

Wertpapierprospekt

BESONDERHEITEN BEI
REIT-EMITTENTEN

MATTHIAS VON OPPEN, LL.M., UND CLEMENS NIEDNER, WHITE CASE

Der Wertpapierprospekt ist das zentrale Angebotsdokument beim Börsengang eines (Vor-) REIT. Die Erstellung eines Wertpapierprospektes ist notwendig, da zum einen der REIT-Status an die Zulassung zum organisierten Markt gekoppelt ist und zum anderen die Erlangung des notwendigen Streubesitzes von 25% in der Praxis schwerlich ohne ein öffentliches Angebot realisiert werden kann. Für beide Voraussetzungen ist nach dem Wertpapierprospektgesetz (WpPG) grundsätzlich ein Prospekt erforderlich, der den Vorgaben des WpPG und der Verordnung (EG) Nr. 809/2004 (ProspektVO) entspricht. Für eine europaweite konsistente Auslegung der ProspektVO sind außerdem die so genannten CESR-Empfehlungen vom Januar 2005 zu berücksichtigen. Als allgemeiner Grundsatz für die inhaltlichen Vorgaben an den Prospekt gilt, dass dieser richtig und vollständig sein muss, d. h. sämtliche Informationen enthalten muss, die erforderlich sind, um dem Anleger ein zutreffendes Urteil über den Emittenten und dessen Wertpapiere zu gestatten. Diese Darstellung muss in leicht analysierbarer und verständlicher Form erfolgen. Zuständige Behörde für die Billigung des Prospekts ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).



Potenzielle REIT-Emittenten sollten im Zusammenhang mit der Prospekterstellung nachfolgende REIT- bzw. immobilien-spezifische Besonderheiten berücksichtigen, die einen erheblichen Einfluss auf die Transaktionsgestaltung haben können:

Immobilienbewertungsgutachten

Die BaFin verlangt für den von Immobiliengesellschaften gehaltenen Immobilienbestand grundsätzlich ein Bewertungsgutachten (Fair Value) eines unabhängigen Sachverständigen und die Aufnahme einer Zusammenfassung des Bewertungsgutachtens im Prospekt. Das im Prospekt abzubildende Kurzgutachten muss alle bewertungsrelevanten Informationen (siehe hierzu im Einzelnen Ziffer 130 der CESR-Empfehlungen) beinhalten. Aus Konsistenzgründen ist es ratsam, dass der Stichtag des Bewertungsgutachtens mit dem Stichtag der im Prospekt abgebildeten (jüngsten) Finanzinformationen übereinstimmt. Bestandsveränderungen nach dem Bewertungsstichtag sollten in der Portfoliodarstellung als „Subsequent Events“ dargestellt werden.

Complex Financial History

Als Finanzinformationen sind grundsätzlich die geprüften historischen (Konzern-)Abschlüsse der dem Börsengang vorangehenden drei Geschäftsjahre mit Bestätigungsvermerken sowie unter gewissen Voraussetzungen Zwischenfinanzinformationen aufzu-



Matthias von Oppen, Partner
bei White & Case



Clemens Niedner, Anwalt
bei White & Case



nehmen. Dabei muss zumindest der letzte (Konzern-)Abschluss (mit Vorjahresvergleichszahlen) gemäß IFRS erstellt werden. Als Folge der Strukturierung eines (Vor-)REIT ist es wahrscheinlich, dass ein Teil oder die gesamte Geschäftstätigkeit (noch) nicht ausreichend in den Abschlüssen des Emittenten berücksichtigt sind. Um Investoren einen vollständigen Überblick und ein zutreffendes Bild der Finanzsituation des Emittenten zu geben, müssen daher zusätzliche Informationen in den Prospekt aufgenommen werden (siehe hierzu den Entwurf zu der Ergänzung der Prospekt-VO in Bezug auf "Complex Financial History" vom 10. August 2006). Emittenten mit einer so genannten Complex Financial History sollten möglichst frühzeitig den Umfang der aufzunehmenden Finanzinformationen mit der BaFin absprechen.

Pro-Forma-Angaben

Pro-Forma-Angaben (für den laufenden und den letzten abgeschlossenen Berichtszeitraum) nebst der erforderlichen Bescheinigung der Wirtschaftsprüfer über deren prüferische Durchsicht sind in den Prospekt aufzunehmen, wenn im letzten oder im laufenden Berichtszeitraum im Zuge einer (oder mehrerer zusammenhängender) Transaktion(en) eine zumindest 25%-ige Schwankung in Bezug auf einen oder mehrere Indikatoren (z. B. Bilanzsumme, Umsatz oder Ertrag) erfolgt ist. Eine solche Schwellenüberschreitung ist im Zuge der Einbringung von Immobilien in einen (Vor-)REIT oder aufgrund neuer Akquisitionen durchaus nicht ungewöhnlich. Um eine nicht sachgerechte Ausweitung des Pro-forma-Erfordernisses zu vermeiden, sollte der Anwendungsbereich von der BaFin daher restriktiv ausgelegt werden und grundsätzlich nur solche Transaktionen erfassen, die die Unternehmensstruktur des Emittenten ändern (siehe Definition der Unternehmenstransaktionen gemäß IDW RH HFA 1.004).

Start-up-Gesellschaften

Nach den CESR-Empfehlungen gelten zusätzliche Anforderungen (wie die Aufnahme einer Beschreibung des Geschäftsplans) für solche Emittenten, die ihr Geschäft weniger als drei Jahre betreiben. Diese zusätzlichen Anforderungen gelten jedoch nicht, wenn Geschäftsbereiche, die seit mindestens drei Jahren bestehen, in eine neue Holdinggesellschaft eingebracht werden.

Portfoliodarstellung

Bei der Portfoliodarstellung in der Beschreibung der Geschäftstätigkeit sollten aus Transparenzgesichtspunkten die EPRA (Euro-

Das Verfassen des Prospekts ist eine der wichtigsten und anspruchsvollsten Aufgaben im Rahmen des Börsengangs.

pean Public Real Estate Association) Best Practices Policy Recommendations beachtet werden. Diese basieren auf den Bilanzierungs- und Reportinganforderungen nach IFRS und ergänzen diese um für Immobiliengesellschaften und -investoren relevante Informationsanforderungen.

Angebotsbezogene Besonderheiten

Bei Wertpapierangeboten von REITs sind stets auch folgende angebotsspezifischen Aspekte zu berücksichtigen und, soweit anwendbar, entsprechend im Prospekt darzustellen:

- US Employee Retirement Income Security Act of 1974 (ERISA): REITs können dem ERISA-Regelwerk unterliegen, wenn bestimmte US-amerikanische Pensionspläne mindestens 25% Anteilsbesitz am REIT halten.
- US Investment Company Act of 1949: So genannte Investment Companies, die nicht als solche registriert sind, dürfen grundsätzlich keine Wertpapiere in den USA anbieten.
- Passive Foreign Investment Company Considerations (PFIC): Unter bestimmten Voraussetzungen kann ein REIT aus US-steuerlicher Sicht als so genannte PFIC eingestuft werden, was für eine Vielzahl von US-Investoren mit nachteiligen steuerlichen Auswirkungen verbunden ist.
- Investmentrechtliche Vorschriften: Es sollte für sämtliche Angebotsjurisdiktionen überprüft werden, ob ein Angebot von Aktien eines REIT in den Anwendungsbereich besonderer investimentrechtlicher Vorschriften fällt.

Fazit:

Der Wertpapierprospekt ist das zentrale Haftungs- und Marketingdokument beim Börsengang eines (Vor-)REIT. Das Verfassen des Prospekts ist daher eine der wichtigsten und anspruchsvollsten Aufgaben im Rahmen des Börsengangs. Wie bei Emittenten aus anderen Branchen sollte das Projektteam für die reine Prospekterstellung ca. 8-12 Wochen und zusätzlich für das formelle Prospektbilligungsverfahren durch die BaFin ca. fünf Wochen einkalkulieren. Bei der Vorbereitung des Börsengangs sind jedoch zusätzliche speziell auf Immobiliengesellschaften zugeschnittene Anforderungen (u. a. das Bewertungsgutachten) und mögliche strukturelle Besonderheiten eines (Vor-)REIT (u. a. Complex Financial History) zu berücksichtigen, die den Zeitplan erheblich beeinflussen können. Insbesondere wegen dieser Besonderheiten ist es für die Transaktionssicherheit essentiell, den Projektzeitplan möglichst frühzeitig mit der BaFin eingehend zu besprechen. Falls sich der potenzielle REIT-Emittent mit besonderen immobilien-spezifischen Prospektanforderungen anhand von Musterbeispielen vertraut machen möchte, sollten ihm die bislang von der BaFin gebilligten Wertpapierprospekte deutscher Immobiliengesellschaften (u. a. DIC Asset AG) eine Orientierungshilfe sein.