



EIN MODELL FÜR BAUTRÄGER

Der Unternehmensverkauf als Alternative zum Börsengang

Michael Bußmann, I-M-C Real Estate Capital Immobilienwirtschaft und Kapitalmarkt? In Verbindung mit innovativen Finanzierungsinstrumenten? Bis vor gar nicht langer Zeit eine kaum vorstellbare Kombination. Über 60 Immobiliengesellschaften sind börsennotiert – Tendenz steigend. Bei aller Euphorie muss allerdings erkannt werden, dass speziell im Segment der Immobilienaktien ein großes Maß an Begriffsverwirrung herrschte.

Doch Immobilienaktie ist nicht gleich Immobilienaktie. Typischerweise wird die Aktie eines Immobilienbestandshalters als Immobilienaktie bezeichnet. Das Gros der Neuemissionen im Immobiliensektor der letzten 18 Monate kam jedoch weniger aus dem Lager der bestandshaltenden AGs. Insbesondere Bauträger und Immobilienentwickler mit hohem Wertschöpfungsanteil und Händlerkompetenzen haben in dieser Zeit den Gang an die Börse gesucht. Nur einige der bekannteren Beispiele sind Windsor, Francofurt, HII, Design Bau neben zahlreichen weiteren.

Für viele Gesellschaften bleibt der Weg an den Kapitalmarkt ein Traum

Nur ein sehr geringer Teil der Betriebe aus diesem Segment konnte den Königsweg an die Börse erfolgreich umsetzen. Die Börsenschwäche zur Mitte des Jahres hat vielen anderen diesen Traum genommen. Nicht wenige angesetzte IPOs wurden sogar abgesagt. Auch nach der sichtbaren Erholung der Märkte konnten Bauträger und Entwickler nur in Ausnahmefällen den Kapitalmarkt wieder für sich begeistern – die Erwartungen knüpfen nun eher an die lang erwarteten Bestandshalter in Form eines REITs. Die Konsequenz: Viele Gesellschaften haben sich für ein



Michael Bußmann ist Geschäftsführer der I-M-C Real Estate Capital GmbH, Unterschleißheim bei München

Going Public exzellent vorbereitet und mussten trotz allem von ihrer Emission Abstand nehmen.

Das Dilemma börsennotierter Bauträger

Was tun diejenigen, die ihre Kapitalbeschaffung über die öffentliche Notierung noch erfolgreich abschließen konnten? Wachsen! Gegenwärtig noch überwiegend organisch durch Erwerb von Objekten, meist mit einem ausgeprägten regionalen Fokus. Doch parallel zum „Boom“ der Bauträger der letzten 18 Monate vollzog sich ein allgemeiner Nachfrage-Boom auf dem Immobilienmarkt, der sich mittlerweile auch auf das Angebot niedergeschlagen hat. Der Einkauf wird stetig teurer, das Angebot gleichzeitig deutlich dünner. Viele Bauträger schauen daher zunehmend auf andere Regionalmärkte, um Umsatz und Ertrag weiter zu steigern. Doch der Neuaufbau einer Niederlassung geht im Regelfall mit deutlichen Anlaufverlusten einher. Lokalexpertise und der Zugang zu regionalen Quellen der Immobilienbeschaffung oder auch der Fremdfinanzierung sowie die Anbindung regionaler Vertriebe erfordern regelmäßig eine mehrjährige Tätigkeit und eine starke Vernetzung am lokalen Markt.

Die Win-Win-Situation

Vielen regional erfolgreichen Unternehmen fehlt der nötige Kapitalzugang. Dabei würde der lokale Markt häufig eine deutliche Ausweitung der Aktivitäten hergeben. Auf der anderen Seite denken notierte, oftmals frisch kapitalisierte Marktteilnehmer zunehmend über eine Standortdiversifikation nach. Ein Zusammenschluss oder auch nur eine intensive Partnerschaft mit einem „local hero“ bieten dem Standort diversifizierenden Unternehmen die Möglichkeit, an strategisch wichtigen Zweit- oder Drittstandorten schnell und vom Start weg profitabel zu wachsen. Für den nicht notierten Local Hero ist der Verkauf mit Vorteilen verbunden, die dem eigenen Börsengang sehr nah kommen.

Wesentliche Aspekte eines Verkaufs an einen börsennotierten Partner

Kommt es zu einer strategischen Übernahme, so besteht grundsätzlich die Möglichkeit, den Kaufpreis in Cash oder aber in Aktien vergüten zu lassen. Im Regelfall wird der Erwerber ein großes Interesse am Fortwirken des bisherigen Managements des Übernahmekandidaten haben, da die jeweiligen Marktzugänge nur über diese Personen ernsthaft betrieben werden können. Eine gehobene Managementrolle ist somit fast zwangsläufig.

Die typische Dealstruktur wird drei wesentliche Elemente vereinen: Ein Teil des Kaufpreises erfolgt in Cash, ein weiterer Teil durch Aktien des Käufers und die endgültige Höhe des Kaufpreises wird durch Erfolgs- und Zielvereinbarungen in die Zukunft gelegt und variabel gestaltet.

Der Veräußerer besitzt damit Aktien eines notierten Unternehmens, für dessen Erfolg er nun auch mit einsteht und mitverantwortlich ist. Darüber hinaus kann der Veräußerer durch Erreichen bestimmter Erfolgskriterien seinen Verkaufserlös verbessern.

Für den Erwerber ergibt sich neben der strategischen Position und der möglicherweise Wert treibenden Story ein rein kapitalmarktorientierter Bewertungsaspekt, denn im Regelfall wird der Kaufpreis für das zu erwerbende private Unternehmen in seinen Bewertungsrelationen einen entsprechenden Abschlag zur börsennotierten Peer Group hinnehmen müssen, also bspw. ein KGV von 10, während derselbe Gewinn des erworbenen Unternehmens auf Ebene des börsennotierten Erwerbers bspw. mit einem KGV von 18 bewertet wird.

Aus Sicht des Veräußerers sollten jedoch einige Punkte beachtet werden

Die beschriebene Erwerbssituation bringt einige Besonderheiten mit sich. Zum einen wird der Kaufpreis zumindest in Teilen durch Aktien des Erwerbers erbracht. Insofern gilt es für den Veräußerer, neben die (zukünftige) Werthaltigkeit dieser Wertpa-

piere zu hinterfragen – ggf. werden diese Aktien durch eine zusätzliche Lock-up in ihrer Handelbarkeit beschränkt. Zum anderen ist ein „Performance-Deal“, also ein Kauf, bei dem eine Art Besserungsschein vereinbart wird, nicht unüblich. Die Kriterien für eine entsprechende Besserung knüpfen dann an bestimmte operative Performancekriterien, die der Veräußerer als Manager nun künftig erreichen soll. Hierbei ist es essentiell, diese Messzahlen sorgfältig auszuwählen und darauf zu achten, dass er als verantwortlicher Manager tatsächlich auch möglichst uneingeschränkter Einfluss auf diese Größen hat.

Besonderheiten bei der Nutzung von Aktien als Akquisitionswährung

Gewährt das erwerbende Unternehmen einen Teil des Kaufpreises in Aktien, so stehen dem Erwerber grundsätzlich zwei Wege zur Verfügung. Einerseits kann eine Kapitalerhöhung zur Schaffung neuer Aktien durchgeführt werden. Hierbei ist zu beachten, dass dies nur unter Ausschluss des Bezugsrechts der Altaktionäre Sinn macht. Die Vorbereitungen hierfür und die notwendige Sacheinlagenprüfung sind zeit- und arbeitsaufwendig und bedürfen einer besonderen rechtlichen Würdigung. Andererseits besteht für das Erwerberunternehmen die Möglichkeit, eigene Aktien zu erwerben, um diese anschließend für einen Unternehmenskauf einzusetzen. Das Procedere wird vereinfacht, allerdings ist auch hier eine Beschlussfassung durch die Hauptversammlung erforderlich.

Fazit:

Viele Immobiliengesellschaften aus dem Entwickler- und Bauträgersegment mussten ihre Börsenpläne zumindest vorübergehend auf Eis legen. Für diese Unternehmen ergibt sich heute eine andere Möglichkeit, den Börsengang quasi doch zu machen. Dies lässt sich über den Verkauf des Unternehmens an einen bereits börsennotierten Erwerber bewerkstelligen. Die besondere Situation des Anlagedrucks bei den notierten Wettbewerbern gepaart mit zunehmend gering werdenden Möglichkeiten am jeweiligen Heimatmarkt lässt vermehrt die Strategie einer regionalen Ausweitung des Geschäfts auf die Agenda rücken. Hier können die nicht notierten Unternehmen mit ihrer besonderen Regional- oder Lokalkompetenz eine Lücke in der Strategie schließen.

Durch die Bezahlung des Kaufpreises zumindest teilweise durch Aktien des Erwerbers wird der Veräußerer Aktionär an einem börsennotierten Unternehmen. Der Vorteil einer laufenden Bewertung des eigenen Vermögens sowie die Möglichkeit einer unkomplizierten Umschichtung des eigenen Vermögens können damit erreicht werden.



Im Regelfall wird der Kaufpreis für das zu erwerbende Unternehmen einen Abschlag zur börsennotierten Peer Group aufweisen.