

„Wir erwarten Real Estate-IPOs, die eine Marktkapitalisierung von 5 bis 10 Mrd. Euro pro Jahr erreichen werden.“

INTERVIEW MIT DR. WOLFGANG SCHÄFERS,  
SAL. OPPENHEIM JR. & CIE KGAA



Im Gespräch mit dem Real Estate Magazin erläutert Dr. Wolfgang Schäfers, Leiter des Real Estate Investment Banking beim Bankhaus Sal. Oppenheim, welche Trends er bei Immobilien-IPOs erwartet.

**REAL ESTATE MAGAZIN:** Es gibt zahlreiche Studien zum erwarteten REIT-Volumen in Deutschland. Diese reichen von 20-52 Mrd. Euro (HSBC) bis 107,5 Mrd. Euro (Scenari Immobiliari, jeweils bezogen auf die Marktkapitalisierung). Welches Potenzial erwarten Sie?

**DR. SCHÄFERS:** Konkrete Aussagen sind hier nur sehr schwer zu treffen. Zunächst muss geklärt werden, ob man nur vom Emissionsvolumen ausgeht oder ob die gesamte Marktkapitalisierung – einschließlich der verbleibenden Anteile der Alt-Aktionäre – mitgerechnet wird. Nach unserer Einschätzung werden die am Markt erfolgreich umgesetzten IPOs gesamthaft betrachtet eine Marktkapitalisierung von 5 bis 10 Mrd. Euro pro Jahr erreichen.

**REAL ESTATE MAGAZIN:** Aus welchen Bereichen erwarten Sie das größte REIT-IPO-Potenzial?

**DR. SCHÄFERS:** Zunächst werden die Private Equity-Player ihre aufgebauten Portfolios an die Börse bringen. Darüber hinaus werden sich vermehrt solche Adressen von ihren Immobilienak-

tivitäten via IPO trennen, bei denen diese Aktivitäten nicht zum Kerngeschäft zählen, beispielsweise aus dem Banken- oder Versicherungsbereich. Aber auch mittelständisch geprägte Immobiliengesellschaften werden neues Kapital aufnehmen, um zukünftig weiter wachsen zu können. In einer zweiten oder dritten Welle kann ich mir vorstellen, dass es zu Börsengängen aus dem Bereich institutioneller Investoren kommt. Dies könnte z. B. die Einbringung von offenen Immobilienfonds oder Teilen davon in börsennotierte Vehikel sein oder auch so genannte Roll-ups von geschlossenen Fonds, bei denen die steuerliche Vorteilhaftigkeit abgelaufen ist.

**REAL ESTATE MAGAZIN:** Und aus welchen Sektoren erwarten Sie REIT-IPOs? Wohnungs-REITs wird es bekanntlich vorerst nicht geben.

**DR. SCHÄFERS:** Wir sind der Überzeugung, dass trotz des Ausschlusses von Wohnungsgesellschaften aus dem Gesetzentwurf solche Unternehmen erfolgreich an die Börse gebracht werden können – der Börsengang der Gagfah ist ein solches Beispiel.

**REAL ESTATE MAGAZIN:** Ausländische institutionelle Investoren bevorzugen zurzeit am deutschen Markt ganz eindeutig den wohnwirtschaftlichen Bereich. Auch ausländische Private Equity-Gesellschaften sind vorwiegend in diesem Sektor investiert und werden in einigen Fällen den Exit über die Börse suchen. Sind folglich die größten Immobilien-IPOs der nächsten Jahre allesamt keine REITs?

**DR. SCHÄFERS:** Ich denke, dass wir sowohl aus dem Wohn- als auch aus dem Gewerbebereich IPOs sehen werden. Da gerade Private Equity-Investments in den vergangenen Jahren vorwiegend in den Wohnungsbereich geflossen sind, ist zu erwarten, dass auch aus diesem Bereich IPOs kommen werden. Zeitversetzt dürften dann IPOs aus dem gewerblichen Bereich folgen.

**REAL ESTATE MAGAZIN:** In Deutschland gibt es zahlreiche notierte Immobiliengesellschaften mit einem sehr geringen Free Float und einem äußerst marktengen Börsenhandel. Erwarten Sie, dass sich solche Unternehmen – angezogen von der großen Investorennachfrage sowie Bewertungen über NAV – künftig verstärkt dem Kapitalmarkt (z. B. durch Umplatzierungen) öffnen?

**DR. SCHÄFERS:** Ja, das denke ich schon! Die Attraktivität des Kapitalmarktes ist auch für solche Unternehmen und deren Gesellschafter sehr hoch. Neben Umplatzierungen kommen aber auch Kapitalerhöhungen in Frage, die es den Unternehmen ermöglichen, aus dem Dornröschenschlaf zu erwachen und weiteres Wachstum zu generieren.

**REAL ESTATE MAGAZIN:** Im vergangenen Jahr gab es einige IPOs aus der Immobilienbranche, die Konzept-IPOs glichen. Sind Investoren, insbesondere seit Mai 2006, kritischer geworden?

**DR. SCHÄFERS:** Das ist richtig, Investoren sind seit der Delle an den Kapitalmärkten im Mai letzten Jahres kritischer geworden. Aber das ist grundsätzlich nicht schädlich. Durch die stärkere Selektion wird natürlich eine Auswahl getroffen, die dazu führt, dass die Qualität der Börsenkandidaten besser wird.

**REAL ESTATE MAGAZIN:** Und welche spezifischen Anforderungen sollten REIT-Manager Ihrer Meinung nach erfüllen?

**DR. SCHÄFERS:** Die Qualität des Managements ist einer der entscheidenden Erfolgsfaktoren eines REIT und des diesbezüglichen Börsengangs. Gerade in der Roadshow-Phase ist eine visionäre, aber gleichzeitig realistische Führungscrew teilweise wichtiger als die Qualität einzelner Immobilien. Dabei werden interne Managementstrukturen gegenüber externen Strukturen vom Kapitalmarkt bevorzugt. Interne Managementstrukturen bedeuten, dass der Vorstand nur der Gesellschaft verpflichtet ist, die er leitet.

**REAL ESTATE MAGAZIN:** Welche weiteren Erfolgsfaktoren sehen Sie?

**DR. SCHÄFERS:** Ein weiterer Erfolgsfaktor ist die Qualität des Portfolios, die Stetigkeit der Cashflows und das diesbezügliche Wertsteigerungs-, bzw. Wachstumspotenzial. Dieses Wachstum

kann sowohl intern, z. B. durch eine aktive Buy-and-Sell-Politik, durch Optimierungen auf der Erlös- oder Kostenseite oder durch Verdichtungen bzw. Umentwicklungen im Portfolio, oder auch extern durch den Ankauf von Portfolios oder ganzen Unternehmen realisiert werden. Zudem muss das Unternehmen den Transparenzanforderungen der Investoren Rechnung tragen, sowohl in Bezug auf die internationale Rechnungslegung als auch bei der Publizität z. B. nach den EPRA-Richtlinien. Eine Lock-up für die Altaktionäre ist in diesem Zusammenhang ebenfalls wichtig. Insbesondere bei institutionellen Investoren, die aus dem Ausland kommen, spielt die Größe eine gewisse Rolle – im Sinne von „size matters“, um die Aufnahme in Indices wie MDAX oder EPRA zu ermöglichen und eine entsprechende Liquidität der Aktie sicherzustellen.

**REAL ESTATE MAGAZIN:** Gibt es bei potenziellen Börsenkandidaten nicht deutliche personelle Engpässe?

**DR. SCHÄFERS:** Es ist richtig, dass zurzeit gewisse Engpässe bei Personen mit einer hohen Kapitalmarktaffinität vorhanden sind, z. B. bei Finanzvorständen, im Bereich Investor Relations oder auch im Rechnungswesen/Controlling. Mit dieser Situation war man bereits vor einigen Jahren konfrontiert, als die Private Equity-Gesellschaften im deutschen Real Estate-Markt aktiv geworden sind. Vermeintliche Engpässe konnten dadurch aufgelöst werden, dass Personen aus dem Bankenbereich, von Investmentboutiquen oder von Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in die Immobilienbranche gewechselt sind.

**REAL ESTATE MAGAZIN:** Wann werden wir in Deutschland ähnlich komplexe REIT-Strukturen haben wie in den USA oder Australien, wann können Investoren auch in Deutschland zwischen Office-, Krankenhaus-, Logistik- oder Hotel-REITs wählen?

**DR. SCHÄFERS:** Auf einzelne Sektoren spezialisierte REITs sind insbesondere ein Kennzeichen von etablierten REIT-Märkten. Wir stehen noch am Anfang dieser Marktentwicklung. Sektorspezifische IPO-Transaktionen werden jedoch in mittelfristiger Sicht eine große Bedeutung erlangen.

**REAL ESTATE MAGAZIN:** Vielen Dank für das Gespräch.

Das Interview führte Christian Schiffmacher.