

**Band 17**

**Schriften zur  
Immobilienökonomie**

Hrsg.: Prof. Dr. Karl-Werner Schulte

Marcel Crommen

**Finanzierung  
von Unter-  
nehmens-  
immobilien**

Eine Shareholder Value-  
orientierte Analyse



EUROPEAN BUSINESS SCHOOL  
Private Wissenschaftliche Hochschule  
Schloß Reichartshausen



Rudolf Müller





Marcel Crommen

## **Finanzierung von Unternehmensimmobilien**

**Eine Shareholder Value-orientierte Analyse**

UBR

069030485350



40via-44

00 / QT 384 C945

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

**Crommen, Marcel:**

Finanzierung von Unternehmensimmobilien

Eine Shareholder Value-orientierte Analyse

Marcel Crommen. –

Köln : Müller 2001

(Schriften zur Immobilienökonomie; Bd. 17)

Zugl.: Oestrich-Winkel, Europ. Business School, Diss., 2001

ISBN 3-932687-79-5

a Univ.-Bibliothek  
Regensburg 5

ISBN 3-932687-79-5

© Immobilien Informationsverlag

Rudolf Müller GmbH & Co. KG, Köln 2001

Alle Rechte vorbehalten

Umschlaggestaltung: Rainer Geyer, Köln

Druck: SDK Systemdruck Köln GmbH, Köln

Printed in Germany

Das vorliegende Buch wurde auf umweltfreundlichem Papier  
aus chlorfrei gebleichtem Zellstoff gedruckt.

## GELEITWORT

Unternehmen versuchen in den letzten Jahren in verstärktem Maße, die in ihren betrieblichen Immobilien verborgenen Wertsteigerungspotentiale zu nutzen. Vor dem Hintergrund der vermögensdimensionalen Bedeutung der Immobilien im Unternehmen werden diese Wertpotentiale als erheblich eingeschätzt. Von daher bildet das Management von Unternehmensimmobilien (Corporate Real Estate Management) einen Forschungsschwerpunkt des Stiftungslehrstuhls Immobilienökonomie der EUROPEAN BUSINESS SCHOOL.

Die vorliegende Arbeit untersucht die in der Finanzierung von Unternehmensimmobilien liegenden Wertsteigerungspotentiale. Dabei greift der Verfasser, Marcel Crommen, auf den Shareholder Value-Ansatz sowie die Erkenntnisse der modernen Finanzierungstheorie zurück. Auf Basis der Zielsetzung der Marktwertmaximierung werden finanzierungspolitische Grundsätze für die Finanzierung betrieblicher Immobilien formuliert. Die theoretischen Schlussfolgerungen werden durch eine immobilienfinanzierungsspezifische Unternehmenswertrechnung ergänzt, die die Ableitung konkreter Handlungsempfehlungen im Rahmen der Finanzierung von Unternehmensimmobilien ermöglicht.

Aufbauend auf den getroffenen Schlussfolgerungen und dem entwickelten Modell stellt der Verfasser verschiedene Konzepte zur Finanzierung von Unternehmensimmobilien vor. Neben traditionellen Instrumenten wie der bilanzwirksamen Hypothekendarfinanzierung und dem Immobilienleasing geht er insbesondere auf die kapitalmarktorientierte Finanzierungsform der Asset Securitisation ein und konstruiert ein auf die Finanzierung von Unternehmensimmobilien abgestimmtes Konzept. Die in den kommenden Jahren zu erwartende erhebliche Finanzierungsnachfrage für den Bereich der Unternehmensimmobilien und die überaus dynamische Entwicklung des Marktes für Asset-backed Securities sprechen für eine Etablierung der Asset Securitisation als Alternative zu den traditionellen Immobilienfinanzierungsinstrumenten.

Die vorliegende Arbeit, die von der EUROPEAN BUSINESS SCHOOL als Dissertation angenommen wurde, stellt nicht nur einen wesentlichen wissenschaftlichen Beitrag zu einem sehr aktuellen Thema dar, sondern bietet darüber hinaus konkrete Anregungen und Entscheidungshilfen für die praktische Anwendung. In diesem Sinne wünsche ich der Arbeit in Wissenschaft und Praxis eine positive Aufnahme.

Prof. Dr. Karl-Werner Schulte HonRICS

Lehrstuhl für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre,  
insbesondere Immobilienökonomie (Stiftungslehrstuhl)

EUROPEAN BUSINESS SCHOOL

Schloß Reichartshausen, Oestrich-Winkel

## VORWORT

In den vergangenen Jahren hat sich die Situation an den internationalen Kapitalmärkten grundlegend verändert. Aufgrund von Sättigungstendenzen an den traditionellen Kreditmärkten und der sich infolge der Globalisierung der Märkte verschärfenden Wettbewerbsbedingungen entwickelt sich Kapital zunehmend zu einer knappen Ressource, um die Unternehmen auf nationaler und internationaler Ebene konkurrieren. Bei der Suche nach alternativen Kapitalquellen geraten die betrieblichen Immobilien immer mehr in den Blickpunkt des Interesses. Da Unternehmensimmobilien wertmäßig eine bedeutende Ressource bilden, stellen sich nationale und internationale Großunternehmen in zunehmenden Maße die Frage, wie deren Finanzierung optimal zu gestalten ist.

Vor diesem Hintergrund kommt einer wissenschaftlich fundierten Auseinandersetzung mit der Finanzierung von Unternehmensimmobilien erhebliche Bedeutung zu. In der vorliegenden Arbeit werden zunächst die notwendigen begrifflichen und theoretischen Grundlagen dargestellt und erläutert. Entscheidend ist in diesem Zusammenhang eine intensive Analyse der bei der Finanzierung der betrieblichen Immobilien verfolgten Ziele. Ausgehend von der als Grundlage der Arbeit ausgewählten Zielsetzung der Marktwertmaximierung des Eigenkapitals werden finanzierungspolitische Aussagen abgeleitet und die Konsequenzen für die Finanzierung von Unternehmensimmobilien aufgezeigt. Danach wird eine Unternehmenswertrechnung entwickelt, mit deren Hilfe Maßnahmen im Rahmen der Finanzierung betrieblicher Immobilien beurteilt werden können. Dieses Konzept bildet die Grundlage für die abschließende Analyse alternativer Finanzierungskonzepte für Unternehmensimmobilien. Zunächst werden mit der bilanzwirksamen Finanzierung über Hypothekarkredite und dem Immobilienleasing traditionelle Finanzierungsformen untersucht. Abschließend wird mit der Asset Securitisation ein in der Regel bilanzneutrales Finanzierungsmodell vorgestellt, das den Unternehmen Zugang zu den immobilienpezifischen internationalen Kapitalmärkten eröffnet.

Die Arbeit entstand während meiner Tätigkeit im Geschäftsbereich Immobilien der Deutsche Bank Gruppe sowie im Real Estate Investment Banking von J.P. Morgan plc. Sie wäre ohne die tatkräftige Unterstützung zahlreicher Personen nicht zustande gekommen. Mein besonderer Dank gilt meinem akademischen Lehrer und Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Karl-Werner Schulte, der mich in der Durchführung dieses externen Forschungsprojektes bestärkte und mich mit konstruktiver Kritik und wertvollen fachlichen Anregungen unterstützte. Frau Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner danke ich für die bereitwillige Übernahme und zügige Abfassung des Korreferats. Ferner gilt mein Dank den zahlreichen Freunden und Kollegen, ohne deren Unterstützung der Abschluss der Arbeit nicht möglich gewesen wäre. Besonders hervorheben möchte ich in diesem Zusammenhang Frau Sylvia Renner, Herrn Nikolaus F. Bieber, Herrn Clemens Schäfer, Herrn Jon H. Zehner, Herrn Dennis G. Lopez sowie Herrn Dr. Markus Hens. Ihre wertvollen Ratschläge, der konstruktive Gedankenaustausch und nicht zuletzt das entgegengebrachte Vertrauen war mir ein wesentlicher Ansporn. Bei meinem Bruder, Herrn Daniel Crommen, und meinem Cousin, Herrn Kurt Kuckelmanns, bedanke ich mich für ihre unermüdliche Hilfe. Sie haben mich in redaktioneller, logistischer und auch mentaler Hinsicht vorbildlich unterstützt.

Nicht zuletzt gilt mein Dank meinen lieben Eltern, die mir in unvergleichlicher Art und Weise zu Seite standen und deren motivierender Zuspruch ganz entscheidend zum Gelingen beitrug. Ihnen ist die Arbeit gewidmet.

London, im September 2001

Marcel Crommen

---

## INHALTSÜBERSICHT

<b>1 Einleitung</b>	<b>1</b>
1.1 Problemstellung	1
1.2 Theoretischer Bezugsrahmen	4
1.3 Abgrenzung und Gang der Untersuchung	7
<b>2 Definitiorische Grundlagen</b>	<b>11</b>
2.1 Finanzierung	11
2.2 Unternehmensimmobilien	27
<b>3 Finanzierungspolitische Grundsätze im Rahmen der Finanzierung von Unternehmensimmobilien</b>	<b>49</b>
3.1 Maximierung des Marktwertes des Eigenkapitals als Ziel der Unternehmensfinanzierung	49
3.2 Unternehmensimmobilien im Kontext der betrieblichen Finanzierungspolitik	67
<b>4 Konzeption eines Instrumentes zur Beurteilung der Finanzierung von Unternehmensimmobilien</b>	<b>118</b>
4.1 Modellanforderungen	118
4.2 Bewertungsmethodik	121
4.3 Bewertungskomponenten	151
4.4 Zusammenfassende Würdigung des Modells	175
<b>5 Shareholder Value-orientierte Analyse traditioneller Finanzierungsinstrumente</b>	<b>179</b>
5.1 Grundsätzliche Alternativen im Rahmen der Finanzierung betrieblicher Immobilien	179
5.2 Analyse traditioneller immobilien-spezifischer Finanzierungsinstrumente	184
5.3 Zusammenfassende Würdigung traditioneller immobilien-spezifischer Finanzierungsinstrumente	235

<b>6 Die Asset Securitisation als kapitalmarktorientierte Finanzierungsalternative</b>	<b>237</b>
6.1 Begriff und immobiliespezifische Ausprägungen der Asset Securitisation	237
6.2 Einsatz der Asset Securitisation zur Finanzierung betrieblicher Immobilien	238
6.3 Auswirkungen auf den Marktwert des Eigenkapitals	273
6.4 Empirische Relevanz der Asset Securitisation	278
<b>7 Zusammenfassung und Ausblick</b>	<b>281</b>



---

**INHALTSVERZEICHNIS**

<b>Abbildungsverzeichnis</b>	<b>XV</b>
<b>Abkürzungsverzeichnis</b>	<b>XVIII</b>
<b>Symbolverzeichnis</b>	<b>XXII</b>

<b>1 Einleitung</b>	<b>1</b>
1.1 Problemstellung	1
1.2 Theoretischer Bezugsrahmen	4
1.3 Abgrenzung und Gang der Untersuchung	7
<b>2 Definitiorische Grundlagen</b>	<b>11</b>
2.1 Finanzierung	11
2.1.1 Das Wesen der Finanzierung und ihr Stellenwert im Unternehmen	11
2.1.1.1 Die Rolle des Finanzbereichs im Unternehmen	11
2.1.1.2 Der Finanzierungsbegriff	13
2.1.2 Systematisierung der Finanzierungsarten	16
2.1.2.1 Abgrenzung von Eigen- und Fremdfinanzierung	16
2.1.2.2 Abgrenzung nach der Fristigkeit der Finanzierungsmittel	19
2.1.2.3 Abgrenzung von Außen- und Innenfinanzierung	19
2.1.3 Finanzwirtschaftliche Ziele	23
2.1.3.1 Traditionelle finanzwirtschaftliche Ziele	24
2.1.3.2 Präferenzen von Individuen als Ausgangspunkt von Zielsystemen	26
2.2 Unternehmensimmobilien	27
2.2.1 Begriff und Systematisierung	27
2.2.1.1 Der Immobilienbegriff	28
2.2.1.1.1 Der Immobilienbegriff im rechtlichen Sinne	28
2.2.1.1.2 Der Immobilienbegriff im wirtschaftlichen Sinne	29
2.2.1.2 Systematisierung von Unternehmensimmobilien	30
2.2.2 Der Stellenwert der Immobilie im Unternehmen	33

---

2.2.3 Die Bedeutung der Unternehmensimmobilie als Kreditsicherheit	37
2.2.3.1 Grundpfandrechtliche Sicherheiten	38
2.2.3.2 Der Sicherheitenwert als maßgeblicher Einflussfaktor bei der Finanzierung	41
2.2.3.2.1 Verkehrswert	42
2.2.3.2.2 Beleihungswert	44
2.2.3.2.3 Der Einfluss von Mietwert und Mietvertrag auf den Sicherheitenwert	46
<b>3 Finanzierungspolitische Grundsätze im Rahmen der Finanzierung von Unternehmensimmobilien</b>	<b>49</b>
3.1 Maximierung des Marktwertes des Eigenkapitals als Ziel der Unternehmensfinanzierung	49
3.1.1 Der Kapitalwert als Entscheidungskriterium	49
3.1.2 Begründung der Maximierung des Eigenkapitalwertes als Zielfunktion	54
3.1.2.1 Berücksichtigung von Interessen anderer Anspruchsgruppen	54
3.1.2.2 Lösung von Interessenskonflikten zwischen den Eigentümern	57
3.1.2.3 Umsetzung des Zielsystems auf Unternehmensebene	61
3.1.2.4 Methodische Schwächen herkömmlicher Zielgrößen	64
3.1.3 Zusammenfassende Würdigung der Marktwertmaximierung als Zielfunktion	66
3.2 Unternehmensimmobilien im Kontext der betrieblichen Finanzierungspolitik	67
3.2.1 Bedeutung der Finanzierungspolitik bei vollkommenem Kapitalmarkt und unsicheren Erwartungen	67
3.2.2 Argumente für die Relevanz der Finanzierungspolitik	71
3.2.2.1 Finanzierungspolitische Bedeutung von Steuern	71
3.2.2.1.1 Einfache Gewinnbesteuerung bei Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen auf Unternehmensebene	71

---

3.2.2.1.2	Besteuerung von Kapitalgesellschaften nach dem Körperschaftsteuersystem mit Anrechnungsverfahren	73
3.2.2.1.2.1	Körperschaftsteuersystem mit Anrechnungsverfahren ohne Berücksichtigung der Gewerbeertragsteuer	74
3.2.2.1.2.2	Körperschaftsteuersystem mit Anrechnungsverfahren unter Berücksichtigung der Gewerbeertragsteuer	75
3.2.2.1.3	System der Doppelbesteuerung gemäß Steuer-senkungsgesetz	76
3.2.2.1.3.1	Wesentliche Inhalte der Unternehmen-steuerreform	77
3.2.2.1.3.2	System der Doppelbesteuerung mit Halbein-künfteverfahren ohne Berücksichtigung der Gewerbeertragsteuer	78
3.2.2.1.3.3	System der Doppelbesteuerung mit Halbein-künfteverfahren unter Berücksichtigung der Gewerbeertragsteuer	81
3.2.2.2	Finanzierungspolitische Bedeutung von Transaktions- und Informationskosten	82
3.2.2.3	Finanzierungspolitische Bedeutung von Gläubigerrisiken unter Berücksichtigung von Informationsasymmetrien	87
3.2.2.4	Zusammenfassung der Zwischenergebnisse	94
3.2.3	Bedeutung der Finanzierung von Unternehmensimmobilien	96
3.2.3.1	Immobilien-spezifische Aspekte der Unternehmens-finanzierung	96
3.2.3.1.1	Finanzierungsrelevante Eigenschaften von Unternehmensimmobilien	96
3.2.3.1.2	Unternehmensfinanzierung versus immobilien-spezifische Finanzierung	98
3.2.3.1.3	Einzelfinanzierung versus Poolfinanzierung	99

3.2.3.2 Anhaltspunkte für die Relevanz der immobilien- spezifischen Finanzierung	101
3.2.3.2.1 Marktwertvorteile der Fremdfinanzierung im deutschen Steuersystem	101
3.2.3.2.2 Marktunvollkommenheiten als Ursache für die Institutionenbildung auf dem Markt für Immo- bilienfinanzierung	102
3.2.3.2.2.1 Einschaltung von Finanzintermediären	102
3.2.3.2.2.2 Kapitalrationierung	105
3.2.3.2.2.3 Vereinbarung von Kreditsicherheiten	106
3.2.3.2.3 Das Disintermediationsphänomen und seine Bedeutung für die Finanzierung von Unter- nehmensimmobilien	111
3.2.3.2.4 Kapitalfreisetzung für Investitionen in das Kerngeschäft durch Fremdfinanzierung	115
3.2.4 Zusammenfassung	116
<b>4 Konzeption eines Instrumentes zur Beurteilung der Finanzierung von Unternehmensimmobilien</b>	<b>118</b>
4.1 Modellanforderungen	118
4.2 Bewertungsmethodik	121
4.2.1 Rahmenkonzept	121
4.2.2 Relevante Erfolgsgröße	125
4.2.3 Auswahl des Bewertungsverfahrens	125
4.2.3.1 Discounted Cashflow-Methoden im Überblick	126
4.2.3.2 Grundsätzliche Funktionsweise der Discounted Cashflow-Methoden	129
4.2.3.3 Eignung der Verfahren zur Lösung finanzierungs- spezifischer Entscheidungsprobleme	134
4.2.3.3.1 Finanzierungsprämissen	134
4.2.3.3.2 Analyse der einzelnen Discounted Cashflow-Methoden	136
4.2.3.3.2.1 Adjusted Present Value-Methode	136
4.2.3.3.2.2 Entity-Methode	139

---

4.2.3.3.2.3 Equity-Methode	141
4.2.3.3.3 Kritische Würdigung der Discounted Cashflow-Methoden	142
4.2.3.3.3.1 Anwendungsvor- und -nachteile der Bewertungsverfahren	143
4.2.3.3.3.2 Empirische Relevanz der Finanzierungs- prämissen	145
4.2.3.3.3.3 Auswahlentscheidung	146
4.2.4 Sonstige Aspekte	147
4.2.4.1 Berücksichtigung steuerlicher Rahmenbedingungen	147
4.2.4.2 Berücksichtigung von Kreditsubstituten	148
4.2.4.3 Festlegung des Planungshorizonts	149
4.3 Bewertungskomponenten	151
4.3.1 Ermittlung des Wertes bei vollständiger Eigenfinanzierung	151
4.3.1.1 Entziehbarer operativer Cashflow bei vollständiger Eigenfinanzierung	151
4.3.1.1.1 Einflussfaktoren	151
4.3.1.1.2 Immobilienfinanzierungsspezifisches Ermitt- lungsschema	154
4.3.1.2 Bestimmung der Eigenkapitalkosten	156
4.3.1.2.1 Methodik	157
4.3.1.2.2 Ermittlung der Rechnungskomponenten	160
4.3.1.2.3 Einfluss von Unternehmensimmobilien auf die Eigenkapitalkosten	162
4.3.1.2.4 Mögliche Alternative zum Capital Asset Pricing Model	163
4.3.1.3 Fortführungswert	163
4.3.2 Ermittlung des Werteinflusses der Fremdfinanzierung	165
4.3.2.1 Bilanzwirksames Fremdkapital	165
4.3.2.2 Kreditsubstitute	171
4.3.3 Ermittlung des Unternehmenswertes	172
4.3.3.1 Marktwert des Gesamtunternehmens	172
4.3.3.2 Marktwert des Fremdkapitals	173
4.3.3.2.1 Bilanzwirksame Fremdfinanzierung	173

4.3.3.2.2 Kreditsubstitute	173
4.3.3.2.3 Sonstige wertbeeinflussende Faktoren	174
4.3.3.3 Marktwert des Eigenkapitals	175
4.4 Zusammenfassende Würdigung des Modells	175

## **5 Shareholder Value-orientierte Analyse traditioneller**

<b>Finanzierungsinstrumente</b>	<b>179</b>
---------------------------------	------------

5.1 Grundsätzliche Alternativen im Rahmen der Finanzierung betrieblicher Immobilien	179
5.1.1 Die Bedeutung von Innen- und Außenfinanzierung	179
5.1.2 Die Bedeutung von Eigen- und Fremdfinanzierung	182
5.2 Analyse traditioneller immobilienpezifischer Finanzierungsinstrumente	184
5.2.1 Voraussetzungen für die Finanzierbarkeit mit immobilienpezifischen Instrumenten	184
5.2.2 Hypothekarkredit als Ausgangspunkt	185
5.2.2.1 Das Pfandbriefsystem als Grundlage des Hypothekarkredits	185
5.2.2.2 Finanzierungsstruktur	191
5.2.2.3 Wesentliche Konstruktionsmerkmale	192
5.2.2.4 Auswirkungen auf den Marktwert des Eigenkapitals	197
5.2.2.4.1 Quantitative Aspekte	197
5.2.2.4.2 Qualitative Aspekte	201
5.2.2.5 Marktwertsteigerung durch Bildung von Sicherheitenpools	203
5.2.3 Immobilienleasing und leasingähnliche Modelle als Alternativen zum Hypothekarkredit	206
5.2.3.1 Klassisches Immobilienleasing	207
5.2.3.1.1 Finanzierungsstruktur	207
5.2.3.1.2 Wesentliche Konstruktionsmerkmale	210
5.2.3.1.2.1 Vertragsmodelle	210
5.2.3.1.2.2 Zahlungsstrukturen	214

5.2.3.1.3 Auswirkungen auf den Marktwert des Eigenkapitals	215
5.2.3.1.3.1 Quantitative Aspekte	215
5.2.3.1.3.2 Qualitative Aspekte	219
5.2.3.2 Strukturierungsmöglichkeiten zur Marktwertsteigerung des Eigenkapitals	221
5.2.3.2.1 Eigenkapitalbeschaffung durch die Ausgabe von geschlossenen Fondsanteilen	222
5.2.3.2.1.1 Grundgedanke	222
5.2.3.2.1.2 Strukturvarianten	223
5.2.3.2.1.3 Marktwertrelevante Effekte	225
5.2.3.2.1.4 Besondere Problembereiche der Immo- bilienfondslösung	231
5.2.3.3 Marktwerthöhung durch Veränderung von Struktur- elementen	233
5.2.3.3.1 Umsatzabhängige Miete	233
5.2.3.3.2 Beteiligung des Anteilseigners an der Wertsteigerung	235
5.3 Zusammenfassende Würdigung traditioneller immobilien- spezifischer Finanzierungsinstrumente	235
<b>6 Die Asset Securitisation als kapitalmarktorientierte Finanzierungsalternative</b>	<b>237</b>
6.1 Begriff und immobilien spezifische Ausprägungen der Asset Securitisation	237
6.2 Einsatz der Asset Securitisation zur Finanzierung betrieblicher Immobilien	238
6.2.1 Finanzierungsstruktur	238
6.2.2 Wesentliche Konstruktionsmerkmale	241
6.2.2.1 Anforderungen an die Vermögensgegenstände	241
6.2.2.2 Zweckgesellschaft	243
6.2.2.2.1 Risikoseparation	243
6.2.2.2.2 Beschränkung des Geschäftszweckes	244
6.2.2.2.3 Wahl der Rechtsform	245

6.2.2.2.4 Steuerliche Aspekte	247
6.2.2.2.5 Sonstige Aspekte	249
6.2.2.3 Risikoaufteilung und zusätzliche Besicherungsmaßnahmen im Rahmen des Credit Enhancements	249
6.2.2.3.1 Darstellung der Risiken	250
6.2.2.3.2 Maßnahmen im Rahmen des Credit Enhancements	250
6.2.2.4 Rating	255
6.2.2.5 Gestaltungsmöglichkeiten im Rahmen der Refinanzierung	258
6.2.3 Besonderheiten bei der Finanzierung von Unternehmensimmobilien	263
6.2.3.1 Notwendige Voraussetzungen	263
6.2.3.2 Gestaltungsmöglichkeiten im Rahmen der Verbriefung von Unternehmensimmobilien	265
6.2.4 Beispiel für eine immobilienpezifische ABS-Transaktion	269
6.3 Auswirkungen auf den Marktwert des Eigenkapitals	273
6.3.1 Quantitative Aspekte	274
6.3.2 Qualitative Aspekte	277
6.4 Empirische Relevanz der Asset Securitisation	278
<b>7 Zusammenfassung und Ausblick</b>	<b>281</b>
 <b>Literaturverzeichnis</b>	 <b>287</b>
<b>Verzeichnis der Gesetze und Verordnungen</b>	<b>334</b>
<b>Verzeichnis der Urteile und Erlasse</b>	<b>335</b>



**ABBILDUNGSVERZEICHNIS**

Abbildung 1: Immobilienwerte in den Bilanzen ausgewählter deutscher Unternehmen	2
Abbildung 2: Gang der Untersuchung im Überblick	10
Abbildung 3: Eigenkapital versus Fremdkapital	18
Abbildung 4: Außen- und Innenfinanzierungsmaßnahmen	23
Abbildung 5: Typische Formen von Unternehmensimmobilien in verschiedenen Industriezweigen	30
Abbildung 6: Systematisierung von Unternehmensimmobilien	31
Abbildung 7: Abgrenzung von Property und Non Property Companies	37
Abbildung 8: Erklärungsanteil verschiedener Erfolgskennzahlen	66
Abbildung 9: Kapitalkosten in Abhängigkeit vom Verschuldungsgrad	70
Abbildung 10: Entwicklung des Marktwertes in Abhängigkeit vom Verschuldungsgrad	80
Abbildung 11: Fremdleistungskostensätze der längerfristigen Außenfinanzierungsarten	83
Abbildung 12: Opportunitätslinie eines Unternehmens bei gegebenem Investitionsprogramm und variablem Verschuldungsumfang	85
Abbildung 13: Auswirkungen von Steuern und Gläubigerrisiken auf den Marktwert	89
Abbildung 14: Risikoreduktion durch Diversifikation	100
Abbildung 15: Immobilienspezifische Möglichkeiten der Risikostreuung	101
Abbildung 16: Entscheidungsprobleme der modernen Investitions- und Finanzierungstheorie	118
Abbildung 17: Pentagon-Konzept unter besonderer Berücksichtigung der Finanzierung von Unternehmensimmobilien	124
Abbildung 18: Discounted Cashflow-Methoden	127
Abbildung 19: Komponenten der immobilienfinanzierungsspezifischen Unternehmenswertrechnung	152
Abbildung 20: Plan-Bilanz und Plan-Gewinn- und Verlustrechnung	153
Abbildung 21: Ermittlung des entziehbaren operativen Cashflows	156

Abbildung 22: Kapitalmarktklinie	158
Abbildung 23: Wertpapierlinie	159
Abbildung 24: Ermittlung des Marktwertes des Gesamtunternehmens im Überblick	172
Abbildung 25: Ermittlung des Marktwertes des Eigenkapitals im Überblick	176
Abbildung 26: Typische Finanzierungsstruktur eines Hypothekarkredits	192
Abbildung 27: Kapitaldienst bei Annuitätentilgung	194
Abbildung 28: Kapitaldienst bei Ratentilgung	194
Abbildung 29: Elemente eines Sicherheitenpools	205
Abbildung 30: Typische Vertragsbeziehungen beim Immobilienleasing	208
Abbildung 31: Vertragsmodelle im Immobilienleasing	211
Abbildung 32: Zurechnung von Grundstück und Gebäude bei Voll- amortisationsmodellen	212
Abbildung 33: Zurechnung von Grundstück und Gebäude bei Teilamortisationsmodellen	213
Abbildung 34: Grundstruktur einer ABS-Emission	240
Abbildung 35: Vertragsbeziehungen und Zahlungsströme nach ABS-Emission	241
Abbildung 36: Asset Securitisation-Risiken	251
Abbildung 37: Maßnahmen im Rahmen des Credit Enhancements	252
Abbildung 38: Einsatz von Credit Enhancement-Maßnahmen	255
Abbildung 39: Rating-Symbole und deren Bedeutung	257
Abbildung 40: Einfluss des Ratings auf die Renditeforderung der Investoren	258
Abbildung 41: Asset-backed Securities und Unternehmensschuldver- schreibungen nach Rating-Kategorien	259
Abbildung 42: Restschuldverlauf bei sequentieller Rückzahlungsstruktur	262
Abbildung 43: Mietverhältnis als Ausgangspunkt der Verbriefungstransaktion	265
Abbildung 44: Zweistufiges Modell der Asset Securitisation	268
Abbildung 45: Strukturdiagramm der Trafford Centre-Transaktion	270
Abbildung 46: Ausstattung der Asset-backed Securities	271

Abbildung 47: Einmalige und laufende Fremdleistungskosten einer ABS-Transaktion	276
Abbildung 48: Wachstum des europäischen ABS-Marktes seit 1988	279
Abbildung 49: Europäische ABS-Emissionen nach Ländern	280

## **ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS**

ABS	Asset-backed Securities
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
APT	Arbitrage Pricing Theory
APV	Adjusted Present Value
AStG	Aussensteuergesetz
Aufl.	Auflage
BauGB	Baugesetzbuch
BB	Betriebsberater
Bd./Bdn.	Band/Bände(n)
bearb.	bearbeitete
BewG	Bewertungsgesetz
BFH	Bundesfinanzhof
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
BGBI	Bundesgesetzblatt
BMF	Bundesminister für Finanzen
BMZ	Baumassenzahl
BörsG	Börsengesetz
BGF	Bruttogrundfläche
BStBl.	Bundessteuerblatt
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
c. p.	ceteris paribus
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CFROI	Cashflow Return of Investment
CMBS	Commercial Mortgage-backed Securities
CMO	Collateralized Mortgage Obligations
DB	Der Betrieb
DBW	Die Betriebswirtschaft
DCF	Discounted Cashflow
DCR	Duff & Phelps Credit Rating Co.

---

Diss.	Dissertation
DStR	Deutsches Steuerrecht
EDV	Elektronische Datenverarbeitung
erg.	ergänzte
erw.	erweiterte
et al.	et aliter
ESTG	Einkommensteuergesetz
ESTR	Einkommensteuer-Richtlinien
EURIBOR	European Interbank Offered Rate
EVA	Economic Value Added
f./ff.	folgende/fortfolgende
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FCF	Free Cashflow
Fn.	Fußnote
FIBOR	Frankfurt Interbank Offered Rate
FRI	Full repairing and insuring
GBO	Grundbuchordnung
GBP	Great Britain Pound
GewStG	Gewerbsteuergesetz
GRZ	Geschossflächenzahl
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GrESTG	Grunderwerbsteuergesetz
GRZ	Grundflächenzahl
GuG	Grundstücksmarkt und Grundstückswert
HFA	Hauptfachausschuß des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
HBG	Hypothekendarlehenbankgesetz
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
i. d. R.	in der Regel
i. e. S.	im engeren Sinne
InsO	Insolvenzordnung
IRRV	Institute of Revenues Rating and Valuation

i. S.	im Sinne
ISVA	Incorporated Society of Valuers and Auctioneers
i. V. m.	in Verbindung mit
i. w. S.	im weiteren Sinne
IZ	Immobilien Zeitung
KAG	Kapitalanlagegesellschaft
KAGG	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
KG	Kommanditgesellschaft
KStG	Körperschaftsteuergesetz
KWG	Kreditwesengesetz
LFK	Der Langfristige Kredit
LIBOR	London Interbank Offered Rate
MBS	Mortgage-backed Securities
MVA	Market Value Added
neubearb.	Neubearbeitete
n. F.	neue Fassung
No.	Nummer
o. H.	ohne Heft
o. Jg	ohne Jahrgang
o. V.	ohne Verfasser
rev.	revidierte
RICS	Royal Institution of Chartered Surveyors
Rz.	Randziffer
S&P	Standard & Poor's Corporation
StSenkG	Steuersenkungsgesetz
StSenkErgG	Steuersenkungsergänzungsgesetz
überarb.	überarbeitete
UK	United Kingdom
umgearb.	umgearbeitete
Univ.	Universität
VDH	Verband deutscher Hypothekenbanken
veränd.	veränderte
verb.	verbesserte

VG	Zahl der Vollgeschosse
Vol.	Volume
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WertR	Wertermittlungsrichtlinie
WertV	Wertermittlungsverordnung
WiSt	Wirtschaftswissenschaftliches Studium
WISU	Das Wirtschaftsstudium
WM	Wertpapier Mitteilungen, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
zfbf	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
z. T.	zum Teil

**SYMBOLVERZEICHNIS**

$\beta$	Betafaktor
$\beta^{EK}$	Betafaktor eines rein eigenkapitalfinanzierten Unternehmens
$\beta^{EK,FK}$	Betafaktor eines teilweise fremdkapitalfinanzierten Unternehmens
$\beta^{FK}$	Betafaktor des Fremdkapitals
$\beta_j$	Betafaktor des Vermögensgegenstands j
$\beta_{IMMO,j}$	Betafaktor der Mehrzweckimmobilie j
$\beta_{IMMO,P}$	Betafaktor des Mehrzweckimmobilienportfolios P
$\beta_O$	Betafaktor des operativen Geschäftsbereichs
$\beta_P$	Betafaktor des Portfolios P
$\sigma_M$	Standardabweichung der Renditeerwartung des Marktportfolios M
$\sigma_P$	Standardabweichung der Renditeabwertung eines Portfolios P
$\Delta$	Veränderung
$\Delta RL_t$	Zuführung zu den Rücklagen
a	Beteiligungsquote
Ab	Abschreibungen (= $Ab^G + Ab^{SSAV}$ )
$Ab^G$	Abschreibungen auf Gebäude
$Ab^{SSAV}$	Abschreibungen auf sonstiges Sachanlagevermögen
AM	Anschlussmiete
$A^{GuG}$	Abgänge von Grundstücken und Gebäuden
$A^{SSAV}$	Abgänge von sonstigem Sachanlagevermögen
$cov(\tilde{r}_j, \tilde{r}_M)$	Kovarianz zwischen der Rendite des Wertpapiers j und der Rendite des Marktportfolios M
D	Ausschüttung
$D^R$	Residuale Ausschüttung
$E(\tilde{X})$	Erwartungswert von Nettoeinzahlungsüberschüssen
ECF	Entziehbarer Cashflow
EK	Marktwert des Eigenkapitals
$EK^B$	Buchwert des Eigenkapitals
$EK^{FK}$	Marktwert des Eigenkapitals bei anteiliger Fremdfinanzierung



---

$EK_j$	Marktwert des Eigenkapitals eines Unternehmens der Risiko- klasse j
$EVA^{Entity}$	Residualgewinn nach dem Entity-Verfahren
FK	Marktwert des Fremdkapitals
$FK^B$	Buchwert des Fremdkapitals
$FK^{BW}$	Marktwert des bilanzwirksamen Fremdkapitals
$FK_j$	Marktwert des Fremdkapitals eines Unternehmens der Risiko- klasse j
$FK^{KS}$	Belastungsgleicher Fremdkapitalbetrag
$FK^{Nom}$	Nominalbetrag des Darlehens
$FK^{SO}$	Marktwert sonstiger wertbeeinflussender Faktoren der Fremdfi- nanzierung
FLEI	Forderungen aus Lieferungen und Leistungen
g	Erwartete ewige Wachstumsrate
GM	Grundmietzeit gemäß Leasingvertrag
$g/r_{IK}$	Erwartete ewige Investitionsrate
GvZS	Gewinn vor Zinsen und Steuern
i	Risikoloser Zinssatz
IBK	Immobilienbetriebskosten
$i_H$	Habenzinssatz
IK	Buchwert des investierten Kapitals
IMK	Immobilienpezifischer Aufwand
$i_s$	Sollzinssatz
ISK	Immobilieninstandsetzungskosten
I	Investitionen in das Sachanlagevermögen
$I^{GuG}$	Investitionen in Grundstücke und Gebäude
$I^{SSAV}$	Investitionen in sonstiges Sachanlagevermögen
IVK	Immobilienverwaltungskosten
k	Kapitalkostensatz
$k^d$	Durchschnittliche gewichtete Kapitalkosten
$k^{d(IK)}$	Durchschnittliche gewichtete Kapitalkosten nach Inselbag/Kaufold
$k^{d(ME)}$	Durchschnittliche gewichtete Kapitalkosten nach Miles/Ezzell

$k^{d(MM)}$	Durchschnittliche gewichtete Kapitalkosten nach Modigliani/Miller
$k^{EK}$	Eigenkapitalkostensatz
$k^{EK,FK}$	Eigenkapitalkostensatz bei vollständiger Eigenfinanzierung
$k^{EK,FK(IK)}$	Eigenkapitalkostensatz bei vollständiger Eigenfinanzierung nach Inselbag/Kaufold
$k^{EK,FK(ME)}$	Eigenkapitalkostensatz bei vollständiger Eigenfinanzierung nach Miles/Ezzell
$k^{EK,FK(MM)}$	Eigenkapitalkostensatz bei vollständiger Eigenfinanzierung nach Modigliani/Miller
$k^{FK}$	Fremdkapitalkostensatz
$k_j$	Kapitalkostensatz eines Unternehmens der Risikoklasse $j$
$k'$	Risikoäquivalenter Diskontierungssatz
KP	Vereinbarter Kaufpreis
L	Zeitlich konstanter Verschuldungsgrad ( $FK/V_{FK}$ )
LA	Leasingaufwand
LR	Zinsaufwandsgleiche Leasingraten
m	Sicherheitsmaß
MA	Materialaufwand
ME	Mieterträge
MiA	Mietaufwand
$MiA^{KS}$	Zinsaufwandsgleicher Mietaufwand von Kreditsubstituten
$MiA^{nZ}$	Sonstiger nicht zinsaufwandsgleicher Mietaufwand
$MiA^Z$	Zinsaufwandsgleicher Mietaufwand (ohne zinsaufwandsgleiche Leasingraten)
MP	Mietpreis
n	Laufzeit
ND	Betriebsgewöhnliche Nutzungsdauer
$\Delta NUV$	Veränderung des Nettoumlaufvermögens
P	Anzahl der Projekte eines Unternehmens (Projektportfolio)
PA	Personalaufwand
RA	Risikoabschlag
RBW	Restbuchwert der Immobilie

---

$r_{IK}$	Erwartete konstante Rendite der Netto-Neuinvestitionen
$r_j$	Erwartete Rendite eines Wertpapiers/Vermögensgegenstands $j$
$r_M$	Erwartete Rendite des Marktportfolios $M$
$r_M^D$	Erwartete Rendite des Marktportfolios $M$ aus Ausschüttungen
$r_M^{KG}$	Erwartete Rendite des Marktportfolios $M$ aus Kursgewinnen
$r_p$	Erwartete Rendite eines Portfolios $P$
RVE	Restverkaufserlös
S	Steuern
$s^*$	Relativer Fremdfinanzierungsvorteil
$s_A$	Einkommensteuersatz des Anteilseigners
$S_A$	Einkommensteuern
$S\tilde{A}$	Sicherheitsäquivalent
SBA	Sonstige betriebliche Aufwendungen
SBE	Sonstige betriebliche Erträge
$s_G$	Gewerbeertragsteuersatz
SLA	Sonstiger Leasingaufwand (nicht zinsaufwandsgleich)
$s_U$	Körperschaftsteuersatz
$s_U^T$	Körperschaftsteuersatz bei Gewinnthesaurierung
$t$	Periode $t$ (Zeitindex)
$T_t$	Erwartete Tilgungszahlung in Periode $t$
U	Umsatzerlöse
V	Marktwert des Unternehmens
$V^{EK}$	Marktwert des Unternehmens bei vollständiger Eigenfinanzierung
$V^{FK}$	Marktwert des Unternehmens bei teilweiser Fremdfinanzierung
$V^{FW,EK}$	Fortführungswert bei vollständiger Eigenfinanzierung
$V^{GST}$	Marktwert des Gewerbesteuer effekts
$V^{GST,FK}$	Marktwert des gewerbesteuerlich bedingten Vorteils des bilanzwirksamen Fremdkapitals
$V^{GST,KS}$	Marktwert des gewerbesteuerlich bedingten Vorteils der Kreditsubstitute
$V_{IMMO,j}$	Marktwert der Mehrzweckimmobilie $j$
$V_{IMMO,P}$	Marktwert des Mehrzweckimmobilienportfolios $P$

$V_j$	Marktwert eines Unternehmens der Risikoklasse j
$V^{KSt}$	Marktwert des Körperschaftsteuereffekts
$V^{KSt,FK}$	Marktwert des körperschaftsteuerlich bedingten Vorteils des bilanzwirksamen Fremdkapitals
$V^{KSt,KS}$	Marktwert des körperschaftsteuerlich bedingten Vorteils der Kreditsubstitute
$V_O$	Marktwert des operativen Geschäftsbereichs
$V_p$	Marktwert des Projektes p
$V^{USt}$	Marktwert des Unternehmensteuereffekts
$V^{USt,FK}$	Marktwert der Steuervorteile der bilanzwirksamen Fremdfinanzierung
$V^{USt,KS}$	Marktwert der Steuervorteile der Kreditsubstitute
$x$	Gewichtungsfaktor
$X$	Nettoeinzahlungsüberschüsse
$X_j$	Nettoeinzahlungsüberschüsse eines Unternehmens der Risikoklasse j
$X_{\min}$	Niedrigster zu erwartender Nettoeinzahlungsüberschuss
$Y$	Einkommen eines Anteilseigners aus seiner Unternehmensbeteiligung
$Z$	Erwartete Zinszahlung in Periode t
$Z^{EK}$	Zuführung von neuem Eigenkapital

## 1 Einleitung

### 1.1 Problemstellung

Immobilien nehmen eine zentrale Rolle im Rahmen des betrieblichen Leistungserstellungsprozesses ein. Dabei sind sie nicht allein als räumliche Hülle des Produktionsprozesses zu verstehen, vielmehr haben Lage-, Konzeptions- und Ausstattungsmerkmale der Unternehmensimmobilien entscheidenden Einfluss auf Quantität und Qualität des Outputs und damit auf den Unternehmenserfolg.<sup>1</sup>

Infolge der hohen Kapitalintensität von Immobilien<sup>2</sup> müssen Unternehmen erhebliche Mittel zur Befriedigung ihres Raumbedarfs investieren. Die finanzwirtschaftliche Dimension dieser Investitionen wird häufig unterschätzt. Untersuchungen im angelsächsischen Raum ergaben, dass der Anteil der betrieblichen Immobilien am Gesamtvermögen der Unternehmen beachtlich ist.<sup>3</sup> In Deutschland dürfte die Bedeutung der Unternehmensimmobilien in Relation zum betrieblichen Vermögen noch höher sein, da sich tendenziell ein größerer Anteil des betrieblich genutzten Immobilienbestands im Eigentum der Unternehmen befindet.<sup>4</sup>

Ein Blick in die Bilanzen einiger deutscher Großkonzerne bestätigt die hohe Vermögensdimension betrieblicher Immobilien.<sup>5</sup> Bei der Bewertung der Zahlen gilt es zu berücksichtigen, dass es sich um die nach handelsrechtlichen Vorschriften ermittelten Buchwerte der Immobilien handelt. Da Immobilien erfahrungsgemäß langfristig im Wert steigen, liegen die Buchwerte vielfach erheblich unter den Marktwerten.<sup>6</sup>

<sup>1</sup> Vgl. Brittinger, Aspekte, S. 35 ff.; Carn/Black/Rabianski, Corporate Real Estate, S. 281 ff.; Manning/Rodriguez/Ghosh, Location, S. 321 ff.; Roulac, Real Estate, S. 387 ff.; Schäfers, Management, S. 17 ff.; Schäfers, Corporation, S. 4.

<sup>2</sup> Vgl. Schulte et al., Betrachtungsgegenstand, S. 21.

<sup>3</sup> So wird der Anteil der Immobilien am betrieblichen Gesamtvermögen in Großbritannien auf durchschnittlich 30 bis 40 % geschätzt. Vgl. Weatherhead, Strategy, S. 15. Zur Bedeutung der Unternehmensimmobilien in den USA vgl. z. B. Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, S. 39; Manning/Roulac, Corporate, S. 265.

<sup>4</sup> Vgl. Gop, Bilanz, S. 14; Pettit, Wall Street, S. 5; Schäfers, Corporate Real Estate, S. 822 f.

<sup>5</sup> Vgl. Abbildung 1 sowie Schäfers, Management, S. 68 ff.; Schäfers, Evidence, S. 301

<sup>6</sup> Vgl. Schulte/Schäfers, Einführung, S. 41 ff.

Unternehmen	Buchwert der Immobilien in EUR Mrd.	Bilanzsumme in EUR Mrd.	Immobilien in % der Bilanzsumme
BASF AG	2,9	30,0	9,7 %
Bayer AG	3,7	31,3	11,8 %
Deutsche Bank AG	4,2	840,0	0,5 %
Deutsche Telekom AG	17,2	94,6	18,2 %
Karstadt Quelle AG	2,3	7,9	29,1 %
RAG	2,4	35,8	6,7 %
RWE	7,1	65,0	10,9 %
Siemens AG	5,1	79,3	6,4 %
VEBA AG (jetzt E.ON)	6,7	52,4	12,8 %
VIAG (jetzt E.ON)	3,2	34,0	9,4 %

Abbildung 1: Immobilienwerte in den Bilanzen ausgewählter deutscher Unternehmen<sup>7</sup>

Angesichts der immer komplexer werdenden und sich ständig verändernden Umweltbedingungen werden sich die Anforderungen an die betrieblichen Immobilien in Zukunft weiter erhöhen. Als Folge der rasanten technologischen Entwicklung und des sich durch die Globalisierung der Märkte verstärkenden Wettbewerbsdrucks sind die Unternehmen gezwungen, zur Erhaltung ihrer Wettbewerbsfähigkeit erhebliche Investitionen in ihre Unternehmensimmobilien zu tätigen.<sup>8</sup> Damit stellt sich zwangsläufig die Frage nach der Finanzierung der immobilienbezogenen Unternehmensaktivitäten.

Traditionell erfolgte die Unternehmensfinanzierung in Deutschland während der vergangenen 50 Jahre zum überwiegenden Teil aus Innenfinanzierungsmitteln und Bankkrediten.<sup>9</sup> Es erscheint allerdings fraglich, ob die Unternehmen diese Finanzierungspraxis auch zukünftig mit ähnlichem Erfolg fortführen können. Insbesondere für die Finanzierung der Unternehmensimmobilien kann dies aus folgenden Gründen bezweifelt werden:

- Durch den Einsatz von Innenfinanzierungsmitteln zur Finanzierung der Unternehmensimmobilien wird Eigenkapital langfristig gebunden. Diese Vor-

<sup>7</sup> Quelle: eigene Darstellung auf Basis der Konzernbilanzen der angegebenen Unternehmen. Mit Ausnahme der RWE (30.06.2000) und der Siemens AG (30.09.2000) dienen die Jahresabschlüsse zum 31.12.1999 als Datengrundlage.

<sup>8</sup> Vgl. Arthur Andersen, Real Estate, S. 33 ff.; Cam/Black/Rabianski, Corporate Real Estate, S. 286 ff.; Schäfers, Management, S. 53 ff.; Weatherhead, Strategy, S. 9.

<sup>9</sup> Vgl. Büschgen, Entwicklungen, S. 12. Es liegt die Vermutung nahe, dass die Mittel zur Finanzierung von Unternehmensimmobilien aus dem gleichen Finanzierungspool beschafft werden. Diese Annahme wird bestätigt durch eine empirische Untersuchung von Redman/Tanner in den USA, die feststellten, dass Innenfinanzierungsmaßnahmen den größten Anteil bei der Finanzierung von betrieblichen Immobilien einnahmen. Vgl. z. B. Redman/Tanner, Financing, S. 217-240.

gehensweise widerspricht in fundamentaler Weise dem Grundgedanken des sich auch in Deutschland verstärkt durchsetzenden Shareholder Value-Ansatzes. Anteilseigner fordern demnach, Eigenmittel den Nebengeschäftstätigkeiten, zu denen i. d. R. auch die Immobilienaktivitäten zu zählen sind, zu entziehen und den im Normalfall höher verzinslichen Kernaktivitäten des Unternehmens zuzuführen.<sup>10</sup>

- Infolge des anhaltenden konjunkturellen Aufschwungs, der hohen Verschuldung der öffentlichen Hand und der Globalisierung der Finanzmärkte hat der Wettbewerb bei der Beschaffung von Finanzmitteln in den letzten Jahren erheblich zugenommen. Kapital entwickelt sich immer mehr zu einer knappen Ressource, um die Unternehmen auf nationaler und internationaler Ebene konkurrieren.<sup>11</sup>
- Weiterhin ist seit einigen Jahren ein sich verstärkender Trend zur Disintermediation erkennbar. Unternehmen wenden sich mit ihrer Kapitalnachfrage direkt an die Kapitalmärkte, ohne dabei auf Finanzintermediäre, wie z. B. Banken, zurückzugreifen. Als Hauptgrund für diese Tendenz wird insbesondere eine Erosion der Kostenvorteile der Finanzintermediäre angeführt.<sup>12</sup>

Die dargelegten Gründe lassen vermuten, dass Unternehmen sich zukünftig nach alternativen Kapitalbeschaffungsmöglichkeiten umsehen müssen. Ziel der vorliegenden Arbeit ist es daher, die Konsequenzen der dargestellten Entwicklungen für die Finanzierung von Unternehmensimmobilien aufzuzeigen. Es ist der Frage nachzugehen, wie eine optimale Finanzierung des betrieblichen Immobilienbestands zu gestalten ist. Ausgehend vom Shareholder Value-Gedanken ist unter Berücksichtigung der institutionellen Rahmenbedingungen in Deutschland ein Konzept zu entwickeln, mit dessen Hilfe Handlungsempfehlungen für die Finanzierung von Unternehmensimmobilien abgeleitet

---

<sup>10</sup> Vgl. z. B. Pettit, Wall Street, S. 5 ff.

<sup>11</sup> Vgl. Achleitner/Achleitner, Erfolgsstrategien, S. 7; Bär, Strukturbereinigung, S. 22.

<sup>12</sup> Vgl. Berlin/Loeys, Bond, S. 397-412. Die Ursachen für die Kostenverschiebung zugunsten der Kapitalmärkte sind zum einen in der Verbesserung der Rahmenbedingungen an den Kapitalmärkten und zum anderen in einer Verschärfung des Wettbewerbsumfelds für die Banken zu sehen. Vgl. Bär, Strukturbereinigung, S. 23; Dombret, Verbriefung, S. 22 ff.; Paul, Bankenintermediation, S. 55 ff.

werden können. Schließlich sollen wesentliche Finanzierungsalternativen aufgezeigt und auf ihre ökonomische Vorteilhaftigkeit hin analysiert werden.

## 1.2 Theoretischer Bezugsrahmen

Den theoretischen Bezugsrahmen für die vorliegende Arbeit bilden die Finanzierungstheorie und die Immobilienökonomie, die ihrerseits funktionale Teilbereiche der Allgemeinen Betriebswirtschaftslehre darstellen.

Die Finanzierungstheorie befasst sich mit den betrieblichen Funktionen der Finanzierung (Kapitalbeschaffung) und der Investition (Kapitalverwendung).<sup>13</sup> Zur Beantwortung der im Rahmen der Arbeit zu lösenden Problemstellung<sup>14</sup> werden verschiedene finanzwirtschaftliche Theoriezweige herangezogen:

- **Klassische Finanzierungslehre**

In der klassischen Finanzierungslehre kommt der Finanzierung eine den Leistungsprozess unterstützende Funktion zu.<sup>15</sup> Während in neueren Theoriezweigen die Interaktion zwischen Investitions- und Finanzierungsfragen im Mittelpunkt der Betrachtung steht, besteht in der klassischen Theorie die finanzwirtschaftliche Grundaufgabe ausschließlich in der Kapitalbeschaffung; die Investitionsseite wird als gegeben angesehen.<sup>16</sup> Forschungsschwerpunkte liegen in der deskriptiv ausgerichteten Formenlehre, in der Analyse von Finanzierungsanlässen wie Gründung, Kapitalmaßnahmen, Sanierung, Liquidation etc. sowie in der bilanzorientierten Finanzanalyse und der auf die Aufrechterhaltung der Zahlungsfähigkeit ausgerichteten Finanzplanung.<sup>17</sup>

- **Neoklassische Finanzierungslehre**

Im Gegensatz zu den eher deskriptiven Ansätzen der klassischen Lehre ist die neoklassische Finanzierungslehre, in deren Mittelpunkt die Kapitalmarkttheorie steht, durch ihr wissenschaftlich-analytisches Vorgehen gekennzeichnet. Die reine Betrachtung der Kapitalbeschaffung wird erweitert auf die Untersuchung

---

<sup>13</sup> Vgl. Wöhe, Betriebswirtschaftslehre, S. 2 ff. sowie S. 20-21.

<sup>14</sup> Vgl. Abschnitt 1.1.

<sup>15</sup> Vgl. Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 17; Schmidt/Terberger, Grundzüge, S. 9 ff.

<sup>16</sup> Vgl. Süchting, Finanzmanagement, S. 2 f.



des Zusammenspiels zwischen Investition und Finanzierung. Unter z. T. restriktiven Annahmen, insbesondere der Unterstellung der Existenz eines vollkommenen Kapitalmarktes, wurden Theorien wie die Portfolio Selection Theory, das Capital Asset Pricing Model, die Arbitrage Pricing Theory sowie die These von der Irrelevanz der Kapitalstruktur entwickelt, die das Fundament der neoklassischen Finanzierungslehre bilden. Neuere Ausprägungen der neoklassischen Lehre sind die Finanzchemie und das Financial Engineering. Während die Finanzchemie versucht, komplexe Finanztitel in einzelne Bestandteile zu zerlegen (Stripping) und deren Wert am Markt einzeln zu ermitteln, werden im Rahmen des Financial Engineerings durch Kombination von Basiselementen optimierte Finanzkontrakte kreiert (Replicating).<sup>18</sup>

- Neoinstitutionalistische Finanzierungslehre

Die zentrale Annahme der neoklassischen Finanzierungslehre, der vollkommene Kapitalmarkt, ist Anknüpfungspunkt der neoinstitutionalistischen Finanzierungstheorie. Obwohl einige Märkte, z. B. die Wertpapierbörsen, diesem Ideal nahe kommen, ist es nach wie vor unbestritten, dass der Kapitalmarkt insgesamt als unvollkommen bezeichnet werden kann.<sup>19</sup> Insbesondere die Existenz von Finanzintermediären unterstreicht diese These, denn die Etablierung solcher Institutionen und die damit verbundenen Kosten führen naturgemäß zu einem Wohlfahrtsverlust, der scheinbar bewusst in Kauf genommen wird.<sup>20</sup> Die neoinstitutionalistische Lehre greift dies auf und versucht Antworten auf die von der neoklassischen Lehre offen gelassenen Fragen zu finden. In diesem Rahmen wurden die Principal Agent-Theorie, der Transaktionskostenansatz sowie die Property Rights-Theorie entwickelt. Im Zentrum der neoinstitutionalistischen Finanzierungstheorie steht die Principal Agent-Theorie, die einen Hauptgrund für diese Marktunvollkommenheiten in der Informationsasymmetrie und dem

---

<sup>17</sup> Vgl. Weston/Copeland, Finance, S. 13; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 17 ff.; Süchting, Finanzmanagement, S. 1 ff.

<sup>18</sup> Vgl. hierzu Markowitz, Portfolio, S. 425-442; Lintner, Valuation, S. 13-37; Sharpe, Capital, S. 425-442; Ross, Return, S. 189-218; Modigliani/Miller, Cost, S. 261-297; eine gute Übersicht zu den Theorien findet sich in Miller, History, S. 8-14; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 19 ff., Schmidt/Terberger, Grundzüge, S. 39 ff. sowie Süchting, Finanzmanagement, S. 3 ff.

<sup>19</sup> Vgl. Süchting, Finanzmanagement, S. 5.

<sup>20</sup> Vgl. Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 24.

daraus resultierenden Zielkonflikt zwischen Managern und Kapitalgebern sieht.<sup>21</sup>

Die Immobilienökonomie ist ein noch sehr junges Teilgebiet der Betriebswirtschaftslehre, das in Deutschland erst in den letzten Jahren durch diverse Veröffentlichungen einen rasanten Aufschwung erfahren hat.<sup>22</sup> Das zentrale Ziel dieser Wissenschaftsdisziplin ist die „Erklärung und Gestaltung realer Entscheidungen von mit Immobilien befassten Wirtschaftssubjekten“<sup>23</sup>. Die Zieldefinition unterstreicht die enge Ausrichtung am entscheidungsorientierten Ansatz der Betriebswirtschaftslehre. Dabei sollen nicht nur problemrelevante Erklärungen entwickelt werden. Vielmehr wird angestrebt, den Entscheidungsträgern konkrete Handlungsempfehlungen zur Lösung ihrer immobilienpezifischen Probleme an die Hand zu geben.<sup>24</sup> Diesem Ansatz wird auch im Rahmen dieser Arbeit gefolgt, was konkret bedeutet, dass Erklärungs- und Gestaltungshinweise im Rahmen der Finanzierung von Unternehmensimmobilien zu erarbeiten sind.<sup>25</sup>

Ein wesentliches Merkmal der Immobilienökonomie ist ihre intendierte Interdisziplinarität. Aufbauend auf dem Fundament der Betriebswirtschaftslehre werden auch Erkenntnisse anderer Wissenschaftsdisziplinen, z. B. der Volkswirtschaftslehre, der Rechtswissenschaften, der Architektur etc. in die Betrachtung einbezogen. Im Einklang damit steht, dass sich die Immobilienökonomie nicht auf Unternehmen der Immobilienwirtschaft beschränkt, sondern sich mit immobilienbezogenen Entscheidungen aller wirtschaftlich handelnden Institutionen<sup>26</sup> beschäftigt.<sup>27</sup> Im Rahmen dieser Arbeit stehen die immobilienpezifischen Ent-

---

<sup>21</sup> Vgl. Jensen/Meckling, Theory, S. 305-360.

<sup>22</sup> Eine Übersicht über in diesem Zusammenhang bedeutende Veröffentlichungen findet sich bei Schulte, Immobilienakademie, S. 172 f.

<sup>23</sup> Schulte/Schäfers, Disziplin, S. 108.

<sup>24</sup> Ausführliche Darstellungen des entscheidungsorientierten Ansatzes finden sich z. B. bei Heinen, Betriebswirtschaftslehre, S. 364 ff.; Heinen, Ansatz, S. 429 ff.; Raffée, Grundprobleme, S. 54 ff.

<sup>25</sup> Zahlreiche weitere Arbeiten im Bereich der Finanzwirtschaft und Immobilienökonomie orientieren sich am entscheidungstheoretischen Paradigma. Vgl. z. B. Drukarczyk, Theorie, S. 1 ff.; Hens, Management, S. 4 f.; Pfarr, Bauwirtschaft, S. 43 ff.; Ropeter, Investitionsanalyse, S. 5 ff.; Schäfers, Management, S. 5 ff.

<sup>26</sup> Dazu gehören auch Unternehmen, deren Kerngeschäft nicht im Immobilienbereich liegt sowie private und öffentliche Haushalte.

<sup>27</sup> Vgl. Schulte/Schäfers, Disziplin, S. 108-111; Schäfers, Management, S. 5 f.

scheidungen von Unternehmen im Vordergrund der Betrachtung, ohne jedoch die Interaktionen mit anderen Institutionen (z. B. dem Staat sowie privaten und institutionellen Investoren) aus den Augen zu verlieren.

### **1.3 Abgrenzung und Gang der Untersuchung**

Der Themenkomplex Finanzierung von Unternehmensimmobilien umfasst eine so große Palette von Einzelaspekten, dass eine Untersuchung aller Bereiche nicht möglich ist. Daher ist es einleitend erforderlich, einige Abgrenzungen des Untersuchungsgegenstands vorzunehmen.

Die vorliegende Arbeit konzentriert sich auf die in der Bundesrepublik Deutschland vorherrschenden institutionellen Bedingungen für Unternehmen. Gerade in den vergangenen Jahren haben diese Rahmenbedingungen zahlreiche Änderungen erfahren. Hingewiesen sei z. B. auf die Einführung des Euro und die Unternehmensteuerreform. Da solche Änderungen zum Teil erhebliche Auswirkungen auf den Unternehmenswert haben, ist es unerlässlich, sie in die Betrachtung mit einzubeziehen. Die Vielfalt und Frequenz der Ereignisse macht es jedoch notwendig, die wesentlichen für die Untersuchung relevanten Faktoren zu fokussieren. Aufgrund der Tatsache, dass es sich bei dem überwiegenden Teil der Unternehmen mit großen Immobilienbeständen um Kapitalgesellschaften handelt, werden spezifische Aspekte der Personengesellschaften nicht untersucht. Der Titel der Arbeit weist bereits darauf hin, dass sich die Analyse auf die Finanzierung betrieblich genutzter Immobilien bezieht. Immobilien, die von Unternehmen allein aus investiven Zwecken gehalten werden, scheiden somit aus der Betrachtung aus.

Die Vorgehensweise der Arbeit orientiert sich an den gesetzten Zielen. Nachdem in der Einleitung die Problemstellung und der theoretische Bezugsrahmen aufgezeigt wurden, werden im zweiten Kapitel der Arbeit zunächst finanzierungstheoretische Grundlagen gelegt. Dabei wird auf die Rolle des Finanzbereichs im Unternehmen eingegangen und der Finanzierungsbegriff näher spezifiziert. Danach werden die Finanzierungsarten nach drei Kriterien systematisiert und die für die vorliegende Arbeit notwendigen Eingrenzungen vorgenommen. Die finanzierungstheoretischen Grundlagen schließen mit einer Darlegung fi-

nanzwirtschaftlicher Ziele und Zielsysteme. Dieser Abschnitt legt die Basis für die Entscheidung für das Zielsystem der Arbeit, die im dritten Kapitel erläutert wird. Im Anschluss an die finanzierungstheoretischen Grundlagen werden nach einer rechtlichen und wirtschaftlichen Definition des Immobilienbegriffs die Unternehmensimmobilien systematisiert und ihre Bedeutung im Unternehmen erörtert. Die Vorgehensweise begründet sich in der Notwendigkeit, die Unternehmensimmobilie in ihrer rechtlichen und wirtschaftlichen Bedeutung eindeutig zu identifizieren. Ferner wird die Bedeutung der Unternehmensimmobilie als Kreditsicherheit erläutert und damit eine wichtige Grundlage zur späteren Beurteilung von Finanzierungsalternativen gelegt.

Der Hauptteil der Arbeit gliedert sich in vier Bereiche:

- Finanzierungspolitische Grundsätze im Rahmen der Finanzierung von Unternehmensimmobilien (drittes Kapitel)
- Konzeption eines Instrumentes zur Beurteilung der Finanzierung von Unternehmensimmobilien (viertes Kapitel)
- Shareholder Value-orientierte Analyse traditioneller Finanzierungsinstrumente (fünftes Kapitel)
- Die Asset Securitisation als kapitalmarktorientierte Finanzierungsalternative (sechstes Kapitel)

Im dritten Kapitel wird untersucht, ob Entscheidungen im Rahmen der Finanzierung betrieblicher Immobilien Auswirkungen auf den Marktwert des Eigenkapitals haben. Dazu ist es in einem ersten Schritt notwendig, das Zielsystem der Marktwertmaximierung zu erläutern und seine Verwendung als zentrales Unternehmensziel zu begründen. Die Untersuchung der Relevanz von Finanzierungsentscheidungen beginnt im zweiten Abschnitt des dritten Kapitels mit der Unterstellung eines vollkommenen Kapitalmarktes. Die dazu erforderlichen restriktiven Annahmen werden danach schrittweise aufgelöst und durch die wesentlichen, in Deutschland vorherrschenden Rahmenbedingungen ersetzt. Der Schwerpunkt liegt dabei auf der Untersuchung der Marktwertrelevanz der ab 2001 in Deutschland gültigen Besteuerung von Kapitalgesellschaften sowie der Analyse der Bedeutung von Transaktionskosten, Informationskosten und Gläu-



bigerrisiken. Anschließend werden die Ergebnisse auf die Finanzierung von Unternehmensimmobilien übertragen. Ziel dieses abschließenden Abschnitts des dritten Kapitels ist zum einen, die Marktwertrelevanz der immobilien-spezifischen Finanzierung zu erklären, und zum anderen, erste Hinweise auf Gestaltungsalternativen zu geben.

Im vierten Kapitel wird ein Instrument entwickelt, mit dessen Hilfe Maßnahmen im Rahmen der Finanzierung von Unternehmensimmobilien beurteilt werden können. Es handelt sich um eine Unternehmenswertrechnung, die auf dem im dritten Kapitel erläuterten Prinzip der Marktwertmaximierung des Eigenkapitals basiert. Nach der Darstellung der Modellanforderungen und der Bewertungsmethodik werden im letzten Teil dieses Kapitels die einzelnen Bewertungskomponenten dargestellt, erläutert und kritisch gewürdigt.

Im fünften Kapitel werden zunächst die traditionellen Finanzierungsalternativen vorgestellt und auf ihre Wirkung auf den Marktwert des Eigenkapitals hin untersucht. Das Kapitel beginnt mit einer kurzen Darstellung der grundsätzlichen Alternativen im Rahmen der Finanzierung betrieblicher Immobilien. Danach erfolgt die Analyse traditioneller immobilien-spezifischer Finanzierungsinstrumente. Aufgrund ihrer langen Tradition und großen Bedeutung in Deutschland bildet der Hypothekarkredit den Ausgangspunkt der Analyse. Mit dem Sicherheitenpool wird eine Möglichkeit erläutert, im Bereich der Grundpfandrechtlichen Darlehensfinanzierungen eine Marktwerthöhung herbeizuführen. Danach wird mit dem Immobilienleasing eine bilanzneutrale Finanzierungsmöglichkeit dargestellt und analysiert. Unter bestimmten Voraussetzungen können durch strukturelle Modifikationen des Grundleasingmodells Wertvorteile erzielt werden. Diese werden im Anschluss an das Grundmodell aufgezeigt und erläutert.

Im Mittelpunkt des sechsten Kapitels steht die Vorstellung der Asset Securitisation als kapitalmarktorientierte Möglichkeit, Marktwertvorsprünge auf der Finanzierungsseite zu erzielen. In diesem Rahmen wird ausführlich auf Struktur, Anforderungen sowie Gestaltungsmöglichkeiten eingegangen. Der Schwerpunkt liegt dabei auf den Anwendungsmöglichkeiten bei der Finanzierung von Unternehmensimmobilien. Der Abschnitt schließt mit einer Erörterung der Auswir-

kungen der Asset Securitisation auf den Marktwert des Eigenkapitals sowie einer Darstellung der empirischen Relevanz dieses Finanzierungskonzepts.

Das die Arbeit abschließende siebte Kapitel fasst die Ergebnisse der Untersuchung zusammen und gibt einen Ausblick auf mögliche zukünftige Entwicklungen.

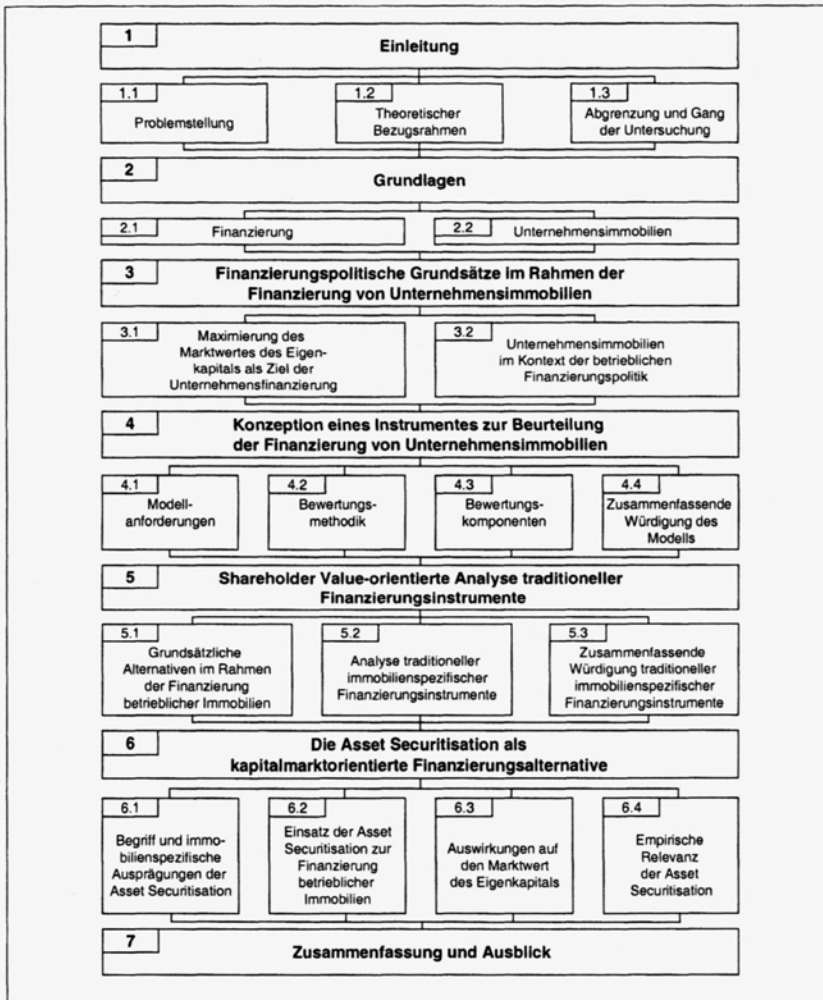


Abbildung 2: Gang der Untersuchung im Überblick

## **2 Definitiorische Grundlagen**

Dem Titel der Arbeit „Finanzierung von Unternehmensimmobilien“ folgend, werden nun zunächst die finanzierungstheoretischen und immobilien-spezifischen Grundlagen für die folgenden Hauptkapitel gelegt.

### **2.1 Finanzierung**

In einem ersten Schritt ist es erforderlich, den Finanzbereich in den Kontext des Gesamtunternehmens einzuordnen. Danach werden die wesentlichen, in der betriebswirtschaftlichen Literatur gebräuchlichen Definitionen des Begriffes Finanzierung analysiert, um auf dieser Grundlage eine für diese Arbeit relevante Begriffsbestimmung zu finden. Im Anschluss daran erfolgt eine Systematisierung der Finanzierungsformen, die auf die Zielsetzung dieser Arbeit abgestimmt wird. Im letzten Teil dieses Abschnitts werden finanzwirtschaftliche Ziele diskutiert. Hierbei wird insbesondere zwischen traditionellen Zielen und modernen Zielsystemen unterschieden.

#### **2.1.1 Das Wesen der Finanzierung und ihr Stellenwert im Unternehmen**

##### **2.1.1.1 Die Rolle des Finanzbereichs im Unternehmen**

Ein Unternehmen kann grob in zwei Bereiche eingeteilt werden:

- den Leistungsbereich und
- den Finanzbereich.<sup>28</sup>

Im Rahmen des Leistungserstellungsprozesses kommt es im Unternehmen zu zahlreichen Güter- und Finanzbewegungen. Ausgangspunkt dieser Bewegungen ist die Beschaffung von finanziellen Mitteln in Form von Fremd- oder Eigenkapital. Diese werden eingesetzt zur Beschaffung der für den Leistungserstellungsprozess notwendigen Elementarfaktoren (Input).<sup>29</sup> Die Elementarfaktoren werden vom dispositiven Faktor zur Erstellung der betrieblichen Leistungen (Output) kombiniert und anschließend auf dem Absatzmarkt angebo-

---

<sup>28</sup> Vgl. Wöhe, Betriebswirtschaftslehre, S. 737.

<sup>29</sup> Zu den Elementarfaktoren zählen Arbeitskräfte, Betriebsmittel und Werkstoffe.

ten. Die Erlöse aus dem Verkauf der Leistungen fließen an das Unternehmen zurück.<sup>30</sup>

Die Betrachtung der Güter- und Finanzbewegungen verdeutlicht, dass jedem realwirtschaftlichen Strom ein gegenläufiger monetärer Strom gegenübersteht. Der Finanzbereich eines Unternehmens beschäftigt sich im Gegensatz zum Leistungsbereich primär mit den monetären Strömen.<sup>31</sup> Dabei wird die Verwendung finanzieller Mittel als Investition und die Bereitstellung finanzieller Mittel als Finanzierung bezeichnet.<sup>32</sup> Investitions- und Finanzierungsentscheidungen des Unternehmens sind eng miteinander verbunden: Der Kapitalbedarf eines Unternehmens entsteht vorrangig durch Investitionen, die der Erstellung und dem Absatz von Leistungen dienen. Mit jeder Investitionsentscheidung stellt sich somit zwangsläufig auch die Frage der Kapitalbeschaffung. Das Unternehmen kann den entstehenden Kapitalbedarf durch die Aufnahme von Mitteln, z. B. in Form von Beteiligungs- oder Kreditkapital, decken.<sup>33</sup> Dass Investition und Finanzierung zwei Seiten derselben Medaille sind, wird deutlich, wenn man die Betrachtung auf den Zahlungsaspekt reduziert.<sup>34</sup> Auf dieser Basis sind Investition und Finanzierung spiegelbildlich zu sehen: Eine Investition beginnt aus Sicht des Unternehmens mit einer Auszahlung und lässt spätere Einzahlungen erwarten. Demgegenüber beginnt eine Finanzierung mit einer Einzahlung und zieht spätere Auszahlungen nach sich. Folglich unterscheiden sich Investition und Finanzierung bei rein zahlungsmäßiger Betrachtung nur durch die Vorzeichen.<sup>35</sup> Um der festgestellten engen Verzahnung von Investition und Finanzie-

<sup>30</sup> Vgl. Wöhe, Betriebswirtschaftslehre, S. 10 f.

<sup>31</sup> Vgl. Brealey/Myers, Principles, S. 5 f.

<sup>32</sup> Vgl. Wöhe, Betriebswirtschaftslehre, S. 737 f.

<sup>33</sup> Vgl. Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 1.

<sup>34</sup> Vgl. hierzu Schneider, Investition, S. 9; Schneider begründet die Reduzierung der Betrachtung auf den Zahlungsaspekt wie folgt: „Theorien müssen die Vielfalt des empirisch Beobachtbaren vereinfachen, um Zusammenhänge zwischen Beobachtbarem zu erkennen. In diesem Lehrbuch [Anmerkung des Verfassers: Gemeint ist Schneider, Investition] werden Investition und Finanzierung als Inbegriff für den Zahlungsaspekt von Handlungsabläufen benutzt. Dazu werden Handlungsabläufe durch ihr Abbild in einer Zeitfolge von Zahlungen, also Geldbewegungen, ersetzt.“; Schneider, Investition, S. 9.

<sup>35</sup> Vgl. Schneider, Investition, S. 21 sowie Drukarczyk, Finanzierung, S. 21-22; Schneider zieht aus dieser zahlungsmäßigen Betrachtung die Schlussfolgerung, dass die Verfahren, die zur Berechnung der Vorteilhaftigkeit von Investitionen dienen, in gleicher Weise zur Beurteilung von Finanzierungsmaßnahmen verwandt werden können.



rung Genüge zu tun, wird im Rahmen dieser Untersuchung die Investitionsseite nicht vollständig ausgeblendet.

### 2.1.1.2 Der Finanzierungsbegriff

In der betriebswirtschaftlichen Literatur existieren zahlreiche, zum Teil voneinander abweichende Definitionen des Begriffs Finanzierung. Daher ist es notwendig, diese Definitionen zu analysieren und den für diese Arbeit geeigneten Begriff herauszuarbeiten.

Am weitesten gefasst wird der Finanzierungsbegriff im anglo-amerikanischen Schrifttum. Dort ordnet man sowohl die Aufgaben der Kapitalbeschaffung als auch die der Kapitalverwendung dem Finanzbereich zu.<sup>36</sup> Dies ist aufgrund der Interaktion von Investition und Finanzierung durchaus sinnvoll.<sup>37</sup>

Trotz der immer stärker aufkommenden Gesamtsicht von Investitions- und Finanzierungstheorie<sup>38</sup> wird im deutschsprachigen Raum bei der Begriffsdefinition überwiegend eine Trennung von Investitions- und Finanzierungsbegriff favorisiert. Unter den zahlreichen Finanzierungsdefinitionen finden sich im Wesentlichen zwei Hauptrichtungen:

- kapitalorientierter Finanzierungsbegriff und
- monetärer Finanzierungsbegriff.<sup>39</sup>
  
- Der kapitalorientierte Finanzierungsbegriff

Die Vertreter des kapitalorientierten Finanzierungsbegriffs verstehen unter Finanzierung sämtliche Zu- bzw. Abgänge von Kapital. Finanzierungsmaßnahmen in diesem Sinne sind z. B. Einzahlungen von Anteilseignern und Kreditgebern, Gewinneinbehaltungen, Sacheinlagen, Kapitalrückzahlungen sowie Dividenden- und Zinszahlungen.<sup>40</sup> Nach Braunschweig umfasst der kapitalorientierte Finanzierungsbegriff in seiner weiten Fassung alle Kapitaldispositio-

---

<sup>36</sup> Vgl. Brealey/Myers, Principles, S. 5 f.; Swoboda, Finanzierung, S. 1.

<sup>37</sup> Vgl. hierzu Abschnitt 2.1.1.1.

<sup>38</sup> Vgl. z. B. Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 1 sowie S. 16-22.

<sup>39</sup> Vgl. Braunschweig, Finanzierung, S. 16-19; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 341; Swoboda, Finanzierung, S. 1.

<sup>40</sup> Vgl. Hax, Entscheidungen, S. 415; Schmidt/Terberger, Grundzüge, S. 11; Swoboda, Finanzierung, S. 2.

nen bzw. -operationen. Damit fielen auch Fusionen, Sanierungen, Liquidationen, Leasing, Factoring sowie die Kapitalverwendung auf der Vermögensseite unter den Finanzierungsbegriff.<sup>41</sup> Diese weite Auslegung, insbesondere die Einbeziehung der Kapitalverwendung auf der Vermögensseite, wird von anderen Autoren nicht vertreten.<sup>42</sup>

Die Problematik des kapitalorientierten Terminus liegt in der Auslegung des Begriffs Kapital, für den in der betriebswirtschaftlichen Literatur zahlreiche unterschiedliche Definitionen existieren. Interpretiert man Kapital im bilanziellen Sinne, ergeben sich aufgrund der gesetzlichen Gestaltungsmöglichkeiten im Rahmen der Bilanzierung begriffliche Ungenauigkeiten.<sup>43</sup> Orientiert sich der Begriff am Ertragswert, kritisiert Schneider, bestimme sich der Begriff Kapital „über einen fiktiven Marktpreis in einem Modell eines Kapitalmarktes im Konkurrenzgleichgewicht“<sup>44</sup>. Er weist darauf hin, dass es in einer Erfahrungswissenschaft falsch sei, ein auf Fiktionen aufbauendes Messkonzept anstelle eines theoretischen Begriffs zu verwenden.<sup>45</sup>

- Der monetäre Finanzierungsbegriff

Die Vertreter des monetären Finanzierungsbegriffs vermeiden die Verwendung des Begriffs Kapital.<sup>46</sup> Sie orientieren sich bei der Definition von „Finanzierung“ an den ausgelösten Zahlungsströmen.<sup>47</sup> Köhler z. B. fasst unter den Begriff „Finanzierung“ die Gesamtheit der Zahlungsmittelzuflüsse (Einzahlungen) und die beim Zugang nicht monetärer Güter vermiedenen sofortigen Zahlungsmittelabflüsse (Auszahlungen).<sup>48</sup> Daneben findet man noch weitergehende Definitionen, die unter „Finanzierung“ die zielgerichtete Gestaltung und Steuerung sämtlicher Zahlungsströme des Unternehmens verstehen.<sup>49</sup> Im Grunde wäre bei dieser

---

<sup>41</sup> Vgl. Braunschweig, Finanzierung, S. 17; vgl. auch Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 341.

<sup>42</sup> Vgl. stellvertretend Swoboda, Finanzierung, S. 2.

<sup>43</sup> Vgl. Schneider, Investition, S. 17.

<sup>44</sup> Schneider, Investition, S. 17.

<sup>45</sup> Vgl. Schneider, Investition, S. 17.

<sup>46</sup> Vgl. Schmidt/Terberger, Grundzüge, S. 14.

<sup>47</sup> Vgl. Braunschweig, Finanzierung, S. 18; Drukarczyk, Theorie, S. 18; Schneider, Investition, S. 11; Swoboda, Finanzierung, S. 1.

<sup>48</sup> Vgl. Köhler, Finanzierungsbegriff, S. 435 ff.

<sup>49</sup> Vgl. Braunschweig, Finanzierung, S. 18.

Auslegung nahezu jeder betriebliche Vorgang ein Finanzierungsvorgang.<sup>50</sup> Deshalb bedarf der monetäre Finanzierungsbegriff einer entsprechenden Präzisierung. Diese Präzisierung erfolgt im Regelfall durch eine Eingrenzung auf Maßnahmen der so genannten Außen- und Innenfinanzierung.<sup>51</sup>

Drukarczyk definiert in diesem Sinne Finanzierung als die „Beschaffung von Geld oder Geldäquivalenten a) durch explizit geschlossene Finanzierungsverträge mit Kapitalgebern unter Beachtung der vertraglichen Bedienungs- und Rückzahlungsmodalitäten sowie der Informations-, Kontroll-, Sicherungs- und Sanktionsrechte der Financiers und b) durch Bindung von Mitteln im Unternehmen durch vor bzw. nach der Auszahlung periodisierte Aufwendungen, zeitlich verlagerte Steuerauszahlungen bzw. nach den Einzahlungen periodisierte Erträge sowie explizite Ausschüttungssperrbeschlüsse des Managements“<sup>52</sup>.

Diese Definition weist einige, für den Untersuchungszweck bedeutsame Vorzüge auf. Sie beschränkt die Betrachtung nicht auf den reinen Zufluss von Geld, sondern bezieht durch den Zusatz „Geldäquivalente“ auch die Finanzierung durch Einbringung von Sacheinlagen sowie durch den Einsatz von Kreditsubstituten (z. B. Finanzierungsleasing, Asset-backed Securities) mit ein.<sup>53</sup> Darüber hinaus bringt die Definition die Bedeutung der im Rahmen von Finanzierungsvereinbarungen getroffenen Vertragsbedingungen zum Ausdruck. Finanzierungsverträge existieren in den unterschiedlichsten Gestaltungsformen. Letztlich sind es genau diese vertraglichen Unterschiede hinsichtlich der Zahlungsgestaltung, der Rangfolge der Zahlungsansprüche, der Informations-, Kontroll- und Sicherungsrechte der Kapitalgeber etc., die die Finanzierungsentscheidung des Unternehmens maßgeblich beeinflussen.<sup>54</sup>

---

<sup>50</sup> Vgl. Schneider, Investition, S. 17-18.

<sup>51</sup> Vgl. auch Abschnitt 2.1.2.3.

<sup>52</sup> Drukarczyk, Theorie, S. 18.

<sup>53</sup> Die Betrachtung von Kreditsubstituten erfolgt unabhängig davon, ob die daraus entstehenden Verpflichtungen vom Unternehmen bilanziert werden müssen oder nicht. Vgl. Swoboda, Finanzierung, S. 2 ff.

<sup>54</sup> Vgl. Drukarczyk, Finanzierung, S. 19 f.

## 2.1.2 Systematisierung der Finanzierungsarten

Die Finanzierungsarten lassen sich nach zahlreichen Kriterien gliedern. An dieser Stelle werden einige dieser Kriterien vorgestellt, um nachher die für diese Arbeit relevante Abgrenzung vornehmen zu können.

### 2.1.2.1 Abgrenzung von Eigen- und Fremdfinanzierung

Differenziert man die Finanzierungsarten nach der Rechtsstellung der Kapitalgeber, so kann man zwischen Eigen- und Fremdfinanzierung unterscheiden. Im Rahmen der Eigenfinanzierung wird dem Unternehmen Kapital durch Einlagen der Unternehmenseigner oder durch Gewinnthesaurierung zugeführt (Eigenkapital). Bei der Fremdfinanzierung wird das Kapital durch Gläubiger zur Verfügung gestellt (Fremdkapital).<sup>55</sup>

Eigenkapital stellt im Vergleich zum Fremdkapital nachrangiges Kapital dar.<sup>56</sup> Analog haben die Eigenkapitalgeber den Ansprüchen der Gläubiger nachgeordnete Ansprüche auf Ausschüttungen, Dividenden, Kapitalrückzahlungen sowie auf den Liquidationserlös (Restbetrags- bzw. Residualanspruch). Diese Ansprüche werden erst dann befriedigt, wenn die Verpflichtungen gegenüber den übrigen Gläubigern vollständig erfüllt wurden. Im Gegensatz dazu haben Fremdkapitalgeber in der idealtypischen Form erfolgsunabhängige Auszahlungsansprüche (Festbetragsanspruch), die regelmäßig vor den erfolgsabhängigen Ansprüchen der Eigenkapitalgeber bedient werden.<sup>57</sup>

Häufig findet man die Fristigkeit als Unterscheidungskriterium von Eigen- und Fremdkapital. Danach stehe Eigenkapital der Unternehmung unbefristet, Fremdkapital befristet zu Verfügung. Diese Unterscheidung ist insofern unscharf, da z. B. Personengesellschafter ihre Kapitaleinlagen vorzeitig durch Kündigung beenden können. Auch das gezeichnete Aktienkapital lässt sich im

---

<sup>55</sup> Vgl. Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 341 sowie Schneider, Investition, S. 42 ff. Schneider verwendet zur Erklärung betriebswirtschaftlich-theoretischer Zusammenhänge die Begriffe „Eigenkapitalausstattung“ und „Verschuldung“, die er von den juristischen Begriffen „Eigenkapital“ und „Fremdkapital“ abgrenzt. Aufgrund der überwiegenden Verwendung der Begriffe „Eigenkapital“ und „Fremdkapital“ in Theorie und Praxis werden, trotz der zum Teil damit verbundenen begrifflichen Unschärfen, diese Begriffe synonym mit den Begriffen „Eigenkapitalausstattung“ und „Verschuldung“ verwandt.

<sup>56</sup> Vgl. Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 341-343.

Wege der Kapitalherabsetzung nach § 222 ff. AktG bis auf das Mindestnennkapital zurückzahlen. Ein besseres Unterscheidungskriterium ist deshalb die Planmäßigkeit der Rückzahlung. Während Fremdkapital üblicherweise unter Festlegung planmäßiger Rückzahlungen zur Verfügung gestellt wird, wird bei der Gewährung von Eigenkapital kein planmäßiger Rückzahlungszeitpunkt vereinbart.<sup>58</sup>

Eigenkapitalgeber besitzen als Unternehmenseigner im Allgemeinen wesentlich höhere Entscheidungskompetenzen als Fremdkapitalgeber. Diese sind jedoch abhängig von der Rechtsform des Unternehmens und der Position, die der Eigenkapitalgeber im Kreis der Anteilseigner einnimmt. Es ist eindeutig, dass die Einflussmöglichkeiten eines Einzelkaufmanns auf die Geschäftspolitik des Unternehmens um ein Vielfaches höher sind als die eines Kleinaktionärs einer großen Publikumsaktiengesellschaft. Auch Fremdkapitalgeber können in einem gewissen Umfang Einfluss auf die Unternehmung ausüben. Diese Entscheidungskompetenzen gründen sich jedoch nicht auf Eigentumsrechte wie beim Eigenkapitalgeber, sondern auf Vereinbarungen, die z. B. im Kreditvertrag getroffen werden können.<sup>59</sup> In Publikumsaktiengesellschaften mit hohem Fremdkapitalanteil haben Fremdkapitalgeber häufig einen erheblich größeren Einfluss als die Kleinaktionäre.<sup>60</sup>

Ein weiteres Unterscheidungsmerkmal zwischen Eigen- und Fremdkapital ist die steuerliche Abzugsfähigkeit der Zahlungen an die Kapitalgeber. Wird Kapital steuerlich als Fremdkapital qualifiziert, sind die Zinszahlungen an die Gläubiger steuerlich abzugsfähig. Demgegenüber sind Dividenden an Eigenkapitalgeber nicht steuerlich abzugsfähig.<sup>61</sup>

Abbildung 3 fasst die vorgenommene Abgrenzung zwischen Eigen- und Fremdkapital nochmals zusammen.<sup>62</sup>

---

<sup>57</sup> Vgl. Schmidt/Terberger, Grundzüge, S. 20; Swoboda, Finanzierung, S. 9-11.

<sup>58</sup> Vgl. Schneider, Investition, S. 48 f.

<sup>59</sup> Vgl. Drukarczyk, Finanzierung, S. 4 f.

<sup>60</sup> Vgl. Swoboda, Finanzierung, S. 11.

<sup>61</sup> Vgl. Drukarczyk, Finanzierung, S. 177 ff. sowie Brealey/Myers, Principles, S. 358.

<sup>62</sup> Vgl. Abbildung 3.



Merkmal	Eigenkapital	Fremdkapital
Erfolgsanspruch	Restbetragsanspruch	Festbetragsanspruch
Haftung im Verlustfall	Primär	Sekundär
Rückzahlung	Unplanmäßig	Planmäßig
Entscheidungsbefugnis	Vorhanden	Nicht vorhanden
Steuerliche Abzugsfähigkeit der Zahlungen	Nicht abzugsfähig	Abzugsfähigkeit der Zinszahlungen

Abbildung 3: Eigenkapital versus Fremdkapital<sup>63</sup>

Es sei darauf hingewiesen, dass die Unterscheidung zwischen Eigen- und Fremdkapital nicht unproblematisch ist, da insbesondere aufgrund der Vielfalt der in der Realität vorliegenden Mischformen Abgrenzungsprobleme auftreten.<sup>64</sup> Nach Swoboda ist letztlich der Risikograd das entscheidende Kriterium für die Zuordnung zu einer der beiden Kategorien.<sup>65</sup> Das bedeutet, dass im Einzelfall Vereinbarungen über Höhe, Zeitpunkt, Ergebnisabhängigkeit der laufenden Ansprüche, Höhe und Rang des Liquidationsanspruchs, Mitentscheidungs- und Informationsrechte etc. über die Qualifizierung als Eigen- oder Fremdkapital entscheiden.<sup>66</sup> Schneider verzichtet gänzlich auf eine Einteilung in Eigen- und Fremdkapital und unterscheidet aus Sicht der Geldgeber vier Erscheinungsformen von Risikokapital, die er nach dem Kriterium der Vor- bzw. Nachrangigkeit bei der Befriedigung aus der Vermögensmasse einer insolventen Unternehmung gliedert. Dabei steht die Funktion des Kapitals als Verlustpuffer im Falle der Insolvenz im Vordergrund.<sup>67</sup> Die oben genannte Systematisierung in Eigen- und Fremdkapital wird dennoch für die Zwecke der Arbeit aufrechterhalten, da sie anhand idealtypischer Ausprägungsmerkmale der Finanzierungsformen vorgenommen wurde und somit eine sinnvolle Grobeinteilung ermöglicht. Dass diese Grobeinteilung in der Realität häufig nicht eindeutig möglich ist, wird nicht bestritten.

<sup>63</sup> Quelle: in Anlehnung an die vorigen Ausführungen sowie Richter, Konzeption, S. 99; Schmidt/Terberger, Grundzüge, S. 20.

<sup>64</sup> Vgl. Schneider, Investition, S. 42 ff.; Swoboda, Finanzierung, S. 9-11.

<sup>65</sup> Vgl. Swoboda, Risiko, S. 343-361.

<sup>66</sup> Vgl. Drukarczyk, Finanzierung, S. 170-171.

<sup>67</sup> Vgl. Schneider, Investition, S. 42 f. sowie S. 56.

### 2.1.2.2 Abgrenzung nach der Fristigkeit der Finanzierungsmittel

Nach dem Kriterium der Fristigkeit können die Finanzierungsformen in kurz-, mittel- und langfristige Finanzierungen unterteilt werden.<sup>68</sup> Eine feste Zuordnung von Zeitgrenzen für die drei Kategorien ist schwierig und willkürlich. Hilfsweise kann man sich z. B. an der Differenzierung der Deutschen Bundesbank orientieren, die in ihren Statistiken als kurzfristig Finanzierungen mit einer Restlaufzeit bis zu einem Jahr, als mittelfristig Finanzierungen mit einer Restlaufzeit zwischen ein und vier Jahren und als langfristig Finanzierungen mit einer Restlaufzeit von mehr als vier Jahren ausweist.

Für die Zwecke dieser Arbeit genügt eine Unterscheidung zwischen kurz- und langfristigen Finanzierungen, da im Rahmen der Betrachtung der Finanzierung von Unternehmensimmobilien zum einen kurzfristige Projektfinanzierungen und zum anderen langfristige Endfinanzierungen von Bedeutung sind. Die folgende Untersuchung fokussiert langfristige Finanzierungen.

### 2.1.2.3 Abgrenzung von Außen- und Innenfinanzierung

Die Betrachtung der Kriterien der Mittelherkunft und der Fristigkeit decken noch nicht die gesamte Vielfalt der Finanzierungsmaßnahmen ab. Insbesondere die Differenzierung zwischen Eigen- und Fremdfinanzierung stellt nur eine Untergliederung der Außenfinanzierung dar; Maßnahmen der Innenfinanzierung werden nicht einbezogen. Aus diesem Grund wird an dieser Stelle das Kriterium der Herkunft der Finanzierungsmittel eingeführt, nach dem man zwischen Außen- und Innenfinanzierung unterscheidet.

Bei der Außenfinanzierung erfolgt die Zuführung finanzieller Mittel durch die außerhalb des Unternehmens liegenden Finanzierungsmärkte. Hierzu zählen sowohl die Zuführung von Finanzierungsmitteln durch die Unternehmens-eigentümer in Form von Beteiligungsfinanzierungen als auch die Fremdfinanzierung durch Gläubiger.<sup>69</sup>

---

<sup>68</sup> Vgl. Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 342.

<sup>69</sup> Vgl. Schneider, Investition, S. 11 sowie Drukarczyk, Finanzierung, S. 5-9.

Beteiligungsfinanzierung<sup>70</sup> liegt vor, wenn dem Unternehmen durch den oder die Eigentümer bzw. Anteilseigner Eigenkapital von außen zugeführt wird.<sup>71</sup> Bei der Analyse der Beteiligungsfinanzierung ist die Rechtsform der Unternehmung von entscheidender Bedeutung. Man unterscheidet emissionsfähige und nicht emissionsfähige Unternehmen. Emissionsfähig sind in Deutschland derzeit die Aktiengesellschaft und die Kommanditgesellschaft auf Aktien. Die Aktie zeichnet sich dadurch aus, dass sie – sofern eine entsprechende Notierung vorliegt – an Wertpapierbörsen gehandelt werden kann, also an Märkten, für die das Merkmal des vollkommenen Marktes am ehesten zutrifft.<sup>72</sup> Emissionsfähige Unternehmen können sich durch die Ausgabe von Aktien Eigenkapital beschaffen.<sup>73</sup> Bei den nicht emissionsfähigen Gesellschaften handelt es sich um die Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die Genossenschaft, die Einzelunternehmung und die verschiedenen Ausprägungen der Personengesellschaften (Gesellschaft bürgerlichen Rechts, Stille Gesellschaft, Offene Handelsgesellschaft, Kommanditgesellschaft, Mischformen wie GmbH & Co. KG). Im Gegensatz zu den emissionsfähigen Gesellschaften haben diese Rechtsformen keinen Zugang zur Börse.<sup>74</sup>

Unter den Begriff Fremdfinanzierung fallen die Kreditfinanzierung durch Gläubiger, die Kreditfinanzierung durch Gesellschafter sowie die Kreditsubstitute wie z. B. Leasing, Factoring und Asset-backed Securities.<sup>75</sup> Im Bereich der langfristigen Kreditfinanzierung unterscheidet man langfristige Darlehen von Kreditinstituten oder Kapitalsammelstellen sowie Anleihen von Unternehmen am Kapitalmarkt.<sup>76</sup> In den kurzfristigen Bereich fallen Handelskredite, Kontokorrentkred-

---

<sup>70</sup> Häufig wird zwischen Einlagen- und Beteiligungsfinanzierung unterschieden. Dabei wird unter Einlagenfinanzierung die Zuführung von Eigenkapital durch den oder die bisherigen Eigentümer und unter Beteiligungsfinanzierung die Zuführung von Eigenkapital durch neue Eigentümer verstanden. Im Rahmen dieser Arbeit werden diese beiden Vorgänge unter dem Oberbegriff Beteiligungsfinanzierung gefasst. Vgl. stellvertretend Wöhe, Betriebswirtschaftslehre, S. 809 ff.; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 345; Busse, Grundlagen, S. 50.

<sup>71</sup> Vgl. Wöhe, Betriebswirtschaftslehre, S. 809.

<sup>72</sup> Vgl. Swoboda, Finanzierung, S. 12.

<sup>73</sup> Vgl. Wöhe, Betriebswirtschaftslehre, S. 810.

<sup>74</sup> Vgl. Busse, Grundlagen, S. 51 ff.

<sup>75</sup> Vgl. Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 372 ff.

<sup>76</sup> Vgl. Busse, Grundlagen, S. 96 ff.



dite, Wechseldiskontkredite, Lombardkredite, Commercial Papers, Euronotes usw.<sup>77</sup>

Im Bereich der Kreditfinanzierungen ist die Stellung von Kreditsicherheiten üblich. Sie geben dem Kreditgeber die Möglichkeit, seine Ansprüche aus den Sicherheiten zu befriedigen, sofern der Kreditnehmer seine Zahlungsverpflichtungen nicht erfüllen kann. Es gibt verschiedene Kategorien von Sicherheiten. Personalsicherheiten, z. B. Garantie oder Bürgschaft, verbiefen schuldrechtliche Ansprüche gegen eine dritte Person, wogegen Realsicherheiten sachenrechtliche Ansprüche gewähren. Zu den Realsicherheiten gehören die Verpfändung (§ 1204 BGB), die Sicherungsabtretung (§ 398 BGB), der Eigentumsvorbehalt (§ 455 BGB), die Sicherungsabtretung sowie die so genannten Grundpfandrechte Hypothek (§ 1113 BGB), Grundschuld (§ 1191 BGB) und Rentenschuld (§ 1199 BGB).<sup>78</sup>

Hybride Finanzierungsinstrumente stellen Mischformen aus Eigen- und Fremdfinanzierung dar. In diese Kategorie fallen z. B. nachrangige, partiarische und Verkäuferdarlehen, stille Beteiligungen sowie Zero-Bonds, Wandelanleihen, Optionsanleihen und Genussscheine.<sup>79</sup> Während die ersten vier Instrumente privatplatzierte Finanzierungsformen sind, handelt es sich bei den Letzteren um börsenfähige Instrumente. Die Zwitterstellung von hybridem Kapital ergibt sich aus der Risikobehaftung. Es geht den Fremd- bzw. Kreditfinanzierungsinstrumenten im Range nach, dem Eigenkapital im Range vor.<sup>80</sup> Da viele Formen der hybriden Finanzierung schon seit geraumer Zeit existieren, ist anzunehmen, dass sie Vorteile bieten, die durch eine Kombination von Eigen- und Fremdkapital nicht darstellbar sind.<sup>81</sup>

Mit dem Begriff Innenfinanzierung werden Mittel bezeichnet, die im Gegensatz zur Außenfinanzierung nicht von Finanzierungsmärkten stammen, sondern im

---

<sup>77</sup> Vgl. Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 417 ff.

<sup>78</sup> Vgl. Gerke/Bank, Finanzierung, S. 360 ff., eine detaillierte Erläuterung zu den Kreditsicherheiten findet sich daneben bei Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 375 ff.

<sup>79</sup> Vgl. Geret/Schulte, Mezzanine, S. 67 ff.

<sup>80</sup> Vgl. hierzu auch Abschnitt 2.1.2.1.

<sup>81</sup> Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 581.

Rahmen des betrieblichen Umsatzprozesses generiert werden.<sup>82</sup> Grundsätzlich kann man zwischen bilanz- und zahlungsorientierten Definitionen der Innenfinanzierung unterscheiden. Das bilanzorientierte Konzept definiert die Innenfinanzierung ausgehend vom Jahresüberschuss über das Auseinanderfallen von Ein- bzw. Auszahlungen und Erträgen bzw. Aufwendungen.<sup>83</sup> Innenfinanzierung liegt demnach vor, wenn aus dem betrieblichen Umsatzprozess zugeflossenen liquiden Mitteln in der gleichen Periode kein auszahlungswirksamer Aufwand gegenübersteht. Beispiele hierfür sind die Finanzierung aus Abschreibungen oder aus Rückstellungen.<sup>84</sup> Nach dem bilanzorientierten Konzept gehören zur Innenfinanzierung die Selbstfinanzierung<sup>85</sup>, die Finanzierung aus Abschreibungen und Rückstellungen sowie die Finanzierung durch Kapitalfreisetzung.<sup>86</sup>

Demgegenüber wird die Innenfinanzierung nach dem zahlungsorientierten Konzept definiert als die Zahlungsmittel einer Periode, die dem Unternehmen als Saldo aus Einzahlungen und Auszahlungen von Nichtfinanzierungsmärkten reduziert um die Differenz zwischen Zins- und Tilgungsauszahlungen, Einzahlungen aus Finanzanlagen und Steuerauszahlungen zufließen.<sup>87</sup> Das zahlungsorientierte Konzept entspricht der im angelsächsischen Raum vorherrschenden Auffassung, bei der die Innenfinanzierung global über den Cashflow bestimmt wird.<sup>88</sup> Eine Übersicht über Außen- und Innenfinanzierungsmaßnahmen gibt Abbildung 4.<sup>89</sup>

---

<sup>82</sup> Vgl. Spremann, Wirtschaft, S. 320 f.

<sup>83</sup> Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 399.

<sup>84</sup> Vgl. Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 454 ff.

<sup>85</sup> Unter Selbstfinanzierung versteht man die Finanzierung aus zurückbehaltenen Gewinnen. Man unterscheidet die offene und die stille Selbstfinanzierung. Bei der offenen Selbstfinanzierung weist das Unternehmen den erwirtschafteten Gewinn in der Bilanz aus, schüttet ihn jedoch nicht an die Gesellschafter aus. Der Gewinn wird thesauriert. Stille Selbstfinanzierung erfolgt durch Bildung stiller Reserven, die entstehen, sofern die Bilanzwerte von den tatsächlichen Werten abweichen. Die stille Selbstfinanzierung erfolgt durch bewusste oder unbewusste Bilanzierungs- oder Bewertungsakte. Vgl. Olfert, Finanzierung, S. 360 ff.

<sup>86</sup> Vgl. Braunschweig, Finanzierung, S. 20; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 343-345; Olfert, Finanzierung, S. 359 ff.

<sup>87</sup> Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 398 f. sowie Spremann, Wirtschaft, S. 320 ff.

<sup>88</sup> Vgl. Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 455.

<sup>89</sup> Vgl. Abbildung 4.

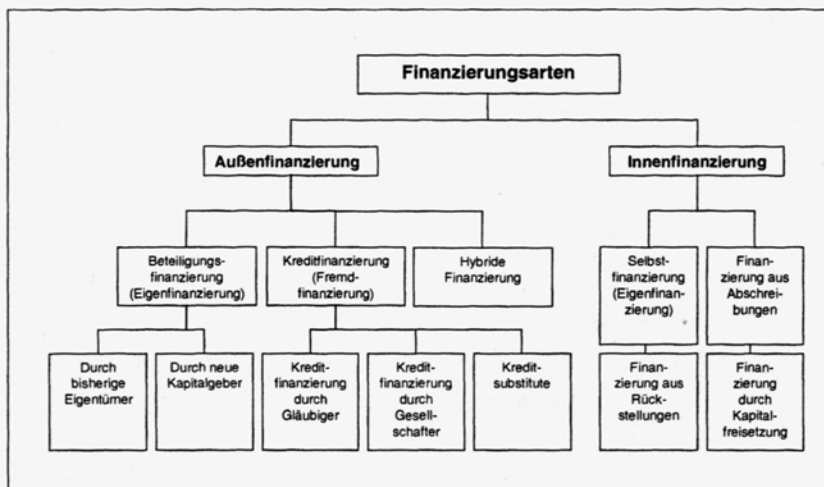


Abbildung 4: Außen- und Innenfinanzierungsmaßnahmen<sup>90</sup>

### 2.1.3 Finanzwirtschaftliche Ziele

Ziele stellen die zentralen Orientierungsgrößen der Unternehmensführung dar.<sup>91</sup> So sind Entscheidungen nur dann als rational zu bezeichnen, wenn sie zielorientiert sind und ihre Umsetzung zur Zielerfüllung beiträgt. Weiterhin ist diejenige Entscheidung als optimal anzusehen, die den höchsten Zielbeitrag leistet.<sup>92</sup> Es stellt sich nun die Frage, an welchen Zielen Entscheidungen der Finanzwirtschaft der Unternehmung ausgerichtet werden sollen.

Unternehmer orientieren sich im Allgemeinen am erwerbswirtschaftlichen Prinzip, d. h., sie sind bestrebt, im Prozess der Leistungserstellung und -verwertung den maximalen Gewinn zu erzielen.<sup>93</sup> Im Folgenden wird das erwerbswirtschaftliche Prinzip für den Bereich der Finanzwirtschaft konkretisiert. Zunächst werden traditionelle finanzwirtschaftliche Ziele dargestellt. Danach werden neuere Ansätze der Finanzierungstheorie vorgestellt, die Unternehmensziele

<sup>90</sup> Quelle: in Anlehnung an Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 344 sowie Drukarczyk, Theorie, S. 16.

<sup>91</sup> Vgl. Heinen, Grundlagen, S. 17.

<sup>92</sup> Vgl. Süchting, Finanzmanagement, S. 295.

<sup>93</sup> Vgl. Wöhe, Betriebswirtschaftslehre, S. 6.

von den Zielsetzungen und Präferenzen der Anspruchsgruppen des Unternehmens ableiten.

### 2.1.3.1 Traditionelle finanzwirtschaftliche Ziele

In der traditionellen Finanzierungsliteratur werden überwiegend Gewinn bzw. Rentabilität, Liquidität, Sicherheit und Unabhängigkeit als finanzwirtschaftliche Entscheidungskriterien angesehen.<sup>94</sup>

- Gewinn bzw. Rentabilität

Eine Vielzahl von empirischen Untersuchungen in der Vergangenheit zeigen, dass ein Großteil der Unternehmen die Gewinn- bzw. Rentabilitätsmaximierung als vorrangiges Ziel ansehen.<sup>95</sup> Unter dem Begriff Gewinn wird gewöhnlich der „Überschuß des geplanten Umsatzes über die geplanten Kosten verstanden“<sup>96</sup>. Der Begriff „Gewinn“ ist jedoch weit gefasst, da er je nach Abgrenzung anhand kalkulatorischer Kosten und Leistungen oder pagatorischer Aufwendungen und Erträge ermittelt werden kann. Hier ist bei Verwendung dieser Zielgröße eine Präzisierung erforderlich.<sup>97</sup>

Die Rentabilität ist definiert als das Verhältnis von Periodenerfolg zum Kapital. Das Ergebnis ist eine relative Größe, die zeigt, wie sich das Kapital in der betrachteten Periode verzinst hat.<sup>98</sup> Je nach der Auswahl der Bezugsgröße erhält man unterschiedliche Arten von Rentabilitäten. Setzt man den Gewinn ins Verhältnis zum Eigenkapital, so erhält man die Eigenkapitalrentabilität. Die Gesamtkapitalrentabilität ergibt sich, wenn man den Gewinn zzgl. Fremdkapitalzinsen ins Verhältnis zum Gesamtkapital setzt. Dem erwerbswirtschaftlichen Prinzip entsprechend ist das Ziel, Gewinn bzw. Rentabilität eines finanzwirtschaftlichen Projekts oder Bereichs zu maximieren. Im Zeitablauf führen die

---

<sup>94</sup> Vgl. Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 9 ff.

<sup>95</sup> Vgl. o.V. (Gewinnmaximierung): Langfristige Gewinnmaximierung nach wie vor Unternehmensziel Nr. 1 – Umfrage der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse, in: Handelsblatt, Nr. 201 vom 17.10.1972, S. 9; Heinen, Grundlagen, S. 30-44; Schütt, Finanzierung, S. 64; Fritz/Förster/Raffée/Silberer, Unternehmensziele, S. 375-394.

<sup>96</sup> Vgl. Busse von Colbe, Entwicklungstendenzen, S. 616.

<sup>97</sup> Vgl. Heinen, Grundlagen, S. 61 f.

<sup>98</sup> Vgl. Heinen, Grundlagen, S. 62 ff.; Wöhe, Betriebswirtschaftslehre, S. 47-51.

beiden Zielkriterien nur dann in jedem Fall zu identischen Entscheidungen, wenn das Kapital als Nenner des Rentabilitätskriteriums konstant bleibt.<sup>99</sup>

- Liquidität

Die Sicherung der Liquidität des Unternehmens hat im Rahmen der Finanzwirtschaft zentrale Bedeutung. Dabei wird unter Liquiditätssicherung verstanden, dass die Unternehmung in der Lage ist, jederzeit ihren Zahlungsverpflichtungen nachzukommen.<sup>100</sup> Das Liquiditätskriterium stellt kein primäres finanzwirtschaftliches Ziel dar, sondern hat vielmehr den Charakter einer Nebenbedingung, die bei der Erreichung des Oberziels, z. B. der Rentabilitätsmaximierung, unbedingt zu berücksichtigen ist.<sup>101</sup> Die Nichtbeachtung des Liquiditätsziels kann für das Unternehmen existenzbedrohend sein. Nach der deutschen Konkursordnung ist die Illiquidität ein hinreichender Grund für die Eröffnung eines Konkursverfahrens. Darüber hinaus können temporäre Liquiditätsprobleme den Vertragspartnern signalisieren, dass ein Fortbestand des Unternehmens gefährdet ist. Insbesondere die Kapitalgeber werden diese Anzeichen als eine Erhöhung des Unternehmensrisikos deuten und dementsprechend bei zukünftigen Investitionen in bzw. Ausleihungen an das Unternehmen einen Risikoaufschlag verlangen, so dass die Kapitalkosten des Unternehmens steigen. Weitere Kostensteigerungen sind z. B. durch Abwanderung von Mitarbeitern und Kunden zu erwarten.<sup>102</sup>

- Sicherheit

Investitions- und Finanzierungsentscheidungen bergen im Allgemeinen Risiken. So steigt bei zunehmender Verschuldung aufgrund des so genannten Leverage-Effektes das Risiko, da den i. d. R. fest vereinbarten Auszahlungen an Fremdkapitalgeber unsichere Einzahlungen auf der Investitionsseite gegenüberstehen.<sup>103</sup> Bei Unterstellung von Risikoaversion der Entscheidungsträger ist das Ziel des Unternehmens, bei gleichen Rentabilitätserwartungen diejenige Handlungsalternative zu wählen, die das geringste Risiko aufweist.

---

<sup>99</sup> Vgl. Süchting, Finanzmanagement, S. 327 f.

<sup>100</sup> Vgl. Gerke/Bank, Finanzierung, S. 26-27.

<sup>101</sup> Vgl. Süchting, Finanzmanagement, S. 15.

<sup>102</sup> Vgl. Gerke/Bank, Finanzierung, S. 26-27.

- Unabhängigkeit

Die Erhaltung der unternehmerischen Unabhängigkeit ist gerade im Bereich der Unternehmensfinanzierung ein häufig diskutiertes Ziel.<sup>104</sup> Die Aufnahme neuen Kapitals führt in vielen Fällen zu einer Schaffung von neuen Mitspracherechten. Diese sind bei Beteiligungsfinanzierungen i. d. R. höher als bei Kreditfinanzierungen. Je nach Höhe der Verschuldung können jedoch auch Gläubiger erheblichen Einfluss auf das Unternehmen ausüben und die Dispositionsfreiheit des Unternehmens beträchtlich einschränken.

### 2.1.3.2 Präferenzen von Individuen als Ausgangspunkt von Zielsystemen

Zielträger der traditionellen Finanzwirtschaftslehre ist das „Unternehmen an sich“, also das Unternehmen als organisatorisches Gebilde.<sup>105</sup> Diese Sichtweise ist nicht sachgerecht, da ein rein organisatorisches Gebilde keine Präferenzen und Ziele haben kann. Jensen bemerkt hierzu treffend:

„Organizations do not have preferences, and they do not choose in the conscious and rational sense that we attribute to people.“<sup>106</sup>

Die moderne, entscheidungsorientierte Finanzierungstheorie unterscheidet sich fundamental von der geschilderten traditionellen Sichtweise. Das Unternehmen wird als Mittel zum Zweck angesehen. Es wird von Individuen als Instrument zur Nutzenmaximierung eingesetzt.<sup>107</sup> Aus diesem Grund sind Unternehmensziele von den subjektiven Präferenzen dieser Individuen abzuleiten.<sup>108,109</sup>

Die Unternehmung stellt nach der modernen Sichtweise eine Koalition dar, in der verschiedene Anspruchsgruppen, wie Eigenkapitalgeber, Fremdkapitalge-

<sup>103</sup> Vgl. Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 14.

<sup>104</sup> Vgl. Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 10 sowie Gerke/Bank, Finanzierung, S. 26-27.

<sup>105</sup> Vgl. Seidel, Unternehmensverfassung, S. 177-180; Schmidt/Terberger, Grundzüge, S. 40.

<sup>106</sup> Jensen, Organization, S. 327.

<sup>107</sup> Vgl. Schmidt/Terberger, Grundzüge, S. 40 f.; Swoboda, Finanzierung, S. 6.

<sup>108</sup> Vgl. stellvertretend Brealey/Myers, Principles, S. 4; Drukarczyk, Theorie, S. 19; Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 1 ff.; Hachmeister, Discounted Cash Flow, S. 11 ff.; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 15 f.; Ross/Westerfield/Jaffe, Finance, S. 18 ff.; Schmidt/Terberger, Grundzüge, S. 44 ff.; Süchting, Finanzmanagement, S. 330 ff.



ber, Manager, Arbeitnehmer, Kunden, Lieferanten sowie Staat und Öffentlichkeit miteinander kooperieren.<sup>110</sup> Das Motiv für den Zusammenschluss der verschiedenen Gruppen ist die Annahme, gemeinsam mehr erwirtschaften zu können, als dies jede Gruppe für sich könnte. Nun verfolgen die einzelnen Gruppen unterschiedliche Ziele und Interessen, was unweigerlich zu Zielkonflikten führt.<sup>111</sup> Das Funktionieren der Institution Unternehmung beruht auf Kompromissen, die sich in gesetzlich oder vertraglich begründeten Rechtsbeziehungen zwischen den verschiedenen Anspruchsgruppen manifestieren. Diese Rechtsbeziehungen regeln Form und Umfang der Einwirkungsmöglichkeiten der verschiedenen Anspruchsgruppen. In diesem Zusammenhang ist insbesondere die Frage von Interesse, welche Anspruchsgruppe(n) den maßgeblichen Einfluss bei der Entscheidungsbildung im Unternehmen ausübt.<sup>112</sup>

Grundsätzlich sind verschiedenste Konstellationen der Zuordnung von Entscheidungsbefugnissen denkbar. In marktwirtschaftlichen Systemen ist der Typ des kapitalgeleiteten Unternehmens vorherrschend. Die maßgebliche Entscheidungskompetenz liegt in diesem Fall bei den Eigenkapitalgebern. In Deutschland unterliegen Unternehmen, die bestimmte Größenkriterien überschreiten, der Mitbestimmung der Arbeitnehmer. Diese Unternehmen stellen folglich einen Mischtyp zwischen kapital- und arbeitsgeleiteten Unternehmen dar, wobei der Einfluss der Kapitalgeber sicherlich überwiegt.<sup>113</sup>

## 2.2 Unternehmensimmobilien

### 2.2.1 Begriff und Systematisierung

Nachdem im vorherigen Abschnitt die finanzierungstheoretischen Grundlagen gelegt wurden, ist es nun erforderlich, die Unternehmensimmobilie begrifflich einzuordnen, zu systematisieren und ihre Bedeutung im Unternehmen aufzuzeigen.

---

<sup>109</sup> Hamel bezeichnet Unternehmensziele deshalb als derivativ. Vgl. Hamel, Zielsysteme, Sp. 2636.

<sup>110</sup> Diese Anspruchsgruppen werden auch als Stakeholder bezeichnet. Vgl. Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 2 f.; Freeman, Stakeholder, S. 9-27; Janisch, Anspruchsgruppenmanagement, S. 147-189; Spremann, Wirtschaft, S. 482-488.

<sup>111</sup> Vgl. Spremann, Wirtschaft, S. 483.

<sup>112</sup> Vgl. Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 2 ff.

### 2.2.1.1 Der Immobilienbegriff

In Deutschland existieren neben dem Begriff „Immobilie“ zahlreiche andere Bezeichnungen, die oft synonym verwandt werden, deren Anwendung aber nicht einheitlich geregelt ist. Dazu gehören z. B. die Begriffe „Grundstück“, „Grund und Boden“, „Liegenschaft“, „Grundbesitz“, „Grundvermögen“, „Gebäude“ oder „grundstücksgleiche Rechte“.<sup>114</sup> Zur Begründung einer einheitlichen Basis wird in einem ersten Schritt versucht, die Begriffsvielfalt einzugrenzen. Darauf aufbauend werden in einem zweiten Schritt das Wesen und die Bedeutung der Unternehmensimmobilie spezifiziert.

#### 2.2.1.1.1 Der Immobilienbegriff im rechtlichen Sinne

In Deutschland existiert kein eigenständiges Immobilienrecht. Die relevanten gesetzlichen Regelungen finden sich vielmehr in zahlreichen verschiedenen Vorschriften wieder. Beispiele hierfür sind das Bürgerliche Gesetzbuch (BGB), die Erbaurechtsverordnung (ErbbauVO), die Grundbuchordnung (GBO), das Wohnungseigentumsgesetz (WEG), das Baugesetzbuch (BauGB), die Wertermittlungsverordnung (WertV), das Bewertungsgesetz (BewG) und das Einkommensteuergesetz (EStG).<sup>115</sup> Der Begriff „Immobilie“ taucht in diesen Vorschriften nicht auf.<sup>116</sup> Das BGB, das die wesentliche Rechtsgrundlage für den Immobilienbereich verkörpert, verwendet statt dessen den Terminus „Grundstück“.<sup>117</sup> Unter einem Grundstück wird im Sinne des bürgerlichen Rechts ein räumlich abgegrenzter Teil der Erdoberfläche verstanden, der mit den wesentlichen Bestandteilen, dem Zubehör und den mit dem Eigentum an dem Grundstück verbundenen Rechten eine wirtschaftliche Einheit bildet.<sup>118</sup> Damit beinhaltet der Grundstücksbegriff nicht nur Grund und Boden, sondern auch die wesentlichen Bestandteile wie Gebäude und sonstige Aufbauten sowie Zubehör und sonstige

---

<sup>113</sup> Vgl. Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 3-6.

<sup>114</sup> Vgl. Schulte et al., Betrachtungsgegenstand, S. 15; Bone-Winkel, Management, S. 20; Schäfers, Management, S. 13; Ropeter, Investitionsanalyse, S. 64; Hens, Management, S. 73.

<sup>115</sup> Vgl. Ropeter, Investitionsanalyse, S. 64-65; Hens, Management, S. 73-74.

<sup>116</sup> Vgl. Schulte et al., Betrachtungsgegenstand, S. 15; Straßheimer, Management, S. 72.

<sup>117</sup> Vgl. §§ 93-97 BGB. Weitere Regelungen zum Grundstück finden sich in den §§ 873-902.

Vgl. auch Schulte et al., Betrachtungsgegenstand, S. 15 f.

<sup>118</sup> Vgl. Schulte et al., Betrachtungsgegenstand, S. 15 sowie §§ 93-97 BGB.



Rechte.<sup>119</sup> Demgegenüber nimmt das Steuerrecht eine strikte Trennung in Grund und Boden sowie Gebäude vor.<sup>120</sup> Hintergrund dieser Vorgehensweise ist u. a. der Umstand, dass Gebäude steuerlich zu den abnutzbaren Wirtschaftsgütern gehören und somit abschreibungsfähig sind; Grund und Boden sind dagegen nicht abschreibungsfähig.<sup>121</sup> Die Trennung ist insofern sinnvoll, da die unterschiedliche steuerliche Behandlung monetäre und somit wirtschaftliche Konsequenzen hat.

Im Folgenden wird unter dem Begriff „Immobilie“ grundsätzlich die im BGB verwandte Definition als Einheit aus Grund und Boden, Gebäude, Zubehör und Rechten verstanden. Sofern steuerliche Normen bei der Betrachtung eine Rolle spielen, ist eine Aufspaltung der Komponenten aufgrund der unterschiedlichen steuerlichen Behandlung verbunden mit den entsprechenden wirtschaftlichen Konsequenzen erforderlich. Abweichend von der Begrifflichkeit des BGB ist im Rahmen der Untersuchung mit dem Ausdruck „Grundstück“ – wie im Allgemeinen Sprachgebrauch üblich – lediglich Grund und Boden gemeint.

#### **2.2.1.1.2 Der Immobilienbegriff im wirtschaftlichen Sinne**

Rein physisch betrachtet stellt die Immobilie einen dreidimensionalen Raum dar, der durch Böden, Wände und Decken einen Teil der Erdoberfläche und des Luftraums abgrenzt.<sup>122</sup> Dieses physische Gebilde stellt jedoch an sich noch keinen wirtschaftlichen Wert dar. Erst durch die Erweiterung der Betrachtung um eine vierte Dimension, der Zeit, kommt der wirtschaftliche Charakter der Immobilie zum Vorschein. Der ökonomische Wert der Immobilie entsteht dann durch das Verfügungsrecht des Eigentümers und die damit verbundene Möglichkeit, die Immobilie für einen bestimmten Zeitraum Dritten entgeltlich zur Nutzung zu

---

<sup>119</sup> Zu den mit einem Grundstück verbundenen Rechten vgl. Debes/Lindner-Figura, Eigentum, S. 19 ff.

<sup>120</sup> Vgl. Benkert/Haritz/Slabon, Steuerarten, S. 1240 sowie beispielhaft § 6 Abs. 1 Nr. 1 und 2 EStG.

<sup>121</sup> Vgl. Benkert/Haritz/Slabon, Steuerarten, S. 1240.

<sup>122</sup> Vgl. Schulte et al., Betrachtungsgegenstand, S. 16; Abromeit-Kremser, Aspekte, S. 28; Amstad, Immobilien, S. 51-52; Bone-Winkel, Management, S. 22; Pyhrr et al., Investment, S. 74-75.

überlassen oder sie selbst zu nutzen.<sup>123</sup> Graaskamp verdeutlicht diesen Zusammenhang, bei dem „Raum-Zeit-Einheiten“ in „Geld-Zeit-Einheiten“ transformiert werden, recht anschaulich mit der Formulierung: „Real estate is space and money over time“<sup>124</sup>.

### 2.2.1.2 Systematisierung von Unternehmensimmobilien

Unternehmensimmobilien existieren in zahlreichen verschiedenen Formen, wie die folgende Übersicht verdeutlicht.<sup>125</sup>

Produzierende Unternehmen	Dienstleistungsunternehmen	Handelsunternehmen	Non-Profit Organisationen
<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Produktionsimmobilien</li> <li>➤ Verwaltungsimmobilien</li> <li>➤ Sozialimmobilien</li> <li>➤ Logistikimmobilien</li> <li>➤ Sonderimmobilien</li> <li>➤ etc.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Büroimmobilien</li> <li>➤ Hotels, Gaststätten</li> <li>➤ Kliniken, Sanatorien</li> <li>➤ Seniorenheime</li> <li>➤ Freizeitimmobilien</li> <li>➤ etc.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ SB-Märkte</li> <li>➤ Einkaufszentren</li> <li>➤ Warenhäuser</li> <li>➤ Fachmärkte</li> <li>➤ Logistikimmobilien</li> <li>➤ Ladenlokale</li> <li>➤ etc.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Immobilien kirchlicher oder karitativer Einrichtungen ohne Erwerbszweck</li> <li>➤ etc.</li> </ul>

Abbildung 5: Typische Formen von Unternehmensimmobilien in verschiedenen Industriezweigen

Aufgrund dieser Vielfalt ist es erforderlich, die Unternehmensimmobilien nach Kriterien zu systematisieren, die im Rahmen des Untersuchungsgegenstands der Arbeit, der Finanzierung, von Bedeutung sind.<sup>126</sup> Diese Kriterien und die dazugehörigen Ausprägungen sind in Abbildung 6 dargestellt.<sup>127</sup>

Nach dem Kriterium des Bebauungszustands kann man zwischen bebauten und unbebauten Grundstücken unterscheiden. Die Werthaltigkeit einer Immobilie wird wesentlich von der nachhaltigen Ertragsfähigkeit und somit von der

<sup>123</sup> Gemäß Schulte et al. gibt es drei wesentliche Inhalte des Immobilienbegriffs: (1) Der abgeschlossene Raum, (2) die Nutzenstiftung des Raumes und (3) die zeitliche Dimension der Nutzung; vgl. Schulte et al., Betrachtungsgegenstand, S. 16-17.

<sup>124</sup> Graaskamp, Fundamentals, S. 620; vgl. auch Schäfers, Management, S. 14; Ropeter, Investitionsanalyse, S. 66 ff.; Hens, Management, S. 75 ff.

<sup>125</sup> Vgl. Abbildung 5. Quelle: in Anlehnung an Brittinger, Aspekte, S. 28 ff.; Ropeter, Investitionsanalyse, S. 71 ff.; Völker, Markt, S. 306-308; Nagel, Analyse, S. 15.

<sup>126</sup> Zur Bedeutung von Kriterien im Rahmen von Investitions- und Finanzierungsentscheidungen vgl. Deutsche Bank AG, Immobilienfinanzierung, Kapitel Kreditrichtlinien, Grundsätze, S. 1 ff.; Hax, Investitionstheorie, S. 9 ff.; Schneider, Investition, S. 7 ff. sowie S. 65 ff.; Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 458.

<sup>127</sup> Vgl. Abbildung 6.

baulichen Nutzung beeinflusst.<sup>128</sup> Der Wert eines unbebauten Grundstückes wird maßgeblich durch die Bebauungsmöglichkeit bestimmt. Diese manifestiert sich u. a. in baurechtlichen Kennziffern<sup>129</sup>, Grundstückszuschnitt sowie Boden- und Geländebeschaffenheit.<sup>130</sup>

Systematisierungskriterien	Ausprägungen					
Bebauungszustand	Unbebaute Grundstücke			Bebaute Grundstücke		
Lage	City-Lage	Cityrand-Lage		Nebenlage	Lage im Umland	
Nutzungsart	Produktionsimmobilien	Verwaltungs-/ Büroimmobilien	Logistikimmobilien	F&E-Immobilien	Handelsimmobilien	Sonderimmobilien
Drittverwendungsfähigkeit	Drittverwendungsfähig		Beschränkt drittverwendungsfähig		Nicht drittverwendungsfähig	
Stellung in Lebenszyklus	Immobilien in der Entwicklungsphase	Immobilien in der frühen Nutzungsphase		Immobilien in der späten Nutzungsphase	Immobilien in der Verwertungsphase	
Betriebsnotwendigkeit	Betriebsnotwendig			Nicht betriebsnotwendig		
Strategische Bedeutung	Strategische Immobilien			Nicht strategische Immobilien		

Abbildung 6: Systematisierung von Unternehmensimmobilien<sup>131</sup>

Die dargestellte Einteilung nach dem Kriterium Lage orientiert sich in diesem Falle an der Entfernung zum Stadtzentrum bzw. zu infrastrukturellen Einrichtungen.<sup>132</sup> Die Lage- bzw. Standortqualität stellt einen wesentlichen Einflussfaktor auf den Wert des Grundstücks dar und ist somit ebenfalls von hoher Relevanz für die Finanzierung.<sup>133</sup>

<sup>128</sup> Vgl. Thomas/Leopoldsberger/Walbröhl, Immobilienbewertung, S. 386.

<sup>129</sup> Z. B. Grundflächenzahl (GRZ), Bruttogrundfläche (BGF), Geschossflächenzahl (GFZ) Baumassenzahl (BMZ), Zahl der Vollgeschosse (VG) etc.

<sup>130</sup> Voraussetzung für die Bebauung ist, dass es sich um baureifes Land gem. § 4 WertV i. V. m. Abschnitt 1.5.2.1 WertR handelt. Vgl. auch Deutsche Bank AG, Immobilienfinanzierung, Kapitel Allgemeiner Teil, Objektprüfung, S. 5 f.

<sup>131</sup> Quelle: in Anlehnung an Schäfers, Management, S. 20 ff.; Hens, Management, S. 82 ff.; Ropeter, Investitionsanalyse, S. 71 ff.; Brittinger, Aspekte, S. 28 ff.

<sup>132</sup> Vgl. Schäfers, Management, S. 23.

<sup>133</sup> Vgl. Thomas/Leopoldsberger, Bewertung, S. 129 ff.

Die Bedeutung der Nutzung der Immobilie wird durch die Klassifikation nach Nutzungsarten unterstrichen.<sup>134</sup> Bei Unternehmensimmobilien ist die dargestellte Unterscheidung nach funktionalen Zwecken sinnvoll, da die Funktionalität der Immobilie auch im Rahmen des Leistungserstellungsprozesses im Vordergrund steht. Im Rahmen der Finanzierung haben unterschiedliche Nutzungsarten Konsequenzen auf die Beurteilung im Rahmen der Objektanalyse.<sup>135</sup>

Ein ganz entscheidendes Kriterium bei der Finanzierung von Unternehmensimmobilien ist die Drittverwendungsfähigkeit bzw. Nutzungsflexibilität. Darunter wird in diesem Zusammenhang die Möglichkeit verstanden, die Immobilie ohne wesentliche Anpassungen einer Nutzung durch einen Dritten zuführen zu können.<sup>136</sup> Die Drittverwendungsfähigkeit ist hinsichtlich der nachhaltigen Ertragsfähigkeit einer Immobilie von entscheidender Bedeutung. Voll drittverwendungsfähig sind z. B. die meisten Verwaltungs- bzw. Büroimmobilien. Demgegenüber sind Produktionsimmobilien vielfach nur eingeschränkt drittverwendungsfähig, da sie allenfalls alternative Produktionsprozesse, nicht aber andere Nutzungsarten beherbergen können. Nicht drittverwendungsfähig sind Sonderimmobilien, die nur zu einem bestimmten Zweck genutzt werden können. Dazu gehören z. B. Kläranlagen, Kesselanlagen, Hochöfen, Montagestraßen etc.<sup>137</sup> Bei der Finanzierung von nicht drittverwendungsfähigen Immobilien sind die Banken grundsätzlich sehr zurückhaltend, da aufgrund des Fehlens potentieller alternativer Nutzer eine Verwertung praktisch nicht möglich ist.

Die Position der Immobilie im Lebenszyklus stellt ebenfalls einen wertbeeinflussenden Faktor dar. Danach kann man unterscheiden zwischen Immobilien in der Entwicklungsphase, Immobilien in der frühen Nutzungsphase, Immobilien in der späten Nutzungsphase und Immobilien in der Verwertungsphase.<sup>138</sup>

---

<sup>134</sup> Vgl. hierzu Bone-Winkel, Management, S. 33; Schäfers, Management, S. 22 f.; Falk, Gewerbe-Immobilien, S. 15 ff.; Falk, Immobilien-Handbuch, Kap. 3.1, S. 1 ff.; Dubben/Sayce, Property, S. 74 ff.; Franzke, Industriebau, S. 16 ff.; Platz, Immobilien-Management, S. 27 f.

<sup>135</sup> Vgl. Deutsche Bank AG, Immobilienfinanzierung, Kapitel Allgemeiner Teil, Objektprüfung, S. 1 ff.

<sup>136</sup> Vgl. Bobber/Brade, Immobilienmarketing, S. 593 f.; Hens, Management, S. 88 f.

<sup>137</sup> Vgl. Schulte et al., Betrachtungsgegenstand, S. 26.

<sup>138</sup> Vgl. auch Bone-Winkel, Management, S. 55 ff.; Schäfers, Management, S. 25 ff.

Als betriebsnotwendig sind Immobilien zu bezeichnen, wenn sie zur Erreichung der Produktions-, Leistungs- bzw. Absatzziele des Unternehmens sowie zur Aufrechterhaltung der Betriebs-, Leistungs- und Lieferbereitschaft erforderlich sind und somit einen Beitrag zum Ertragswert des Unternehmens leisten.<sup>139</sup> Im Umkehrschluss sind Immobilien nicht betriebsnotwendig, wenn sie nicht zur Aufrechterhaltung der Geschäftstätigkeit benötigt werden. Hierzu zählen z. B. Werkswohnungen und stillgelegte Betriebsteile mit Gebäuden.<sup>140</sup> Eng mit dem Kriterium der Betriebsnotwendigkeit verbunden ist die strategische Bedeutung der Unternehmensimmobilie. Hens qualifiziert in diesem Zusammenhang diejenigen Immobilien als strategisch bedeutend, mit denen marktliche Wettbewerbsvorteile erzielt werden können. Steht die Immobilie nicht in einer direkten Beziehung zum Markt, dann kann sie jedoch zur Ausnutzung interner Erfolgspotentiale von Bedeutung sein.<sup>141</sup> In Verbindung mit dem Kriterium der Betriebsnotwendigkeit ist diese Klassifikation sinnvoll. So können in einem ersten Schritt nicht betriebsnotwendige Immobilien von den betriebsnotwendigen separiert werden; in einem zweiten Schritt werden dann die betriebsnotwendigen Immobilien nach dem Kriterium der strategischen Bedeutung gegliedert. Die vorliegende Untersuchung konzentriert sich auf Unternehmensimmobilien, die langfristig im Leistungserstellungsprozess eine Funktion übernehmen sollen. Dies können sowohl Immobilien mit vorrangig marktlichen bzw. externen Erfolgspotentialen als auch Immobilien mit eher internen Erfolgspotentialen sein.

## 2.2.2 Der Stellenwert der Immobilie im Unternehmen

Die folgende Einteilung ist an die Darstellung von Hens angelehnt, der drei potentielle ökonomische Rollen der Immobilie in Unternehmen identifiziert:<sup>142</sup>

- Die Immobilie als Produktionsfaktor<sup>143</sup>
- Die Immobilie als Produkt

<sup>139</sup> Vgl. Deimling/Rudolph, Unternehmensbewertung, S. 290.

<sup>140</sup> Vgl. Hens, Management, S. 83.

<sup>141</sup> Vgl. Hens, Management, S. 87 f. Zu internen und externen Erfolgspotentialen vgl. z. B. Schäfers, Management, S. 35.

<sup>142</sup> Vgl. Hens, Management S. 74 ff.

<sup>143</sup> Schulte et al., Schäfer und Ropeter bezeichnen diesen Aspekt als produktionstheoretische Betrachtungsweise; vgl. hierzu Schulte et al, Betrachtungsgegenstand, S. 18; Schäfers, Management, S. 14; Ropeter, Investitionsanalyse, S. 67. sowie Jürgensonn, Optionen, S. 68 f.



- Die Immobilie als Objekt der betrieblichen Tätigkeit
- Die Immobilie als Produktionsfaktor

Die Volkswirtschaftslehre unterscheidet drei Produktionsfaktoren, nämlich Arbeit, Kapital und Boden. Produktionsfaktoren werden dabei als Inputgüter verstanden, die der Produktion anderer Güter dienen.<sup>144</sup> In diesem Zusammenhang ist insbesondere die Eigenschaft des Bodens als Produktionsstandort von Interesse. In der Betriebswirtschaftslehre gehören Immobilien der Gruppe der Elementarfaktoren an, innerhalb derer sie wiederum den Betriebsmitteln zugeordnet werden.<sup>145</sup> Die Elementarfaktoren bilden die technische Voraussetzung für die betriebliche Leistungserstellung. Sie werden vom koordinativen Element, dem dispositiven Faktor, zum Zwecke der betrieblichen Leistungserstellung miteinander kombiniert.<sup>146</sup> Immobilien stellen so genannte Potentialfaktoren dar, die der betrieblichen Leistungserstellung dauerhaft zur Verfügung stehen und im Gegensatz zu den Repetierfaktoren in diesem Prozess nicht untergehen.<sup>147</sup>

Die Immobilie in ihrer Interpretation als Produktions- bzw. Potentialfaktor steht im Mittelpunkt dieser Untersuchung. Entscheidend ist, dass sie nicht unmittelbar in den Leistungsprozess eingeht, sondern nur mittelbar durch die Bereitstellung der räumlichen Dimension an diesem beteiligt ist. Die Immobilie dient also als ein „statisches Gehäuse für ein dynamisches Innenleben“<sup>148</sup> und nimmt in diesem Sinne eine Hüllenfunktion ein.<sup>149</sup> Interpretiert man die Immobilie als langfristige Sachinvestition des Unternehmens, gelangt man zu einem ähnlichen Ergebnis.<sup>150</sup> Aufgrund der Tatsache, dass Immobilien als räumliche Hülle nur mittelbar am wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens beteiligt sind, stellen sie

---

<sup>144</sup> Vgl. Felderer/Homburg, Makroökonomik, S. 54; Bartling/Luzius, Volkswirtschaftslehre, S. 27.

<sup>145</sup> Vgl. Gutenberg, Betriebswirtschaftslehre, S. 4.

<sup>146</sup> Vgl. Gutenberg, Betriebswirtschaftslehre, S. 3 ff. und S. 70 f.

<sup>147</sup> Vgl. Heinen, Kostenlehre, S 247 sowie Brittinger, Aspekte, S. 30 ff.

<sup>148</sup> Waldmann, Immobilienmanagement, S. 68.

<sup>149</sup> Immobilien dienen z. B. zum Schutz der Fertigung vor negativen Umwelteinflüssen; vgl. Brittinger, Aspekte, S. 33 sowie Waldmann, Immobilienmanagement, S. 68.

<sup>150</sup> Vgl. Schäfers, Management, S. 14.

Sekundärinvestitionen dar, die von den auf die unmittelbare Ertragserwirtschaftung ausgerichteten Primärinvestitionen abzugrenzen sind.<sup>151</sup>

- Die Immobilie als Produkt

Im Gegensatz zur mittelbaren Bedeutung der Immobilie als Produktionsfaktor für den Leistungserstellungsprozess ist die Immobilie als Produkt selbst Gegenstand bzw. Ergebnis der Leistungserstellung. Im Sinne des wirtschaftlichen Immobilienbegriffs nutzt das Unternehmen sein Verfügungsrecht als Eigentümer und bietet das Nutzenpotential der Immobilie auf dem Immobilienmarkt zu einem bestimmten Preis an.<sup>152</sup> Die Investition eines Unternehmens in eine Immobilie, die als Produkt fungieren soll, stellt eine Primärinvestition dar, da das Unternehmen beabsichtigt, zukünftige Erträge unmittelbar aus der Immobilie zu generieren (z. B. durch Vermietung an Dritte).<sup>153</sup>

- Die Immobilie als Objekt der betrieblichen Tätigkeit

Zahlreiche Unternehmen bieten nicht die Immobilie als Produkt, sondern immobilienbezogene Dienstleistungen am Markt an. Dazu gehören z. B. Architekten, Bauunternehmen, Projektsteuerer, Beratungsunternehmen, Kreditinstitute, Facilities Manager, Makler etc. In diesen Fällen dient die Immobilie als Objekt der betrieblichen Tätigkeit.<sup>154</sup>

Auf Grundlage der drei erläuterten ökonomischen Rollen schlägt Hens eine Systematik der Unternehmen hinsichtlich ihres Verhältnisses zu Immobilien vor.<sup>155</sup> Er unterscheidet Property Companies und Non Property Companies i.w.S. Letztere untergliedern sich wiederum in Non Property Companies i.e.S. und Property Related Companies. Bei den Property Companies handelt es sich um die Unternehmen, bei der die Immobilie in ihrer Rolle als Produkt im Vordergrund steht. Diese Unternehmen stellen Dritten auf einem Markt Immobilien zur Nutzung zur Verfügung. Die Definition beinhaltet sowohl Unternehmen, deren

---

<sup>151</sup> Vgl. Ropeter, Investitionsanalyse, S. 67 ff.; Hens, Management, S. 76 f.; zu den Definitionen der Begriffe Primär- und Sekundärinvestition vgl. Ropeter, Investitionsanalyse, S. 25.

<sup>152</sup> Vgl. Hens, Management, S. 75 f.

<sup>153</sup> Vgl. Ropeter, Investitionsanalyse, S. 25.

<sup>154</sup> Vgl. Hens, Management, S. 77.

<sup>155</sup> Vgl. Hens, Management, S. 78 ff.

Haupttätigkeit das Halten eines Immobilienbestands bzw. die Entwicklung von Immobilien für den eigenen Bestand ist, als auch Unternehmen, die Immobilien entwickeln und anschließend zum Verkauf anbieten.<sup>156</sup> Unter Non Property Companies i.w.S. werden im Umkehrschluss Unternehmen verstanden, welche die Immobilie nicht als Produkt auf dem Immobilienmarkt anbieten. Während bei Non Property Companies i.e.S. die Immobilie als Produktionsfaktor im Vordergrund steht, liegt die Hauptgeschäftstätigkeit der Property Related Companies in immobilienbezogenen Dienstleistungen. Die Immobilie fungiert in diesem Fall als das Objekt, an dem die Geschäftstätigkeit ausgeübt wird. Non Property Companies i.e.S. können nochmals in zwei Gruppen untergliedert werden. Bei der ersten Gruppe zielt die Beschäftigung mit Immobilien auf die Erzielung intern gerichteter Erfolgspotentiale (z. B. Automobilhersteller, verarbeitende Industrie, Energie- und Versorgungsunternehmen, Dienstleistungsunternehmen), wogegen die Immobilien bei der zweiten Gruppe zum Aufbau externer bzw. marktgerichteter Erfolgspotentiale genutzt werden (z. B. Hotels, Handelsunternehmen).<sup>157</sup> Abbildung 7 verdeutlicht den Zusammenhang.

Eine ähnliche Unterteilung schlagen Bone-Winkel, Schäfers und Schulte et al. vor. Dabei wird die Definition der Property Companies breiter gefasst als bei Hens. In diese Kategorie fallen demnach „all diejenigen Unternehmen, die sich mit der Vermittlung, Projektentwicklung, Verwaltung, Finanzierung, dem Kauf oder Verkauf von Immobilien oder der Erbringung von immobilienbezogenen Dienstleistungen befassen“<sup>158</sup>. Hauptmerkmal dieser Definition ist, dass es sich bei den immobiliespezifischen Leistungen, die Property Companies erbringen, um „extern gerichtete Primär- bzw. Marktleistungen“<sup>159</sup> handelt. Bei Non Property Companies gehört das Immobiliengeschäft nicht zum originären Unternehmenszweck; sie erbringen in Bezug auf die Immobilie lediglich „intern gerichtete Sekundärleistungen“<sup>160</sup>.

---

<sup>156</sup> Vgl. auch Gerbich/Levis/Venmore-Rowland, Property, S. 42.

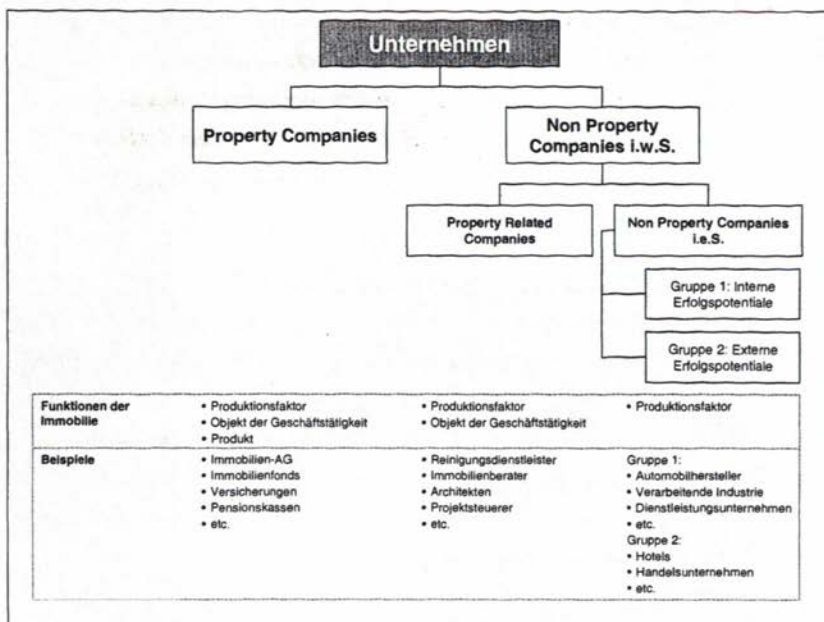
<sup>157</sup> Vgl. Hens, Management, S. 81 sowie Abbildung 7.

<sup>158</sup> Schulte et al., Betrachtungsgegenstand, S. 45; vgl. auch Schäfers, Management, S. 16-17; Bone-Winkel, Management, S. 25-26.

<sup>159</sup> Schulte et al., Betrachtungsgegenstand, S. 45.

<sup>160</sup> Schulte et al., Betrachtungsgegenstand, S. 45.



Abbildung 7: Abgrenzung von Property und Non Property Companies<sup>161</sup>

Unternehmensimmobilien im Sinne dieser Untersuchung sind Immobilien, die im Rahmen des Leistungserstellungsprozesses als Produktionsfaktor fungieren. Solche Immobilien sind vorrangig, aber nicht ausschließlich den Non Property Companies i.e.S. zuzuordnen. Prinzipiell können nämlich alle Unternehmen - einschließlich der reinen Property Companies<sup>162</sup> - Immobilien im Rahmen ihrer Leistungserstellung als Produktionsfaktor einsetzen.<sup>163</sup>

### 2.2.3 Die Bedeutung der Unternehmensimmobilie als Kreditsicherheit

Immobilien sind standortgebundene, heterogene, begrenzt substituierbare und sehr langlebige Wirtschaftsgüter.<sup>164</sup> Diese Merkmale machen die Immobilie als Kreditsicherheit interessant. Insbesondere Standortgebundenheit sowie die hohe technische und wirtschaftliche Lebensdauer führen zu einer Wertbeständigkeit, die sich positiv auf die Beleihungsfähigkeit der Immobilie auswirkt. Vor die-

<sup>161</sup> Quelle: in Anlehnung an Hens, Management, S. 80.

<sup>162</sup> Property Companies nutzen z. B. Büroimmobilien als Geschäftsräume und setzen somit Immobilien zum Zwecke der Leistungserstellung ein.

<sup>163</sup> Vgl. Hens, Management, S. 81.

<sup>164</sup> Vgl. Schulte et al., Betrachtungsgegenstand, S. 18 ff.

sem Hintergrund ist auch die große Bedeutung von objektbesicherten Finanzierungen in Deutschland zu erklären. In diesem Abschnitt werden einige wichtige Elemente immobilienpezifischer Finanzierungen erläutert. Diese Grundlagen werden bei der später folgenden ausführlichen Diskussion der Finanzierungsformen benötigt.

### 2.2.3.1 Grundpfandrechtliche Sicherheiten

Die wirtschaftliche Funktion von Grundpfandrechten, zu denen die Hypothek, die Grundschuld und die Rentenschuld gehören, liegt primär in der Besicherung von Kreditfinanzierungen.<sup>165</sup> Für den Fall, dass ein Schuldner seinen Verpflichtungen aus dem Kreditverhältnis nicht nachkommt, hat der Inhaber eines Grundpfandrechts das Recht, die Zahlung einer bestimmten Geldsumme aus der Immobilie zu verlangen.<sup>166</sup> Zur Realisierung dieses Zahlungsanspruches wird das Grundstück verwertet. Dies geschieht im Wege der Zwangsvollstreckung in das belastete Grundstück. Dabei ist der Grundpfandrechtsgläubiger anderen Gläubigern des Schuldners gegenüber bevorrechtigt.<sup>167</sup> Grundpfandrechte können an Grundstücken und grundstücksgleichen Rechten, z. B. Wohnungseigentum und Erbbaurechten, bestellt werden. Bedeutsam im Rahmen der Finanzierung ist, dass auch mehrere Grundstücke mit ein und demselben Grundpfandrecht belastet werden können. In diesem Fall spricht man von Gesamthypothek, -grundschuld bzw. -rentenschuld.<sup>168</sup>

Grundpfandrechte werden in Abteilung drei des Grundbuchs eingetragen.<sup>169</sup> Sie können als Buch- oder Briefrecht auftreten. Bei einem Briefrecht wird ein effektiver Hypotheken- bzw. Grundschuldbrief ausgestellt, während die Erteilung eines effektiven Stückes bei einem Buchrecht nicht erfolgt.<sup>170</sup> Die Unterscheidung in Buch- und Briefrecht hat insbesondere Konsequenzen für die Art der Über-

---

<sup>165</sup> Vgl. Debes/Lindner-Figura, Eigentum, S. 40 f.

<sup>166</sup> Vgl. Blomeyer, Hypotheken, S. 13.

<sup>167</sup> Das Vorrecht solcher dinglichen Ansprüche gilt gegenüber schuldrechtlichen Ansprüchen bzw. nachrangigen dinglichen Ansprüchen. Eine andere Art der Verwertung als durch Zwangsvollstreckung ist nicht zulässig. Die Zwangsvollstreckung kann in zwei Wegen betrieben werden: a) durch Zwangsversteigerung oder b) durch Zwangsverwaltung. Vgl. §§ 1147 und 1149 BGB. Vgl. auch Falk, Immobilienwirtschaft, S. 294 f.; Gaberdiel, Kreditsicherung, S. 13 ff. und S. 130 ff.

<sup>168</sup> Vgl. Blomeyer, Hypotheken, S. 35 ff.; Gaberdiel, Kreditsicherung, S. 145 ff.

<sup>169</sup> Vgl. Grill/Perczynski, Kreditwesen, S. 279.

tragung des Grundpfandrechts. Im Gegensatz zu einem Buchrecht, das mit Abtretung der Forderung bzw. des dinglichen Anspruchs sowie der Eintragung der Abtretung im Grundbuch übertragen werden kann, erfolgt der Eigentumsübergang bei einem Briefrecht erst mit Übergabe des Briefes.<sup>171</sup>

Nachfolgend werden mit Hypothek und Grundschuld die beiden wichtigsten Formen der Grundpfandrechte kurz dargestellt und erläutert. Auf eine Darstellung der Rentenschuld wird aufgrund ihrer geringen Bedeutung in der Kredit- und Immobilienwirtschaft verzichtet.<sup>172</sup>

§ 1113 BGB definiert eine Hypothek wie folgt: „Ein Grundstück kann in der Weise belastet werden, dass an denjenigen, zu dessen Gunsten die Belastung erfolgt, eine bestimmte Geldsumme zur Befriedigung wegen einer ihm zustehenden Forderung aus dem Grundstücke zu zahlen ist (Hypothek).“<sup>173</sup> Der dingliche Anspruch aus der Hypothek umfasst die Forderung, die gesetzlichen Zinsen und die Kosten der Rechtsverfolgung.<sup>174</sup> Kennzeichnend für eine Hypothek ist ihre Akzessorietät, d. h., sie ist als solche vom Bestand der schuldrechtlichen Forderung, die sie sichert, abhängig. Ohne eine Forderung kann eine Hypothek nicht begründet, abgetreten oder verpfändet werden. Folglich erlischt die Hypothek, sobald die Forderung nicht mehr besteht.<sup>175</sup>

Die Grundschuld ähnelt in ihrem Wesen der Hypothek. Sie unterscheidet sich jedoch in der Art ihrer Beziehung zu der gesicherten Forderung.<sup>176</sup> Unter einer Grundschuld versteht man die Belastung eines Grundstücks in der Weise,

<sup>170</sup> Vgl. § 1116 BGB.

<sup>171</sup> Vgl. Grill/Perczynski, Kreditwesen, S. 282 sowie §§ 873, 1154 und 1192 BGB.

<sup>172</sup> Vgl. Falk, Immobilienwirtschaft, S. 295. Die Rentenschuld unterscheidet sich von den übrigen Grundpfandrechten im Wesentlichen dadurch, dass sie nicht einen Anspruch auf Zahlung eines Einmalbetrages, sondern auf Zahlung einer Geldsumme zu regelmäßigen wiederkehrenden Terminen begründet; vgl. Debes/Lindner-Figura, Eigentum, S. 47. Ausführliche Darstellungen der Grundpfandrechte, insbesondere auch der sonstigen Formen und Ausprägungen von Hypotheken und Grundschulden, finden sich z. B. in Falk, Immobilienwirtschaft, S. 294 ff.; Hypothekenverband bei der EG, Hypothekarkredit, S. 22 ff.; Grill/Perczynski, Kreditwesen, S. 268 ff.; Gaberdiel, Kreditsicherung; Debes/Lindner-Figura, Eigentum, S. 40-47.

<sup>173</sup> § 1113 BGB.

<sup>174</sup> Vgl. §§ 1113, 1117 und 1118 BGB.

<sup>175</sup> Vgl. Palandt, BGB, S. 1236.

„dass an denjenigen, zu dessen Gunsten die Belastung erfolgt, eine bestimmte Geldsumme aus dem Grundstücke zu zahlen ist.“<sup>177</sup> In der Legaldefinition der Grundschild fehlen im Vergleich zur Definition der Hypothek die Worte „wegen einer ihm zustehenden Forderung“. Somit fällt bei der Grundschild die unmittelbare Verknüpfung zu der schuldrechtlichen Forderung weg. Die Grundschild ist folglich nicht – wie die Hypothek – akzessorisch, sondern abstrakt. Das bedeutet, dass ihr Bestand unabhängig ist vom Schicksal der schuldrechtlichen Forderung. Daraus resultiert, dass das Grundpfandrecht ohne Existenz einer Forderung entstehen kann und nicht erlischt, sofern die Forderung nicht mehr besteht.<sup>178</sup>

In der Praxis kommt eine solch isolierte, nicht an eine zu sichernde Forderung angelehnte Grundschild nur selten vor, da zwischen Gläubiger und Schuldner im Allgemeinen Sicherungsabreden in Form von Sicherungsverträgen geschlossen werden. Die Sicherungsabrede begründet den Sicherungszweck der Grundschild in schuldrechtlicher Form. Dieser besteht in der Sicherung einer oder mehrerer Forderungen.<sup>179</sup> Der Gläubiger verpflichtet sich durch Abschluss des Sicherungsvertrags, die Grundschild nur im Rahmen des Sicherungszwecks zu verwerten. Besteht der Sicherungszweck durch Wegfall der Forderung(en) nicht mehr, so ist der Gläubiger verpflichtet, die Grundschild zurückzugeben. Allerdings gilt die Sicherungsabrede Dritten gegenüber nicht. Ein nachrangiger Gläubiger kann beispielsweise den vorrangigen Gläubiger nicht an der Verwertung seiner Grundschild mit der Begründung hindern, die Forderung bestehe nicht mehr. Somit begründet die Sicherungsabrede nur einen Sicherungszweck im Innenverhältnis. Im Außenverhältnis ist der Grundschildgläubiger daran nicht gebunden. Aufgrund dieses treuhänderischen Verhältnisses zwischen Gläubiger und Schuldner wird die Grundschild auch als fiduziarische Sicherheit bezeichnet.<sup>180</sup>

---

<sup>176</sup> Vgl. Hypothekenverband bei der EG, Hypothekarkredit, S. 22 ff.; Blomeyer, Hypotheken, S. 39.

<sup>177</sup> § 1191 BGB.

<sup>178</sup> Vgl. Blomeyer, Hypotheken, S. 39 ff.

<sup>179</sup> Vgl. Blomeyer, Hypotheken, S. 113 f.

<sup>180</sup> Vgl. Gaberdiel, Kreditsicherung, S. 156.

Obwohl der Begriff „Hypothek“ im Allgemeinen Sprachgebrauch immer noch häufig Verwendung findet, werden in der Praxis fast ausschließlich nur noch Grundschulden zur Sicherung von Forderungen herangezogen. Der Grund hierfür liegt in den mit der Akzessorietät verbundenen praktischen Problemen. Durch die Verkürzung der Laufzeiten an den Refinanzierungsmärkten waren die Banken gezwungen, auch Hypothekarkredite mit kürzeren Zinsbindungen auszuliegen. Man spricht in diesem Zusammenhang auch von Abschnittsfinanzierungen, was zum Ausdruck bringen soll, dass die Zinsbindungsdauer lediglich einen Teil oder Abschnitt der Gesamtlaufzeit des Darlehens abdeckt. Eine Neufestlegung des Zinses nach Ablauf des Festschreibungszeitraums führt bei einer Sicherung durch eine Hypothek zwangsläufig zu einer Anpassung des im Grundbuch eingetragenen Hypothekenzinses. Grundschuldzinsen sind nicht akzessorisch, wodurch sich eine Anpassung an den Darlehenszins erübrigt. Daneben ist im Falle der Grundschuld eine Trennung von Darlehensvertrag und Grundschuldbestellungsurkunde möglich, so dass der Darlehensvertrag ohne Einschaltung von Notar und Grundbuch geschlossen und geändert werden kann. Auch Forderungsauswechslungen, Neuvaluierungen sowie die Sicherung von Kreditlinien, Nebenforderungen und Konsortialkrediten werden durch die Nicht-Akzessorietät der Grundschuld wesentlich vereinfacht.<sup>181</sup>

### **2.2.3.2 Der Sicherheitenwert als maßgeblicher Einflussfaktor bei der Finanzierung**

Die Bewertung des als Sicherheit dienenden Grundpfandrechtes ist bei der Einschätzung des Risikos einer Immobilienfinanzierung von zentraler Bedeutung. Das Ergebnis der Bewertung hat maßgeblichen Einfluss auf Umfang und Kosten der Finanzierung. Da der Sicherheitenwert wiederum wesentlich vom Wert des zugrunde liegenden Beleihungsobjektes abhängt, ist es erforderlich, die im Rahmen der Finanzierung bedeutsamen Wertbegriffe zu analysieren und gegenüberzustellen. In Deutschland existieren unterschiedliche Wertbegriffe, die das Ergebnis der Wertermittlung z. T. erheblich beeinflussen können: Verkehrswert, Beleihungswert, Versicherungswert und steuerliche Wertbegriffe.<sup>182</sup>

---

<sup>181</sup> Vgl. Bellinger/Reif, Realkredit, S. 420.

Im Rahmen der Immobilienfinanzierung sind vor allem die beiden erstgenannten Begriffe von Bedeutung. Sie werden nachfolgend erläutert und begrifflich voneinander abgegrenzt.

### 2.2.3.2.1 Verkehrswert

Der in § 194 BauGB definierte Verkehrswert bildet die Grundlage der Immobilienbewertung in Deutschland: „Der Verkehrswert wird durch den Preis bestimmt, der in dem Zeitpunkt, auf den sich die Ermittlung bezieht, im gewöhnlichen Geschäftsverkehr nach den rechtlichen Gegebenheiten und tatsächlichen Eigenschaften, der sonstigen Beschaffenheit und der Lage des Grundstücks oder des sonstigen Gegenstands der Wertermittlung ohne Rücksicht auf ungewöhnliche oder persönliche Verhältnisse zu erzielen wäre.“<sup>183</sup>

Der Verkehrswert ist demnach ein stichtagsbezogener, fiktiver Preis, der für einen Interessenausgleich zwischen dem Immobilienanbieter und –nachfrager sorgt.<sup>184</sup> Bedeutend für das Verständnis der Definition ist die Abgrenzung der Begriffe Preis und Wert. Während der Preis das Ergebnis einer Tauschaktion ist und somit durch die subjektiven Vorstellungen von Käufer und Verkäufer beeinflusst wird, stellt der Wert eine intersubjektive Größe dar. Er entspricht den aggregierten Preisvorstellungen aller Marktteilnehmer.<sup>185</sup> Der Wert wird im Rahmen einer Wertermittlung von einem Gutachter geschätzt und muss insofern nicht notwendigerweise mit dem tatsächlich zustande gekommenen Preis übereinstimmen.<sup>186</sup> Ziel einer Bewertung ist, den Preis zu ermitteln, der im gewöhnlichen Geschäftsverkehr bei einer freien Veräußerung zu erzielen wäre. Insofern sind ungewöhnliche Umstände und persönliche Verhältnisse, die lediglich den Preis, nicht aber den Wert beeinflussen, außer Acht zu lassen.<sup>187</sup> Neben den grundstücksspezifischen Merkmalen, wie Lage, Bodentragfähigkeit, bauliche Ausnutzung etc., sind bei der Verkehrswertermittlung auch die rechtlichen

---

<sup>182</sup> Vgl. Thomas, Immobilienwertbegriffe, S. 263 ff.

<sup>183</sup> § 194 BauGB.

<sup>184</sup> Eine detaillierte Erläuterung dieser Vorgaben findet sich z. B. in: Kleiber/Simon/Weyers, Verkehrswertermittlung, S. 189 f.; Thomas, Immobilienwertbegriffe, S. 263 f.

<sup>185</sup> Vgl. hierzu Kleiber/Simon/Weyers, Verkehrswertermittlung, S. 190; Thomas, Immobilienwertbegriffe, S. 264; Leopoldsberger, Wertermittlung, S. 12 f.

<sup>186</sup> Vgl. Thomas/Leopoldsberger/Walbröhl, Immobilienbewertung, S. 386 f.

<sup>187</sup> Vgl. Leopoldsberger, Wertermittlung, S. 14 sowie BGH-Urteil vom 8.6.1959, III ZR 66/58



Gegebenheiten, z. B. auf dem Grundstück lastende Erbbaurechte oder Verfügungsbeschränkungen, zu berücksichtigen.<sup>188</sup>

Zur Ermittlung des Verkehrswertes sind nach § 7 WertV Vergleichs-, Ertrags- oder Sachwertverfahren bzw. mehrere dieser Verfahren heranzuziehen.<sup>189</sup> Auf Basis des bzw. der ermittelten Verfahrensergebnisse ist - unter Berücksichtigung der Lage auf dem Grundstücksmarkt - der Verkehrswert abzuleiten.<sup>190</sup> Unter den genannten Verfahren hat das Ertragswertverfahren die größte Bedeutung für die Bewertung von Unternehmensimmobilien. Es eignet sich gemäß Wertermittlungs-Richtlinien (WertR) für die Bewertung von Grundstücken, „bei denen der nachhaltig erzielbare Ertrag für die Werteinschätzung am Markt im Vordergrund steht“<sup>191</sup>. Hierzu zählen z. B. Geschäftsgrundstücke, die zu mehr als 80 % der Jahresrohmiete eigenen oder fremden gewerblichen, freiberuflichen oder öffentlichen Zwecken dienen. Für Fabrikanlagen, Lagerhallen und andere gewerbliche Objekte, für die keine ortsüblichen Mieten feststellbar sind, wird die Anwendung des Sachwertverfahrens empfohlen.<sup>192</sup> Dies kann z. B. bei eigengenutzten Gebäuden der Fall sein. Dem ist entgegenzuhalten, dass selbst bei eigengenutzten Fabrikhallen das Sachwertverfahren zu keinem sachgerechten Ergebnis kommen kann. Der Wert eines Gebäudes bestimmt sich für einen Nutzer bzw. potentiellen Nutzer nicht durch den Sachwert. Entscheidend ist vielmehr der Nutzen, den die Immobilie dem Eigentümer zukünftig stiften wird.<sup>193</sup> Kleiber/Simon/Weyers formulieren hierzu treffend: „Für das Gewesene gibt der Kaufmann nichts!“<sup>194</sup>

Bei Unternehmensimmobilien bestimmt sich der Nutzen aus dem zukünftigen Ertragsbeitrag bzw. den Verwendungsmöglichkeiten des Grundstücks. Die Schätzung des Ertragsbeitrags kann u. U. problematisch sein. Dies trifft insbe-

<sup>188</sup> Vgl. Kleiber/Simon/Weyers, Verkehrswertermittlung, S. 192.

<sup>189</sup> Zur Methodik der Bewertungsverfahren vgl. §§ 13 und 14 WertV (Vergleichswertverfahren), §§ 15 bis 20 WertV (Ertragswertverfahren) und §§ 21 bis 25 WertV (Sachwertverfahren) sowie ergänzend Kleiber/Simon/Weyers, Verkehrswertermittlung, S. 549-869; Morgan/Harrop/Brühl, Bewertungsmethoden, S. 499-503; Thomas/Leopoldsberger/Walbröhl, Immobilienbewertung, S. 392-418.

<sup>190</sup> Vgl. § 7 WertV.

<sup>191</sup> Abschnitt 3.1.3 WertR.

<sup>192</sup> Vgl. Abschnitt 3.1.3 WertR.

<sup>193</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas, Bewertung, S. 126.

sondere bei nicht drittverwendungsfähigen Immobilien zu. Dennoch ist anzumerken, dass eine zukunftsorientierte Ermittlung auf Basis von Ertragsschätzwerten wesentlich aussagekräftiger ist als ein Ansatz des für das Unternehmen nicht aussagekräftigen Sachwerts auf Basis der Herstellungskosten. Der Vergleichswert stellt vom Grundsatz her die beste Alternative zur Bewertung von Unternehmensimmobilien dar. Er wird aus möglichst gegenwartsnahen Vergleichspreisen ermittelt, die wiederum maßgeblich durch die Zukunftserwartungen der Käufer geprägt sind. Dem steht jedoch häufig das Problem der Verfügbarkeit geeigneter Vergleichspreise in ausreichender Anzahl entgegen.<sup>195</sup>

#### 2.2.3.2.2 Beleihungswert

In Deutschland orientieren sich Kreditinstitute und Versicherungsunternehmen bei der Bewertung von Immobiliarsicherheiten am so genannten Beleihungswert. Diesem Begriff liegt keine gesetzliche Definition zugrunde; er hat sich im Allgemeinen Sprachgebrauch des Kreditgewerbes herausgebildet.<sup>196</sup> Die Ermittlung des Beleihungswertes beruht im Allgemeinen auf Beleihungsgrundsätzen und Wertermittlungsrichtlinien, die von den Kreditinstituten, ggf. unter Mitwirkung der Aufsichtsbehörden, aufgestellt wurden.<sup>197</sup>

Hypothekenbanken müssen sich bei der Ermittlung des Beleihungswertes an die Vorschriften des Hypothekendarlehenbankengesetzes halten.<sup>198</sup> Zentrale Rechtsgrundlage bildet § 12 HBG. Darin wird Bezug genommen auf den „Verkaufswert“, der meist synonym mit dem Begriff Beleihungswert verwandt wird.<sup>199</sup>

„(1) Der bei der Beleihung angenommene Wert des Grundstückes darf den durch sorgfältige Ermittlung festgestellten Verkaufswert nicht übersteigen. Bei der Feststellung dieses Wertes sind nur die dauernden Eigenschaften des

<sup>194</sup> Kleiber/Simon/Weyers, Verkehrswertermittlung, S. 670.

<sup>195</sup> Vgl. Kleiber/Simon/Weyers, Verkehrswertermittlung, S. 562 ff. sowie S. 670.

<sup>196</sup> Vgl. Kleiber/Simon/Weyers, Verkehrswertermittlung, S. 1158 f. sowie Thomas, Immobilienwertbegriffe, S. 264.

<sup>197</sup> Vgl. Rössler/Langner/Simon/Kleiber, Schätzung, S. 466 sowie Kleiber/Simon/Weyers, Verkehrswertermittlung, S. 206 sowie S. 1159 f.; gemäß § 13 HBG müssen die Wertermittlungsanweisungen und Beleihungsgrundsätze bei Hypothekenbanken vom Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen genehmigt werden.

<sup>198</sup> Bellinger/Kerl sind der Meinung, dass die Bestimmungen des § 12 HBG für den gesamten Realakreditbereich maßgeblich sind, unabhängig davon, ob die Mittel von einer Hypothekenbank oder einem anderen Kreditinstitut ausgereicht werden; vgl. Bellinger/Kerl, Hypothekendarlehenbankgesetz, S. 327 f.



Grundstücks und der Ertrag zu berücksichtigen, welchen das Grundstück bei ordnungsmäßiger Wirtschaft jedem Besitzer nachhaltig gewähren kann.

(2) Liegt eine Ermittlung des Verkehrswertes aufgrund der Vorschriften der §§ 192 bis 199 des Baugesetzbuches vor, so soll dieser bei der Ermittlung des Beleihungswertes berücksichtigt werden. [...]"

Der Verkaufswert bildet also die Obergrenze für den Beleihungswert. Darüber hinaus wird in Absatz 2 auf den Verkehrswert Bezug genommen, der – falls existent – bei der Ermittlung des Beleihungswertes berücksichtigt werden sollte. Dem Gesetzeswortlaut ist zu entnehmen, dass bei der Wertermittlung nur die dauernden Eigenschaften des Grundstücks und der nachhaltig erzielbare Ertrag maßgeblich sind. Hieraus schließen Bellinger/Kerl einen Verweis auf Ertrags- und Sachwertverfahren sowie auf das damit verbundene Verbot, das Vergleichswertverfahren anzuwenden. Dies wird damit begründet, dass das Vergleichswertverfahren den methodischen Anforderungen des Hypothekendarlehensgesetzes an die Bewertungstechnik nicht genüge.<sup>200</sup> Ertrags- und Sachwertverfahren sind grundsätzlich nebeneinander anzuwenden, so dass sie als gegenseitiges Korrektiv fungieren.<sup>201</sup>

Im Rahmen der Beleihungswertermittlung dürfen nur Umstände berücksichtigt werden, die dauerhaft Bestand haben. Hierin wird ein wesentlicher Unterschied des als Dauerwert anzusehenden Beleihungswertes gegenüber dem stichtagsbezogenen Verkehrswert gesehen. Ziel ist, das Kreditinstitut während der gesamten, i. d. R. sehr langen Laufzeit des Darlehens zu sichern.<sup>202</sup> Der Beleihungswert ist so festzusetzen, dass er auch bei ungünstigen Marktverhältnissen im freihändigen Verkauf realisiert werden kann.<sup>203</sup> Diese Abgrenzung des Beleihungswertes gegenüber dem Verkehrswert wird vielfach kritisiert. Es wird argumentiert, dass langfristige Entwicklungen auch beim Verkehrswert Berücksichtigung finden. Er ist zwar stichtagsbezogen zu ermitteln, jedoch ist bei An-

<sup>199</sup> Vgl. Bellinger/Reif, Realkredit, S. 417.

<sup>200</sup> Vgl. Bellinger/Kerl, Hypothekendarlehensgesetz, S. 339.

<sup>201</sup> Vgl. Bellinger/Reif, Realkredit, S. 417. Man spricht in diesem Zusammenhang auch vom „Zwei-Säulen-Prinzip“; vgl. Deutsche Bank AG, Immobilienfinanzierung, Kapitel Gutachten, S. 17.

<sup>202</sup> Vgl. Rössler et al., Schätzung, S. 466 f.

wendung des Ertragswertverfahrens gemäß WertV ebenfalls von nachhaltig erzielbaren Roherträgen auszugehen.<sup>204</sup> Hinzuweisen ist auf die vom Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen vertretene Auffassung, dass § 12 HBG „eine vom Verkehrswert getrennte, auf eigenen Methoden beruhende Wertermittlung voraussetzt“<sup>205</sup>. Diese Haltung führt in der praktischen Anwendung der Begriffe dazu, dass der von Kreditinstituten ermittelte Beleihungswert i. d. R. unter dem Verkehrswert liegt.<sup>206</sup>

### **2.2.3.2.3 Der Einfluss von Mietwert und Mietvertrag auf den Sicherheitenwert**

Unter dem Mietwert wird in Anlehnung an die Definition der ortsüblichen Vergleichsmiete, die für Wohnraum maßgeblich ist, der für vergleichbare Objekte durchschnittlich am Markt gezahlte Mietzins verstanden.<sup>207</sup> Der Mietwert wird bestimmt von Faktoren wie der Lage und der Erreichbarkeit des Grundstücks, dem städtebaulichen Umfeld, dem Grundstückszuschnitt, der Parkplatzsituation, der Ausstattung sowie der Repräsentativität von Standort und Gebäude.<sup>208</sup> Bei der Finanzierung von Unternehmensimmobilien ist der Mietwert von Bedeutung, da er entscheidenden Einfluss auf Verkehrs- und Beleihungswert des Objektes hat: Ausgangspunkt für die Ermittlung des Ertragswertes einer Immobilie ist der nachhaltig erzielbare Rohertrag, der sich aus ortsüblichen Mieten und Pachten für die vermietbaren Räume und sonstigen Komponenten (z. B. Garage, Stellplätze) ergibt. Die nachhaltig erzielbaren Einnahmen können von der vertraglich vereinbarten Miete abweichen. Beim Ertragswertverfahren nach WertV ist vorrangig auf die nachhaltig erzielbaren Erträge abzustellen.<sup>209</sup> Eine eventuelle Differenz zwischen der Marktmiete und der tatsächlich gezahlten Miete kann im Rahmen des § 19 WertV als sonstiger wertbeeinflussender Umstand berücksichtigt werden; eine explizite Erwähnung dieses Umstands erfolgt jedoch nicht.<sup>210</sup>

---

<sup>203</sup> Vgl. Thomas/Leopoldsberger/Walbröhl, Immobilienbewertung, S. 388.

<sup>204</sup> Vgl. stellvertretend Kleiber/Simon/Weyers, Verkehrswertermittlung, S. 1160 sowie Bellinger/Reif, Realkredit, S. 417 f.

<sup>205</sup> Bellinger/Reif, Realkredit, S. 419.

<sup>206</sup> Vgl. z. B. Kleiber/Simon/Weyers, Verkehrswertermittlung, S. 1175 ff.

<sup>207</sup> Vgl. Emmerich/Sonnenschein, Miete, S. 450.

<sup>208</sup> Vgl. Kleiber/Simon/Weyers, Verkehrswertermittlung, S. 736 ff.

<sup>209</sup> Vgl. § 17 WertV.

<sup>210</sup> Vgl. § 19 WertV.

Im angelsächsischen Raum fließen die mietvertraglichen Vereinbarungen wesentlich stärker in die Bewertung ein.<sup>211</sup> Im Rahmen des Discounted Cashflow-Verfahrens werden mietvertragliche Vereinbarungen explizit abgebildet.<sup>212</sup> Auch die in der britischen Bewertungspraxis verbreitete Investment Method sieht eine Berücksichtigung von Abweichungen der vertraglich vereinbarten Mietzahlungen vom Mietwert vor. Zur Bewertung solcher „under-,“ bzw. „over-rented properties“ finden vorrangig zwei Ansätze Anwendung.<sup>213</sup>

- Bei Vermietungen unterhalb des Marktniveaus kommt im Allgemeinen der so genannte „Term and Reversion Approach“ zum Einsatz. Die Bewertung erfolgt dabei in zwei Schritten. Zunächst wird die gemäß den vertraglichen Vereinbarungen zu zahlende Netto-Miete<sup>214</sup> für die verbleibende Zeit der Mietvereinbarung unter Verwendung eines risikoadäquaten Diskontierungssatzes kapitalisiert. Es wird nun unterstellt, dass nach Ablauf der Mietvereinbarung eine Anpassung an die Marktmiete erfolgt. Aus diesem Grund wird die zum Bewertungsstichtag vorliegende Netto-Marktmiete als ewige Rente mit der aktuellen Markttrendite kapitalisiert und der daraus resultierende Wert auf den Bewertungsstichtag abgezinst. Die Summe der beiden ermittelten Barwerte ergibt den Wert der Immobilie.<sup>215</sup> Die Kapitalisierung der vertraglich vereinbarten Netto-Miete erfolgt i. d. R. mit einem niedrigeren Diskontierungssatz als die Kapitalisierung der Marktmiete. Dies lässt sich mit dem vergleichsweise niedrigen Risiko des unter dem Marktniveau liegenden mietvertraglichen Einkommens begründen.<sup>216</sup>
- Bei Vermietungen oberhalb des Marktmietniveaus findet im Regelfall der „Top Slicing Approach“ Anwendung. Im Rahmen dieses Verfahrens erfolgt

<sup>211</sup> Vgl. Morgan, Immobilienbewertung, S. 384 f.

<sup>212</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas, Bewertung, S. 145 ff.; Morgan/Harrop/Brühl, Bewertungsmethoden, S. 504 ff.; Staender/Kötter, Gewerbeimmobilien, S. 605.

<sup>213</sup> Vgl. Thomas/Leopoldsberger/Walbrühl, Immobilienbewertung, S. 426 ff.

<sup>214</sup> Die Netto-Miete erhält man, indem man alle vom Eigentümer zu zahlenden Bewirtschaftungskosten vom Jahresrohertrag subtrahiert. Vgl. Morgan/Harrop/Brühl, Bewertungsmethoden, S. 500 f.

<sup>215</sup> Vgl. Morgan/Harrop/Brühl, Bewertungsmethoden, S. 502; Scarlett, Valuation, S. 80 f.

eine horizontale Aufspaltung der Einkommensströme in den „Top Slice“ und den „Hardcore“. Unter dem Hardcore (auch Kernmiete genannt) versteht man den Teil des Netto-Mieteinkommens, der dem aktuellen Marktmietniveau entspricht. Als Top Slice wird der Anteil der Netto-Mieteinnahmen bezeichnet, der die Netto-Marktmiete übersteigt. Auch im Rahmen dieses Verfahrens wird in zwei Schritten vorgegangen. Zunächst wird die Netto-Marktmiete als ewige Rente mit der entsprechenden Markttrendite kapitalisiert.<sup>217</sup> Die Kapitalisierung des Teils der Netto-Miete, der oberhalb des Marktniveaus liegt, erfolgt für die Restlaufzeit der Mietvereinbarung mit einem über der Markttrendite liegenden Diskontierungssatz. Damit wird dem höheren Risiko des Top Slice-Einkommens Rechnung getragen. Der Wert der Immobilie ergibt sich aus der Summe der ermittelten Barwerte.<sup>218</sup>

Differenzen zwischen Mietwert und vertraglich vereinbarter Miete wirken sich aus Sicht des jeweiligen Eigentümers direkt auf den Wert der Immobilie aus. Insofern ist eine Berücksichtigung der mietvertraglichen Vereinbarungen unbedingt erforderlich. Hier bietet sich aufgrund der expliziten Berücksichtigung der mietvertraglichen Gestaltungen insbesondere die Discounted Cashflow-Methode an. Die eher pauschale Integration von mietvertraglichen Vereinbarungen im Rahmen des Term and Reversion- und des Top Slicing-Verfahrens kann zu Über- bzw. Unterbewertungen der Zahlungsströme führen.<sup>219</sup>

Nachdem die finanzierungstheoretischen und immobilienpezifischen Grundlagen gelegt wurden, gilt es nun, finanzierungspolitische Grundsätze im Rahmen der Finanzierung der betrieblich genutzten Immobilien zu entwickeln.

---

<sup>216</sup> Vgl. Morgan/Harrop/Brühl, Bewertungsmethoden, S. 502 f.; Thomas/Leopoldsberger/Walbröhl, Immobilienbewertung, S. 428.

<sup>217</sup> Vgl. Morgan/Harrop/Brühl, Bewertungsmethoden, S. 503.

<sup>218</sup> Vgl. Britton/Davies, Methods, S. 229 f. Eine ausführliche Darstellung und Kritik der dargestellten und weiteren angelsächsischen Bewertungsmethoden findet sich beispielsweise in Thomas/Leopoldsberger/Walbröhl, Immobilienbewertung, S. 419 ff.

<sup>219</sup> Vgl. Thomas/Leopoldsberger/Walbröhl, Immobilienbewertung, S. 427 ff.

### **3 Finanzierungspolitische Grundsätze im Rahmen der Finanzierung von Unternehmensimmobilien**

Unternehmen bedienen sich in der Realität vielfältiger Finanzierungsquellen. Neben den Möglichkeiten im Rahmen der Innenfinanzierung steht ihnen eine Vielzahl von Außenfinanzierungsinstrumenten, wie Aktien, Schuldverschreibungen, Bankkredite sowie hybride Finanzierungsformen, zur Verfügung. Es stellt sich nun die Frage, welche Faktoren die Wahl der Finanzierungsart bestimmen und wie vor diesem Hintergrund die optimale Kapitalstruktur aussehen muss. In diesem Abschnitt wird mit der Maximierung des Marktwertes des Eigenkapitals zunächst ein theoretisch fundiertes und operables Zielsystem dargestellt. Im Anschluss daran wird untersucht, ob die Unternehmensleitung den Marktwert des Unternehmens durch finanzierungspolitische Entscheidungen beeinflussen kann. Auf dieser Grundlage werden verschiedene Ansatzpunkte aufgezeigt, die ein Erklärungspotential für die Relevanz der Finanzierung von Unternehmensimmobilien bieten und Rückschlüsse auf die optimale Finanzierungsstrategie für den betrieblichen Immobilienbestand zulassen.

#### **3.1 Maximierung des Marktwertes des Eigenkapitals als Ziel der Unternehmensfinanzierung**

Zunächst ist es erforderlich, ein geeignetes Zielsystem für die Unternehmensfinanzierung und damit auch für die Finanzierung von Unternehmensimmobilien festzulegen. Als übergeordnetes Ziel<sup>220</sup> soll im Rahmen dieser Untersuchung die Maximierung des Eigenkapitalwertes des Unternehmens dienen. Nachfolgend wird diese Zielfunktion erörtert und ihre Eignung für die Zwecke der Untersuchung analysiert.

##### **3.1.1 Der Kapitalwert als Entscheidungskriterium**

Die Zielfunktion „Marktwertmaximierung des Eigenkapitals“ entstammt dem in den achtziger Jahren in den USA aufgekommenen Shareholder Value-Konzept. Kernpunkt dieses Ansatzes ist die konsequente Ausrichtung der Unterneh-

---

<sup>220</sup> In der US-amerikanischen Literatur unterscheidet man zwischen „goal“ und „objective“. Dabei steht „goal“ für ein übergeordnetes Ziel, „objective“ bezeichnet eine schon konkretisierte Vorgabe. Dieser Differenzierung wird auch im Rahmen dieser Untersuchung gefolgt.



mensziele auf die Interessen der Anteilseigner.<sup>221</sup> Die Unternehmensführung orientiert sich also nicht an unternehmensbezogenen Größen, sondern richtet sich nach den Zielsetzungen und Präferenzen von Individuen.<sup>222</sup> In den USA bereits in den achtziger Jahren diskutiert und mittlerweile etabliert<sup>223</sup>, ist das Konzept in Deutschland noch relativ neu. Dennoch nennen viele deutsche Unternehmen die Steigerung des Shareholder Value als ihr primäres Unternehmensziel.<sup>224</sup>

Es liegt nun im Interesse der Eigentümer, Auswirkungen der Unternehmensführung auf den Marktwert des Eigenkapitals zum einen ex-ante einschätzen und zum anderen ex-post überprüfen zu können.<sup>225</sup> Dazu ist ein Maßstab erforderlich, mit dem der Marktwert und dessen Veränderungen zuverlässig geschätzt werden können. Bei Existenz eines vollkommenen Kapitalmarktes<sup>226</sup> und unter Ausschluss von Unsicherheit wird der Beitrag eines Projektes zum Marktwert der Unternehmung durch den Kapitalwert, den diskontierten Wert der aus dem Projekt resultierenden Zahlungsüberschüsse, angegeben.<sup>227</sup> Die Aussage erfordert die Gültigkeit des so genannten Wertadditivitätstheorems. Danach entspricht der Marktwert des Gesamtunternehmens der Summe der Marktwerte sämtlicher Einzelprojekte.<sup>228</sup>

---

Vgl. Anthony/Dearden/Bedford, Management, S. 95 ff.; Coenenberg, Kostenrechnung, S. 483.

<sup>221</sup> Zum Shareholder Value-Ansatz und zur Zielfunktion der Maximierung des Eigenkapitals vgl. stellvertretend Rappaport, Shareholder Value, S. 1 ff.; Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 33 ff.; Drukarczyk, Theorie, S. 67 ff.; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 15-16; Brealey/Myers, Principles, S. 24-27; Betsch/Groh/Lohmann/Lutz, Corporate, S. 171 ff.; Gerke/Bank, Finanzierung, S. 33 ff.; Hens, Management, S. 13 ff.

<sup>222</sup> Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 19 sowie Abschnitt 2.1.3.2.

<sup>223</sup> Vgl. Rappaport, Shareholder Value, S. 3.

<sup>224</sup> Vgl. Bierbaum, Bedeutung, S. 28 ff.; Schäfers, Evidence, S. 313 f.; Schlosser, Tagungsbericht, S. 412.

<sup>225</sup> Vgl. Stewart, Value, S. 250.

<sup>226</sup> Ein vollkommener Kapitalmarkt ist durch folgende Eigenschaften gekennzeichnet: (1) Es herrscht vollständige Markttransparenz. (2) Es existieren weder Marktzutrittschranken noch Marktzutrittskosten. (3) Kein einzelner Marktteilnehmer ist in der Lage, durch seine Transaktionen Marktpreise zu beeinflussen. (4) Wertpapiere sind beliebig teilbar. (5) Es existieren weder Steuern, Transaktionskosten, Informationskosten noch Insolvenzrisiken. Vgl. Brealey/Myers, Principles, S. 22; Breuer, Finanzierungstheorie, S. 61 ff.; Drukarczyk, Theorie, S. 125 und 131; Süchting, Finanzmanagement, S. 402 f.

<sup>227</sup> Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 13 f.; Hachmeister, Discounted Cash Flow, S. 91 f.; Hax/Hartmann-Wendels/von Hinten, Entwicklung, S. 694; Hens, Management, S. 27 f.; Richter, Konzeption, S. 22 ff.

<sup>228</sup> Vgl. Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 324 ff.

$$V = \sum_{p=1}^P V_p \quad (1)$$

Der Marktwert des Unternehmens ergibt sich folglich aus der Summe der diskontierten Einzahlungsüberschüsse sämtlicher vom Unternehmen realisierten Projekte, so dass gilt

$$V = \sum_{t=1}^n X_t (1+i)^{-t} \quad (2)$$

Der Diskontierungssatz entspricht dem Zinssatz für risikolose Anlageformen i. Dies lässt sich vor dem Hintergrund vollkommener Kapitalmärkte begründen, auf denen annahmegemäß Arbitragefreiheit herrscht. Eine Kapitalanlage kann bei Annahme von Sicherheit maximal eine Rendite erzielen, die dem risikolosen Zinssatz entspricht. Eine höhere Rendite würde aufgrund der vollkommenen Information von Anlegern sofort erkannt und solange genutzt werden, bis die Renditedifferenz verschwunden ist.<sup>229</sup>

Bei Sicherheit ist die Gültigkeit des Wertadditivitätstheorems gewährleistet, da sämtliche Zahlungen mit einem einheitlichen Zinssatz i diskontiert werden.<sup>231</sup> Die Annahme der Sicherheit ist in der Realität in den seltensten Fällen gegeben. Vielmehr ist davon auszugehen, dass zukünftige Zahlungen aus dem zu bewertenden Unternehmen und der Opportunität<sup>232</sup> unsicher sind.<sup>233</sup> Die Aussage des Wertadditivitätstheorems behielte bei Unsicherheit ihre Gültigkeit, sofern alle Wirtschaftssubjekte risikoneutral wären. Nimmt man jedoch Risikoaversion an, so bedarf das Kapitalwertkriterium diverser Korrekturen.<sup>234</sup> Grund-

<sup>229</sup> Vgl. auch Brealey/Myers, Principles, S. 34 ff.; Blohm/Lüder, Investition, S. 58-82; Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 11-14; Hax, Investitionstheorie, S. 13 f.; Schneider, Investition, S. 74-79; Schulte, Wirtschaftlichkeitsrechnung, S. 21-32.

<sup>230</sup> Vgl. Breuer, Finanzierungstheorie, S. 64 f.; Richter, Konzeption, S. 22; Spremann, Wirtschaft, S. 557 ff.

<sup>231</sup> Voraussetzung für die Gültigkeit des Wertadditivitätstheorems ist die ökonomische Unabhängigkeit der Projekte; es existieren keine Synergien. Vgl. Richter, Konzeption, S. 24 und S. 25.

<sup>232</sup> Unter Opportunität versteht man die bestmögliche anderweitige Handlungsalternative des Anlegers. Bei Sicherheit repräsentiert die risikolose Anlage die Opportunität. Vgl. Langenkämper, Unternehmensbewertung, S. 6; Richter, Konzeption, S. 22.

<sup>233</sup> Vgl. Coenenberg, Unternehmensbewertung, S. 793.

<sup>234</sup> Die Annahme der Risikoaversion als dominierende Eigenschaft von Wirtschaftssubjekten wird vielfach durch empirisch beobachtbare Sachverhalte, z. B. dem Abschluss von Versi-

sätzlich existieren zwei Verfahrensweisen zur Berücksichtigung der Unsicherheit bei der Ermittlung des Kapitalwertes:<sup>235</sup>

- Sicherheitsäquivalenzmethode
- Risikozuschlagsmethode

Unter dem Sicherheitsäquivalent wird der sichere Betrag verstanden, der nach Einschätzung des Anlegers den gleichen Nutzen stiftet wie die zu bewertenden unsicheren Zahlungen. Die Methode transformiert demnach zustandsabhängige Zahlungen in äquivalente sichere Zahlungen.<sup>236</sup> Sicherheitsäquivalente sind mit dem risikolosen Zinssatz  $i$  zu diskontieren. Bei Unterstellung von Risikoaversion ist das Sicherheitsäquivalent regelmäßig kleiner als der Erwartungswert der entsprechenden unsicheren Zahlung.<sup>237</sup> Dabei ist die Differenz zwischen den beiden Werten als Ausdruck des Risikoaversionsgrades zu interpretieren.<sup>238</sup>

$$V = \sum_{t=1}^n S\ddot{A}_t (1+i)^{-t} \quad (3)$$

$$\text{mit } S\ddot{A}_t = E(\tilde{X}_t) - RA_t \quad (4)$$

Die Berechnung von Sicherheitsäquivalenten setzt die Kenntnis der Risikonutzenfunktion des Entscheidungsträgers voraus. In der Realität ist dies jedoch mit großen Problemen verbunden, so dass die praktische Umsetzbarkeit der Sicherheitsäquivalenzmethode angezweifelt werden kann. Daneben stellt sich bei mehreren Investoren mit divergierenden Präferenzen die Frage, welche Risikonutzenfunktion bewertungsrelevant sein soll. Aufgrund der mangelnden Operabilität der Sicherheitsäquivalente wird in der Praxis meist auf die Risikozuschlagsmethode zurückgegriffen.<sup>239</sup>

---

cherungen sowie der Bildung risikoreduzierender Mechanismen und Institutionen, gestützt. Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 67; Richter, Konzeption, S. 24.

<sup>235</sup> Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 67 ff. sowie S. 80; Langenkämper, Unternehmensbewertung, S. 40 ff.

<sup>236</sup> Vgl. Ballwieser, Methoden, S. 155; Moxter, Unternehmensbewertung, S. 147 und S. 153 sowie Brealey/Myers, Principles, S. 226.

<sup>237</sup> Zur Definition des Begriffs Erwartungswert vgl. die folgenden Ausführungen zur Risikozuschlagsmethode.

<sup>238</sup> Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 68; Langenkämper, Unternehmensbewertung, S. 41.

<sup>239</sup> Zur Kritik der Sicherheitsäquivalenzmethode siehe Ballwieser, Wahl, S. 102 f.; Bretzke, Prognoseproblem, S. 225; Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 122 f.; Hachmeister, Discounted Cash Flow, S. 263; Siepe, Unternehmensbewertung, S. 61.



Ziel der Risikozuschlagsmethode ist es, eine Unsicherheitsäquivalenz zwischen Bewertungsobjekt und Opportunität herzustellen. Dazu müssen Zahlungsreihe und Diskontierungssatz den gleichen Grad an Unsicherheit aufweisen.<sup>240</sup> In einem ersten Schritt werden die Erwartungswerte der unsicheren Zahlungen bestimmt. Diese werden aus den möglichen Zuständen der zustandsabhängigen Zahlungen  $\tilde{X}_t$  und den Eintrittswahrscheinlichkeiten der Zustände ermittelt.<sup>241</sup>

Die Ermittlung von Erwartungswerten basiert auf der Annahme, dass der Entscheider in der Lage ist, den möglichen Zuständen Eintrittswahrscheinlichkeiten zuzuordnen.<sup>242</sup> In einem zweiten Schritt werden die Erwartungswerte mit einem Kapitalkostensatz abgezinst, der eine Risikoprämie berücksichtigt. Dabei hängt die Höhe der Prämie vom Risiko der zustandsabhängigen Zahlungen<sup>243</sup> sowie dem Grad der Risikoaversion der Wirtschaftssubjekte ab.<sup>244</sup> Demnach folgt die Unternehmensbewertung gemäß Risikozuschlagsmethode folgender Berechnungsformel:

$$V = \sum_{t=1}^n E(\tilde{X}_t)(1+k)^{-t} \text{ mit } k > i \quad (5)$$

Die Diskontierung mit dem Kapitalkostensatz  $k$  bewirkt zum einen, dass Zahlungsströme auf einen Zeitpunkt bezogen und damit vergleichbar gemacht werden.<sup>245</sup> Zum anderen repräsentieren sie die risikoangepassten Opportunitätskosten, zu denen Investoren bereit sind, der Unternehmung Kapital zur Verfügung

<sup>240</sup> Vgl. Moxter, Unternehmensbewertung, S. 166, vgl. auch Langenkämper, Unternehmensbewertung, S. 40.

<sup>241</sup> Vgl. Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 340 f.; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 106 f.

<sup>242</sup> Diese Annahme kann in der Realität u. U. problematisch sein, da dem Entscheider häufig kein ausreichendes statistisches Material zur Ermittlung objektiver Eintrittswahrscheinlichkeiten zur Verfügung steht. In diesem Falle ist die Verwendung subjektiver Eintrittswahrscheinlichkeiten erforderlich. Vgl. Hax, Investitionstheorie, S. 133 f.; zur Begründung subjektiver Wahrscheinlichkeiten vgl. Markowitz, Portfolio, S. 257; kritische Anmerkungen zu subjektiven Wahrscheinlichkeiten finden sich bei Menges, Entscheidungen, S. 26 sowie Schneeweiß, Entscheidungskriterien, S. 28.

<sup>243</sup> Dieses Risiko wird im Allgemeinen durch Streuungsmaße wie Varianz bzw. Standardabweichung gemessen. Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 64.

<sup>244</sup> Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 69.

<sup>245</sup> Die Gleichung gilt, wenn  $k$  für  $n \rightarrow \infty$  nicht-stochastisch ist. Vgl. Richter, Konzeption, S. 24-25 sowie die Ausführungen von Langenkämper, Unternehmensbewertung, S. 44 ff.

<sup>246</sup> Vgl. Blohm/Lüder, Investition, S. 57; Kruschwitz, Investitionsrechnung, S. 43, Schulte, Wirtschaftlichkeitsrechnung, S. 27.

zu stellen.<sup>247</sup> Damit ermöglicht die Risikozuschlagsmethode, Aussagen hinsichtlich der absoluten und relativen Vorteilhaftigkeit von Projekten des Unternehmens zu treffen.

### **3.1.2 Begründung der Maximierung des Eigenkapitalwertes als Zielfunktion**

Die Zielfunktion „Maximierung des Marktwertes des Eigenkapitals“ ist auf eine Anspruchsgruppe - die Eigentümer - ausgerichtet. Daneben existieren jedoch zahlreiche weitere Gruppen, die Ansprüche an das Unternehmen haben bzw. stellen. Dazu gehören z. B. die Arbeitnehmer, Manager, Kunden, Gläubiger und Zulieferer.<sup>248</sup> Die Entscheidung für eine oder mehrere Anspruchsgruppen - in diesem Fall für die Eigentümer - stellt ein normatives Postulat dar. Im Rahmen des dieser Arbeit zugrunde liegenden entscheidungsorientierten Ansatzes der Betriebswirtschaftslehre sind normative Werturteile grundsätzlich zu vermeiden; dies ist jedoch nicht in jedem Fall möglich.<sup>249</sup> Im Folgenden wird begründet, warum die nicht wertfreie Entscheidung für die Eigentümer als Zielgruppe aus betriebswirtschaftlicher Sicht dennoch sinnvoll ist.

#### **3.1.2.1 Berücksichtigung von Interessen anderer Anspruchsgruppen**

Kritiker werfen dem Konzept der Marktwertmaximierung<sup>250</sup> vor, einseitig auf die Ziele der Anteilseigner ausgerichtet zu sein und insofern die Belange anderer Anspruchsgruppen bzw. Stakeholder<sup>251</sup> zu vernachlässigen. Dadurch würde die langfristige Überlebensfähigkeit des Unternehmens aufs Spiel gesetzt.<sup>252</sup> Außerdem sei diese Haltung angesichts der Rolle, die Großunternehmen in der heutigen Gesellschaft einnehmen, nicht vertretbar.<sup>253</sup>

Dieser Kritik ist Folgendes entgegenzuhalten: Wie bereits in Abschnitt 2.1.3.2 erläutert, kann das Unternehmen als Gefüge von teils gesetzlich, teils vertrag-

---

<sup>247</sup> Vgl. Brealey/Myers, Principles, S. 214; Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 260; Schneider, Investition, S. 102 f. sowie 504 ff.

<sup>248</sup> Vgl. Abschnitt 2.1.3.2.

<sup>249</sup> Vgl. Heinen, Grundfragen, S. 368-371 sowie S. 404-471.

<sup>250</sup> Die Begriffe Maximierung des Marktwertes des Eigenkapitals und Marktwertmaximierung werden im Folgenden synonym verwendet.

<sup>251</sup> Als Stakeholder werden im Folgenden alle Anspruchsgruppen mit Ausnahme der Eigentümer bezeichnet.

<sup>252</sup> Vgl. Janisch, Anspruchsgruppenmanagement, S. 105-109.

lich begründeten Rechtsbeziehungen zwischen den Koalitionspartnern, also den Anspruchsgruppen, aufgefasst werden.<sup>254</sup> Die Anspruchsgruppen haben auch in kapitalgeleiteten Unternehmen die Möglichkeit, durch entsprechende Vertragsgestaltung ihre Interessen zu vertreten.<sup>255</sup> Vollständige Verträge existieren jedoch nur in der Theorie. Voraussetzung hierfür ist die Existenz vollkommener Märkte. In der Realität ist es aufgrund der Unvollkommenheit der Märkte nahezu unmöglich, alle Situationen, die eintreten können, explizit in Verträgen zu regeln. Aus diesem Grund bestehen im Allgemeinen neben den expliziten vertraglichen Regelungen implizite Ansprüche zwischen den Vertragsparteien. So erwarten viele Arbeitnehmer z. B., neben ihrer marktüblichen Entlohnung, im Unternehmen Karriere machen zu können.<sup>256</sup>

Nun liegt die Vermutung nahe, dass die impliziten Ansprüche der Stakeholder in kapitalgeleiteten Unternehmen kaum oder gar nicht Berücksichtigung finden. Dies widerspräche jedoch der Zielvorschrift der Marktwertmaximierung. Eine Vernachlässigung der impliziten Ansprüche der Stakeholder würde deren Zufriedenheit und Kooperationsbereitschaft erheblich einschränken. Im Extremfall kann eine solche Verhaltensweise der Eigentümer zur Beendigung der Kooperation und damit u. U. zu einer massiven Minderung des Marktwertes des Eigenkapitals führen. Aus diesem Grund sind die impliziten Ansprüche der Stakeholder auch in kapitalgeleiteten Unternehmen als zwingende Nebenbedingung zu berücksichtigen.<sup>257</sup>

Die Aussage bedarf einer Einschränkung. Die Berücksichtigung impliziter Stakeholderansprüche darf nicht zu einer Marktwertsenkung führen. Rappaport beschreibt in diesem Zusammenhang den Fall der Wallace Company, die durch die Umsetzung eines umfangreichen Qualitätsprogramms zwar den Kundennutzen steigern, die erforderlichen Preiserhöhungen jedoch am Markt nicht durchsetzen konnte. So war die Wallace Company letztlich gezwungen, Kon-

---

<sup>253</sup> Vgl. Knyphausen, Management, S. 349.

<sup>254</sup> Vgl. Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 2 sowie Spremann, Wirtschaft, S. 484.

<sup>255</sup> Vgl. Hens, Management, S. 21.

<sup>256</sup> Vgl. Cornell/Shapiro, Stakeholders, S. 5-7; Spremann, Wirtschaft, S. 484-485.

<sup>257</sup> Vgl. Bischoff, Konzept, s. 178 ff.; Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 2 f.; Hens, Einsatz, S. 35; Kunz, Shareholder-Value, S. 408 f.; Spremann, Wirtschaft, S. 485.

kurs anzumelden.<sup>258</sup> Dieses Beispiel unterstreicht, dass Stakeholder-Interessen in einem Maße zu berücksichtigen sind, wie sie zur Erreichung langfristiger Ziele und somit zu einer Marktwertmaximierung des Eigenkapitals beitragen.<sup>259</sup>

Franke/Hax begründen die Ausrichtung der Unternehmensziele auf die Eigentümerinteressen mit dem Erfordernis des Zusammenfallens von Entscheidungskompetenz und Residualzahlungsanspruch. In kapitalgeleiteten Unternehmen gibt die Entscheidungskompetenz den Eigentümern die Möglichkeit, ihre Anwartschaft auf Residualzahlungen, insbesondere auf die Ausschüttungen, optimal zu gestalten. Läge die Entscheidungskompetenz bei einer anderen Anspruchsgruppe, so wäre es erheblich schwieriger, Kapitalgeber zu finden. Nur wenige würden bereit sein, ohne Einfluss auf die Geschäftsführung eine Anwartschaft auf Residualzahlungen zu übernehmen. Angenommen, die Entscheidungsbefugnis läge bei den Arbeitnehmern, so hätten diese die Möglichkeit, durch Transformation von Überschüssen in Aufwendungen (z. B. Lohnzulagen, Sozialaufwendungen etc.) das Residuum auf ein Minimum zu reduzieren.<sup>260</sup> Das Fehlen des Eigenkapitals als Auffangpotential von Verlusten würde wiederum Fremdkapitalgeber davon abhalten, finanzielle Mittel bereitzustellen.<sup>261</sup> Demgegenüber bedeutet die gleichzeitige Zuweisung von Residualanspruch und Entscheidungskompetenz an die Eigentümer nicht, dass die Interessen anderer Anspruchsgruppen vernachlässigt werden. Vielmehr haben die Anteilseigner von den vertraglich fixierten Ansprüchen der anderen auszugehen.<sup>262</sup>

Beschränkt man die Betrachtung auf finanzielle Aspekte, kann man von einer strukturellen Identität der Zielvorstellungen von Eigentümern und Stakeholdern sprechen. Die Möglichkeit der Befriedigung der Stakeholderansprüche hängt

---

<sup>258</sup> Vgl. Rappaport, Shareholder Value, S. 9.

<sup>259</sup> Vgl. Rappaport, Shareholder Value, S. 8 f.

<sup>260</sup> Vgl. Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 4.

<sup>261</sup> Die Bereitschaft der Fremdkapitalgeber zur Verfügungstellung von Kapital würde steigen, wenn die Arbeitnehmer in arbeitsgeleiteten Unternehmen Verlustauffangpotentiale stellen würden, z. B. durch einen im Bedarfsfall zu leistenden, teilweisen oder vollständigen Verzicht auf das Arbeitsentgelt bzw. eine darüber hinausgehende persönliche Haftung. Es ist zu vermuten, dass ihnen dazu die nötige Risikobereitschaft fehlt. Vgl. Bischoff, Konzept, S. 191 f.; Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 5 und 7.

<sup>262</sup> Vgl. Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 4.

letztlich von der Zahlungsfähigkeit des Unternehmens ab. Da die Außenfinanzierungskapazität der Unternehmung maßgeblich vom Marktwert des Unternehmens abhängt, muss dessen Erhöhung auch im Interesse der Stakeholder liegen.<sup>263</sup>

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die Maximierung des Marktwertes des Eigenkapitals als Entscheidungskriterium aufrechterhalten werden kann. Es erfolgt eine implizite Berücksichtigung der Zielvorstellungen der Stakeholder.

### 3.1.2.2 Lösung von Interessenskonflikten zwischen den Eigentümern

Die Orientierung an den Präferenzen und Interessen der Eigentümer begrenzt zwar die Ausrichtung der Unternehmensziele auf eine Anspruchsgruppe, birgt aber weiterhin die Schwierigkeit, dass auch innerhalb dieser Gruppe unterschiedliche Präferenzen vorliegen können. Eine optimale Lösung dieses Problems würde voraussetzen, dass zum einen die Konsumpräferenzen sämtlicher Eigentümer bekannt sind und zum anderen ein Konsens unter den Eigentümern über den Lösungsmechanismus hinsichtlich des Entscheidungsproblems gefunden wird.<sup>264</sup> Gerade bei großen Publikumsgesellschaften erscheint dies als nicht durchführbar.<sup>265</sup> Aus diesem Grunde ist es notwendig, ein von individuellen Präferenzen unabhängiges Ziel festzulegen.<sup>266</sup> Die Zielfunktion „Maximierung des Wertes des Eigenkapitals“ bietet hier eine Lösungsmöglichkeit.

Die Rechtfertigung dieser Zielfunktion lässt sich aus dem Separationstheorem von Fisher ableiten.<sup>267</sup> Folgende Annahmen werden getroffen:<sup>268</sup>

- Es existiert ein vollkommener Kapitalmarkt bei Annahme von Sicherheit.

<sup>263</sup> Vgl. Bischoff, Konzept, S. 178 f.; Rappaport, Shareholder Value, S. 8.

<sup>264</sup> Der üblichen Betrachtungsweise der Finanzierungstheorie folgend werden nur monetäre Zielvorstellungen der Wirtschaftssubjekte betrachtet. Es wird angenommen, dass Wirtschaftssubjekte sich wirtschaftlich betätigen, um aus ihrem Einkommen Konsumauszahlungen bestreiten zu können. Vgl. hierzu Wilhelm, Marktwertmaximierung, S. 518.

<sup>265</sup> Vgl. Hachmeister, Discounted Cash Flow, S. 12; Drukarczyk, Theorie, S. 48.

<sup>266</sup> Vgl. Schmidt/Terberger, Grundzüge, S. 55 f.

<sup>267</sup> Vgl. Fisher, Interest, S. 117 ff.

<sup>268</sup> Vgl. Brealey/Myers, Principles, S. 17 ff.; Drukarczyk, Theorie, S. 20 sowie S. 29 ff.; Süchtling, Finanzmanagement, S. 297 ff.

- Wirtschaftssubjekte verhalten sich rational und nutzenmaximierend. Die Eigentümer des Unternehmens streben folglich nach dem maximalen Nutzen aus dem ihnen für Konsumzwecke zufließenden Einkommensstrom.
- Wirtschaftssubjekte sind in der Lage, alternative Güterbündel in eine Rangordnung zu bringen. Weiterhin gilt die Annahme der Transitivität.
- Indifferenzkurven sind streng konvex.
- Wirtschaftssubjekte ziehen Güterbündel, die auf höheren Indifferenzkurven liegen, Güterbündel auf niedrigeren Indifferenzkurven vor.
- Preise sind konstant.

Basierend auf diesen Annahmen weist Fisher nach, dass Konsum- und Investitionsentscheidungen getrennt werden können (Separationsprinzip).<sup>269</sup> Entscheidend für diese Aussage ist die Existenz eines vollkommenen Kapitalmarktes. Durch die Möglichkeit, finanzielle Mittel am Kapitalmarkt zum risikolosen Zinssatz  $i$  anzulegen bzw. sich in Höhe des Vermögens zum Zinssatz  $i$  zu verschulden, können Wirtschaftssubjekte die durch Investitionen generierten Einkommensströme gemäß ihren individuellen Konsumpräferenzen gestalten. Investitionsentscheidungen können unabhängig von der Konsumentenentscheidung getroffen werden. Der Wohlstand des Investors wird gesteigert, wenn möglichst viele rentable Investitionsobjekte realisiert und somit höhere Indifferenzkurven erreicht werden.<sup>270</sup>

Für die Bestimmung des optimalen Investitionsplans ergibt sich vor diesem Hintergrund die bereits in Abschnitt 3.1.1 angeführte operationale Entscheidungsregel: Realisiere alle Investitionsprojekte, deren Nettokapitalwert positiv ist bzw. deren interne Verzinsung den risikolosen Zinssatz  $i$  übersteigt.<sup>271</sup> Nicht zu Investitionszwecken verwendbare, überschüssige finanzielle Mittel sind aus-

---

<sup>269</sup> Vgl. Brealey/Myers, Principles, S. 21; Drukarczyk, Theorie, S. 37; Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 153 ff.; Rudolph, Bedeutung, S. 266 ff.

<sup>270</sup> Vgl. zur Herleitung des Fisher'schen Separationstheorems Brealey/Myers, Principles, S. 17-23; Drukarczyk, Theorie, S. 27-38; Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 149 ff.; Rudolf, Bedeutung, S. 261 ff.; Süchting, Finanzmanagement, S. 301-303.

<sup>271</sup> Der Nettokapitalwert bezeichnet die Summe der diskontierten Nettoeinzahlungen (Bruttokapitalwert) abzüglich des Beschaffungspreises des Projektes. Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 11-14. Zu Investitionsentscheidungen auf Basis des internen Zinsfußes vgl. Schulte, Wirtschaftlichkeitsrechnung, S. 90 ff.



zuschütten. Auch wenn die Eigentümer unterschiedliche Konsumpräferenzen aufweisen, herrscht hinsichtlich der Investitionspolitik Interessenharmonie. Die Notwendigkeit einer Erhebung und Abstimmung der Präferenzen entfällt somit.<sup>272</sup> Da bei Geltung des Wertadditivitätsprinzips der Marktwert des Unternehmens der Summe der Kapitalwerte aller vom Unternehmen durchgeführten Investitionen entspricht, führt die konsequente Verfolgung der o. g. Entscheidungsregel gleichzeitig zu einer Maximierung des Wertes des Eigenkapitals.<sup>273</sup>

Es ist nachzuweisen, dass das Separationstheorem auch bei Wegfall der Annahme sicherer Erwartungen gilt. Voraussetzung hierfür ist die Existenz eines vollkommenen und vollständigen Kapitalmarktes.<sup>274</sup> Im Falle eines unvollständigen Kapitalmarktes gilt das Separationstheorem nur unter der Voraussetzung, dass

- a) die Realisation eines bestimmten Investitions- oder Finanzierungsprogramms keinen Einfluss auf das Bewertungssystem für unsichere Zahlungsströme hat<sup>275</sup> und
- b) sich alle unternehmerischen Produktionsergebnisse durch bereits am Kapitalmarkt existente Zahlungsströme rekonstruieren lassen.<sup>276</sup>

Problematischer wird die Argumentation, wenn die Annahme eines vollkommenen Kapitalmarktes aufgehoben wird. Hirshleifer untersuchte die Geltung des Separationstheorems für den Fall eines gespaltenen Zinssatzes.<sup>277</sup> Das Separationsprinzip gilt in diesem Fall nur noch innerhalb bestimmter Klas-

---

<sup>272</sup> Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 49, Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 157 f.; Rudolph, Bedeutung, S. 270 f.

<sup>273</sup> Vgl. Rudolph, Bedeutung, S. 270 f.

<sup>274</sup> Vgl. Rudolph, Bedeutung, S. 277. Ein vollständiger Kapitalmarkt liegt vor, wenn jeder Zahlungsstrom unabhängig von Höhe, zeitlicher Struktur und Grad der Unsicherheit durch eine Linearkombination von am Kapitalmarkt gehandelten Wertpapieren reproduziert werden kann. Vgl. Swoboda, Finanzierung, S. 98 f.; Schmidt/Terberger, Grundzüge, S. 91; Hens, Management, S. 15. Zur Definition eines vollkommenen Kapitalmarktes vgl. Fußnote 226.

<sup>275</sup> Diese Annahme wird in der Literatur als „Competitivity-Bedingung“ bezeichnet. Vgl. Breuer, Finanzierungstheorie, S. 76; Hens, Management, S. 15 f.; Wilhelm, Marktwertmaximierung, S. 528.

<sup>276</sup> Diese Annahme bezeichnet man auch als „Spanning-Bedingung“. Vgl. Breuer, Finanzierungstheorie, S. 76 f.; Hens, Management, S. 16; Rudolph, Bedeutung, S. 281, Fußnote 36; Wilhelm, Marktwertmaximierung, S. 529.

sen von Anteilseignern. Unterscheidet man im Extremfall zwischen zwei Klassen, den Anlegern, die tendenziell auf Gegenwartskonsum verzichten und die nicht für Konsumzwecke verwendeten finanziellen Mittel am Kapitalmarkt zu  $i_H$  anlegen, und den Schuldnern, die zu Gegenwartskonsum tendieren und sich zur Finanzierung ihres Konsums zu  $i_S$  verschulden, kommt man zu folgendem Ergebnis: Die Klasse der Anleger plädiert für die Durchführung aller Investitionsprojekte, deren Rendite den Habenzinssatz übersteigt. Demgegenüber befürworten die Schuldner lediglich die Realisation aller Projekte, deren Rendite den höheren Sollzinssatz übersteigt. Im Unterschied zum vollkommenen Kapitalmarkt ist in diesem Fall keine konfliktfreie Lösung des Problems darstellbar.<sup>278</sup> Die Stärke des Konfliktes zwischen Anlegern und Schuldnern hängt von der Höhe der Differenz zwischen Soll- und Habenzinssatz ab. Je weniger die beiden Sätze divergieren, desto geringer ist das Konfliktpotential.<sup>279</sup> Neben diesen beiden Extrempositionen sind auch andere Klassen von Eigentümern denkbar, deren Konsumpräferenzen zwischen denen des Anlegers und des Schuldners liegen. Der Ausschüttungsnutzen und somit auch die optimale Investitionspolitik hängt also bei gespaltenem Zinssatz von der Verwendung bzw. Beschaffung der Mittel durch den jeweiligen Eigentümer ab.<sup>280</sup> Vor diesem Hintergrund stellt sich bei Unternehmen mit einer Vielzahl von Eigentümern die Frage, an welchem Vergleichssatz das Unternehmen seine Ausschüttungs- und Investitionspolitik ausrichten soll.

Als Kompromisslösung bietet sich die Verwendung der von den Anteilseignern geforderte Rendite  $k$  an.<sup>281</sup>  $k$  stellt eine Durchschnittsgröße dar, bei deren Anwendung jedoch nicht für jeden einzelnen Eigentümer eine optimale Lösung er-

<sup>277</sup> Es wird angenommen, dass der Sollzinssatz über dem Habenzinssatz liegt. Die Differenz kann z. B. durch bei der Kapitalanlage und Kreditaufnahme anfallende Transaktionskosten begründet werden. Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 38; Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 158

<sup>278</sup> Vgl. Brealey/Myers, Principles, S. 23 f.; Drukarczyk, Theorie, S. 49 f.; Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 160 f.

<sup>279</sup> Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 50.

<sup>280</sup> Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 49-50 sowie S. 70-73; Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 160 f.

<sup>281</sup> Diese wird auch als Kosten des Eigenkapitals bezeichnet. Die Verwendung von  $k$  ist an diverse Bedingungen geknüpft: a)  $k$  muss bekannt bzw. messbar sein; b) es muss ein funktionierender Sekundärmarkt existieren; c) die Anteilspreise müssen die erwarteten Erfolge der Unternehmen reflektieren; d) von einem Zusammenhang zwischen Ausschüttungsstrategie und Informationswirkungen von Ausschüttungen, der bei Unsicherheit grundsätzlich relevant sein könnte, wird abstrahiert. Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 72-78.



reicht werden kann.<sup>282</sup> Vor dem Hintergrund der Tatsache, dass bei Vorliegen eines unvollkommenen Kapitalmarktes eine konfliktfreie Lösung nicht herstellbar ist, führt die Verwendung des Satzes k in Verbindung mit der o. g. Entscheidungsregel der Marktwertmaximierung des Eigenkapitals jedoch zu einem „operablen und brauchbaren Kompromiss“<sup>283</sup>.

### 3.1.2.3 Umsetzung des Zielsystems auf Unternehmensebene

Nachdem die Maximierung des Marktwertes des Eigenkapitals als brauchbare und operable Zielfunktion identifiziert wurde, stellt sich nun die Frage, ob eine Umsetzung der Zielfunktion auf Unternehmensebene wahrscheinlich ist.

Grundsätzlich kann man zwei wesentliche Ursachen für Umsetzungsprobleme identifizieren:

- Interessenkonflikte zwischen den Eigentümern. Dieses Problem wurde bereits in Abschnitt 3.1.2.2 behandelt.
- Interessendivergenzen zwischen Eigentümern (Prinzipale) und Managern (Agenten) im Falle managementgeleiteter Unternehmen (Prinzipal-Agenten-Problematik). Mit dieser Problematik befasst sich dieser Abschnitt.

Das Prinzipal-Agenten-Problem ist besonders ausgeprägt bei börsennotierten Publikumsgesellschaften, deren Aktienkapital breit gestreut ist.<sup>284</sup> Die Anzahl börsennotierter Aktiengesellschaften ist in Deutschland im internationalen Vergleich noch immer gering, die Tendenz ist jedoch stark ansteigend.<sup>285</sup> Als Folge ist eine zunehmende Trennung von Eigentum und unmittelbarer Kontrolle erkennbar: In einer Aktiengesellschaft hat der Vorstand die unmittelbare Verfügungsgewalt über das Unternehmensvermögen; die Aktionäre haben über die Hauptversammlung und die Berufung des Aufsichtsrates nur mittelbaren Einfluss auf die Geschäftspolitik.<sup>286</sup>

---

<sup>282</sup> Zum Nachweis, dass die Entscheidungsregel für einzelne Anteilseigner von Nachteil sein kann, vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 75 ff.

<sup>283</sup> Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 78; Hachmeister, Discounted Cash Flow, S. 91.

<sup>284</sup> Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 629 f.

<sup>285</sup> Vgl. Achleitner/Achleitner, Erfolgsstrategien, S. 6.

<sup>286</sup> Vgl. Gerke/Bank, Finanzierung, S. 33-37.

In den letzten Jahren ist die Machtposition der Aktionäre börsennotierter Unternehmen erheblich gewachsen. Auslöser ist die „relative Verknappung von Eigenkapital, welches zur Wachstumsfinanzierung vermehrt wettbewerbsintensiver, globaler Märkte benötigt wird“<sup>287</sup>. Folglich konkurrieren börsennotierte Unternehmen verstärkt um Eigenkapitalgeber, was nicht zuletzt durch sich verstärkende Aktivitäten im Bereich Investor Relations unterstrichen wird.<sup>288</sup> In diesem Zusammenhang ist eine zunehmende Bedeutung institutioneller und ausländischer Investoren als potentielle Eigenkapitalgeber erkennbar.<sup>289</sup> Manager sind also aufgrund der Marktgegebenheiten gezwungen, den Präferenzen und Interessen der Eigenkapitalgeber verstärkte Beachtung zu schenken. Man kann dennoch nicht von einer Interessenidentität von Prinzipal und Agent sprechen.

Eine detaillierte Analyse der Prinzipal-Agenten-Problematik kommt von Seiten der neoinstitutionalistischen Ansätze.<sup>290</sup> Grundlegende Annahme dieser Ansätze ist die Existenz unvollkommener und unvollständiger Kapitalmärkte.<sup>291</sup> Daraus resultiert eine asymmetrische Informationsverteilung zwischen Agent und Prinzipal.<sup>292</sup> Aufgrund des anzunehmenden Informationsvorsprungs des Agenten und bei Annahme opportunistischen Verhaltens muss der Prinzipal mit Verhaltensweisen des Agenten rechnen, die nicht zu einer optimalen Erfüllung seiner Ziele und somit zu einem Wertverlust seiner Beteiligung führen können.<sup>293</sup> Es sind verschiedene Verhaltensweisen denkbar, durch die sich der Manager Vorteile verschaffen kann:

---

<sup>287</sup> Vgl. Achleitner/Achleitner, Erfolgsstrategien, S. 7.

<sup>288</sup> Vgl. Allendorf, Investor, S. 3 und S. 142 ff.

<sup>289</sup> Vgl. Achleitner/Achleitner, Erfolgsstrategien, S. 7; Baum/Coenenberg/Günther, Controlling, S. 269 f. und dort insbesondere Abb. 5.6, welche einen Überblick über den Anteil institutioneller und ausländischer Anleger an ausgewählten deutschen Aktiengesellschaften gewährt.

<sup>290</sup> Hierzu gehören insbesondere die Principal Agent Theory, der Property Rights-Ansatz sowie der Transaktionskosten-Ansatz. Vgl. Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 513.

<sup>291</sup> Vgl. Schmidt/Terberger, Grundzüge, S. 66.

<sup>292</sup> Mit opportunistischem Verhalten ist gemeint, dass die Vertragspartner versuchen, ihren persönlichen Nutzen zu maximieren und sich dabei auch über vertragliche, gesetzliche oder moralische Verpflichtungen hinwegsetzen, sofern die daraus entstehenden Vorteile die Nachteile überwiegen. Vgl. Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 410 ff.; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 514.

<sup>293</sup> Vgl. Donaldson, Goals, S. 120-127; Fama, Agency Problems, S. 295 ff.; Fama/Jensen, Ownership, S. 312; Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 410 ff.; Jensen, Agency Costs,

- Adverse Selection

Es besteht die Möglichkeit, dass der Agent vor Vertragsabschluss mit dem Prinzipal Informationen zu seinem Vorteil zurückhält bzw. verschleiert. So wird der Agent beispielsweise bemüht sein, Eigenkapitalgeber vom Anteilskauf zu überzeugen, wenn diese unwissentlich einen zu hohen Preis zu zahlen bereit sind.<sup>294</sup>

- Moral Hazard

Unvollständige Informationen auf Seiten des Prinzipals geben dem Agenten die Möglichkeit, nach Vertragsabschluss auf Kosten des Prinzipals seinen Nutzen zu maximieren. Diese Unsicherheit hinsichtlich des Verhaltens des Agenten wird als Moral Hazard bezeichnet.<sup>295</sup>

Die durch Informationsasymmetrien entstehenden Ineffizienzen verursachen so genannte Agency-Kosten. Dazu gehören

- a) die dem Prinzipal für die Überwachung des Agenten entstehenden Kosten (monitoring costs),
- b) die Kosten, die dem Agenten dadurch entstehen, dass er dem Prinzipal signalisiert, die Interessen des Prinzipals schädigende Handlungen zu unterlassen (bonding costs) und
- c) der Residualverlust, der dem Prinzipal als Differenz zwischen der finanziellen Situation bei optimalen Bedingungen und der tatsächlich realisierten finanziellen Situation verbleibt (residual loss).<sup>296</sup>

Agency-Kosten können durch die Vorgabe der Zielfunktion der Maximierung des Eigenkapitalwertes und die Etablierung daran anknüpfender Anreizsysteme reduziert werden.<sup>297</sup> So wird durch Beteiligung der Manager am Eigentum und/oder durch Verknüpfung der Entlohnung der Manager mit der finanziellen Posi-

---

S. 323-329; Jensen/Meckling, Theory, S. 308; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 24-25; Wilhelm, Finanzierungstheorie, S. 190-194.

<sup>294</sup> Vgl. Akerlof, Market, S. 488-500; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 514 f.

<sup>295</sup> Vgl. Schumann/Meyer/Ströbele, Theorie, S. 437.

<sup>296</sup> Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 621 ff.; Jensen/Meckling, Theory, S. 305 ff.; Jensen, Agency Costs, S. 323 ff.; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 524 f.

tion der Eigentümer (erfolgsabhängige Vergütungssysteme) versucht, eine Interessenkongruenz zwischen Prinzipal und Agenten herzustellen.<sup>298</sup> Als weitere Maßnahmen zur Begrenzung der Agency-Kosten kommen Kontroll- und Mitwirkungsrechte der Eigentümer sowie eine Erhöhung der Verschuldung in Betracht.<sup>299</sup> Schließlich wird der Markt für Unternehmensübernahmen als ein wirksames Instrument zur „Disziplinierung der Manager“ angesehen.<sup>300</sup>

### 3.1.2.4 Methodische Schwächen herkömmlicher Zielgrößen

Ein weiteres Argument für die Verwendung des Marktwertes des Eigenkapitals als Entscheidungskriterium liegt in den Unzulänglichkeiten herkömmlicher Zielgrößen im Rahmen der Erfolgsbewertung. Dazu gehören insbesondere der Gewinn sowie daraus abgeleitete Kennzahlen wie die Eigen- oder Gesamtkapitalrentabilität.<sup>301</sup>

Die Hauptursache für die mangelnde Eignung der herkömmlichen Erfolgsbewertung als Indikator für die aus Anteilseignersicht erzielte Wertschöpfung ist die Verwendung von Größen der externen Rechnungslegung. Deren Ermittlung erfolgt auf Basis handelsrechtlicher Vorschriften.<sup>302</sup> Die gegen die Verwendung dieser Größen vorgebrachte Kritik äußert sich insbesondere in den folgenden Punkten:

- Handelsrechtliche Aufwendungen und Erträge stellen periodisierte Größen dar, die kein Bild über effektiv fließende Finanzmittel vermitteln.<sup>303</sup>
- Das Handelsrecht sieht zahlreiche Ansatz- und Bewertungswahlrechte vor. Durch Ausnutzung dieser Wahlrechte können Gewinn und Bilanzwerte bewusst gestaltet werden. Ihre Aussagefähigkeit hinsichtlich der Leistungsfähigkeit des Unternehmens ist deshalb eingeschränkt.<sup>304</sup>

<sup>297</sup> Vgl. Richter, Konzeption, S. 19 ff.

<sup>298</sup> Vgl. Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 420; Rappaport, Shareholder Value, S. 4.

<sup>299</sup> Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 631; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 524 sowie Abschnitt 5.1.

<sup>300</sup> Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 637 ff.; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 525 ff.; Rappaport, Shareholder Value, S. 5.

<sup>301</sup> Vgl. Abschnitt 2.1.3.1.

<sup>302</sup> Vgl. Drukarczyk, Finanzierung 2, S. 15 ff.

<sup>303</sup> Vgl. Baum/Coenenberg/Günther, Controlling, S. 268; Küting/Weber, Bilanzanalyse, S. 48; Refäuter, Cash Flow, S. 114.

<sup>304</sup> Vgl. Coenenberg, Jahresabschluß, S. 577; Küting/Weber, Bilanzanalyse, S. 49; Rappaport, Shareholder Value, S. 16 f.; Sauter, Managementbeurteilung, S. 27 f.

- Der Kapitalbedarf zur Finanzierung zukünftiger Investitionen findet - trotz u. U. erheblicher Zahlungswirksamkeit - in gewinnorientierten Erfolgsgrößen keine Berücksichtigung.<sup>305</sup>
- Wertveränderungen von Vermögensgegenständen werden nicht berücksichtigt. Dies trägt ebenfalls zur Verzerrung von Kennzahlen wie der Eigen- bzw. der Gesamtkapitalrentabilität bei.<sup>306</sup>
- Investitions- und Finanzierungsrisiken werden bei Verwendung bilanzieller Erfolgsmaßstäbe außer Acht gelassen.<sup>307</sup>
- Zeitpräferenzen von Individuen in dem Sinne, dass frühere Zahlungszeitpunkte späteren vorgezogen werden, werden in herkömmlichen Erfolgsmaßstäben nicht reflektiert.<sup>308</sup>
- Ökonomisch relevante Sachverhalte, die nach dem Betrachtungszeitraum stattfinden, werden nicht berücksichtigt.<sup>309</sup>

Die Defizite bilanzieller Erfolgsgrößen werden auch durch empirische Untersuchungen belegt, die eine mangelnde Korrelation bilanzieller Kennzahlen mit Kapitalmarkttrenditen feststellen. Abbildung 8 zeigt das Ergebnis einer solchen Untersuchung. Es wird deutlich, dass die cashflow- und marktwertorientierte Kennziffer „Cashflow Return on Investment“ im Vergleich zu den an handelsrechtlichen Erfolgszahlen anknüpfenden Rentabilitätskennziffern den am Kapitalmarkt realisierten Erfolg, ausgedrückt durch das Verhältnis von Börsenkaptalisierung und Eigenkapital, am besten reflektiert (vgl. Abbildung 8).

Durch Verwendung des auf Basis erwarteter zukünftiger Cashflows und der Kapitalkosten ermittelten Kapitalwertes kann ein Großteil der aufgezeigten Defizite der herkömmlichen Erfolgsmaßstäbe vermieden werden.<sup>310</sup>

<sup>305</sup> Vgl. Baum/Coenenberg/Günther, Controlling, S. 268; Rappaport, Shareholder Value, S. 17 ff.

<sup>306</sup> Vgl. Coenenberg, Jahresabschluß, S. 576 f.; Coenenberg, Kostenrechnung, S. 489 sowie S. 495; Schmidt/Terberger, Grundzüge, S. 364.

<sup>307</sup> Vgl. Baum/Coenenberg/Günther, Controlling, S. 268; Sauter, Managementbeurteilung, S. 29. Eine gute Darstellung der Unternehmensrisiken findet sich bei Drukarczyk, Theorie, S. 121 ff.

<sup>308</sup> Vgl. Leutiger, Cash Flow, S. 106 f.

<sup>309</sup> Vgl. Baum/Coenenberg/Günther, Controlling, S. 268.

<sup>310</sup> Vgl. auch Bischoff, Konzept, S. 11 ff.; Baum/Coenenberg/Günther, Controlling, S. 269.

Kennzahl	Definition	Erklärungsanteil
Return on Equity (Eigenkapitalrentabilität)	Gewinn/Buchwert Eigenkapital	28 % der Größe Börsenwert/Eigenkapital
Return on Investment (Gesamtkapitalrentabilität)	(Gewinn + Zinsen)/Investiertes Kapital	35 % der Größe Börsenwert/Eigenkapital
Return on Gross Investment	(Gewinn + Zinsen + Abschreibungen)/(Investiertes Kapital + kumulierte Abschreibungen)	48 % der Größe Börsenwert/Eigenkapital
Cashflow Return on Investment	Return on Gross Investment angepasst an Inflation, Nutzungsdauer und Endwert	66 % der Größe Börsenwert/Eigenkapital

Abbildung 8: Erklärungsanteil verschiedener Erfolgskennzahlen<sup>311</sup>

### 3.1.3 Zusammenfassende Würdigung der Marktwertmaximierung als Zielfunktion

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die Marktwertmaximierung eine nicht vollkommen widerspruchsfreie, aber brauchbare und operable Zielfunktion darstellt. Trotz der Vorgabe, die Interessen der Eigentümer in den Mittelpunkt zu stellen, werden die Ansprüche der Stakeholder implizit berücksichtigt.

Unterstellt man die Existenz eines vollkommenen und vollständigen Kapitalmarktes bei Sicherheit, so gilt das Fisher'sche Separationsprinzip. Als Folge führt die konsequente Verfolgung der Zielfunktion der Marktwertmaximierung zur optimalen Erfüllung der Interessen aller Anteilseigner. Bei Erweiterung des Modells um unsichere Erwartungen wird das gleiche Ergebnis unter der Bedingung des Vorliegens eines vollständigen Kapitalmarktes erreicht. Erst bei Unvollkommenheit der Kapitalmärkte werden bei Anwendung der Marktwertmaximierung keine optimalen, aber dennoch akzeptable Ergebnisse erreicht.

Die Gefahr, dass Manager bei Existenz von Informationsasymmetrien ihre Handlungsspielräume zum Nachteil der Eigentümer ausnutzen, kann durch Vorgabe des Ziels der Marktwertmaximierung in Verbindung mit der Etablierung wirksamer Anreiz- und Kontrollsysteme erheblich eingeschränkt werden.

Bei Würdigung der erläuterten Aspekte kommt man zu dem Schluss, dass die Marktwertmaximierung eine pragmatische finanzwirtschaftliche Zielfunktion ist.

Weder der Stakeholder Value noch herkömmliche Zielgrößen stellen wirkliche Alternativen dar.

### **3.2 Unternehmensimmobilien im Kontext der betrieblichen Finanzierungspolitik**

Im Folgenden soll untersucht werden, welche Relevanz Kapitalstrukturentscheidungen im Rahmen der Unternehmensfinanzierung und speziell im Rahmen der Finanzierung von Unternehmensimmobilien spielen. Konkret ist zu hinterfragen, welche Auswirkungen die Finanzierungspolitik auf den Marktwert des Eigenkapitals hat. Dazu wird zunächst von der Existenz eines vollkommenen Kapitalmarktes ausgegangen. Unter dieser idealtypischen Annahme wiesen Modigliani und Miller die Irrelevanz von Kapitalstrukturentscheidungen nach. Anschließend soll durch schrittweise Auflösung realitätsferner Annahmen die Relevanz der Finanzierungspolitik verdeutlicht und die Besonderheiten im Falle der Finanzierung der Unternehmensimmobilien herausgearbeitet werden.

#### **3.2.1 Bedeutung der Finanzierungspolitik bei vollkommenem Kapitalmarkt und unsicheren Erwartungen**

In einem vielbeachteten Beitrag aus dem Jahre 1958 untersuchten Modigliani und Miller die Frage, ob eine optimale Kapitalstruktur existiert.<sup>312</sup> Im Gegensatz zum damals verbreiteten traditionellen Verständnis<sup>313</sup> vertraten sie die These, dass Kapitalstrukturentscheidungen keine Auswirkungen auf den Reichtum der Anteilseigner haben. Dabei gingen sie von folgenden Annahmen aus:

- Es besteht ein vollkommener Kapitalmarkt bei Unsicherheit.<sup>314</sup>
- Die Unternehmenspolitik (Investitions-, Preis- und sonstige Entscheidungen) ist unabhängig von der realisierten Kapitalstruktur.
- Illiquiditäts- bzw. Konkursrisiken existieren nicht.<sup>315</sup>

---

<sup>311</sup> Quelle: in Anlehnung an Baum/Coenenberg/Günther, Controlling, S. 269 sowie Lewis/Stelter, Mehrwert, S. 111.

<sup>312</sup> Vgl. Modigliani/Miller, Cost, S. 261-297; der Beitrag von Modigliani und Miller wird häufig als Beginn der modernen Finanzierungstheorie bezeichnet; vgl. Breuer, Finanzierungstheorie, S. 61.

<sup>313</sup> Die traditionelle Anschauung ging davon aus, dass ein optimaler Verschuldungsgrad existiert. Vgl. stellvertretend Brealey/Myers, Principles, S. 459-462; Breuer, Finanzierungstheorie, S. 55-59; Gutenberg, Betriebswirtschaftslehre, S. 212; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 486-490; Süchting, Finanzmanagement, S. 474 f.

<sup>314</sup> Zu den Annahmen des vollkommenen Kapitalmarktes vgl. Fußnote 226.

- Fremdkapital wird mit dem sicheren Zinssatz  $i$  verzinst.
- Investoren sind risikoavers.
- Es ist gleichgültig, ob Unternehmen oder Individuen Kredite geben bzw. aufnehmen. Ebenso ist es gleichgültig, ob Wertpapiere Zahlungsansprüche an Unternehmen oder Individuen verbriefen.<sup>316</sup>
- Alle Marktteilnehmer haben homogene Erwartungen, d. h., sie ordnen den gleichen Zuständen positive, aber nicht unbedingt gleiche Eintrittswahrscheinlichkeiten zu.<sup>317</sup>
- Am Kapitalmarkt sind Substitute für alle existierenden Wahrscheinlichkeitsverteilungen verfügbar. Somit können Unternehmen in Risikoklassen zusammengefasst werden.<sup>318</sup>

Auf Grundlage dieser Annahmen ziehen Modigliani und Miller die zentrale Schlussfolgerung, dass Kapitalstrukturmaßnahmen weder Einfluss auf den Reichtum der Eigentümer noch auf den Gesamtwert des Unternehmens haben. Der Gesamtwert  $V_j$  eines nicht verschuldeten Unternehmens der Risikoklasse  $j$  entspricht dabei der Summe der mit den risikoangepassten Kapitalkostensatz  $k_j^{EK}$  kapitalisierten erwarteten Nettoeinzahlungsüberschüssen  $X_{j,t}$ .<sup>319</sup> Unterstellt man zur Vereinfachung der Argumentation eine unendliche uniforme Zahlungsreihe  $X_{j,t}$ , so dass für alle Perioden  $X_{j,t} = X_j$  gilt, ergibt sich laut Modigliani und Miller für jede beliebige Kombination aus Eigen- und Fremdkapital folgender Zusammenhang:

$$V_j = \frac{X_j}{k_j^{EK}} = EK_j + FK_j. \quad (6)$$

<sup>315</sup> Diese Annahme kann dadurch begründet werden, dass Gläubiger sich durch eine entsprechende Begrenzung der Verschuldung schützen. Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 187.

<sup>316</sup> Damit wird der Unterschied zwischen beschränkter und unbeschränkter Haftung ausgeschaltet. Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 132.

<sup>317</sup> Vgl. Breuer, Finanzierungstheorie, S. 62; Swoboda, Finanzierung, S. 93.

<sup>318</sup> Die Zugehörigkeit zu einer Risikoklasse bedeutet, dass gemäß den Erwartungen der Investoren Nettoeinzahlungen und Investitionsauszahlungen der einer Risikoklasse angehörigen Unternehmen vollständig miteinander korrelieren. Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 132.

<sup>319</sup> Der Nettoeinzahlungsüberschuss eines Unternehmens entspricht sämtlichen Einzahlungen (Umsätze und sonstige Erlöse) abzüglich der Auszahlungen (Löhne, Material, Investitionen etc.) vor Zins- und Tilgungsleistungen.



Die Rendite der Eigentümer kann definiert werden durch  $(X_j - i FK_j) / EK_j$ . Löst man Gleichung 6 nach  $X_j$  auf und setzt das Ergebnis entsprechend in die Renditegleichung der Eigentümer ein, so erhält man

$$\begin{aligned} k_j^{EK,FK} &= \frac{k_j^{EK}(FK_j + EK_j) - i FK_j}{EK_j} \\ &= k_j^{EK} + (k_j^{EK} - i) \frac{FK_j}{EK_j}. \end{aligned} \quad (7)$$

Die durchschnittlichen Kapitalkosten  $k^d$  des Unternehmens ergeben sich aus

$$k_j^d = i \frac{FK_j}{V_j} + k_j^{EK,FK} \frac{EK_j}{V_j}. \quad (8)$$

Die entscheidende Erkenntnis ist, dass die von den Eigentümern geforderte Rendite  $k_j^{EK,FK}$  eine linear steigende Funktion des Verschuldungsgrades  $FK_j/EK_j$  darstellt.<sup>320</sup> Der Anstieg der geforderten Rendite hat jedoch keine Auswirkungen auf den Reichtum der Anteilseigner, da die höhere Renditeerwartung durch den Anstieg des Kapitalstrukturrisikos kompensiert wird.<sup>321</sup> Die durchschnittlichen Kapitalkosten des Unternehmens und somit auch der Unternehmenswert bleiben konstant (vgl. Abbildung 9).<sup>322</sup>

Bei der Begründung ihrer Irrelevanzthese greifen Modigliani und Miller auf Arbitrageprozesse zurück. Sie weisen nach, dass sich unter den gesetzten Annahmen bei Unternehmen, die der gleichen Risikoklasse angehören, jedoch unterschiedliche Verschuldungsgrade aufweisen, aufgrund der am vollkommenen Kapitalmarkt einsetzenden Arbitrageprozesse keine Marktwertdifferenzen auftreten können.<sup>323</sup>

<sup>320</sup> Vgl. Brealey/Myers, Principles, S. 455; Drukarczyk, Theorie, S. 133 f.; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 492; Swoboda, Finanzierung, S. 100 f.

<sup>321</sup> Vgl. Swoboda, Finanzierung, S. 101. Das Kapitalsstrukturrisiko, auch Leverage-Risiko bzw. Finanzierungsrisiko i.e.S. genannt, entsteht durch die zustandsunabhängigen, d.h. unter allen Umständen zu leistenden Zahlungen an die Fremdkapitalgläubiger. Im Vergleich zur rein eigenfinanzierten Position steigt das Risiko der Eigenkapitalgeber bei teilweiser Fremdfinanzierung an. Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 121-124; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 478 ff.

<sup>322</sup> Vgl. Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 468; Süchting, Finanzmanagement, S. 475-479 sowie Abbildung 9.

<sup>323</sup> Von zentraler Bedeutung für die Arbitragebeweise ist die Eigenschaft vollkommener Kapitalmärkte, dass im Marktgleichgewicht keine sicheren Gewinne erzielbar sind. Gäbe es die

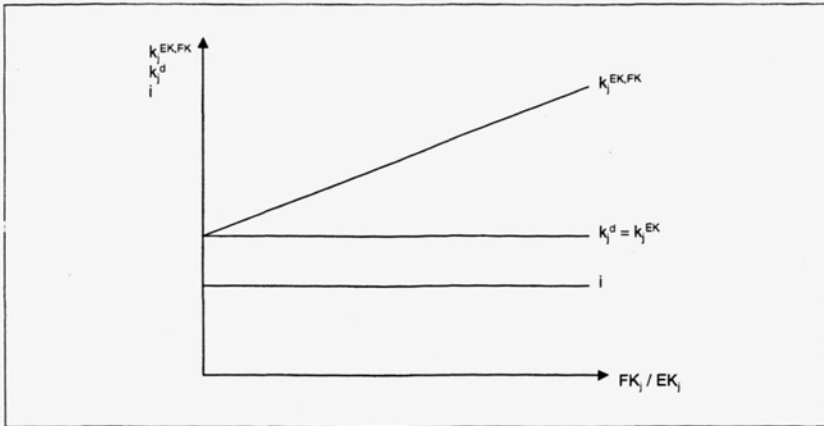


Abbildung 9: Kapitalkosten in Abhängigkeit vom Verschuldungsgrad<sup>324</sup>

In neueren Untersuchungen konnte die Irrelevanzthese z. T. unter Aufhebung diverser Annahmen bestätigt werden.<sup>325</sup> So wird z. B. bezweifelt, dass Investoren in der Lage sind, die Zugehörigkeit von Unternehmen zur gleichen Risikoklasse zu erkennen. Dies setzt den notwendigen Informationszugang und die Fähigkeit, die Informationen entsprechend verarbeiten zu können, voraus.<sup>326</sup> Aber auch ohne Annahme mehrfach besetzter Risikoklassen ist die Irrelevanz von Kapitalstrukturentscheidungen nachweisbar. Der Investor ist nämlich in der Lage, durch private Mittelanlage bzw. -aufnahme zum risikolosen Satz  $i$  am Kapitalmarkt seine optimale Position kostenlos herzustellen. Insofern sind Finanzierungsentscheidungen nicht marktwertrelevant.<sup>327</sup>

Das Irrelevanztheorem von Modigliani und Miller wird in seiner Aussage erweitert durch das Wertadditivitätsprinzip.<sup>328</sup> Dabei wird ebenfalls über Arbitragebe-

Möglichkeit, sichere Gewinne zu erzielen, würden die Marktteilnehmer dies aufgrund der vollkommenen Markttransparenz erkennen und solange die sicheren Gewinne realisieren, bis diese verschwunden sind. Vgl. Breuer, Finanzierungstheorie, S. 63 ff.; Drukarczyk, Theorie, S. 135 f.; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 494 f.; Süchting, Finanzmanagement, S. 476 ff.; Swoboda, Finanzierung, S. 95 ff.

Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Drukarczyk, Theorie, S. 134.

<sup>325</sup> Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 137 ff.; Fama, Effects, S. 272-284; Stiglitz, Irrelevance, S. 851-866; Swoboda, Finanzierung, S. 94 sowie S. 96-100.

<sup>326</sup> Vgl. Franke, Information, S. 63-83; Drukarczyk, Theorie, S. 137 f.

<sup>327</sup> Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 137-144; Swoboda, Finanzierung, S. 94.

<sup>328</sup> Vgl. auch Abschnitt 3.1.1.

weise bei restriktiven Annahmen nachgewiesen, dass die Ansprüche auf Einzahlungsüberschüsse der Unternehmung beliebig aufteilbar sind, ohne dass sich dadurch die Summe der Marktwerte der Teilströme verändert.<sup>329</sup> Das bedeutet, dass nicht nur die Irrelevanz unterschiedlicher Relationen von Eigen- und Fremdkapital, sondern die Irrelevanz des Einsatzes jeglicher Finanzierungsformen gilt.<sup>330</sup>

### **3.2.2 Argumente für die Relevanz der Finanzierungspolitik**

Im Folgenden werden einzelne von Modigliani und Miller gesetzte Annahmen aufgelöst und die Wirkung dieser Maßnahmen auf Marktwert und Kapitalkosten untersucht. Die übrigen von Modigliani und Miller unterstellten Annahmen bleiben konstant.<sup>331</sup>

#### **3.2.2.1 Finanzierungspolitische Bedeutung von Steuern**

In einem ersten Schritt wird die Annahme der Abstinenz von Steuern aufgelöst. Es wird analysiert, welche Auswirkungen unterschiedliche Steuersysteme auf den Marktwert von Unternehmen haben.

##### **3.2.2.1.1 Einfache Gewinnbesteuerung bei Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen auf Unternehmensebene**

Zunächst wird vereinfachend unterstellt, dass nur auf Unternehmensebene eine Besteuerung mit einem Steuersatz  $s_U$  stattfindet. Zinsen auf betriebliche Verbindlichkeiten sind von der steuerlichen Bemessungsgrundlage abzugsfähig. Dagegen ist das Einkommen auf Anteilseignerebene steuerfrei. Dem entsprechend sind Zinsen auf privates Fremdkapital steuerlich nicht abzugsfähig. Anleger haben die Möglichkeit, sich an zwei Unternehmen zu beteiligen. Diese unterscheiden sich lediglich durch die Kapitalstruktur. Unternehmen 1 ist teilweise fremdfinanziert. Der Investor, der sich mit einer Beteiligungsquote  $a$  an diesem Unternehmen beteiligt, erzielt ein erwartetes periodisches Einkommen von

---

<sup>329</sup> Zu Definition und Nachweis des Wertadditivitätsprinzips vgl. Brealey/Myers, *Principles*, S. 450 f.; Drukarczyk, *Theorie*, S. 125 ff.; Franke/Hax, *Finanzwirtschaft*, S. 324 ff.; Perri-don/Steiner, *Finanzwirtschaft*, S. 504 ff.

<sup>330</sup> Vgl. Süchting, *Finanzmanagement*, S. 477 f.

<sup>331</sup> Vereinfachend wird unterstellt, dass mögliche Kursgewinne von den Anteilseignern entweder nicht realisiert werden oder aufgrund des Verkaufs außerhalb der Spekulationsfrist keine Steuern auf die realisierten Kursgewinne anfallen.

$$Y_1 = a(X - iFK)(1 - s_U).^{332} \quad (9)$$

Angenommen, der Investor beteiligt sich am rein eigenfinanzierten Unternehmen 2 und stellt die gleiche Fremdfinanzierungshöhe durch private Verschuldung her, so beträgt sein erwartetes Einkommen lediglich

$$Y_2 = aX(1 - s_U) - aiFK. \quad (10)$$

und damit  $a i s_U FK$  weniger als beim mischfinanzierten Unternehmen. Als Folge übersteigt der Marktwert des verschuldeten Unternehmens den des rein eigenfinanzierten Unternehmens um die kapitalisierten Steuervorteile aus der Fremdfinanzierung  $i s_U FK$ . Aufgrund des Ausschlusses von Illiquiditäts- und Konkursrisiken erfolgt die Kapitalisierung mit dem sicheren Zinssatz  $i$ .<sup>333</sup> Somit beträgt der Marktwertvorsprung des fremdfinanzierten Unternehmens bei Annahme einer unendlichen Lebensdauer des Unternehmens

$$V^{FK} - V^{EK} = i s_U FK \frac{1}{i} = s_U FK \quad (11)$$

bzw.

$$V^{FK} = V^{EK} + s_U FK. \quad (12)$$

Die Irrelevanz der Kapitalstruktur trifft also für das beschriebene Steuersystem nicht zu. Vielmehr ist es durch die vom Staat gewährte Steuersubvention optimal, die maximale Verschuldung zu realisieren.<sup>334</sup> Dieses vereinfachte Steuersystem, das von einer Steuerfreiheit des Anteilseigners ausgeht, existiert in der Realität nicht. Die Darstellung diente dazu, die grundsätzliche Wirkung von Steuern auf den Unternehmenswert zu veranschaulichen. Nachfolgend wird die

<sup>332</sup> Annahmegemäß stellen  $X_t$  die erwarteten Nettoeinzahlungsüberschüsse nach Abzug von Auszahlungen (Löhne, Material, Investitionen etc.) und vor Zins- und Tilgungsleistungen dar (vgl. Fußnote 319). Zur Vereinfachung der Argumentation wird im Folgenden angenommen, dass diese Größe mit der steuerlichen Bemessungsgrundlage übereinstimmt. Es ist insbesondere darauf hinzuweisen, dass Investitionsauszahlungen im Allgemeinen nicht steuerlich abzugsfähig sind und somit nicht in der steuerlichen Bemessungsgrundlage berücksichtigt werden dürfen. Aufgrund der Annahme, dass die Investitionspolitik gegeben bzw. in den zu untersuchenden Unternehmen identisch ist, hat die gewählte Vorgehensweise jedoch keine Auswirkungen auf die zu treffenden Schlussfolgerungen und wird deshalb aus didaktischen Gründen beibehalten. Es wird weiterhin unterstellt, dass die Zahlungsreihe  $X_t$  uniform ist, so dass gilt  $X_t = X$ .

<sup>333</sup> Vgl. Brealey/Myers, Principles, S. 475; Drukarczyk, Theorie, S. 153.

<sup>334</sup> Vgl. Swoboda, Finanzierung, S. 46 f.

Untersuchung auf das alte und das neue Besteuerungssystem in der Bundesrepublik Deutschland ausgeweitet.

### **3.2.2.1.2 Besteuerung von Kapitalgesellschaften nach dem Körperschaftsteuersystem mit Anrechnungsverfahren**

Das Körperschaftsteuersystem mit Anrechnungsverfahren ist letztmalig für den Veranlagungszeitraum 2000 anzuwenden.<sup>335</sup> Es wird danach ersetzt durch ein klassisches Doppelbesteuerungssystem, das im nächsten Abschnitt untersucht wird. Nachfolgend werden kurz die wesentlichen und für die Untersuchung relevanten Grundzüge des bis Ende 2000 geltenden Besteuerungssystems erläutert.

Nach dem Körperschaftsteuersystem mit Anrechnungsverfahren unterliegen thesaurierte Gewinne einem Körperschaftsteuersatz von 40 %, während Gewinnausschüttungen lediglich mit einem Satz von 30 % besteuert werden. The-saurierte Gewinne zählen nicht zum Einkommen des Anteilseigners, sondern werden nur auf Unternehmensebene besteuert. Schüttet das Unternehmen Gewinne aus, so wird ihm grundsätzlich eine Körperschaftsteuerminderung von 10 % gewährt. Im Inland ansässige Ausschüttungsempfänger erhalten gleichzeitig ein körperschaftsteuerliches Anrechnungsguthaben von drei Siebtel der Nettodividende. Dieses Anrechnungsguthaben erhöht die steuerpflichtigen Einnahmen des Dividendenempfängers. Übersteigt nun der persönliche Einkommensteuersatz des Anteilseigners die Ausschüttungsbelastung von 30 %, so muss er die Differenz der beiden Steuersätze nachversteuern. Umgekehrt erhält der Anteilseigner eine Steuererstattung, sofern sein persönlicher Einkommensteuersatz die Ausschüttungsbelastung von 30 % unterschreitet. Das Anrechnungsverfahren führt also letztlich dazu, dass die Dividende mit dem persönlichen Einkommensteuersatz des Ausschüttungsempfängers besteuert wird.<sup>336</sup> Dieses Steuersystem soll nun nach dem bekannten Schema auf seine Marktwertwirkung hin untersucht werden.

---

<sup>335</sup> Vgl. § 34 Abs. 1 KStG. Bei Kapitalgesellschaften, deren Wirtschaftsjahr vom Kalenderjahr abweicht, erfolgt die letztmalige Anwendung für den Veranlagungszeitraum 2001. Vgl. § 34 Abs. 1a KStG.

<sup>336</sup> Voraussetzung ist, dass der Ausschüttungsempfänger zur Anrechnung berechtigt ist. Vgl. § 51 KStG.

### 3.2.2.1.2.1 Körperschaftsteuersystem mit Anrechnungsverfahren ohne Berücksichtigung der Gewerbeertragsteuer

Für die Zwecke der Untersuchung wird angenommen, dass die Kapitalgesellschaft ihre Gewinne voll ausschüttet.<sup>337</sup> Darüber hinaus wird unterstellt, dass die zeitliche Differenz zwischen der Einbehaltung der Körperschaftsteuer und deren Erstattung vernachlässigbar gering ist. Insofern kann von einer abschließenden Besteuerung der Dividende mit dem persönlichen Einkommensteuersatz des Anteilseigners  $s_A$  ausgegangen werden.<sup>338</sup> Andere Steuerarten wie Gewerbesteuer, Kapitalertragsteuer<sup>339</sup>, Kirchensteuer, Solidaritätszuschlag etc. werden nicht berücksichtigt. Auf Basis dieser Annahmen erzielt der Anteilseigner des fremdfinanzierten Unternehmens ein erwartetes periodisches Einkommen von

$$Y_1 = a(X - iFK)(1 - s_A). \quad (13)$$

Der Anteilseigner des rein eigenfinanzierten Unternehmens, der sich privat verschuldet, erzielt ein erwartetes Einkommen von

$$\begin{aligned} Y_2 &= (aX - aiFK)(1 - s_A) \\ &= a(X - iFK)(1 - s_A). \end{aligned} \quad (14)$$

Da  $Y_1$  und  $Y_2$  identisch sind, stimmen auch die Marktwerte von eigen- und fremdfinanzierten Unternehmen überein. Insofern gilt beim Körperschaftsteuersystem mit Anrechnungsverfahren unter der Annahme der Vollausschüttung der Gewinne und ohne Berücksichtigung der Gewerbeertragsteuer die Irrelevanz der Kapitalstruktur.

<sup>337</sup> Thesauriert die Kapitalgesellschaft den Gewinn vollständig, so ist die Besteuerung auf Unternehmensebene abschließend; es erfolgt keine Hinzurechnung zum Einkommen des Anteilseigners. Als Konsequenz tritt eine Besteuerung mit dem persönlichen Einkommensteuersatz des Anlegers nicht ein. Wie in Abschnitt 3.2.2.1.1 (Einfache Gewinnbesteuerung bei Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen auf Unternehmensebene) trifft die Irrelevanz der Kapitalstruktur in diesem Fall nicht zu.

<sup>338</sup> Handels-, steuer- oder aktienrechtliche Ausschüttungssperren bleiben in diesem Zusammenhang unbeachtet.

<sup>339</sup> Die Kapitalertragsteuer fällt bei Ausschüttung an und kann - wie die Körperschaftsteuer - auf die Einkommensteuerschuld angerechnet werden. Nimmt man an, dass die zeitliche Differenz zwischen Einbehaltung und Erstattung minimal ist, so kann diese Steuerart im Rahmen der Untersuchung ebenfalls vernachlässigt werden. Vgl. hierzu auch Drukarczyk, Theorie, S. 178.



### 3.2.2.1.2.2 Körperschaftsteuersystem mit Anrechnungsverfahren unter Berücksichtigung der Gewerbebeertragsteuer

Die Betrachtung wird nun um die Gewerbebeertragsteuer erweitert. Bemessungsgrundlage für die Gewerbebeertragsteuer ist der Gewerbeertrag gemäß § 6 GewStG. Der Gewerbeertrag ist definiert als der nach den Vorschriften des EStG bzw. KStG zu ermittelnde Gewinn aus dem Gewerbebetrieb, vermehrt bzw. vermindert um Hinzurechnungen (§ 8 GewStG) bzw. Kürzungen (§ 9 GewStG).<sup>340</sup> Ein für die Untersuchung wesentlicher Hinzurechnungssachverhalt ist in § 8 Ziffer 1 GewStG geregelt. Danach wird die Hälfte der Zinsen auf Verbindlichkeiten, „die wirtschaftlich mit der Gründung oder dem Erwerb des Betriebs (Teilbetriebs) oder eines Anteils am Betrieb oder mit einer Erweiterung oder Verbesserung des Betriebs zusammenhängen oder der nicht nur vorübergehenden Verstärkung des Betriebskapitals dienen“<sup>341</sup>, dem einkommen- bzw. körperschaftsteuerlichen Gewinn hinzugerechnet. Der Gewerbebeertragsteuersatz ergibt sich aus der Steuermesszahl gemäß § 11 GewStG und dem Hebesatz, der von der jeweiligen Gemeinde, in der der Gewerbebetrieb ansässig ist, festgelegt wird. Weiterhin ist zu beachten, dass die Gewerbebeertragsteuer sowohl die eigene Bemessungsgrundlage als auch die Bemessungsgrundlage von Einkommen- und Körperschaftsteuer kürzt.<sup>342</sup> Die Steuermesszahl bei Kapitalgesellschaften beträgt 5%.<sup>343</sup> Bei einem angenommenen Hebesatz von 400 % ergibt sich ein Gewerbebeertragsteuersatz  $s_G$  von 16,67%.<sup>344</sup> Es wird wiederum angenommen, dass die Kapitalgesellschaft ihre Gewinne voll ausschüttet.<sup>345</sup> Auf dieser Basis erhält der Anteilseigner des fremdfinanzierten Unternehmens ein erwartetes periodisches Einkommen von

$$Y_1 = a(X - s_G(X - 0,5iFK) - iFK)(1 - s_A). \quad (15)$$

<sup>340</sup> Vgl. § 7 GewStG.

<sup>341</sup> § 8 Ziffer 1 GewStG.

<sup>342</sup> Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 34.

<sup>343</sup> Vgl. § 11 GewStG.

<sup>344</sup> Der Gewerbebeertragsteuersatz errechnet sich auf Basis der folgenden Formel:  $s_G = (0,05 \cdot \text{Hebesatz}) / (100 + 0,05 \cdot \text{Hebesatz}) = \text{Hebesatz} / (2000 + \text{Hebesatz})$ . Diese Formel berücksichtigt die Abzugsfähigkeit der Gewerbebeertragsteuer von der eigenen Bemessungsgrundlage. Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 34 f.

<sup>345</sup> Die übrigen Annahmen der vorigen Abschnitte werden übernommen.



Der Anteilseigner des rein eigenfinanzierten Unternehmens, der sich privat verschuldet, erhält demgegenüber lediglich ein Einkommen von

$$Y_2 = a(X - s_G X - iFK)(1 - s_A). \quad (16)$$

Die Differenz zwischen  $Y_1$  und  $Y_2$  entspricht der Gewerbebeertragsteuerersparnis, die durch die Abzugsfähigkeit der hälftigen Dauerschuldzinsen von der gewerbebeertragsteuerlichen Bemessungsgrundlage entsteht. Diese beträgt

$$a0,5 s_G iFK(1 - s_A). \quad (17)$$

Der Barwert dieses Vorteils beträgt bei Diskontierung mit dem risikolosen Zinssatz nach Steuern  $i(1 - s_A)$  und bei Annahme unendlicher Lebensdauer des Unternehmens

$$\frac{0,5 s_G iFK(1 - s_A)}{i(1 - s_A)} = 0,5 s_G FK, \quad (18)$$

so dass gilt:

$$V^{FK} = V^{EK} + 0,5 s_G FK. \quad (19)$$

Als Fazit bleibt festzuhalten, dass die Abzugsfähigkeit der hälftigen Dauerschuldzinsen von der gewerbebeertragsteuerlichen Bemessungsgrundlage zu Marktwertvorsprüngen des fremdfinanzierten Unternehmens gegenüber dem rein eigenfinanzierten Unternehmen führt. Fremdfinanzierung mehrte also unter den gesetzten Annahmen, die die wesentlichen Bestimmungen des bis Ende 2000 geltenden deutschen Steuersystems widerspiegeln, den Reichtum der Anteilseigner.

### 3.2.2.1.3 System der Doppelbesteuerung gemäß Steuersenkungsgesetz

Das Bundeskabinett hat am 9.2.2000 den Entwurf eines Steuersenkungsgesetzes (StSenkG) verabschiedet, das zwischenzeitlich auch von Bundestag und Bundesrat ratifiziert wurde und einschließlich der Ergänzungen des Steuersenkungsergänzungsgesetzes ab 1.1.2001 in Kraft tritt.<sup>346</sup> Ein wesentlicher Punkt

<sup>346</sup> Die vollständige Bezeichnung des Steuersenkungsgesetzes lautet „Gesetz zur Senkung der Steuersätze und zur Reform der Unternehmensbesteuerung (Steuersenkungsgesetz – StSenkG)“. Die Ratifizierung durch den Deutschen Bundestag erfolgte am 18.5.2000, die durch den Bundesrat am 14.07.2000. Der Entwurf eines Gesetzes zur Ergänzung des

des Steuersenkungsgesetzes ist die Ablösung des derzeit gültigen Körperschaftsteuersystems mit Anrechnungsverfahren durch ein klassisches Körperschaftsteuersystem. Das neue Besteuerungssystem zeichnet sich insbesondere durch die Anwendung eines einheitlichen Steuersatzes auf Unternehmensebene aus. Es sieht eine Doppelbesteuerung vor, welche auf Ebene der Anteilseigner durch das so genannte Halbeinkünfteverfahren gemildert werden soll.<sup>347</sup>

### 3.2.2.1.3.1 Wesentliche Inhalte der Unternehmensteuerreform

Die folgenden Ausführungen geben einen kurzen Überblick über die wesentlichen, relevanten Bestimmungen des Steuersenkungsgesetzes.<sup>348</sup>

- Besteuerung auf Ebene der Kapitalgesellschaft

Kernpunkt der Reform bildet die Festlegung eines einheitlichen Körperschaftsteuersatzes in Höhe von 25 %, der erstmals auf Gewinne für den Veranlagungszeitraum 2001 anzuwenden ist.<sup>349</sup> Für Gesellschaften, bei denen das Wirtschaftsjahr nicht dem Kalenderjahr entspricht, gilt das Steuersenkungsgesetz erstmals für den Veranlagungszeitraum 2002.<sup>350</sup> Der einheitliche Körperschaftsteuersatz gilt gleichermaßen für ausgeschüttete und thesaurierte Gewinne. Als Folge führt die Reduzierung des Satzes im Thesaurierungsfall im Vergleich zum bisherigen Verfahren zwar zu einer Entlastung in Höhe von 15 Prozentpunkten, jedoch ist es aufgrund des Wegfalls der Anrechnungsmethode nicht mehr möglich, durch Gewinnausschüttung einen steuerlichen Vorteil zu erzielen. Dadurch soll der Trend zur Thesaurierung gefördert und die Innenfinanzierungskräfte der Unternehmen verbessert werden.<sup>351</sup>

---

Steuersenkungsgesetzes (Steuersenkungsergänzungsgesetz – StSenkErgG) wurde am 16.8.2000 vom Bundeskabinett beschlossen. Die Maßnahmen sollen ebenfalls zum 1.1.2001 in Kraft treten. Vgl. Wolfs Steuer-Gesetze, Steuersenkungsgesetz, S. 29.

<sup>347</sup> Vgl. Günkel/Fenzl/Hagen, Unternehmensteuerreform, S. 455; Rödder/Schumacher, Unternehmensteuerreform, S. 353 f.

<sup>348</sup> Eine umfassendere Darstellung der Regelungen der Unternehmensteuerreform und der daraus resultierenden Konsequenzen findet sich z. B. in Günkel/Fenzl/Hagen, Unternehmensteuerreform, S. 455-488; Rödder/Schumacher, Unternehmensteuerreform, S. 353-400; Tromp, Businesses, S. 10-18; Tromp, Tax Reform 2000, S. 2-18.

<sup>349</sup> Vgl. § 23 Abs. 1 KStG sowie § 34 Abs. 1 KStG.

<sup>350</sup> Vgl. § 34 Abs. 1a KStG.

<sup>351</sup> Vgl. Günkel/Fenzl/Hagen, Unternehmensteuerreform, S. 446.

- **Besteuerung auf Ebene des Anteilseigners**

Im Gegensatz zum Anrechnungsverfahren, das unter Berücksichtigung der Körperschaftsteuergutschrift im Ergebnis zu einer Besteuerung der Dividende mit dem persönlichen Einkommensteuersatz des Ausschüttungsempfängers führt, ist das neue Besteuerungssystem durch eine strikte Trennung von Unternehmens- und Gesellschafterebene gekennzeichnet.<sup>352</sup> Durch den Wegfall der Möglichkeit, die gezahlte Körperschaftsteuer auf die Einkommensteuerschuld anzurechnen, entsteht ein System der Doppelbesteuerung. Diese wird auf Ebene des Anteilseigners im Falle natürlicher, unbeschränkt steuerpflichtiger Personen durch das so genannte Halbeinkünfteverfahren gemildert. Danach sind Dividenden auf Ebene des Anteilseigners nur zur Hälfte einkommensteuerpflichtig.<sup>353</sup> Die andere Hälfte der Dividende ist von der Einkommensteuer freigestellt.<sup>354</sup> Als Folge der Freistellung der hälftigen Dividende von der Einkommensteuer dürfen bei der Ermittlung der Einkünfte die im Zusammenhang mit Dividendeneinkünften entstehenden Werbungskosten (z. B. Zinsen aus der Finanzierung des Beteiligungserwerbs) ebenfalls nur zur Hälfte abgezogen werden.<sup>355</sup> Ausschüttungen an inländische Kapitalgesellschaften sind zur Vermeidung von Mehrfachbelastungen unabhängig von Beteiligungshöhe und Halte-dauer von der Körperschaftsteuer freigestellt („Dividendenprivileg“).<sup>356</sup>

### **3.2.2.1.3.2 System der Doppelbesteuerung mit Halbeinkünfteverfahren ohne Berücksichtigung der Gewerbeertragsteuer**

Zum Zwecke der Untersuchung der Auswirkungen des Steuersystems auf den Marktwert werden folgende vereinfachende Annahmen getroffen:

- Auf Unternehmensebene wird der Gewinn mit einem einheitlichen Körperschaftsteuersatz  $s_0$  besteuert.
- Der gesamte Gewinn wird ausgeschüttet.

<sup>352</sup> Vgl. Güntel/Fenzl/Hagen, Unternehmensteuerreform, S. 446; Rödder/Schumacher, Unternehmensteuerreform, S. 354.

<sup>353</sup> Gemeint ist die Dividende nach Abzug der Körperschaftsteuer. Vgl. Rödder/Schumacher, Unternehmensteuerreform, S. 354 f.

<sup>354</sup> Vgl. § 3 Nr. 40 EStG.

<sup>355</sup> Vgl. § 3c Abs. 2 EStG. Für innerhalb der Spekulationsfrist erzielte Veräußerungsgewinne aus dem Verkauf von Anteilen an Kapitalgesellschaften gelten bei natürlichen Personen die gleichen Grundsätze wie für Dividenden. Vgl. § 3 Nr. 40 EStG in Verbindung mit § 22 Nr. 2 EStG und § 23 EStG sowie Güntel/Fenzl/Hagen, Unternehmensteuerreform, S. 447.

<sup>356</sup> Vgl. § 8 b Abs. 1 KStG.

- Auf Ebene des Anteilseigners erfolgt die Besteuerung des hälftigen Ausschüttungsbetrags nach Abzug der Körperschaftsteuer mit dem Einkommensteuersatz  $s_A$ .
- Private Fremdfinanzierungszinsen sind nur zur Hälfte als Werbungskosten abzugsfähig.
- Weitere Steuerarten, z. B. die Gewerbebeertragsteuer, werden nicht berücksichtigt.

Auf dieser Grundlage erzielt der Anteilseigner des in Höhe von FK verschuldeten Unternehmens ein erwartetes periodisches Einkommen von

$$Y_1 = a(X - iFK)(1 - s_U) - a0,5(X - iFK)(1 - s_U) s_A. \quad (20)$$

Durch Ausklammern von  $a(X - iFK)(1 - s_U)$  erhält man

$$Y_1 = a(X - iFK)(1 - s_U)(1 - 0,5 s_A).^{357} \quad (21)$$

Der Anteilseigner des rein eigenfinanzierten Unternehmens, der die Fremdfinanzierung privat darstellt, erzielt ein Einkommen von

$$Y_2 = aX(1 - s_U) - (a0,5X(1 - s_U) - a0,5iFK) s_A - aiFK. \quad (22)$$

Durch Umformung erhält man

$$Y_2 = aX(1 - s_U) - a0,5 s_A X(1 - s_U) + a0,5 s_A iFK - aiFK \quad (23)$$

und

$$Y_2 = aX(1 - s_U)(1 - 0,5 s_A) - aiFK(1 - 0,5 s_A). \quad (34)$$

Klammert man nun  $(1 - 0,5 s_A)$  aus, so ergibt sich

$$Y_2 = a(X(1 - s_U) - iFK)(1 - 0,5 s_A). \quad (25)$$

Bildet man die Differenz von  $Y_1$  und  $Y_2$ , so erhält man zunächst

$$Y_1 - Y_2 = a(X - iFK)(1 - s_U)(1 - 0,5 s_A) - a(X(1 - s_U) - iFK)(1 - 0,5 s_A). \quad (26)$$

Durch Umformung ergibt sich schließlich als positive Differenz

$$Y_1 - Y_2 = a s_U iFK(1 - 0,5 s_A). \quad (27)$$

---

<sup>357</sup> Zur Vereinfachung des Rechenwegs kann also angenommen werden, dass der gesamte Gewinn nach Abzug der Körperschaftsteuer mit dem halben Einkommensteuersatz versteuert wird. In diesem speziellen Fall führt dies zu identischen Ergebnissen.

$Y_1$  ist also um  $a_{s_U}$  i FK  $(1 - 0,5 s_A)$  höher als  $Y_2$ . Daraus folgt, dass der Reichtum des Anteilseigners des fremdfinanzierten Unternehmens den des Anteilseigners des rein eigenfinanzierten Unternehmens übersteigt. Die Fremdfinanzierung wirkt marktwert erhöhend. Diskontiert man das Mehreinkommen  $s_U$  i FK  $(1 - 0,5 s_A)$  unter Annahme des Rentenfalls mit dem risikolosen Zinssatz nach Steuern  $i(1 - s_A)^{358}$ , so erhält man als positive Marktwertdifferenz

$$\frac{s_U FK(1 - 0,5 s_A)}{1 - s_A} \quad (28)$$

Es gilt also

$$V^{FK} = V^{EK} + \frac{s_U FK(1 - 0,5 s_A)}{1 - s_A} \quad (29)$$

Ein steigender Verschuldungsgrad führt demzufolge zu einem linear steigenden Marktwert des Unternehmens. Dies verdeutlicht das in Abbildung 10 dargestellte Beispiel, in dem folgende Werte unterstellt wurden:  $V_{EK} = 100$ ,  $s_U = 0,25$ ,  $s_A = 0,485$ .<sup>359</sup>

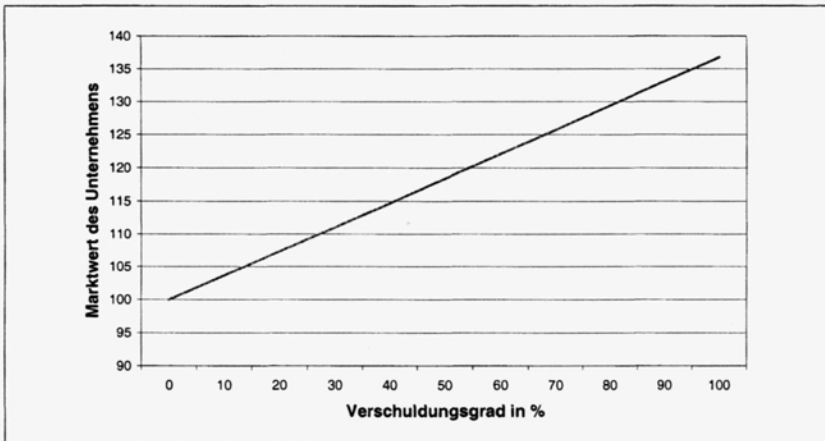


Abbildung 10: Entwicklung des Marktwertes in Abhängigkeit vom Verschuldungsgrad<sup>360</sup>

<sup>358</sup> Da Zinseinkommen der Besteuerung mit dem vollen Einkommensteuersatz unterliegen, ist bei der Berechnung des risikolosen Zinssatzes nach Steuern  $s_A$  zu verwenden. Zur Begründung der Diskontierung mit dem risikolosen Zinssatz  $i$  vgl. Abschnitt 3.2.2.1.1.

<sup>359</sup> Vgl. Abbildung 10.

<sup>360</sup> Quelle: eigene Darstellung. Der Begriff „Verschuldungsgrad“ bezeichnet den Quotienten aus Fremdkapital und Unternehmenswert (FK/V).

### 3.2.2.1.3.3 System der Doppelbesteuerung mit Halbeinkünfteverfahren unter Berücksichtigung der Gewerbeertragsteuer

Unter Berücksichtigung der Gewerbeertragsteuer erzielt der Anteilseigner des verschuldeten Unternehmens ein erwartetes periodisches Einkommen von

$$Y_1 = a(X - iFK - s_G(X - 0,5iFK))(1 - s_U) - a0,5(X - iFK - s_G(X - 0,5iFK))(1 - s_U)s_A. \quad (30)$$

Durch Ausklammern von  $a(X - iFK - s_G(X - 0,5iFK))(1 - s_U)$  erhält man

$$Y_1 = a(X - iFK - s_G(X - 0,5iFK))(1 - s_U)(1 - 0,5s_A). \quad (31)$$

Der Anteilseigner des rein eigenfinanzierten Unternehmens, der die Fremdfinanzierung privat darstellt, erzielt ein Einkommen von

$$Y_2 = a(X - s_G X)(1 - s_U) - (a0,5(X - s_G X)(1 - s_U) - a0,5iFK)s_A - aiFK. \quad (32)$$

Durch Umformung erhält man

$$Y_2 = a(X - s_G X)(1 - s_U) - a0,5s_A(X - s_G X)(1 - s_U) + a0,5s_AiFK - aiFK \quad (33)$$

und

$$Y_2 = a(X - s_G X)(1 - s_U)(1 - 0,5s_A) - aiFK(1 - 0,5s_A). \quad (34)$$

Klammert man nun  $(1 - 0,5s_A)$  aus, so ergibt sich

$$Y_2 = a((X - s_G X)(1 - s_U) - iFK)(1 - 0,5s_A). \quad (35)$$

Bildet man die Differenz von  $Y_1$  und  $Y_2$

$$Y_1 - Y_2 = a(X - iFK - s_G(X - 0,5iFK))(1 - s_U)(1 - 0,5s_A) - a((X - s_G X)(1 - s_U) - iFK)(1 - 0,5s_A) \quad (36)$$

so ergibt sich durch Umformung

$$Y_1 - Y_2 = a(0,5s_GiFK - 0,5s_Gs_UiFK + s_UiFK)(1 - 0,5s_A) \quad (37)$$

Letztlich erhält man

$$Y_1 - Y_2 = a0,5s_GiFK(1 - s_U)(1 - 0,5s_A) + a s_UiFK(1 - 0,5s_A).^{361} \quad (38)$$

Der letzte Term

$$a s_UiFK(1 - 0,5s_A) \quad (39)$$

ist identisch mit dem Wertvorsprung der Fremdfinanzierung ohne Berücksichtigung der Gewerbeertragsteuer. Folglich stellt der erste Term

<sup>361</sup> Vgl. Ring/Castedello/Schlumberger, Auswirkungen, S. 360.

$$\alpha 0,5 s_G iFK(1 - s_U)(1 - 0,5 s_A) \quad (40)$$

den auf die Gewerbeertragsteuer zurückzuführenden Vorteil der Fremdfinanzierung dar. Die in Abschnitt 3.2.2.1.2.2 (Körperschaftsteuersystem mit Anrechnungsverfahren unter Berücksichtigung der Gewerbeertragsteuer) getroffenen Aussagen gelten also auch in diesem Fall. Die Gewerbeertragsteuer verstärkt die marktwert erhöhende Wirkung der Verschuldung. Diskontiert man den auf die Gewerbeertragsteuer zurückzuführenden Vorteil der Fremdfinanzierung als ewige Rente mit dem risikolosen Zinssatz nach Steuern  $i(1 - s_A)$ , so erhält man als positive Marktwertdifferenz

$$V^{GSt} = \frac{0,5 s_G FK(1 - s_U)(1 - 0,5 s_A)}{(1 - s_A)} \quad (41)$$

Der sich aus der Körperschaftsteuer ergebende positive Effekt der Fremdfinanzierung beträgt wie in Abschnitt 3.2.2.1.3.2 hergeleitet

$$V^{KSt} = \frac{s_U FK(1 - 0,5 s_A)}{(1 - s_A)} \quad (42)$$

Der Unternehmensgesamtwert bei anteiliger Fremdfinanzierung ergibt sich somit wie folgt:

$$V^{FK} = V^{EK} + V^{KSt} + V^{GSt} \quad (43)$$

### 3.2.2.2 Finanzierungspolitische Bedeutung von Transaktions- und Informationskosten

Neben der Abstraktion von Steuern treffen Modigliani und Miller beim Nachweis des Irrelevanztheorems weitere Annahmen, deren Geltung in der Realität bezweifelt werden kann. Hierzu gehört die Nicht-Existenz von Transaktions- und Informationskosten.<sup>362</sup>

Die Emission bzw. Beschaffung von Eigen- und Fremdkapital verursacht neben der Vergütung für die Überlassung der finanziellen Mittel Transaktionskosten. Im Einzelnen zählen hierzu die Kosten der Vorbereitung, der Auflegung, der

<sup>362</sup> Vgl. z. B. Fischer, Finanzwirtschaft, S. 182.



Besicherung, der Börseneinführung, etc.<sup>363</sup> Die pure Existenz von Transaktionskosten reicht aber noch nicht aus, um die Irrelevanz der Kapitalstruktur zu widerlegen. Sind die Transaktionskosten für alle Finanzierungsmöglichkeiten identisch, so sind die Auswirkungen auf die Finanzierungspolitik gering. In diesem Fall kann lediglich gefolgert werden, dass Umfinanzierungen tendenziell gehemmt werden, da sie mit Transaktionskosten verbunden sind. Franke/Hax sprechen in diesem Zusammenhang von einer Zementierung des Status quo.<sup>364</sup>

Konsequenzen auf die originäre Kapitalstrukturentscheidung einer Unternehmung sind z. B. dann zu vermuten, wenn die Transaktionskosten für die verschiedenen Eigen- bzw. Fremdfinanzierungsinstrumente unterschiedlich hoch sind.<sup>365</sup> Ein Blick in die Realität verrät, dass diese Vermutung zutrifft. Hielscher/Laubscher haben die Transaktionskosten verschiedener Finanzierungsinstrumente untersucht und festgestellt, dass die Abweichungen teilweise erheblich sind. Dies verdeutlicht Abbildung 11.<sup>366</sup>

Finanzierungsart	Fremdleistungskostensatz in % p. a.		
	vom Nominalwert	vom verfügbaren Kapital	aus interner Zinsfußrechnung
Wandelschuldverschreibung	0,64	0,67	0,66
Optionsanleihe	0,64	0,67	0,62
Industrieobligation	0,57	0,60	0,58
Aktienemission	0,53	0,56	0,55
Hypothekarkredit	0,28	0,29	0,27
Schuldscheindarlehen	0,20	0,20	0,20

Abbildung 11: Fremdleistungskostensätze der längerfristigen Außenfinanzierungsarten<sup>367</sup>

Eine weitere fragwürdige Annahme des Irrelevanztheorems von Modigliani und Miller ist die Prämisse des gleichen Marktzugangs für alle Marktteilnehmer.<sup>368</sup> Dies impliziert, dass Unternehmen und privaten Anlegern identische Möglichkeiten der Finanzierung zur Verfügung stehen müssten. Tendenziell ist jedoch zu beobachten, dass Unternehmen Zugang zu vielfältigeren und kostengünsti-

<sup>363</sup> Eine detaillierte Aufzählung der Kosten verschiedener Finanzierungsinstrumente findet sich bei Hielscher/Laubscher, Finanzierungskosten, S. 11-53.

<sup>364</sup> Vgl. Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 476.

<sup>365</sup> Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 223; Swoboda, Finanzierung, S. 44.

<sup>366</sup> Vgl. Abbildung 11.

<sup>367</sup> Quelle: Hielscher/Laubscher, Finanzierungskosten, S. 51.

<sup>368</sup> Vgl. Abschnitt 3.2.1 sowie Fußnote 226.

geren Finanzierungen haben.<sup>369</sup> Ursache hierfür sind wiederum Transaktions- und insbesondere Informationskosten. Zahlreiche Punkte sprechen für eine Inferiorität der privaten Verschuldung.

- Insbesondere große Unternehmen verfügen über mehr Marktübersicht und Verhandlungsmacht als private Wirtschaftssubjekte.<sup>370</sup>
- Die Informationsbeschaffung aus Sicht der Gläubiger ist bei privaten Kreditnehmern tendenziell problematischer als bei Unternehmen. Deshalb ist zu vermuten, dass bei privater Kreditaufnahme höhere Informationskosten anfallen als bei Unternehmensverschuldung. Dies schlägt sich in den Konditionen nieder.<sup>371</sup>
- Während private Kreditaufnahme innerhalb bestimmter Beleihungsgrenzen üblich ist, sind private Emissionen von Beteiligungskapital in der Realität kaum zu beobachten.<sup>372</sup>
- Da Unternehmenstransaktionen private Kapitalmaßnahmen hinsichtlich des Transaktionsvolumens im Allgemeinen deutlich übersteigen, können Unternehmen aufgrund der mit der Transaktion verbundenen fixen bzw. volumensunabhängigen Kosten höhere Kostendegressionseffekte erzielen.<sup>373</sup>
- Das Risiko bei privater Verschuldung ist für den Kreditnehmer höher, da er üblicherweise mit seinem gesamten Privatvermögen haftet. Verschuldet sich demgegenüber die Kapitalgesellschaft, für deren Schulden er nur mit seiner Kapitaleinlage haftet, so ist sein Risiko wesentlich geringer. Eine Beschränkung der Haftung auf privater Ebene würde wiederum Transaktionskosten hervorrufen.<sup>374</sup>

---

<sup>369</sup> Vgl. Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 477 ff.; Schmidt/Terberger, Grundzüge, S. 264 ff.; Spremann, Wirtschaft, S. 308 ff.; Swoboda, Finanzierung, S. 103; Vorbaum, Finanzierung, S. 61 ff.

<sup>370</sup> Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 220.

<sup>371</sup> Vgl. Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 478; Schmidt/Terberger, Grundzüge, S. 264.

<sup>372</sup> Zu vermuten ist, dass die mit der Finanzierung verbundenen externen Effekte (z. B. Mitsprache- bzw. Mitwirkungsrechte der Kapitalgeber) bei der Emission privater Beteiligungstitel stärker sind als bei der Emission privater Schuldtitel. Aus diesem Grund präferieren Individuen die Aufnahme von Fremdkapital. Ein weiterer, in der Literatur angeführter Erklärungsversuch bezieht sich auf die zu hohen Informationskosten, die mit der laufenden Überprüfung der Bonität privater Individuen verbunden wären. Insofern ist deren Zugang zu bestimmten Finanzierungsmärkten beschränkt. Vgl. Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 477 f.; Swoboda, Finanzierung, S. 103.

<sup>373</sup> Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 220; Hielscher/Laubscher, Finanzierungskosten, S. 11-50.

<sup>374</sup> Vgl. Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 478.

Unterstellt man ausgehend von den vorigen Überlegungen, dass Unternehmen sich kostengünstiger finanzieren können als private Investoren, so stellt sich die Frage, welche Auswirkungen dies auf die Finanzierungspolitik hat. Drukarczyk greift bei der Beantwortung dieser Frage auf Arbitragebeweise zurück.<sup>375</sup> Er geht dabei zunächst von einem vollkommenen Kapitalmarkt ohne Transaktionskosten aus. Das Unternehmen hat die Möglichkeit, bei gegebenem Investitionsprogramm verschiedene Verschuldungsgrade zu realisieren. Diese Möglichkeiten werden durch die in Abbildung 12 dargestellte Opportunitätslinie wiedergegeben.<sup>376</sup>  $k^{EK,FK}$  repräsentiert die erwartete Rendite des Anteilseigners und  $m$  die durch den Marktwert des Eigenkapitals relativierte Distanz des Unternehmens zum Risiko der Illiquidität (Sicherheitsmaß):

$$m = \frac{X_{\min} - iFK}{EK} \quad (44)$$

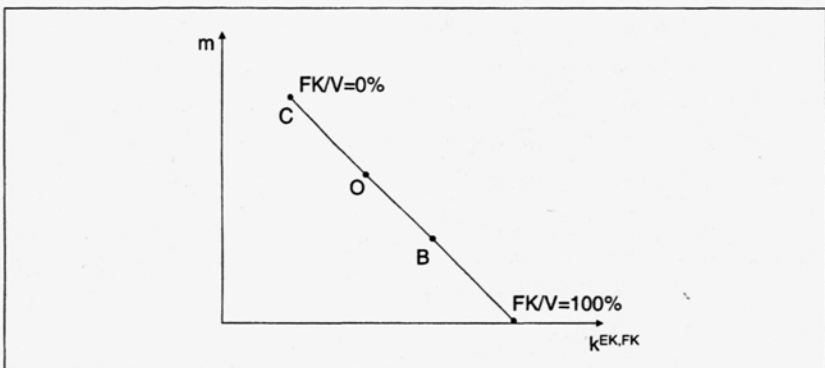


Abbildung 12: Opportunitätslinie eines Unternehmens bei gegebenem Investitionsprogramm und variablem Verschuldungsumfang<sup>377</sup>

Es wird angenommen, das Management des Unternehmens realisiere die Position B und damit eine höhere Verschuldung als vom Anteilseigner gewünscht. Dieser bevorzugt Position O. Die zu hohe Verschuldung hat jedoch aufgrund der einsetzenden Arbitrageprozesse keine Auswirkungen auf den Marktwert. Der Investor ist nämlich in der Lage, durch den Erwerb von Anleihen des Unternehmens die Verschuldung zu reduzieren und seine optimale Position wieder

<sup>375</sup> Vgl. hierzu und zu den nachfolgenden Ausführungen Drukarczyk, Theorie, S. 215-223.

<sup>376</sup> Vgl. Abbildung 12.

einzunehmen. Dies geschieht aufgrund der Annahme, dass Transaktionskosten nicht existieren, kostenlos.

Es wird nun unterstellt, dass Transaktions- und Informationskosten auftreten. Die bisher vorliegende Deckungsgleichheit der Opportunitätslinien wird dadurch aufgehoben. Durch die bei Korrektur seiner Position anfallenden Transaktionskosten wird der Reichtum des Anteilseigners im Vergleich zur Situation, dass das Unternehmen die in Punkt O liegende Verschuldung hergestellt hätte, gemindert. Ein neu hinzukommender Anteilseigner würde sofort Aktien und Obligationen in der entsprechenden Kombination erwerben und im Vergleich zu dem Fall, dass bereits auf Unternehmensebene die Position O realisiert wird, nur dann Nachteile erleiden, wenn die durch den Kauf von Anleihen verursachten Transaktionskosten die Kosten des Aktienerwerbs übersteigen. Drukarczyk vermutet, dass in der Realität die Transaktionskosten für den Aktienerwerb die Transaktionskosten für den Erwerb von Anleihen übersteigen. Folglich wäre es aus Sicht des neu hinzukommenden Investors vorteilhaft, wenn das Unternehmen einen höheren Verschuldungsgrad als O realisiert. Seine Opportunitätslinie läge in diesem Fall über der Opportunitätslinie, die sich bei einer Unternehmensverschuldung von O ergäbe.<sup>378</sup>

Angenommen, das Unternehmen realisiere einen niedrigeren Verschuldungsgrad, als vom neu hinzukommenden Anteilseigner gewünscht (z. B. Punkt C), so hätte dieser die Möglichkeit, die gewünschte Verschuldungshöhe durch zusätzliche private Verschuldung herzustellen. Aufgrund der Tatsache, dass er schlechtere Darlehenskonditionen erhält als das Unternehmen, stellt die private Verschuldung jedoch kein adäquates Substitut für die Unternehmensverschuldung dar. Die Irrelevanz der Kapitalstruktur ist somit bei Existenz von Transaktions- und Informationskosten nicht gegeben.

---

<sup>377</sup> Quelle: in Anlehnung an Drukarczyk, Theorie, S. 216.

<sup>378</sup> Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 217 ff. sowie S. 221. Der Kostenvorteil der Fremdfinanzierung wird jedoch von anderen Autoren angezweifelt. Vgl. stellvertretend Swoboda, Finanzierung, S. 103.

Ausgehend von diesen Überlegungen kann gefolgert werden, dass sich bei Existenz von Transaktionskosten eine möglichst hohe Unternehmensverschuldung als vorteilhaft erweist. Zum einen ist die Unternehmensverschuldung günstiger als eine private Kreditaufnahme, zum anderen kann der Anteilseigner eine Position niedrigeren Finanzierungsrisikos relativ kostengünstig einnehmen.<sup>379</sup>

### **3.2.2.3 Finanzierungspolitische Bedeutung von Gläubigerrisiken unter Berücksichtigung von Informationsasymmetrien**

Im Rahmen der Untersuchung verschiedener Steuersysteme wurde festgestellt, dass eine Erhöhung der Unternehmensverschuldung c. p. zu steigenden Unternehmenswerten führt, da Unternehmen steuerliche Vorteile realisieren können, die durch private Verschuldung nicht erreichbar sind. Auch das Vorhandensein von Transaktions- und Informationskosten lässt tendenziell eine Vorteilhaftigkeit der Verschuldung vermuten. Demzufolge müsste die Handlungsanweisung für Manager lauten: Realisiere den maximal möglichen Verschuldungsgrad.<sup>380</sup> Dieser Handlungsmaxime stehen jedoch die mit wachsendem Verschuldungsgrad steigenden Gläubigerrisiken entgegen.<sup>381</sup> Bisher wurde von diesen Risiken abstrahiert, indem unterstellt wurde, dass Fremdkapital risikolos ist. Im Folgenden sollen die Konsequenzen von Gläubigerrisiken auf die Finanzierungspolitik untersucht werden.

Unter Gläubigerrisiken soll in diesem Zusammenhang das Risiko verstanden werden, dass die Unternehmung den Zahlungsverpflichtungen gegenüber ihren Fremdkapitalgebern nicht nachkommen kann (Ausfallrisiko).<sup>382, 383</sup> Diese Definition ähnelt den rechtlichen Insolvenzstatbeständen in Deutschland, ist jedoch nicht identisch. Das deutsche Insolvenzrecht kennt drei Insolvenzstatbestände: Zahlungsunfähigkeit, drohende Zahlungsunfähigkeit und Überschuldung.<sup>384</sup> Der Tatbestand der Zahlungsunfähigkeit entspricht grundsätzlich der hier verwen-

---

<sup>379</sup> Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 222.

<sup>380</sup> Vgl. Brealey/Myers, Principles, S. 484 f.; Breuer, Finanzierungstheorie, S. 98 f.; Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 480 f.

<sup>381</sup> Vgl. z. B. Brealey/Myers, Principles, S. 485; Hirshleifer, Investment, S. 20 ff.

<sup>382</sup> Vgl. Breuer, Finanzierungstheorie, S. 99, Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 481.

<sup>383</sup> Für einen umfassenden Überblick zu Krisenursachen in Unternehmen vgl. Deppe, Unternehmenskrisen, S. 41 ff.; Reske/Brandenburg/Mortsiefer, Insolvenzursachen, S. 171 ff.

<sup>384</sup> Vgl. §§ 17 bis 19 Insolvenzordnung; vgl. auch Frings, Insolvenzrecht, S. 7.

deten Definition.<sup>385</sup> Der Tatbestand der Überschuldung hat nur für Unternehmen mit beschränkter Haftung Geltung. Er greift, sofern das Vermögen einer Gesellschaft nicht mehr die Schulden deckt.<sup>386</sup> Eine Kongruenz mit dem der Untersuchung zugrunde liegenden Kriterium liegt jedoch nur dann vor, wenn nicht handelsrechtliche Bilanzgrößen, sondern Marktwerte zur Messung der Überschuldung verwendet werden. Da Marktwerte sich aus der Diskontierung zukünftiger Nettoeinzahlungen bzw. Nettoauszahlungen ergeben, informieren sie über die zukünftige Zahlungsfähigkeit der Unternehmung. Die Verwendung handelsrechtlicher Bilanzansätze kann zu Fehlinterpretationen verleiten.<sup>387</sup>

Unter Annahme unsicherer Zahlungen und einer Haftungsbeschränkung der Eigentümer steigt mit zunehmendem Verschuldungsgrad das Ausfallrisiko der Gläubiger.<sup>388</sup> Die möglichen Ausfälle werden im Fall der Eröffnung eines Insolvenzverfahrens durch die Kosten des Verfahrens erhöht.<sup>389</sup> Daneben führt die Insolvenz häufig zu einer Belastung der Geschäftsbeziehungen zu Kunden, Lieferanten und Arbeitnehmern, wodurch weitere, z. T. nicht unerhebliche Ausfälle entstehen können. Diese Kosten bezeichnet man auch als indirekte Kosten der Insolvenz.<sup>390</sup> Gläubiger antizipieren die Insolvenzkosten. Mit steigendem Verschuldungsgrad erhöht sich c. p. die Anzahl der zukünftigen Umweltzustände, in denen die Unternehmung zahlungsunfähig ist; als Folge steigt mit zunehmender Verschuldung auch der Marktwert der Insolvenzkosten. Aus diesem Grund fordern die Gläubiger ab einem bestimmten Verschuldungsgrad, den sie nicht mehr als risikolos ansehen, als Gegenleistung eine höhere Verzinsung für die gewährten Kredite. Dies wiederum reduziert die erwarteten Nettoeinzahlungen der Anteilseigner und damit den Marktwert des Eigenkapitals.<sup>391</sup> Der Effekt

---

<sup>385</sup> Vgl. § 17 Insolvenzordnung. Drohende Zahlungsunfähigkeit kann in diesem Zusammenhang außer Acht bleiben, da es sich ausschließlich auf die Beantragung des Insolvenzverfahrens durch den Schuldner selbst bezieht. Vgl. § 18 Insolvenzordnung.

<sup>386</sup> Vgl. § 19 Insolvenzordnung.

<sup>387</sup> Vgl. Breuer, Finanzierungstheorie, S. 99; Deppe, Unternehmenskrisen, S. 113 f.; Drukarczyk, Finanzierung, S. 503; Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 482 f.

<sup>388</sup> Vgl. Hirshleifer, Investment, S. 264; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 497; Robichek/Myers, Decisions, S. 20 ff.

<sup>389</sup> Vgl. Breuer, Finanzierungstheorie, S. 100 f.

<sup>390</sup> Vgl. Brealey/Myers, Principles, S. 488 ff.

<sup>391</sup> Vgl. Brealey/Myers, Principles, S. 487; Breuer, Finanzierungstheorie, S. 101 f.; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 497; Swoboda, Finanzierung, S. 224 ff.

der Kosten hoher Verschuldungsgrade auf den Marktwert der Unternehmung wird durch Abbildung 13 verdeutlicht.<sup>392</sup>

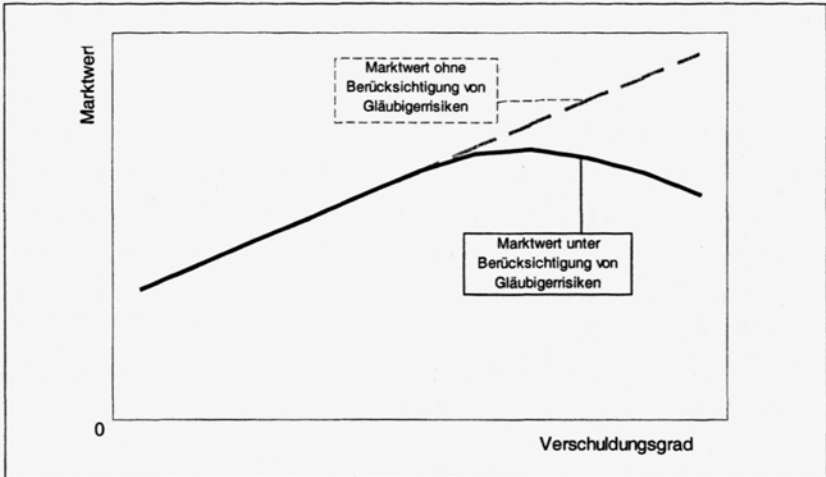


Abbildung 13: Auswirkungen von Steuern und Gläubigerisiken auf den Marktwert<sup>393</sup>

Haugen/Senbet haben in einer Veröffentlichung im Jahre 1978 jedoch die Marktwertrelevanz der Insolvenzkosten in Zweifel gezogen. Sie argumentieren, dass Arbitragemechanismen eine Verringerung des Unternehmenswertes als Folge wachsender Verschuldungsgrade verhindern. Fände eine Marktwertreduktion aufgrund eines hohen Verschuldungsgrades statt, so bestünde die Möglichkeit, einen risikolosen Gewinn zu erzielen, indem sämtliche Finanzierungstitel des Unternehmens aufgekauft und die Anteilsscheine des rein eigenfinanzierten Unternehmens zeitgleich wieder veräußert würden. Aufgrund der durch vollständige Eigenfinanzierung beseitigten Insolvenzgefahr würde ein höherer Verkaufspreis realisiert. Arbitrageprozesse würden solche Preisdifferenzen am vollkommenen Kapitalmarkt verhindern.<sup>394</sup>

Die Argumentation von Haugen/Senbet basiert auf der Existenz eines vollkommenen Kapitalmarktes. Ist der Kapitalmarkt unvollkommen, so funktionieren die

<sup>392</sup> Vgl. Abbildung 13

<sup>393</sup> Quelle: in Anlehnung an Brealey/Myers, Principles, S. 485; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 497.

<sup>394</sup> Vgl. Haugen/Senbet, Bankruptcy, S. 389 sowie Breuer, Finanzierungstheorie, S. 113.



Arbitrageprozesse nicht. In diesem Zusammenhang sind insbesondere die durch unvollkommene Information verursachten Ineffizienzen von Bedeutung, deren Untersuchung im Zentrum der neoinstitutionalistischen Finanzierungstheorie steht.<sup>395</sup> Informationsineffizienzen ergeben sich, wenn man unterstellt, dass Gläubiger, Anteilseigner und Manager unterschiedliche Informationsstände aufweisen und die Erwartungen hinsichtlich zukünftiger Zahlungen nicht homogen sind. Asymmetrische Information führt in Verbindung mit der Annahme, dass Wirtschaftssubjekte ihren Nutzen maximieren wollen, zur Notwendigkeit, opportunistisches Verhalten in das Kalkül einzubeziehen.<sup>396</sup> Unter opportunistischem Verhalten versteht man in diesem Kontext die Bereitschaft der Marktteilnehmer, die eigenen Interessen auch auf Kosten anderer zu verfolgen.<sup>397</sup> Es liegt nahe anzunehmen, dass die Anteilseigner bzw. die im Sinne der Anteilseigner handelnden Manager Informationsvorsprünge gegenüber den Gläubigern aufweisen. Das Risiko der Gläubiger besteht nun darin, dass die Anteilseigner diese Informationsvorsprünge opportunistisch ausnutzen.<sup>398</sup> Dabei sind z. B. folgende Verhaltensweisen denkbar:

- Nachträgliche Verschuldung

Gläubiger 1 gewährt einer Unternehmung ein langfristiges Darlehen. Aufgrund der begrenzten Höhe schätzt Gläubiger 1 seine Position als risikolos ein. Kurze Zeit später nimmt das Unternehmen bei Gläubiger 2 ein weiteres Darlehen auf, dass dem Darlehen von Gläubiger 1 gegenüber gleichrangig ist. Die Mittel werden für eine Sonderausschüttung an die Anteilseigner verwendet. Es wird unterstellt, dass die zusätzliche Darlehensaufnahme weder von Gläubiger 1 antizipiert wurde, noch irgendwelche vertraglichen Schutzklauseln oder sonstige Schutzmaßnahmen vereinbart wurden. Durch das zusätzliche Darlehen ist die Verschuldung so weit gewachsen, dass sie von Gläubiger 1 nicht mehr als risikolos angesehen wird. Demgegenüber hat sich der Marktwert des Eigenkapitals

---

<sup>395</sup> Vgl. stellvertretend Barnea/Haugen/Senbet, Problems, S. 31; Brealey/Myers, Principles, S. 490 ff.; Breuer, Finanzierungstheorie, S. 119 ff.; Drukarczyk, Theorie, S. 303 ff.; Gavish/Kalay, Asset, S. 21-30; Green/Talmer, Asset Substitution, S. 391-399; Jensen/Meckling, Theory, S. 305-360; Schmidt/Terberger, Grundzüge, S. 412 ff.; Swoboda, Finanzierung, S. 194-205 sowie S. 222 ff.

<sup>396</sup> Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 481; Schneider, Investition, S. 614 ff.

<sup>397</sup> Vgl. Schmidt/Terberger, Grundzüge, S. 390.

<sup>398</sup> Vgl. Green, Investment, S. 121 ff.; Myers, Determinants, S. 147-149.

erhöht. Somit hat sich die Reichtumsposition der Anteilseigner auf Kosten des Gläubigers 1 verbessert.<sup>399</sup>

- Über- und Unterinvestition

Zwei weitere Phänomene, bei denen die Gläubiger durch Handlungen der Anteilseigner bzw. der im Sinne der Anteilseigner handelnden Manager benachteiligt werden, stellen die Über- und Unterinvestition dar. Bei der Überinvestition favorisieren die Anteilseigner ein riskantes Investitionsprojekt.<sup>400</sup> Die Durchführung des Projektes führt zu einer Erhöhung des Investitionsrisikos des Unternehmens und lässt bei Annahme beschränkter Haftung der Eigentümer infolge der steigenden Wahrscheinlichkeit höherer Einzahlungsüberschüsse eine Erhöhung des Marktwertes des Eigenkapitals erwarten. Durch das erhöhte Investitionsrisiko steigt die Ausfallwahrscheinlichkeit der Gläubiger. Als Konsequenz der asymmetrischen Verteilung von Risiko und Ertrag zwischen den begrenzt haftenden Anteilseignern und den Gläubigern reduziert sich die Reichtumsposition der Gläubiger, während die Position der Anteilseigner sich verbessert.<sup>401</sup>

Myers schildert den umgekehrten Fall der Unterinvestition, bei dem die Anteilseigner auf die Vornahme einer Investition verzichten, da sie zu einer Reduktion des Marktwertes des Eigenkapitals führen würde. Für die Reichtumsposition der Gläubiger wäre die Durchführung der Investition positiv.<sup>402</sup>

Neben diesen Problemen versteckter Verhaltensweisen der Anteilseigner bzw. Manager (hidden action) besteht die Möglichkeit, dass Gläubiger aufgrund mangelnder Informationen (hidden information) die zukünftigen Nettoeinzahlungsüberschüsse überschätzen und deshalb Ausfälle erleiden.<sup>403</sup>

---

<sup>399</sup> Vgl. Breuer, Finanzierungstheorie, S. 178 ff.; Fama, Effects, S. 275; Hax/Hartmann-Wendels/von Hinten, Entwicklung, S. 708; für ein den Sachverhalt verdeutlichendes Zahlenbeispiel vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 305 ff.

<sup>400</sup> Das Risiko eines Investitionsprojektes wird im Rahmen der Untersuchung als Varianz zukünftiger Investitionserträge definiert, vgl. Barnea/Haugen/Senbet, Problems, S. 33.

<sup>401</sup> Vgl. Brealey/Myers, Principles, S. 491 f.; Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 422 f.

<sup>402</sup> Vgl. Myers, Determinants, S. 147 f.; für weitere Beispiele, die zu einer Beeinträchtigung der Reichtumsposition durch opportunistisches Verhalten der Eigentümer führen, vgl. Breuer, Finanzierungstheorie, S. 177 ff.; Brealey/Myers, Principles, S. 493; Drukarczyk, Theorie, S. 311.

Je höher der Verschuldungsgrad der Unternehmung ist, desto größer sind die Risiken der Gläubiger, die durch die beschriebenen Möglichkeiten der hidden action und hidden information entstehen.<sup>404</sup> Gläubiger antizipieren im Allgemeinen Täuschungsmöglichkeiten und Handlungsfreiheiten der Eigentümer bzw. Manager. Sie werden solche ausbeutungsoffenen Positionen nicht akzeptieren, sondern die Mittelüberlassung verweigern oder ihre Position durch entsprechende Schutzmaßnahmen absichern.<sup>405</sup> Die ideale Absicherung besteht im Abschluss vollständiger Kreditverträge, in denen für jeden möglichen zukünftigen Zustand die entsprechenden Aktionen definiert werden.<sup>406</sup> Da der Abschluss vollständiger Verträge in der Realität wohl kaum durchführbar ist oder zumindest mit unverhältnismäßig hohen Kosten verbunden wäre, wird in der Praxis zu Behelfslösungen gegriffen. Dazu gehören z. B. die Vereinbarung risikooangepasster Zinssätze<sup>407</sup>, die Durchführung eines intensiven Prozesses der Informationsbeschaffung und -auswertung („due diligence“)<sup>408</sup>, die Vereinbarung von Negativklauseln<sup>409</sup> sowie die Einräumung von Kreditsicherheiten<sup>410</sup>. Daneben erhalten Gläubiger zusätzlichen Schutz durch gesetzlich verankerte Normen. Hierzu zählen neben dem Insolvenzrecht auch handels- und aktienrechtliche Bestimmungen wie z. B. die handelsrechtlichen Rechnungslegungsnormen sowie die Begrenzung der Ausschüttung auf den Bilanzgewinn nach § 58 Abs. 4 AktG bzw. § 268 Abs. 1 HGB.<sup>411</sup>

In der neo-institutionalistischen Finanzierungstheorie werden solche Schutzmaßnahmen, die aufgrund von Marktunvollkommenheiten geschaffen werden,

<sup>403</sup> Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 303.

<sup>404</sup> Vgl. Brealey/Myers, Principles, S. 494.

<sup>405</sup> Vgl. Breuer, Finanzierungstheorie, S. 128; Fama, Effects, S. 278; Hens, Management, S. 17.

<sup>406</sup> Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 318 f.; Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 416 f.; Spremann, Wirtschaft, S. 696 f.

<sup>407</sup> Vgl. Brealey/Myers, Principles, S. 494; Drukarczyk, Theorie, S. 320-328.

<sup>408</sup> Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 313-320; Süchting, Finanzmanagement, S. 208 ff.

<sup>409</sup> Negativklauseln sind vertragliche Klauseln, die den Entscheidungsspielraum der Eigentümer bzw. Manager bezüglich zukünftiger Investitions-, Finanzierungs- und Ausschüttungsmaßnahmen einengen sollen. Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 328; Rudolf, Kreditsicherheiten, S. 20 f.

<sup>410</sup> Vgl. Drukarczyk, Finanzierung, S. 477-497; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 375 ff.; Schmidt/Terberger, Grundzüge, S. 427; Schneider, Investition, S. 625 ff.; Süchting, Finanzmanagement, S. 211 ff.

<sup>411</sup> Vgl. stellvertretend Drukarczyk, Finanzierung, S. 499 ff.; Drukarczyk, Theorie, S. 314, Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 443 f.; Swoboda, Finanzierung, S. 252 ff.

auch als „Institutionen“ bezeichnet.<sup>412</sup> Die Einrichtung von Institutionen ist nicht kostenlos. Es fallen Agency-Kosten<sup>413</sup> an, die zwangsläufig zu einer Reduktion des Unternehmenswertes führen. Unter der Voraussetzung, dass sich die Gläubiger in geeigneter Form absichern und damit wiederum quasi-risikolose Positionen einnehmen, tragen die Eigentümer letztlich die Agency-Kosten der Verschuldung.<sup>414</sup> Aus diesem Grund sind gerade die Anteilseigner bzw. die im Sinne der Anteilseigner handelnden Manager guter Unternehmen daran interessiert, durch die Aussendung entsprechender Signale die Kreditwürdigkeit des Unternehmens zu dokumentieren und so die Agency-Kosten zu senken („signaling“).<sup>415</sup> Gläubiger müssen in der Lage sein, anhand der ausgesandten Signale „gute“ von „schlechten“ Unternehmen zu unterscheiden. Nun sind nicht nur die guten Unternehmen daran interessiert, sich als gut zu offenbaren, sondern auch die schlechten Unternehmen haben den Anreiz, sich zur Senkung der Agency-Kosten als gut darzustellen.<sup>416</sup> Aus diesem Grund muss ein Signal verschiedene Bedingungen erfüllen, um als wirksames Instrument zur Senkung von Agency-Kosten dienen zu können:<sup>417</sup>

- Die Produktion des Signals muss für gute Unternehmen kostengünstiger sein als für schlechte Unternehmen.
- Die Kosten des Signals müssen für gute Unternehmen unterhalb der Risikoprämie liegen, die sie ohne die Aussendung des Signals zahlen müssten.
- Bei schlechten Unternehmen müssen die mit der Signalisierung verbundenen Kosten die zu erwartenden Erträge übersteigen.

Zahlreiche Handlungen von Unternehmen werden in der Literatur als eine Aussendung solcher Signale interpretiert. So werden neben der Zurverfügungstellung regelmäßiger, ausführlicher Informationen an die Gläubiger (z. B. in

---

<sup>412</sup> Die Erklärung der Existenz solcher Institutionen steht im Mittelpunkt der neo-institutionalistischen Finanzierungstheorie. Vgl. Schmidt/Terberger, Grundzüge, S. 401 f.

<sup>413</sup> Vgl. hierzu auch die Ausführungen in Abschnitt 3.1.2.2.

<sup>414</sup> Vgl. Brealey/Myers, Principles, S. 494; Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 438.

<sup>415</sup> Vgl. Breuer, Finanzierungstheorie, S. 119 ff.; Spremann, Wirtschaft, S. 721 ff.; Swoboda, Finanzierung, S. 197 ff.; ein Überblick über verschiedene Signalisierungstheorien und Möglichkeiten der Signalisierung findet sich bei Schmidt-Wilke, Fortschritt, S. 150 ff. sowie Swoboda, Finanzierung, S. 197 ff.

<sup>416</sup> Vgl. Breuer, Finanzierungstheorie, S. 124.

<sup>417</sup> Vgl. Spremann, Wirtschaft, S. 721. Eine quantitative Analyse der Aussendung von Signalen findet sich in Breuer, Finanzierungstheorie, S. 122 ff.; Spremann, Wirtschaft, S. 723 f.

Form von Monats- oder Quartalsberichten)<sup>418</sup> die Einhaltung von Bilanz- und Finanzierungsregeln<sup>419</sup>, die Einbringung von Eigenkapital<sup>420</sup> sowie eine hohe Fremdfinanzierungsquote<sup>421</sup> exemplarisch aufgeführt.

Es bleibt festzuhalten, dass insbesondere bei Vorliegen asymmetrischer Information ein Einfluss von Gläubigerrisiken auf den Marktwert des Eigenkapitals und damit eine Relevanz der Kapitalstruktur vermutet werden kann. Während die Existenz von Steuern und Transaktionskosten auf eine tendenzielle Vorteilhaftigkeit der Fremdfinanzierung hindeuten, führen wachsende Verschuldungsgrade zu einer Erhöhung der Gläubigerrisiken und damit zu höheren Agency-Kosten aus Sicht der Anteilseigner.

#### **3.2.2.4 Zusammenfassung der Zwischenergebnisse**

Ausgehend von der Zielfunktion der Marktwertmaximierung wurde untersucht, welche Bedeutung die Finanzierungspolitik im Unternehmen einnimmt. Ausgangspunkt der Analyse war die im Jahre 1958 von Modigliani und Miller aufgestellte These der Irrelevanz der Kapitalstruktur. Sie beweisen, dass durch die Veränderung der Relation von Eigen- und Fremdkapital keine dauerhaften Marktwertvorsprünge erzielt werden können. Bei ihrem Beweis greifen Modigliani und Miller auf Arbitrageprozesse zurück, die bei Existenz eines vollkommenen Kapitalmarktes das Entstehen von durch Finanzierungsentscheidungen hervorgerufene Marktwertdifferenzen verhindern.

Anschließend wurden einige Annahmen des Modells von Modigliani und Miller aufgehoben und durch realitätsbezogenere Annahmen ersetzt. Zunächst wurde geprüft, ob Kapitalstrukturentscheidungen in einer Welt mit Steuern an Bedeutung gewinnen. In diesem Rahmen wurden die Auswirkungen verschiedener Steuersysteme untersucht. Dabei wurde festgestellt, dass in allen Systemen durch Unternehmensverschuldung steuerliche Vorteile erzielt werden können, die über private Verschuldung nicht erreichbar sind. Dies führt dazu, dass c. p.

---

<sup>418</sup> Vgl. Spremann, Wirtschaft, S. 722.

<sup>419</sup> Vgl. Coenenberg, Jahresabschluß, S. 809; Süchting, Finanzmanagement, S. 486 ff.; kritisch dazu Schneider, Investition, S. 577 ff.

<sup>420</sup> Vgl. Leland/Pyle, Asymmetries, S. 371-387.

<sup>421</sup> Vgl. Narayanan, Debt, S. 39-51.

fremdfinanzierte Unternehmen gegenüber eigenfinanzierten Unternehmen Marktwertvorsprünge aufweisen. Insbesondere das im Jahr 2001 in Deutschland eingeführte Steuersystem für Kapitalgesellschaften favorisiert die Unternehmensverschuldung gegenüber der Eigenfinanzierung. Die Aufhebung der Transaktionskostenfreiheit führt zu einem ähnlichen Ergebnis. Auch in diesem Fall sind Marktvorsprünge der fremdfinanzierten Unternehmen gegenüber den rein eigenfinanzierten zu vermuten.

Im Rahmen der Analyse der Gläubigerrisiken wurde die Annahme der vollkommenen, homogenen Information durch die Einführung von Informationsasymmetrien ersetzt. Um sich vor Fehleinschätzungen und opportunistischem Verhalten von Eigentümern bzw. Managern zu schützen, fordern Gläubiger für die Übernahme der Risiken hoher Verschuldungsgrade Risikoprämien bzw. die Einräumung adäquater Sicherheiten. Die in diesem Rahmen entstehenden Kosten führen c. p. zu einem Marktwertnachteil hoher Verschuldungsgrade.

Die Untersuchungsergebnisse deuten also auf eine Relevanz der Finanzierungspolitik hin. Die Antwort auf die Frage der optimalen Kapitalstruktur konnte jedoch bis dato in der Finanzierungstheorie noch nicht gefunden werden.<sup>422</sup>

Eine Annahme, die allen diskutierten Modellen zugrunde liegt, bisher jedoch nicht eingehend thematisiert wurde, ist die Annahme einer rationalen Erwartungsbildung der Wirtschaftssubjekte. Dies impliziert, dass die Marktteilnehmer auf Grundlage der ihnen zur Verfügung stehenden Informationen keine systematischen Schätzfehler begehen. Ob diese hohe Anforderung an den Intellekt der Wirtschaftssubjekte in der Realität zutrifft, kann angezweifelt werden. Alternativ wären systematische Irrtümer der Marktteilnehmer zu unterstellen, womit letztlich nahezu jede Verhaltensweise und jedes Ergebnis begründet werden kann.<sup>423</sup> Insofern erscheint die Annahme rationaler Erwartungsbildung in ökonomischen Modellen als sinnvoll. Die Relevanz von Finanzierungsentscheidun-

---

<sup>422</sup> Myers merkt dazu treffend an: „Wie wählen Unternehmungen ihre Kapitalstruktur? ... Wir wissen es nicht.“ Myers, Puzzle, S. 575-592; zitiert nach Swoboda, Finanzierung, S. 262.

<sup>423</sup> Vgl. Breuer, Finanzierungstheorie, S. 131; zum Konzept rationaler Erwartungen vgl. Brandt, Mikroökonomie, S. 73 f.; Felderer/Homburg, Makroökonomik, S. 258 ff.



gen wird aber durch die Tatsache, dass die Realität andere Verhaltensweisen zulässt, nochmals untermauert.

### **3.2.3 Bedeutung der Finanzierung von Unternehmensimmobilien**

Nachdem die Relevanz von Finanzierungsentscheidungen auf Gesamtunternehmensebene diskutiert wurde, ist nun zu hinterfragen, welche Bedeutung die Finanzierung von Unternehmensimmobilien in diesem Zusammenhang einnimmt. Mit dieser Frage beschäftigen sich die folgenden Abschnitte.

#### **3.2.3.1 Immobilienspezifische Aspekte der Unternehmensfinanzierung**

##### **3.2.3.1.1 Finanzierungsrelevante Eigenschaften von Unternehmensimmobilien**

Immobilien weisen im Vergleich zu anderen Vermögensgegenständen bestimmte Eigenschaften auf, die aus finanzwirtschaftlicher Sicht von Bedeutung sind.

Eine bedeutende Eigenschaft von Immobilien ist die Standortgebundenheit.<sup>424</sup> Die Nutzenerzielung ist in hohem Maße von den rechtlichen und faktischen Gegebenheiten von Grund und Boden abhängig. Insofern bilden Grundstück und Gebäude ökonomisch gesehen eine Schicksalsgemeinschaft.<sup>425</sup> Daneben stellen Immobilien im Vergleich zu anderen Vermögensgegenständen extrem langlebige Wirtschaftsgüter dar.<sup>426</sup> Während Grund und Boden nahezu unbegrenzt nutzbar sind, unterliegt das Gebäude einer begrenzten Nutzungsdauer.<sup>427</sup> Aus Finanzierungssicht ist nicht die technische, sondern die wirtschaftliche Nutzungsdauer entscheidend. Als wirtschaftlich überaltert ist eine Immobilie anzusehen, wenn „die durch das Gebäude entstehenden Kosten die Erträge übersteigen und die Ergreifung von Sanierungs- und Umstrukturierungs- oder Umnutzungsmaßnahmen nicht mehr zu nachhaltigen Ertragszuwächsen

---

<sup>424</sup> Vgl. Fisher/Martin, Income, S. 7; Thomas, Entwicklung, S. 22 f.; Schulte et al., Betrachtungsgegenstand, S. 19.

<sup>425</sup> Vgl. Bone-Winkel, Management, S. 27.

<sup>426</sup> Vgl. Phyllis/Cooper/Wofford/Kaplin/Lapides, Real Estate, S. 46 ff.; Schulte et al., Betrachtungsgegenstand, S. 20 f.; Kühne-Bühning, Besonderheiten, S. 6 f.; Stahl, Wohnungsmarktmodelle, S. 11 f.

<sup>427</sup> Vgl. Schulte et al., Betrachtungsgegenstand, S. 20.



führt<sup>428</sup>. Standortgebundenheit und Langlebigkeit bilden wesentliche Gründe für die besondere Eignung von Immobilien als Kreditsicherheit.<sup>429</sup>

Immobilieninvestitionen sind sehr kapitalintensiv.<sup>430</sup> Während die Kapitalbeschaffung für erstrangige, quasi-risikolose Finanzierungen im Allgemeinen unproblematisch ist, stellt sich die Suche nach Fremd- bzw. Eigenkapitalgebern für nachrangige, ausfallrisikobehaftete Tranchen häufig als problematisch dar. Dementsprechend ergibt sich die Notwendigkeit, durch innovative Instrumente und Konzepte auch für den Nachrangbereich Finanzierungsquellen auszu-schöpfen.<sup>431</sup>

Aus finanzwirtschaftlicher Sicht spielt die nachhaltige Ertragskraft des Objektes bei der Beurteilung von Immobilien eine entscheidende Rolle. Im Zentrum steht die Frage, ob die aus der Immobilie zu erwartenden Nettoeinzahlungsüberschüsse zur Bedienung des zukünftigen Kapitaldienstes ausreichen.<sup>432</sup> Die Ertragsfähigkeit ist wiederum abhängig von der aktuellen Nutzung sowie der potentiellen Nutzungsmöglichkeiten.<sup>433</sup> Sind die Nutzungsmöglichkeiten stark eingeschränkt, so hat dies negative Auswirkungen auf die Ertragsfähigkeit, da die beschränkte Drittverwendungsfähigkeit die Weitervermietung im Fall der planmäßigen bzw. vorzeitigen Beendigung des aktuellen Mietverhältnisses erheblich erschweren kann.<sup>434</sup>

Ein wesentlicher Nachteil aus finanzwirtschaftlicher Sicht wird durch die Heterogenität von Immobilien begründet. Immobilien unterscheiden sich durch Lage, Gebäudesubstanz, Architektur, Nutzung etc. zum Teil erheblich voneinander.<sup>435</sup> Diese Individualität begründet das Erfordernis, den gewerblichen Immobilien-

---

<sup>428</sup> Bone-Winkel, Management, S. 30.

<sup>429</sup> Vgl. z. B. Grill/Perczynski, Kreditwesen, S. 268 ff.; Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 457 f.; Sirmans, Finance, S. 4.

<sup>430</sup> Vgl. Sirmans, Finance, S. 4.

<sup>431</sup> Vgl. Bellinger/Reif, Grundformen, S. 404 ff.; Müller-Trimbusch, Anleihen, S. 1 sowie S. 258 ff.; Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 460.

<sup>432</sup> Vgl. Wurtz bach/Miles, Real Estate, S. 441, Sirmans, Finance, S. 131.

<sup>433</sup> Vgl. Kleiber/Simon/Weyers, Verkehrswertermittlung, S. 470 f.

<sup>434</sup> Vgl. Britton/Davies/Johnson, Methods, S. 52 f.; Fisher/Martin, Income, S. 12 f.; Rössler/Langner/Simon/Kleiber, Schätzung, S. 20.

<sup>435</sup> Vgl. Bone-Winkel, Management, S. 28, Fisher/Martin, Income, S. 8; Hohmann, Markt, S. 440.; Thomas, Entwicklung, S. 23

markt in sachliche und räumliche Teilmärkte zu segmentieren.<sup>436</sup> Feinen stellt in diesem Zusammenhang fest, dass „jede Immobilie aufgrund ihrer Individualität einen eigenen Markt bildet“<sup>437</sup>. Dies führt im Ergebnis zu einer relativ geringen Markttransparenz und nur eingeschränkt funktionsfähigen Sekundärmärkten.<sup>438</sup> Verstärkt wird die eingeschränkte Fungibilität von Immobilien durch die mit Immobilientransaktionen verbundenen, im Vergleich zu anderen Vermögensgegenständen relativ hohen Kosten. Hierzu gehören z. B. Grunderwerbsteuer, Notarkosten sowie die durch Marktintransparenz verursachten Informationskosten (Maklerhonorar, Kosten der Immobilienbewertung etc.).<sup>439</sup>

### 3.2.3.1.2 Unternehmensfinanzierung versus immobilienpezifische Finanzierung

Bei der Finanzierung der Immobilien stehen dem Unternehmen zum einen die allgemeinen Instrumente der Außen- und Innenfinanzierung zur Verfügung. Dazu gehören z. B. die Finanzierung aus dem laufenden Cashflow, die Begebung von Anteilscheinen, die Emission unbesicherter Anleihen, Wandelschuldverschreibungen, Optionsanleihen und Genussscheinen sowie die Aufnahme unbesicherter Bankdarlehen.<sup>440</sup> Die Finanzierungsbedingungen orientieren sich in diesem Falle an der Kreditwürdigkeit des Unternehmens.<sup>441</sup>

Zum anderen besteht die Möglichkeit, die Finanzierung direkt an die Immobilie zu knüpfen. Das klassische Beispiel hierfür bilden grundpfandrechtlich gesicherte Darlehen, bei denen die Immobilie als Kreditsicherheit dient. Dementsprechend sind die Finanzierungsbedingungen vorrangig von Ertragskraft und Qualität der Immobilie abhängig.<sup>442</sup> Daneben sind Finanzierungsformen wie Immobilienleasing, die Begebung immobilienbesicherter Anleihen sowie die

<sup>436</sup> Vgl. Eekhoff, Bodenmarkt, S. 3; Fisher/Martin, Income, S. 8; Falk, Immobilien-Handbuch, Kap. 4.1, S. 2.

<sup>437</sup> Feinen, Markt, S. 314.

<sup>438</sup> Vgl. Bone-Winkel, Management, S. 28.

<sup>439</sup> Vgl. Schulte et al., Betrachtungsgegenstand, S. 21.

<sup>440</sup> Vgl. Wöhe/Bilstein, Unternehmensfinanzierung, S. 154-216.

<sup>441</sup> Vgl. Büschgen, Bankbetriebslehre, S. 922 ff.; Wöhe/Bilstein, Unternehmensfinanzierung, S. 277 ff.

<sup>442</sup> Ein weiterer Bestandteil der Bonitätsanalyse ist die Abschätzung von Expertise und Erfahrung der Investoren und der anderen Projektbeteiligten. Sofern eine Rückgriffsmöglichkeit auf das Unternehmen besteht, ist die Bonität des Unternehmens als Finanzierungsnehmer

Auflegung von Immobilienfonds, Immobilien-Aktiengesellschaften und Asset-backed Securities denkbar.<sup>443</sup>

### 3.2.3.1.3 Einzelfinanzierung versus Poolfinanzierung

Im Rahmen der immobilien-spezifischen Finanzierung gibt es die Möglichkeit, dass einzelne Kapitalgeber einzelne Objekte finanzieren oder mehrere Kapitalgeber gemeinsam<sup>444</sup> eine Vielzahl von Objekten (Immobilienpool) beleihen. Die Finanzierung von Immobilienpools kann u. U. zu Marktwertvorsprüngen führen. Der zentrale Vorteil liegt in den zu erwartenden Kostendegressionseffekten für Kapitalnehmer und -geber.<sup>445</sup> Diese sind insbesondere hinsichtlich der einmaligen Auflegungskosten sowie der laufenden Verwaltungskosten zu vermuten. Darüber hinaus kann die Beleihung von Pools aufgrund des Diversifikationseffektes, der aus der Rückgriffsmöglichkeit auf eine Vielzahl von beliehenen Objekten resultiert, eine Risikoreduktion für den Kapitalgeber bewirken. Diese sollte sich in einer Senkung der Finanzierungskonditionen bemerkbar machen.<sup>446</sup> Auf Basis der Erkenntnisse der Portfolio Selection Theory von Markowitz<sup>447</sup> kann ein Kreditportfolio in zwei Risikokomponenten zerlegt werden. Das systematische Risiko ist auf makroökonomische Einflüsse, z. B. Änderungen des Marktzinses, zurückzuführen. Es trifft alle Marktteilnehmer und ist durch Diversifikation nicht eliminierbar. Das unsystematische Risiko ist kreditnehmer- bzw. objektspezifisch und kann insofern durch Risikostreuung reduziert werden.<sup>448</sup>

---

ebenfalls von Relevanz. Vgl. Gellen, Germany, S. 196 ff.; Sirmans, Finance, S. 23 f.; Wurtebach/Miles, Real Estate, S. 440 ff.

<sup>443</sup> Vgl. Alda, Offene Immobilienfonds, S. 533-572; Becker/Cofalka, Immobilien-Spezialfonds, S. 573-594; Tiemann, Geschlossene Immobilienfonds, S. 595-620; Munsberg, Schuldverschreibungen, S. 691 ff.; Scharpenack/Nack/Haub, Immobilien-Aktiengesellschaften, S. 655-685; Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 460 ff.; Vaaßen, Immobilienleasing, S. 8 ff.

<sup>444</sup> Mehrere Kapitalgeber schließen sich in diesem Fall zu einem Konsortium zusammen. Vgl. hierzu Achleitner, Handbuch, S. 516 ff.

<sup>445</sup> Kostendegressionseffekte werden auch als Skaleneffekte bzw. „Economies of Scale“ bezeichnet. Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 442; Porter, Wettbewerbsstrategie, S. 35 f.

<sup>446</sup> Bei Poolfinanzierungen ist aus Sicht des Kapitalgebers ein horizontaler Diversifikationseffekt zu vermuten. Vgl. Kreikebaum, Unternehmensplanung, S. 51 f.

<sup>447</sup> Vgl. Markowitz, Harry M. (Portfolio): Portfolio Selection. Efficient Diversification of Investments, New York/London 1959.

<sup>448</sup> Zu systematischem und unsystematischem Risiko vgl. z. B. Achleitner, Handbuch, S. 638 ff.; Levy/Sarnat, Portfolio, S. 266 ff.; MacLeary/Nanthakumaran, Property, 110 ff. sowie Abbildung 14.

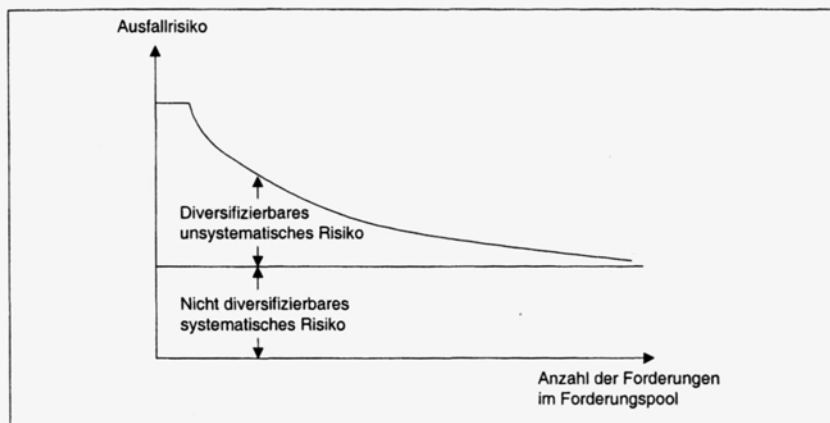


Abbildung 14: Risikoreduktion durch Diversifikation<sup>449</sup>

Bezogen auf den Kreditnehmer ist eine Diversifikation des Forderungsportfolios insbesondere in geographischer und branchenspezifischer Hinsicht sinnvoll. Da bei immobiliespezifischen Finanzierungen die Objektqualität im Vordergrund steht, liegt der Schwerpunkt der Risikostreuung auf immobiliespezifischen Kriterien. Die Abbildung 15 verdeutlicht die wesentlichen Diversifikationsmöglichkeiten bei Immobilienportfolios. Neben der Streuung des Bestands ist bei gewerblichen Immobilien auch eine objektbezogene Diversifikation denkbar.

Die Höhe der Risikoreduktion ist nicht zuletzt vom bereits vorhandenen Kredit- bzw. Investment-Portfolio der Kapitalgeber abhängig.<sup>450</sup> Die Stärke des Effektes hängt davon ab, inwieweit die Poolfinanzierung aus Sicht der Kapitalgeber zur Senkung des Risikos beitragen kann. Bei Kapitalgebern mit bereits stark diversifizierten Portfolios ist ein eher geringer Diversifikationseffekt zu vermuten. Hellwig verweist in diesem Zusammenhang auf eine Ambivalenz breit gestreuter Kreditportfolios hin. Dem positiven Diversifikationseffekt steht nämlich aufgrund der wachsenden Anzahl der Finanzierungsprojekte der negative Effekt höherer Informations- und Überwachungskosten gegenüber.<sup>451</sup>

<sup>449</sup> Quelle: in Anlehnung an Ohl, Finanzierung, S. 172.

<sup>450</sup> Vgl. Wurtzbach/Miles, Real Estate, S. 442 f.

<sup>451</sup> Vgl. Hellwig, Risk Choices, S. 2 f.

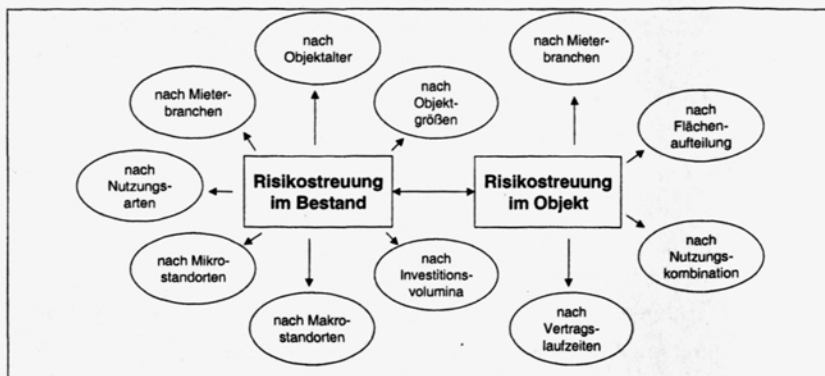


Abbildung 15: Immobilienspezifische Möglichkeiten der Risikostreuung<sup>452</sup>

### 3.2.3.2 Anhaltspunkte für die Relevanz der immobilenspezifischen Finanzierung

#### 3.2.3.2.1 Marktwertvorteile der Fremdfinanzierung im deutschen Steuersystem

In Abschnitt 3.2.2.1 wurde festgestellt, dass eine Erhöhung des Verschuldungsgrades sowohl im derzeitigen deutschen Steuersystem als auch nach Einführung der Änderungen gemäß Steuersenkungsgesetz bei Kapitalgesellschaften zu einer Erhöhung des Marktwertes des Eigenkapitals führt. Im Rahmen des bis Ende 2000 gültigen Körperschaftsteuersystems ist diese steuerliche Bevorzugung von Fremdkapital maßgeblich auf die Abzugsfähigkeit der hälftigen Dauerschuldzinsen von der gewerbeertragsteuerlichen Bemessungsgrundlage zurückzuführen. Die Kapitalstruktur ist in diesem Falle nicht irrelevant, da Anteilseigner die durch die Gewerbeertragsteuer bewirkten Marktwertvorsprünge der Unternehmensverschuldung nicht über private Vermögensdispositionen herstellen können. Durch die Einführung des mit dem Halbeinkünfteverfahren kombinierten Doppelbesteuerungssystems verstärken sich die Vorteile der Unternehmensverschuldung, da die körperschaftsteuerlichen Vorteile des betrieblichen Fremdkapitals durch eine private Anteilsfinanzierung nicht erzielbar sind.

<sup>452</sup> Quelle: in Anlehnung an Bone-Winkel, Immobilienportfolio, S. 807.

Aufgrund der steuerlichen Bevorzugung von Fremdkapital ist grundsätzlich eine möglichst hohe Unternehmensverschuldung anzustreben. Unterstellt man, dass der Kreditspielraum des Unternehmens durch den Einsatz der Immobilie als Kreditsicherheit erweitert werden kann, so kann der Einsatz immobilien-spezifischer Finanzierungsformen bei der Realisierung möglichst hoher Verschuldungsgrade einen wertvollen Beitrag leisten. Diese These soll im Folgenden weiter untermauert werden.

### **3.2.3.2.2 Marktunvollkommenheiten als Ursache für die Institutionenbildung auf dem Markt für Immobilienfinanzierung**

Die Argumentation der auf dem Irrelevanztheorem von Modigliani und Miller aufbauenden neoklassischen Ansätze der Finanzierungstheorie basiert auf der Annahme friktionsloser Märkte. Insbesondere die Annahmen vollständiger Markttransparenz und homogener Erwartungen der Marktteilnehmer führen dazu, dass Risiken infolge opportunistischer Verhaltensweisen anderer Wirtschaftssubjekte nicht von Bedeutung sind.<sup>453</sup>

Erst mit Einführung unvollkommener Kapitalmärkte werden Risiken aus opportunistischem Verhalten der Anteilseigner bzw. Manager für die Gläubiger relevant. Zum Schutz ihrer Position vor den aus „hidden information“ und „hidden action“ entstehenden Risiken ergreifen Gläubiger entsprechende Maßnahmen. Während solche Schutzmaßnahmen die Agency-Kosten der Gläubiger reduzieren, erhöhen sich im Gegenzug die Kosten der Anteilseigner.<sup>454</sup> Nachfolgend werden einige aufgrund der geschilderten Problematik entstandenen Schutzmaßnahmen und Institutionen, die für die Finanzierung von Unternehmensimmobilien von besonderer Relevanz sind, näher erläutert.

#### **3.2.3.2.2.1 Einschaltung von Finanzintermediären**

Aus neoklassischen Theorien ist eine Existenzberechtigung von Finanzintermediären wie Banken, Versicherungen etc. aufgrund der Annahme des vollkommenen Marktes nicht ableitbar. Erst der Verzicht auf die Vollkommenheitsprämisse liefert Ansatzpunkte für eine Begründung des in der Realität beobachtba-

---

<sup>453</sup> Vgl. Schmidt/Terberger, Grundzüge, S. 389 ff.; Müller-Trimbusch, Anleihen, S. 87.

<sup>454</sup> Vgl. hierzu Abschnitt 3.2.2.3.



ren Phänomens, dass Finanzierungen häufig nicht direkt zwischen Kapitalnachfrager und -anbieter, sondern über Mittler abgewickelt werden.<sup>455</sup>

Die Erklärungsansätze der neoinstitutionalistischen Finanzierungstheorie basieren auf der Existenz von Transaktionskosten und Informationsasymmetrien. Finanzintermediäre sind unter dieser Voraussetzung als sinnvoll anzusehen, sofern ihre Einschaltung zu einer Senkung der Transaktions- und Agency-Kosten führt.<sup>456</sup> Zahlreiche Autoren vermuten nun, dass Mittler wie z. B. Banken aufgrund von Spezialisierungsvorteilen bei der Suche nach Vertragspartnern, der Informationsverarbeitung sowie bei der Bewältigung von Informationsasymmetrien komparative Kostenvorteile aufweisen.<sup>457</sup> Diese Vermutung erscheint berechtigt, da anzunehmen ist, dass Finanzintermediäre, die Rechte zahlreicher Kapitalgeber auf sich vereinigen, Bonitätsprüfungen, Kontrollaufgaben sowie die Wahrnehmung von Beteiligungsrechten effizienter ausführen können als einzelne Kapitalanleger.<sup>458</sup> Eine besondere Bedeutung kommt in diesem Zusammenhang dem in Deutschland stark ausgeprägten Hausbankensystem zu. Durch langfristige Bindungen zum Unternehmen besitzt die Hausbank einen Informationsvorsprung, der ihr signifikante Wettbewerbsvorteile gibt.<sup>459</sup> Darüber hinaus führt die durch die monolithische Struktur wesentlich vereinfachte Erreichbarkeit der Gläubiger zu einer Reduktion der Transaktionskosten.<sup>460</sup>

Der dargestellten Argumentation kann entgegengehalten werden, dass durch die Zwischenschaltung eines Finanzintermediärs lediglich der Verhandlungspartner des Kapitalanlegers ersetzt wird. Dies befreit ihn nicht von der Notwen-

---

<sup>455</sup> Vgl. Müller-Trimbusch, Anleihen, S. 101 sowie S. 105 ff.; Schmidt/Terberger, Grundzüge, S. 463.

<sup>456</sup> Vgl. Schmidt/Terberger, Grundzüge, S. 465.

<sup>457</sup> Vgl. z. B. Benston/Smith, Transaction, S. 215; Campbell/Kracaw, Information, S. 864; Diamond, Intermediation, S. 393-414; Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 445 f.; Schmidt/Terberger, Grundzüge, S. 466. Neben dem neoinstitutionalistischen Erklärungsansatz existieren weitere Begründungsversuche, die hier aufgrund mangelnder Erkenntniserweiterung bzw. Relevanz nicht weiter verfolgt werden sollen. Überblicksmäßige Darstellungen zahlreicher Ansätze zur Erklärung von Finanzintermediären finden sich z. B. bei Greenbaum/Thakor, Intermediation, S. 105 ff. sowie bei Müller-Trimbusch, Anleihen, S. 105 ff. Die nachfolgenden Ausführungen beschränken sich auf die wesentlichen Aussagen neoinstitutionalistischer Erklärungsansätze.

<sup>458</sup> Vgl. Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 446.

<sup>459</sup> Vgl. Elsas/Krahnen, Relationship, S. 4; Fischer, Hausbankbeziehung, S. 23-35.

<sup>460</sup> Vgl. Rajan, Insiders, S. 1368.



digkeit, sich umfassend über die Bonität des Intermediärs zu informieren und ein laufendes Monitoring durchzuführen. In diesem Fall greift jedoch der Staat ein. Durch den Erlass spezieller Gesetze und die Einrichtung staatlicher Kontrollinstanzen, z. B. der Bankenaufsicht, wird der Kapitalanleger von diesen Aufgaben weitgehend entlastet.<sup>461</sup>

Das deutsche Finanzsystem und speziell der Markt für Immobilienfinanzierungen ist durch einen hohen Intermediationsgrad gekennzeichnet.<sup>462</sup> Zu den Anbietern von Immobilienfinanzierungen gehören die privaten Hypothekenbanken, öffentlich-rechtliche Realkreditinstitute, Universalbanken, Bausparkassen, Versicherungsgesellschaften sowie Leasing- und Fondsgesellschaften.<sup>463</sup> Sie unterscheiden sich insbesondere durch ihre spezifischen Refinanzierungssysteme.<sup>464</sup> Daraus resultiert eine Vielzahl unterschiedlicher Ausprägungsformen von Immobilienfinanzierungsinstrumenten. Eine herausragende Stellung nimmt das grundpfandrechtlich gesicherte Darlehen ein.<sup>465</sup> Die Bedeutung dieses klassischen Instruments der Immobilienfinanzierung wird maßgeblich beeinflusst durch das deutsche Pfandbriefsystem, das den Hypothekenbanken als wichtigste Institution des grundpfandrechtlich gesicherten Darlehens eine günstige Refinanzierungsmöglichkeit gewährt.<sup>466</sup>

Einige, für die Finanzierung von Unternehmensimmobilien wesentliche Instrumente und deren Eignung für spezifische Problemstellungen im Rahmen der Finanzierung von Unternehmensimmobilien werden in den Kapiteln 1 und 1 analysiert.

---

<sup>461</sup> Vgl. Schmidt/Terberger, Grundzüge, S. 466.

<sup>462</sup> Vgl. Achleitner, Handbuch, S. 537.

<sup>463</sup> Vgl. Bellinger/Reif, Anbietergruppen, S. 427 ff.; Gerhards/Keller, Baufinanzierung, S. 469 ff.; Gellen, Germany, S. 193 ff.; Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 458 f.; Steiner, Immobilienfinanzierung, S. 24 ff. sowie S. 34 ff.; zum Markt für Gewerbeimmobilienfinanzierungen im Speziellen vgl. Gellen, Germany, S. 192 f.

<sup>464</sup> Vgl. Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 459.

<sup>465</sup> Vgl. Bärschneider, Markt, S. 333; Gellen, Germany, S. 201; Staender/Kötter, Gewerbeimmobilien, S. 606.

<sup>466</sup> Vgl. Deutsche Bank, ABS, S. 6; Munsberg, Schuldverschreibungen, S. 712.

### 3.2.3.2.2 Kapitalrationierung

Nachdem festgestellt wurde, dass die Einschaltung von Intermediären tendenziell eine Senkung der Kosten von Finanzierungsbeziehungen bewirken kann, wird nachfolgend die Verfügbarkeit von Finanzierungsquellen untersucht. Vor dem Hintergrund der bereits angesprochenen hohen Bedeutung des Hypothekarkredits in Deutschland wird das in der Immobilienfinanzierung beobachtbare Phänomen der Kreditrationierung der Banken fokussiert.<sup>467</sup>

Zunächst ist es erforderlich, zwei Eingrenzungen vorzunehmen: Zum einen wird die Betrachtung auf kreditnachfragende Unternehmen beschränkt, die rentable Investitionen finanzieren wollen. Daneben ist die Kreditrationierung von der Begrenzung der Verschuldung durch die Höhe des Marktzinseszinses abzugrenzen.<sup>468</sup> Der Zins verkörpert nämlich den Regelmechanismus, über den Kapitalangebot und -nachfrage in Übereinstimmung gebracht werden.<sup>469</sup> Er sorgt damit für eine marktliche Begrenzung des Finanzierungsspielraums.

In der Finanzierungsliteratur wird zwischen der Kreditrationierung vom Typ I und Typ II differenziert. Kreditrationierung vom Typ I liegt vor, wenn ein Kreditnehmer einen höheren Kreditbetrag nachfragt, als ihm letztlich von der Bank angeboten wird. Demgegenüber versteht man unter Kreditrationierung vom Typ II eine Situation, in der von mehreren kapitalnachfragenden Unternehmen der gleichen Risikoklasse nur Einzelnen Kredit gewährt wird; die anderen, objektiv gesehen gleichwertigen, Anfragen werden abgelehnt.<sup>470</sup> Unter der Vielzahl der in der Literatur auffindbaren Ursachen der Kreditrationierung erscheinen die folgenden plausibel:

Unter Portfoliogesichtspunkten kann es für den Kreditgeber von Vorteil sein, sein Kreditportfolio zu diversifizieren und somit sein Gesamtrisiko zu verringern.

---

<sup>467</sup> Natürlich bestehen auch an den Börsen und hier insbesondere auf den inländischen Kapitalmärkten sowohl auf der Eigen- als auch auf der Fremdfinanzierungsseite Kapitalengpässe, auf die in diesem Zusammenhang hingewiesen wird. Auf die steigende Bedeutung der kapitalmarktorientierten Finanzierungsformen im Vergleich zu traditionellen Finanzierungsformen wird später eingegangen. Vgl. Achleitner, Handbuch, S. 469, S. 536 ff. sowie S. 555 ff.; Eilenberger, Finanzwirtschaft, S. 314.

<sup>468</sup> Vgl. Schneider, Investition, S. 629.

<sup>469</sup> Vgl. Felderer/Homburg, Makroökonomik, S. 73.

Als Folge entstehen Obergrenzen für Einzelkredite. Das Argument klingt auf den ersten Blick rational. Man ist damit in der Lage, von einzelnen Kreditgebern vorgegebene Kreditobergrenzen zu begründen. Allerdings können auf diese Weise Nachfrageüberhänge am Gesamtmarkt nicht erklärt werden.<sup>471</sup>

Deshalb ist anzunehmen, dass der Hauptgrund für das Phänomen der Kreditrationierung wiederum in durch asymmetrische Informationsverteilung bedingten Gläubigerrisiken zu sehen ist. Diese Risiken steigen mit wachsendem Verschuldungsgrad.<sup>472</sup> Verschuldungsgrenzen stellen somit eine mögliche Maßnahme des Gläubigers dar, sich vor den aus hidden information und hidden action entstehenden Risiken zu schützen.<sup>473</sup>

Empirische Studien belegen die Existenz der Kreditrationierung.<sup>474</sup> Gerade im Bereich der klassischen Immobilienfinanzierung, dem Hypothekarkredit, ist das Phänomen besonders evident. Im Allgemeinen fordern die kreditgebenden Banken einen zum Teil nicht unerheblichen Eigenkapitalanteil. Vollständige Fremdfinanzierungen sind nur in Ausnahmefällen möglich.<sup>475</sup>

### 3.2.3.2.3 Vereinbarung von Kreditsicherheiten

Die Abstimmung der Einzelwirtschaftspläne von Kapitalanbieter und -nachfrager erfolgt in Finanzierungsverträgen.<sup>476</sup> Unter Berücksichtigung der Risiken aus asymmetrischer Informationsverteilung ist die Vertragsgestaltung für beide Vertragsparteien von hoher Relevanz. Der Abschluss effizienter Verträge liegt dabei im Interesse beider Vertragsseiten. Ein Vertrag ist nach Franke/Hax unter Bezugnahme auf die Pareto-Optimalität als effizient anzusehen, wenn es „kei-

<sup>470</sup> Vgl. Schneider, Investition, S. 629; Müller-Trimbusch, Anleihen, S. 122.

<sup>471</sup> Vgl. Schneider, Investition, S. 629 f. sowie Abschnitt 3.2.3.1.3.

<sup>472</sup> Vgl. Abschnitt 3.2.2.3.

<sup>473</sup> Vgl. Schneider, Investition, S. 615 sowie S. 630 f. Marktgleichgewichtsmodelle zur Erklärung des Phänomens der Kreditrationierung von Typ I und II, auf die im Weiteren nicht näher eingegangen wird, finden sich z. B. bei Hodgman, Credit, S. 258-278; Freimer/Gordon, Bankers, S. 397-416; Jaffee/Russell, Information, S. 651-666; Stiglitz/Weiss, Credit, S. 393-410.

<sup>474</sup> Vgl. Winker, Kreditrationierung, S. 123.

<sup>475</sup> Vgl. Follak, Joint Ventures, S. 100 ff.; Gellen, Germany, S. 198; Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 460; Staender/Kötter, Gewerbeimmobilien, S. 606.

<sup>476</sup> Vgl. Schneider, Investition, S. 614 f.

nen anderen Vertrag gibt, der mindestens einen Vertragspartner besserstellt, ohne gleichzeitig einen anderen schlechter zu stellen<sup>477</sup>.

Gläubiger können die durch den Informationsvorsprung der Eigentümer bzw. Manager entstehenden Risiken durch eine intensive Informationsbeschaffung und -auswertung (Kreditwürdigkeitsprüfung) vor Vertragsabschluss und im Anschluss daran durch angemessene vertragliche Vereinbarungen einschränken. Fama verdeutlicht die Relevanz der Informationsbeschaffung, indem er bei Existenz eines vollkommenen Kapitalmarktes nachweist, dass vollständige Information dem Gläubiger einen perfekten Schutz bietet. Mögliche Ausfälle werden nicht ausgeschlossen, aber sie kommen nicht überraschend und sind insofern kalkulierbar.<sup>478</sup> Vertragliche Gestaltungsmöglichkeiten beziehen sich insbesondere auf die Entlohnung des Gläubigers (z. B. Vereinbarung von Risikoprämien), Informationsübermittlungspflichten des Kreditnehmers, Einwirkungs- und Kontrollrechte des Gläubigers sowie Vereinbarungen zur Beschränkung des Handlungsspielraums des Kreditnehmers.<sup>479</sup> Es existieren vielfältige Mittel zur Beschränkung des Handlungsspielraums. Zu den wesentlichen gehören vertragliche Nebenabreden („financial covenants“), Negativklauseln und Kreditsicherheiten.<sup>480</sup> Im Folgenden soll aufgrund der hohen Relevanz für den Bereich der Immobilienfinanzierung, wo die Mehrzahl der Kredite gegen grundpfandrechtliche Sicherheiten gewährt wird<sup>481</sup>, die betriebswirtschaftliche Bedeutung von Kreditsicherheiten untersucht werden.

Unter Kreditsicherheiten werden in Anlehnung an Drukarczyk vertraglich vereinbarte Zugriffsrechte des Gläubigers auf Vermögensgegenstände, die sich im

---

<sup>477</sup> Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 416. Zum Begriff der Pareto-Optimalität bzw. Pareto-Effizienz vgl. Feess, Mikroökonomie, S. 94 ff.

<sup>478</sup> Vgl. Fama, Effects, S. 272-284. Zur Kreditwürdigkeitsprüfung vgl. Süchting, Finanzmanagement, S. 207 ff.; Swoboda, Finanzierung, S. 277 ff.; zur Kreditwürdigkeitsprüfung bei Immobilienfinanzierungen vgl. Deutsche Bank AG, Immobilienfinanzierung, Kapitel Kreditrichtlinien, 2. Vertretbarkeit, S. 1-17.

<sup>479</sup> Vgl. Breuer, Finanzierungstheorie, S. 192 ff.; Drukarczyk, Theorie, S. 313 ff.; Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 437 ff.

<sup>480</sup> Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 328 ff.; Franke/Hax, S. 440 ff.; Gerke/Bank, Finanzierung, S. 356 ff.; Swoboda, Finanzierung, S. 279 ff.; Wittig, Financial Covenants, S. 1381-1424; Wurtzbach/Miles, Real Estate, S. 443 ff.; vgl. auch Abschnitt 3.2.2.3.

<sup>481</sup> Vgl. Abschnitt 3.2.3.2.2.1.

Besitz des Schuldners befinden, verstanden.<sup>482</sup> Bei Grundstücken bilden die Grundpfandrechte die übliche Form der Kreditsicherheit. Neben der Verpfändung bzw. sicherungsweisen Übereignung von Vermögensgegenständen (sachliche Sicherheiten) existieren persönliche Sicherheiten wie Bürgschaften und Garantien. Diese dienen bei Kapitalgesellschaften im Allgemeinen zur Umgehung der Haftungsbeschränkung der Gesellschafter.<sup>483</sup> Da dieses Thema jedoch nicht im unmittelbaren Zusammenhang mit der Finanzierung von Unternehmensimmobilien zu sehen ist, beschränkt sich die Betrachtung auf die obige Definition von Kreditsicherheiten.

Durch Kreditsicherheiten können Gläubigerrisiken zum Teil erheblich reduziert werden. Schneider weist nach, dass Sicherheiten den Erwartungswert der Rendite der gesicherten Kreditgeber erhöhen und somit aus Sicht des Schuldners zu einer Ausweitung der Verschuldungsmöglichkeit bzw. einer Senkung der Kreditkosten führen.<sup>484</sup> Drukarczyk kommt zu einem ähnlichen Ergebnis. Unter der Bedingung, dass dritte Gläubiger keinen Zugriff auf das Sicherungsgut haben und vertragswidrige Verfügungen über das Sicherungsgut durch den Schuldner quasi ausgeschlossen werden können, kann das Ausfallrisiko der Gläubiger, definiert als Funktion der Varianz des Unternehmens-Cashflows und der Höhe der vertraglich fixierten Zahlungsansprüche, durch die Gewährung von Sicherheiten reduziert werden. Die Bevorzugung des gesicherten gegenüber dem ungesicherten Gläubiger äußert sich zum einen im Insolvenzfall. Während der gesicherte Gläubiger seine Ansprüche aus dem Sicherungsgut bevorzugt befriedigen kann, kann der ungesicherte Gläubiger lediglich einen dem gesicherten Gläubiger nachrangigen Anspruch auf die Konkursquote geltend machen. Darüber hinaus besitzt der gesicherte Gläubiger auch außerhalb des Insolvenzverfahrens ein Zugriffsrecht auf die Sicherheiten.<sup>485</sup>

Das Ausmaß der Verringerung des Ausfallrisikos hängt entscheidend von der Wertentwicklung des Sicherungsgegenstands ab. Die zentrale Frage ist, ob der

---

<sup>482</sup> Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 336.

<sup>483</sup> Vgl. Schneider, Investition, S. 625.

<sup>484</sup> Vgl. Schneider, Investition, S. 625 ff.

<sup>485</sup> Vgl. Drukarczyk, Insolvenz, S. 114 ff.; Drukarczyk/Duttler/Rieger, Mobiliarsicherheiten, S. 29; Drukarczyk, Theorie, S. 337; Frings, Insolvenzrecht, S. 7.



Verwertungserlös abzüglich der ggf. anfallenden Verwertungskosten zu jedem Zeitpunkt den Kreditrestbetrag abdeckt.<sup>486</sup> Insofern hat der gesicherte Gläubiger bei der Ermittlung seiner erwarteten Rendite zwei Aspekte der Unsicherheit zu berücksichtigen:

- das Ausfallrisiko des Schuldners und
- die Wertentwicklung des Sicherungsgutes.

Seine Risikoposition ergibt sich aus der zusammengefassten Wahrscheinlichkeitsverteilung beider Aspekte.<sup>487</sup>

Die Besicherung von Krediten bringt dem Gläubiger weitere Vorteile. Die Vermutung liegt nahe, dass sich seine Informations- und Kontrollkosten reduzieren. Deckt der Sicherheitenwert während der gesamten Kreditlaufzeit den jeweiligen Kreditbetrag, beschränkt sich das Informationsbeschaffungs- und Kontrollbedürfnis des gesicherten Gläubigers auf Wert und Wertentwicklung des Sicherungsgutes. Auch die in Abschnitt 3.2.2.3 dargestellten Risiken der nachträglichen Verschuldung, der Überinvestition und der Unterinvestition sind aus Sicht des Gläubigers von untergeordneter Bedeutung.<sup>488</sup>

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass Unternehmen ihren Verschuldungsspielraum durch die Gewährung von Kreditsicherheiten erhöhen bzw. die Kreditkosten senken können. Entscheidend hierfür ist zum einen die mit dem jederzeitigen Zugriffsrecht und der Bevorzugung im Insolvenzverfahren verbundene Senkung der Ausfallrisiken des Gläubigers und zum anderen die Reduktion der Agency-Kosten.<sup>489</sup> Ferner sind die erzielbaren Laufzeiten besicherter und insbesondere grundpfandrechtlich gesicherter Darlehen im Allgemeinen länger als die unbesicherter Kredite. Folglich kann die Rückzahlung des Darlehens über einen längeren Zeitraum verteilt werden; die jährliche Belastung

---

<sup>486</sup> Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 337.

<sup>487</sup> Vgl. Schneider, Investition, S. 626.

<sup>488</sup> Vgl. Drukarczyk, Insolvenz, S. 116 ff.; Drukarczyk /Duttler/Rieger, Mobiliarsicherheiten, S. 30 f.

<sup>489</sup> Vgl. Drukarczyk/Duttler/Rieger, Mobiliarsicherheiten, S. 31; Schneider, Investition, S. 628. Die Vorteile der Kreditbesicherung werden reduziert um die Kreditsicherungskosten. Dazu zählen z. B. die Gebühren der Bestellung und Löschung von Grundpfandrechten sowie die Kosten der Bewertung des Sicherungsgutes (Beleihungswertermittlung). Vgl. Bellinger/Reif, Realkredit, S. 420; Swoboda, Finanzierung, S. 295.

sinkt.<sup>490</sup> Somit kann gefolgert werden, dass eine Vollbesicherungsstrategie c. p. zu einer Marktwertmaximierung des Eigenkapitals führt.<sup>491</sup>

Diese hohe Bedeutung von Kreditsicherheiten wird durch empirische Beobachtungen gestützt. Drukarczyk/Duttler/Rieger stellten bei einer Befragung von 249 Unternehmen fest, dass 77,6 % der Bankkredite durch Sicherheiten unterlegt waren. Dabei wurden in 38,9 % der Fälle Grundschulden bzw. Hypotheken als Sicherheit vereinbart. Den zweiten Rang in der Bedeutungsskala nahmen Bürgschaften ein, allerdings mit gebührendem Abstand (18,7 % der Vereinbarungen).<sup>492</sup> Dieses Ergebnis unterstreicht, dass sich Immobilien aufgrund ihrer spezifischen Eigenschaften vergleichsweise gut als Kreditsicherheit eignen. Süchting identifiziert vier wirtschaftliche Anforderungen, die an Kreditsicherheiten zu stellen sind.<sup>493</sup>

- Wertbeständigkeit
- Schnelle Liquidierbarkeit
- Sicherung der Unabhängigkeitsposition des Kreditgebers vom Kreditnehmer
- Wirtschaftlichkeit der Kreditsicherheit

Das Kriterium der Wertbeständigkeit ist bei Immobilien überwiegend erfüllt. Ein wesentlicher Einflussfaktor bei Unternehmensimmobilien ist allerdings die Drittverwendungsfähigkeit. Der Beleihungs- und Liquidationswert wird bei drittverwendungsfähigen Immobilien (z. B. Büro- und Verwaltungsgebäude) grundsätzlich höher sein als bei beschränkt oder nicht drittverwendungsfähigen Spezialimmobilien, die im Rahmen der Betriebstätigkeit auf bestimmte gewerbliche Zwecke ausgerichtet sind.<sup>494</sup>

Hinsichtlich der Liquidierbarkeit weisen Immobilien im Vergleich zu börsennotierten Wertpapieren Nachteile auf. Die Verwertung kann sich ggf. über Monate hinziehen.<sup>495</sup> Erleichtert wird der Prozess der Verwertung durch gesetzliche

---

<sup>490</sup> Vgl. Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, S. 45 f.

<sup>491</sup> Vgl. Rudolph, Kreditsicherheiten, S. 28 ff.; Scott, Bankruptcy, S. 1-19.

<sup>492</sup> Vgl. Drukarczyk/Duttler/Rieger, Mobiliarsicherheiten, S. 57 sowie S. 63.

<sup>493</sup> Vgl. Süchting, Finanzmanagement, S. 212.

<sup>494</sup> Vgl. Abschnitt 3.2.3.1.1.

<sup>495</sup> Vgl. Süchting, Finanzmanagement, S. 213.



Regelungen. Als Beispiele sind neben den Verfahrensvorschriften der Zivilprozessordnung die Regelungen des Gesetzes über die Zwangsversteigerung und Zwangsverwaltung zu nennen.<sup>496</sup>

Mit der Sicherung der Unabhängigkeit vom Kreditnehmer ist der Wunsch des Kreditgebers gemeint, die im Verhalten des Kreditnehmers liegenden Risiken und somit die Agency-Kosten zu minimieren. Diese Anforderung wird von Immobiliarsicherheiten erfüllt, sofern der Wert der Immobilie die jeweilige Restforderung des Gläubigers abdeckt. Vor Verfügungen durch den Kreditnehmer ist der Gläubiger durch die umfangreichen Bestimmungen des BGB zu Erwerb und Abtretung von Grundpfandrechten weitgehend geschützt.<sup>497</sup>

Während Maschinen oder Vorräte besonders kostenintensive Sicherheiten darstellen, sind die Kosten von Grundpfandrechten aus Sicht des Gläubigers verhältnismäßig überschaubar. Zwar fallen zu Beginn im Rahmen der Grundschuldbestellung, der Bewertung etc. Kosten an, jedoch ist der laufende Arbeitsaufwand einer Bank im Rahmen der Sicherheitenverwaltung bei Maschinen und Vorräten wesentlich höher.<sup>498</sup>

Als Zwischenfazit ist festzuhalten, dass der Einsatz der Unternehmensimmobilien als Kreditsicherheiten aufgrund der Risiko reduzierenden Wirkung und der guten Eignung von Immobilien als Kreditsicherheit ein wirksames Mittel zur Maximierung des Eigenkapitalwertes darstellt.

### **3.2.3.2.3 Das Disintermediationsphänomen und seine Bedeutung für die Finanzierung von Unternehmensimmobilien**

In den letzten Jahren ist eine deutliche Tendenz zur Verbriefung von Finanzierungen, die so genannte Securitisation, festzustellen.<sup>499</sup> Hauptzweck der Secu-

<sup>496</sup> Vgl. Frings, Insolvenzrecht, S. 7; Gaberdiel, Kreditsicherung, S. 350 ff.

<sup>497</sup> Vgl. Gaberdiel, Kreditsicherung, S. 38-61 sowie S. 72-114.

<sup>498</sup> Vgl. Süchting, Finanzmanagement, S. 215 f.

<sup>499</sup> Vgl. Süchting, Entwicklungen, S. 147 und 153; Müller-Trimbusch, Anleihen, S. 130 ff. Der Begriff Securitisation wird in der Literatur uneinheitlich gebraucht. So verstehen Bühler/Feuchtmüller/Vogel darunter den „Trend zum Wertpapier“. Vgl. Bühler/Feuchtmüller/Vogel, Securitization, S. 11 f. Vielfach wird der Begriff auch synonym verwandt mit den Begriffen Asset- bzw. Mortgage-backed Securities, die eine Sonderform der Securitisation darstellen. Vgl. Thompson, Securitisation, S. 7 ff.

ritisation ist es, Finanzkontrakte oder andere Vermögensgegenstände handelbar zu machen und so einen liquiden Sekundärmarkt zu kreieren.<sup>500</sup>

Securitisations impliziert, dass die Einschaltung von Finanzintermediären unterbleibt. Dieser Trend zur marktlichen Koordination der Unternehmensfinanzierung wird auch als Disintermediation bezeichnet.<sup>501</sup> Grundsätzlich sind zwei Stufen der Disintermediation vorstellbar. In der ersten Stufe wird auf die Einschaltung von Geschäftsbanken als Intermediär verzichtet. Die Finanztransaktion des Kapitalnachfragers am Kapitalmarkt wird jedoch von Investmentbanken in der Funktion eines Arrangeurs, Underwriters oder Platzierungsinstituts begleitet. Die zweite Stufe repräsentiert dann eine völlige Disintermediation, bei der Kapitalangebot und -nachfrage direkt und ohne Einschaltung von Geschäfts- oder Investmentbanken am Kapitalmarkt agieren.<sup>502</sup>

In der Literatur findet man zahlreiche Erklärungsansätze für das Disintermediationsphänomen. Ausgangspunkt der hier gewählten Argumentation sind wiederum Unvollkommenheiten des Kapitalmarktes. In Abschnitt 3.2.3.2.2 wurde gezeigt, dass die Existenz von Finanzintermediären über das Anfallen von Transaktions- und Agency-Kosten begründet werden kann. Es wird vermutet, dass Finanzintermediäre Funktionen wie die Suche nach Vertragspartnern, die Informationsbeschaffung und -auswertung sowie die Überwachung des Schuldners kostengünstiger bewerkstelligen können als die Kapitalgeber. Die Tendenz zur Disintermediation kann darauf aufbauend durch eine Erosion dieser Kostenvorteile der Finanzintermediäre begründet werden.<sup>503</sup> Die Ursachen für diese Kostenverschiebung sind zum einen in der Verbesserung der Rahmenbedingungen am Kapitalmarkt und zum anderen in einer Verschärfung des Wettbewerbsumfelds für die Finanzintermediäre zu vermuten.

---

<sup>500</sup> Vgl. Achleitner, Handbuch, S. 65 f.

<sup>501</sup> Vgl. Achleitner, Handbuch, S. 62; Wessel, Banken, S. 478.

<sup>502</sup> Vgl. Bär, Asset Securitisation, S. 24 f.; Paul, Bankenintermediation, S. 55 ff.

<sup>503</sup> Vgl. Berlin/Loeys, Bond, S. 397-412.

- Verbesserung der Rahmenbedingungen am Kapitalmarkt

Die Rahmenbedingungen an den Finanzmärkten, insbesondere an ihrer wesentlichen Organisationsform, den Börsen<sup>504</sup>, haben sich in den letzten Jahren zunehmend verbessert. Hierzu hat neben der Harmonisierung der rechtlichen Rahmenbedingungen auf internationaler Ebene insbesondere der Abbau regulatorischer Hindernisse beigetragen.<sup>505</sup> Weiterhin ist eine erhebliche Verbesserung der Markttransparenz in den letzten Jahren zu beobachten. Ein wesentlicher Faktor, der zu dieser Verbesserung beigetragen hat, ist das verstärkte Engagement US-amerikanischer Rating-Agenturen an den Euromärkten. Ratings erleichtern den Anlegern die Einschätzung von Kreditrisiken erheblich. Sie erfordern seitens der Unternehmen erhöhte Anstrengungen im Rahmen der Kommunikationspolitik, da Rating-Agenturen über die gesetzlichen Anforderungen hinausgehende Informationen verlangen.<sup>506</sup> Die erhöhten Publizitätsanstrengungen sind aber auch vor dem Hintergrund der steigenden Bedeutung der Shareholder Value-Orientierung zu sehen. Dies wird durch die wachsenden Anstrengungen unterstrichen, die Unternehmen im Rahmen des Investor Relations in den letzten Jahren unternommen haben.<sup>507</sup> Die rasante technologische Entwicklung hat dazu geführt, dass die Handelssysteme an den Börsen erheblich verbessert werden konnten. Dadurch wurden Geschwindigkeit und Kapazitäten erhöht sowie Transaktionskosten reduziert. Auf Anlegerseite konnte durch die Weiterentwicklung im Bereich der Kommunikationstechnologie die Datenaufnahme- und -verarbeitungskapazität erheblich gesteigert werden.<sup>508</sup>

Schließlich ist ein Trend zur Institutionalisierung erkennbar. Darunter versteht man die Entwicklung, dass institutionelle Investoren wie Pensionsfonds, Banken und Versicherungen für den Anleger am Kapitalmarkt auftreten. Die Einschaltung von Institutionen verspricht neben Know-how- und Kostenvorteilen

---

<sup>504</sup> Vgl. Neuber, Kapitalmarkt, S. 63.

<sup>505</sup> Als Beispiel ist die Einführung des Dritten Finanzmarktförderungsgesetzes zu nennen. Vgl. Achleitner, Handbuch, S. 70 f.; Storck, Euromarkt, S. 439-456; Süchting, Entwicklungen, S. 148 ff.; Wessel, Banken, S. 478.

<sup>506</sup> Vgl. Süchting, Entwicklungen, S. 154; Betsch/Groh/Lohmann, Corporate, S. 189.

<sup>507</sup> Vgl. Corporate Communications, Investor, S. 1.

<sup>508</sup> Vgl. Achleitner, Handbuch, S. 69 f.; Müller-Trimbush, Anleihen, S. 248; o. V., Kluff, S. 27; Süchting, Entwicklungen, S. 152 f.; Schwilling, Börsenplatz, S. 433 ff.

eine verbesserte Risikodiversifikation.<sup>509</sup> Insgesamt ist festzustellen, dass die verbesserten Rahmenbedingungen an den Finanzmärkten die Transaktions- und Informationskosten aus Sicht der Kapitalanbieter reduziert und somit ein Engagement ohne Einschaltung von Finanzintermediären begünstigt haben.

- Verschärftes Wettbewerbsumfeld für die Finanzintermediäre

Der Trend zur Globalisierung und die damit verbundene Öffnung der Märkte eröffnen den Banken nicht nur Chancen, sondern führen zugleich zu einem erhöhten Wettbewerbsdruck durch zusätzliche Anbieter, die auf den Heimatmarkt drängen.<sup>510</sup> Dies gilt nicht nur für die Aktivseite, wo die Zinsmargen zunehmend sinken, sondern auch für die Passivseite. Die Anleger sind informierter und somit auch performancebewusster geworden. Als Folge ist die Produktpalette der Investmentangebote größer und attraktiver geworden. Das Sparkonto hat seine ehemals große Bedeutung weitgehend eingebüßt.<sup>511</sup> Diese Entwicklungen spiegeln sich in den Ergebnissen des deutschen Bankgewerbes wider. Aufgrund sich verschlechternder Refinanzierungsbedingungen und zunehmendem Wettbewerbsdruck ist der Zinsüberschuss deutlich zurückgegangen. Es ist anzunehmen, dass infolge der zunehmenden Shareholder Value-Orientierung und daraus resultierenden erhöhten Rentabilitätsmaßstäben eine weitere Rationierung des klassischen Kreditgeschäftes folgen wird. Demgegenüber haben die Banken ihr Engagement im so genannten Provisionsgeschäft verstärkt.<sup>512</sup>

Im Bereich der Immobilienfinanzierung zeichnet sich die dargestellte Entwicklung in gleicher Weise ab. Der Wettbewerbsdruck steigt, Zinsmargen werden zunehmend geringer. Verbriefungen fanden in den letzten Jahren in Deutschland insbesondere bei Banken in Form von Mortgage-backed Securities-Transaktionen statt. Vorrangige Beweggründe sind in der Bilanz- bzw. Eigenkapitalentlastung und somit der Schaffung zusätzlichen Spielraums für das Neu-

<sup>509</sup> Vgl. Achleitner, Handbuch, S. 62 f.

<sup>510</sup> Vgl. Herrhausen, Wettbewerbsposition, S. 79 ff.; Kreim, Kreditentscheidung, S. 11 ff.; Wessel, Banken, S. 475.

<sup>511</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank, Vermögenssituation, S. 33-50; Rehkugler/Voigt/Wolff, Anlegerverhalten, S. 316-322; Wessel, Banken, S. 476 f.

<sup>512</sup> Als Beispiel sind die verstärkten Bemühungen der Geschäftsbanken, sich im Investment Banking zu etablieren, zu nennen. Vgl. Müller-Trimbusch, Anleihen, S. 261 ff.; Wessel, Banken, S. 480 f. sowie S. 484 f.

geschäft sowie in der Steuerung von Portfoliorisiken zu sehen.<sup>513</sup> Im Bereich Unternehmensimmobilien ist die Immobilien-Aktiengesellschaft als kapitalmarktorientiertes Finanzierungsvehikel immer mehr in den Blickpunkt des Interesses gerückt.<sup>514</sup> Es ist zu erwarten, dass sich im Rahmen des Disintermediationsprozesses weitere Verbriefungsformen für die Finanzierung von Unternehmensimmobilien herausbilden werden.

#### **3.2.3.2.4 Kapitalfreisetzung für Investitionen in das Kerngeschäft durch Fremdfinanzierung**

Unternehmensimmobilien wurden definiert als Immobilien, die im Rahmen des Leistungserstellungsprozesses als Produktionsfaktor fungieren. Der Immobilienbereich stellt folglich kein Kerngeschäftsfeld dar, sondern ist als Ergänzungsgeschäftsfeld anzusehen, das Leistungen zur Unterstützung des Kerngeschäftes erbringt.<sup>515</sup> Die Vermutung liegt nahe, dass Unternehmen in ihrem Kerngeschäftsbereich aufgrund von Spezialisierungs- und Größenvorteilen langfristig bessere Rendite-Risiko-Relationen realisieren können als in Nicht-Kerngeschäftsfeldern.<sup>516</sup>

Daraus kann für die Finanzierung von Unternehmensimmobilien gefolgert werden, dass es vor dem Hintergrund der Marktwertmaximierung des Eigenkapitals suboptimal ist, Eigenkapital im Nebengeschäftsfeld zu binden. Anzustreben ist eine möglichst hohe Fremdfinanzierung der Unternehmensimmobilien. Die dadurch frei werdenden bzw. nicht gebundenen Mittel können zur Finanzierung des Kerngeschäftes verwendet werden.<sup>517</sup> Zur Darstellung einer möglichst hohen Fremdfinanzierung bieten sich zwei Wege an:

- a) Es erfolgt eine bilanzwirksame Fremdfinanzierung der Immobilie. Durch den Einsatz der Immobilie als Kreditsicherheit wird der Beleihungsspielraum erhöht.<sup>518</sup>

<sup>513</sup> Vgl. Achleitner, Handbuch, S. 66 f.

<sup>514</sup> Vgl. Sotelo, Immobilienaktiengesellschaften, S. 24 ff.

<sup>515</sup> Vgl. Baan, Shareholder-Value-Konzept, S. 133.

<sup>516</sup> Vgl. auch Gop, Bilanz, S. 14 sowie Pettit, Wall Street, S. 5.

<sup>517</sup> Vgl. Brealey/Myers, Principles, S. 739; Brueggeman/Fisher/Porter, Real Estate, S. 44; Pederson, Corporate, S. 347; Spremann, Wirtschaft, S. 350.

<sup>518</sup> Vgl. Abschnitt 3.2.3.2.2.3.



- b) Die Immobilie wird bilanzunwirksam finanziert. Dies kann - abhängig davon, ob die Finanzierung einer bereits im Bestand befindlichen oder einer neuen Immobilie erfolgen soll - in Form einer Leasing-, einer Sale-Leaseback- oder einer Asset Securitisation-Transaktion geschehen.<sup>519</sup> Auch hier dient die Immobilie als Sicherheit, gegebenenfalls, aber nicht notwendigerweise mit (teilweisem) Rückgriff auf das Unternehmen. Die Kontrolle über die Immobilie sichert sich das Unternehmen durch den Abschluss langfristiger Mietverträge, gegebenenfalls in Verbindung mit Mietverlängerungs- bzw. Kaufoptionen.

### 3.2.4 Zusammenfassung

Nachdem in einem ersten Schritt auf Gesamtunternehmensebene die Relevanz von Finanzierungsentscheidungen bei Vorlage von Marktunvollkommenheiten wie Steuern, Transaktions- und Informationskosten sowie Gläubigerrisiken festgestellt werden konnte, wurde in einem zweiten Schritt hinterfragt, welche Rolle die Finanzierung betrieblicher Immobilien in diesem Zusammenhang einnimmt. Dazu wurden zunächst die finanzierungsrelevanten Eigenschaften von Immobilien herausgearbeitet und alternative Finanzierungsentscheidungen (Unternehmensfinanzierung versus immobilisenspezifischer Finanzierung sowie Einzelfinanzierung versus Poolfinanzierung) dargestellt.

Im Anschluss daran wurden verschiedene Ansatzpunkte aufgezeigt, welche die Relevanz der Finanzierung von Unternehmensimmobilien untermauern und erste Schlüsse auf die anzustrebende Finanzierungsstruktur zulassen. Zunächst wurde festgestellt, dass die steuerlichen Bedingungen in der Bundesrepublik Deutschland die Fremdfinanzierung und somit eine möglichst hohe Beleihung nahelegen. Bei der Analyse der Auswirkungen von Marktunvollkommenheiten wurde das Phänomen der Einschaltung von Finanzintermediären erläutert und seine Relevanz für den Markt für Immobilienfinanzierungen herausgestellt. Mit der Kreditrationierung und der Einräumung von Kreditsicherheiten wurden wirk-

---

<sup>519</sup> In diesem Zusammenhang werden sämtliche Kapitalbeschaffungsmaßnahmen als Fremdfinanzierung verstanden, die nicht durch die Eigentümer des Unternehmens erfolgen. Wird das bilanzunwirksame Vehikel z. T. durch externe Eigenkapitalgeber finanziert, so ist dies aus Sicht der Eigentümer des Unternehmens ebenfalls als Fremdfinanzierung anzusehen, sofern keine Personenidentität vorliegt.

same Maßnahmen der Gläubiger zur Reduktion der durch Marktunvollkommenheiten entstehenden Risiken aufgezeigt. Hinsichtlich der Kreditsicherheiten wurde festgestellt, dass ihre Einräumung den Beleihungsspielraum erhöht bzw. die Kapitalkosten senkt. Insofern ist zum Zwecke der Marktwertmaximierung eine Vollbesicherung der immobilienpezifischen Finanzierungen anzustreben.

Der in den letzten Jahren zu beobachtende Trend zur Disintermediation und zur Securitisation konterkariert die derzeitige Situation am von Finanzintermediären beherrschten Immobilienfinanzierungsmarkt. Es ist zu vermuten, dass vor dem Hintergrund der sich verbessernden Rahmenbedingungen am Kapitalmarkt und dem erhöhten Wettbewerbsdruck im Kreditgewerbe die Bedeutung der Verbriefung von Immobilienfinanzierungen zukünftig steigen wird. Der zu erwartende hohe Kapitalbedarf zur Finanzierung von Unternehmensimmobilien deutet ebenfalls auf diese Entwicklung hin.<sup>520</sup>

Abschließend wurde die Betrachtung auf den Investitionsbereich erweitert. Unter der Annahme, dass der Kerngeschäftsbereich eine höhere risikoangepasste Rendite erwirtschaftet als das Nebengeschäftsfeld Immobilien, führt eine möglichst hohe Fremdfinanzierung der Unternehmensimmobilien zur Marktwertmaximierung des Eigenkapitals. Dies ist bilanzwirksam oder bilanzneutral durch den Einsatz der Immobilie als Kreditsicherheit möglich.

---

<sup>520</sup> Vgl. Sotelo, Immobilienaktiengesellschaften, S. 24.



#### 4 Konzeption eines Instrumentes zur Beurteilung der Finanzierung von Unternehmensimmobilien

Nachdem mit der Marktwertmaximierung des Eigenkapitals das finanzwirtschaftliche Oberziel festgelegt und die Bedeutung finanzpolitischer Entscheidungen im Rahmen der Finanzierung von Unternehmensimmobilien erläutert wurde, ist es nun erforderlich, ein Modell zu konstruieren, mit dessen Hilfe eine Auswahl der marktwertmaximalen Finanzierungsstrategie bzw. des optimalen Finanzierungskonzeptes erfolgen kann. Dazu werden zunächst die Anforderungen, die an ein solches Modell zu stellen sind, formuliert. Im Anschluss daran werden die Bewertungsmethodik und die einzelnen Bewertungskomponenten erläutert.

##### 4.1 Modellanforderungen

Eine zentrale Aufgabe der modernen Finanzierungstheorie ist es, der Unternehmensführung konkrete Entscheidungshilfen für die Lösung von Investitions- und Finanzierungsproblemen zur Verfügung zu stellen.<sup>521</sup> Dabei stehen folgende Entscheidungsprobleme im Vordergrund:<sup>522</sup>

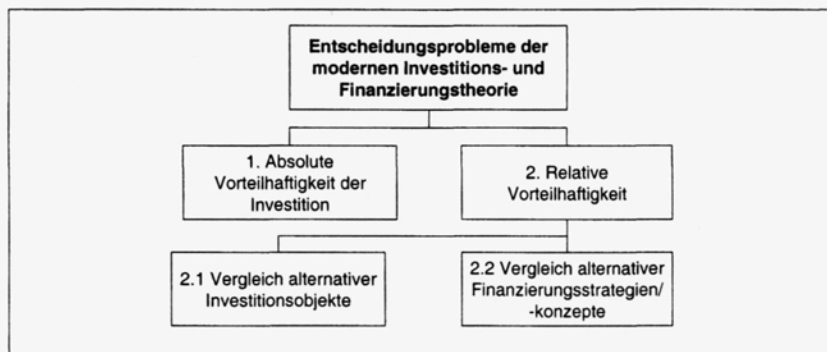


Abbildung 16: Entscheidungsprobleme der modernen Investitions- und Finanzierungstheorie<sup>523</sup>

<sup>521</sup> Vgl. Schmidt/Terberger, Grundzüge, S. 40.

<sup>522</sup> Vgl. Abbildung 16.

<sup>523</sup> Quelle: in Anlehnung an Ropeter, Investitionsanalyse, S. 39; Schulte, Wirtschaftlichkeitsrechnung, S. 18; Vaaßen, Immobilienleasing, S. 85.

Die vorliegende Arbeit konzentriert sich auf den Vergleich alternativer Finanzierungsstrategien und -konzepte. Als Zielfunktion fungiert dabei die in Abschnitt 3.1 erläuterte Marktwertmaximierung des Eigenkapitals.

Als zentrale Anforderung an das Bewertungsmodell folgt hieraus, dass es der Unternehmensführung entscheidungsrelevante Informationen zur Identifikation der marktwertmaximalen Finanzierungsalternative liefert. Um eine fundierte und zukunftsgerichtete Entscheidungsfindung zu ermöglichen, müssen die Auswirkungen der zu vergleichenden Finanzierungskonzepte auf den Reichtum der Anteilseigner möglichst genau und transparent erfasst werden. Aufgrund ihrer hohen Relevanz für die Finanzierung von Unternehmensimmobilien sind hier vor allem die Besonderheiten immobilienpezifischer Finanzierungsinstrumente zu berücksichtigen.

Wünschenswert wäre in diesem Zusammenhang eine vollständige und realitätsgetreue Abbildung der bewertungsrelevanten Komponenten. Die Vielfalt der zu berücksichtigenden, z. T. interdependenten Einflussfaktoren in Verbindung mit der Prognoseunsicherheit würde jedoch zu einem derart hohen Komplexitätsgrad führen, dass der praktische Wert eines solchen realitätsgetreuen Modells stark in Frage gestellt werden könnte. Darüber hinaus wäre die notwendige Datenbeschaffung und -verarbeitung kaum zu bewältigen.<sup>524</sup> Vor diesem Hintergrund sind Maßnahmen zur Reduktion der Komplexität erforderlich. Die folgende Analyse beschränkt sich auf die wesentlichen wertbestimmenden Faktoren.<sup>525</sup>

In finanzierungstheoretischen Modellen ist eine Beschränkung der Betrachtung auf finanzielle Größen und Ziele üblich. Dies erscheint sinnvoll, da unternehmerische Handlungen im Zeitablauf Zahlungen hervorrufen.<sup>526</sup> Die Abstraktion von nicht finanziellen Größen soll jedoch nicht deren Existenz negieren. Es ist unbestritten, dass Ziele wie z. B. Unabhängigkeit, Macht, Prestige die Entschei-

---

<sup>524</sup> Vgl. Ballwieser, Komplexitätsreduktion, S. 5 ff.; Kruschwitz, Investitionsrechnung, S. 234.

<sup>525</sup> Vgl. Richter, Konzeption, S. 74 ff.

<sup>526</sup> Vgl. Hachmeister, Discounted Cash Flow, S. 6; Schneider, Investition, S. 9 und S. 20.

dungen der Unternehmensführung zum Teil erheblich beeinflussen.<sup>527</sup> Allerdings führt die Integration eines mehrdimensionalen Zielsystems in das Entscheidungsmodell zu erheblichen Operationalisierungsproblemen. Es ist erforderlich, für jeden zukünftigen Zeitpunkt nicht finanzielle Aspekte in quantitative Größen zu transformieren. Häufig bestehen zwischen den einzelnen Zielvariablen Interdependenzen, die ebenfalls in das Modell integriert werden müssen. Die hieraus resultierende Komplexität des Entscheidungsmodells lässt eine Reduzierung auf finanzielle Größen aus Kosten-Nutzen-Überlegungen als gerechtfertigt erscheinen.<sup>528</sup>

Ein wesentliches Element im Rahmen der Unternehmensbewertung ist der Grundsatz der Zukunftsbezogenheit, der besagt, dass ausschließlich der zukünftig zu erwartende Nutzen den Wert des Unternehmens bestimmt.<sup>529</sup> Aspekte der Vergangenheit sollten lediglich als Indikatoren für die Prognose zukünftiger Zahlungen dienen.<sup>530</sup>

Individuen bewerten Zahlungen umso höher, je geringer ihr zeitlicher Abstand zur Gegenwart ist. Die Berücksichtigung dieser Zeitpräferenz erfolgt im Allgemeinen, indem periodenspezifische Zahlungen durch Auf- oder Abzinsung auf einen einheitlichen Zeitpunkt bezogen werden.<sup>531</sup> Aufgrund des überwiegend langfristigen Charakters von Immobilienfinanzierungen ist der Einbezug der Zeitkomponente in das Entscheidungsmodell von besonderer Bedeutung.

Dem Grundsatz der Gesamtbewertung zufolge ist zu fordern, dass die Auswirkungen der zu untersuchenden Finanzierungskonzepte auf den Gesamtwert der Unternehmung ermittelt werden. Diese ganzheitliche Betrachtung des Unternehmens ist erforderlich, um Synergieeffekte, die z. B. aus finanzierungs-spezifischen economies of scale resultieren können, aufspüren und in angemessener Weise ins Kalkül einbeziehen zu können. Diese würden bei einer partiellen Be-

---

<sup>527</sup> Vgl. Schulte, Wirtschaftlichkeitsrechnung, S. 177.

<sup>528</sup> Vgl. Börner, Unternehmensbewertung, S. 119; Ballwieser/Leuthier, Grundprinzipien, S. 549; Hachmeister, Discounted Cash Flow, S. 8.

<sup>529</sup> Vgl. Ballwieser/Leuthier, Grundprinzipien, S. 548.

<sup>530</sup> Vgl. Moxter, Unternehmensbewertung, S. 97.

wertung nicht oder nur ungenügend berücksichtigt.<sup>532</sup> Darüber hinaus ermöglicht dieses Vorgehen, den Einfluss der zu finanzierenden Immobilien sowie der gewählten Finanzierung auf die Risikoposition des Unternehmens im Bewertungsmodell abzubilden.<sup>533</sup>

Letztlich verlangt das Äquivalenzprinzip der Unternehmensbewertung, dass die zu beurteilenden Finanzierungsalternativen miteinander vergleichbar sind. Die Vergleichbarkeit bezieht sich z. B. auf Laufzeit, Verfügbarkeit und Unsicherheit der Alternative. Da die Äquivalenz in der Praxis in den wenigsten Fällen gegeben sein wird, muss die Vergleichbarkeit i. d. R. durch zusätzliche Annahmen „künstlich“ hergestellt werden.<sup>534</sup>

## 4.2 Bewertungsmethodik

### 4.2.1 Rahmenkonzept

Um die Auswirkungen alternativer Finanzierungskonzepte auf den Unternehmenswert messen zu können, ist es notwendig, einen möglichst objektiven und nachvollziehbaren Vergleichsmaßstab festzulegen.<sup>535</sup> Richter bezeichnet diesen Vergleichsmaßstab, der den Ausgangspunkt der Wertsteigerungsanalyse bildet, als „Werthürde“.<sup>536</sup> Übersteigt der potentielle Unternehmenswert nach Realisierung einer bestimmten Strategiealternative die Werthürde, so ist diese Strategie wertschaffend und somit als vorteilhaft zu bezeichnen. Andernfalls liegt eine Wertvernichtung vor; die Strategiealternative ist unvorteilhaft und somit abzulehnen.<sup>537</sup>

---

<sup>531</sup> Vgl. Hax, Investitionstheorie, S. 12 f.; Ropeter, Investitionsanalyse, S. 95; Schulte/Ropeter, Rentabilitätsanalyse, S. 180 f.

<sup>532</sup> Vgl. Langenkämper, Unternehmensbewertung, S. 10.

<sup>533</sup> Vgl. Hens, Management, S. 102.

<sup>534</sup> Vgl. Grob, Investitionsrechnung, S. 13; Langenkämper, Unternehmensbewertung, S. 11; Schulte, Wirtschaftlichkeitsrechnung, S. 115; eine ausführliche Darstellung der Äquivalenzgrundsätze findet sich bei Moxter, Unternehmensbewertung, S. 155-202.

<sup>535</sup> Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 332 ff.; Hachmeister, Discounted Cash Flow, S. 48 ff.; Hens, Management, S. 105 ff., Richter, Konzeption, S. 152 ff.

<sup>536</sup> Richter, Konzeption, S. 153.

<sup>537</sup> Vgl. Richter, Konzeption, S. 153.

Es stellt sich nun die Frage, welcher Wert im Rahmen der Wertsteigerungsanalyse als Vergleichsmaßstab geeignet ist. In der Literatur finden sich dazu unterschiedliche Vorschläge.<sup>538</sup>

- Der Börsenwert des Unternehmens.
- Der rechnerische Ist-Unternehmenswert, der sich ergibt, sofern das Unternehmen seine bisherigen Aktivitäten unverändert fortführt (Prestrategy-Value<sup>539</sup>).
- Der Buchwert des investierten Kapitals.

Der Börsenwert als aktuell gehandelter Marktpreis stellt vor dem Hintergrund der Eigentümerorientierung den theoretisch besten und objektivsten Vergleichsmaßstab dar. Da sich im Börsenkurs die zukünftigen Erfolge der Unternehmung widerspiegeln, ermöglicht ein an vollkommenen und effizienten Märkten zustande gekommener Aktienkurs eine direkte Evaluierung von Strategien und Managementleistungen.<sup>540</sup> Probleme ergeben sich jedoch bei Existenz von Marktunvollkommenheiten. So kann der Börsenkurs vom tatsächlichen, aus den erwarteten zukünftigen Cashflows der Unternehmung abgeleiteten inneren Wert der Aktie abweichen, sofern den Marktteilnehmern aufgrund von unvollständiger Information und hoher Komplexität eine korrekte Wertschätzung nicht möglich ist. Ferner können psychologische Einflüsse und irrationales Verhalten Abweichungen zwischen Börsenkurs und innerem Wert hervorrufen.<sup>541</sup>

Ein rechnerischer Ist-Unternehmenswert basiert auf den zu seiner Ermittlung getroffenen Annahmen und hängt somit entscheidend von den subjektiven Erwartungen der Unternehmensführung ab.<sup>542</sup> Eine Abweichung vom Börsenkurs weist auf unterschiedliche Einschätzungen der zukünftigen Entwicklung von

---

<sup>538</sup> Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 332; Hachmeister, Discounted Cash Flow, S. 49; Richter, Konzeption, S. 153.

<sup>539</sup> Der Begriff Prestrategy-Value geht auf Rappaport zurück, der im Rahmen der Wertsteigerungsanalyse den Prestrategy- mit dem Poststrategy-Value vergleicht. Vgl. Rappaport, Creating, S. 72.

<sup>540</sup> Vgl. Hachmeister, Discounted Cash Flow, S. 37.

<sup>541</sup> Eine detailliertere Analyse der Eignung des Börsenwertes als Vergleichsmaßstab findet sich bei Hachmeister, Discounted Cash Flow, S. 37 ff.; vgl. auch Hens, Management, S. 106 f.; Loehr, Bewertung, S. 188; Richter, Konzeption, S. 154 f.

<sup>542</sup> Vgl. Hens, Management, S. 105 f.; Richter, Konzeption, S. 153 und S. 155.



Markt und Management hin.<sup>543</sup> Daher ist eine sorgfältige Analyse der Differenz der Werte empfehlenswert. Das Management kann so seine Erwartungen mit denen des Marktes vergleichen und auf Realitätsnähe überprüfen.<sup>544</sup> Eine negative Wertdifferenz kann z. B. durch bessere Informationspolitik oder durch effizienteres Management geschlossen werden.<sup>545</sup> Ist das untersuchte Unternehmen nicht börsennotiert bzw. die Verwendung des Börsenkurses aufgrund vermuteter Bewertungsineffizienzen nicht adäquat, ist der rechnerische Unternehmenswert mangels Alternative als Werthürde zu verwenden.

Voraussetzung für eine Verwendung des Buchwertes des investierten Kapitals als Referenzwert ist, dass die Summe sämtlicher, auf den Buchwert bezogener Residualgewinne innerhalb der entsprechenden Zeitspanne Null ergibt.<sup>546</sup> Da die Wahrscheinlichkeit hierfür eher gering ist, sollte man von einer Verwendung des Buchwertes des investierten Kapitals als Vergleichsmaßstab für die Wertsteigerungsanalyse absehen.

In Anlehnung an die strategische Wertsteigerungsanalyse wird für diese Untersuchung ein Gesamtmodell favorisiert, dass die Wahl der vorteilhaften Finanzierung (Wertsteigerungsanalyse auf der Passivseite) mit der investitionsorientierten Wertsteigerungsanalyse kombiniert. Dies ist aufgrund der Interaktion von Investitions- und Finanztransaktionen unbedingt zu empfehlen. Wie bereits in Abschnitt 3.2 gezeigt wurde, ist eine Entkopplung von Investitions- und Finanzierungsentscheidung lediglich im Falle vollkommener und effizienter Kapitalmärkte begründbar. Da beide Seiten z. T. interdependenten Einfluss auf den Unternehmenswert ausüben, führt die Vernachlässigung eines Aspektes u. U. zu Fehlurteilen.<sup>547</sup> Im Hinblick auf die gesetzte Aufgabenstellung wird die Investitionsseite im Folgenden als gegeben unterstellt; der Fokus liegt auf der Analyse von Finanzierungskonzepten. Neben der ganzheitlichen Betrachtung von Investition und Finanzierung erfolgt auch die Analyse der Unternehmensimmo-

<sup>543</sup> Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 332 f.

<sup>544</sup> Vgl. Hachmeister, Discounted Cash Flow, S. 47 f.; Richter, Konzeption, S. 155.

<sup>545</sup> Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 333. Unter negativer Wertdifferenz wird in diesem Zusammenhang ein unter dem inneren Wert liegender Börsenkurs verstanden.

<sup>546</sup> Vgl. Richter, Konzeption, S. 156 f.

bilien im vorgestellten Rahmenkonzept auf Gesamtunternehmensebene. Dies erscheint aufgrund der Sekundärfunktion der Unternehmensimmobilie im Rahmen des betrieblichen Leistungsprozesses sinnvoll.<sup>548</sup>

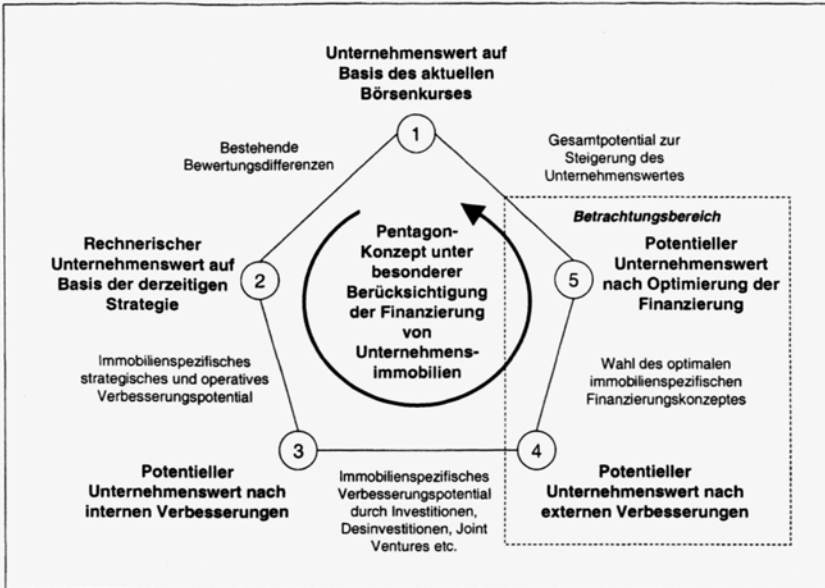


Abbildung 17: Pentagon-Konzept unter besonderer Berücksichtigung der Finanzierung von Unternehmensimmobilien<sup>549</sup>

Ausgangspunkt des Konzeptes bildet der aktuelle Börsenwert des Unternehmens (1). Dieser wird mit dem rechnerischen Unternehmenswert auf Basis der bisher verfolgten Strategie (2) verglichen. Dabei werden unterschiedliche Einschätzungen von Markt und Management aufgedeckt (2-1). In den nächsten beiden Schritten werden potentielle Auswirkungen interner (3) und externer Verbesserungen (4) auf den Unternehmenswert untersucht. Für den Bereich der Unternehmensimmobilien kommen hier z. B. ein verbessertes Flächenmanagement, die Akquisition neuer Immobilien sowie die Veräußerung von Be-

<sup>547</sup> Vgl. Vaaßen, Immobilienleasing, S. 104.

<sup>548</sup> Vgl. Hens, Management, S. 101 sowie Abschnitt 2.2.2.

<sup>549</sup> Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 332; Hens, Management, S. 108; Richter, Konzeption, S. 108.



standsobjekten in Frage.<sup>550</sup> Untersuchungsgegenstand der Arbeit sind die durch die Finanzierung der Unternehmensimmobilien geschaffenen Verbesserungen. Das diesem Bereich zuzurechnende Wertsteigerungspotential ergibt sich aus der Differenz zwischen (5) und (4). Vergleicht man diese Differenz mit dem gesamten Wertsteigerungspotential (5-1), so gewinnt man einen Eindruck über die Bedeutung der immobilien-spezifischen Finanzierungs-politik für den Unternehmensgesamt-wert.<sup>551</sup>

#### 4.2.2 Relevante Erfolgsgröße

Der Wert eines Unternehmens wird maßgeblich durch den aus dem Unternehmens-eigentum zukünftig zu erwartenden Nutzen bestimmt.<sup>552</sup> Insofern liegt ein Schwerpunkt der Arbeit des Bewertenden in der Bestimmung der zukünftigen Erfolge des Unternehmens. In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, welche Erfolgsgröße als Basis der Bewertung heranzuziehen ist.

Bewertungsrelevant können nur die zukünftigen Zahlungsüberschüsse sein, die dem Eigentümer zufließen, oder anders formuliert, die dem Unternehmen entziehbaren Überschüsse.<sup>553</sup> Hierunter fallen Ausschüttungen sowie Kapitaleinzahlungen und -rückzahlungen. Daneben sind alle sonstigen Zahlungen zu berücksichtigen, die mit dem Eigentum am Unternehmen zusammenhängen. In diesem Rahmen ist insbesondere auf die vom Eigentümer zu entrichtenden Steuern auf Ausschüttungen bzw. Entnahmen zu verweisen.<sup>554</sup>

#### 4.2.3 Auswahl des Bewertungsverfahrens

Zur Ermittlung des Wertes von Unternehmen existieren zahlreiche Verfahren.<sup>555</sup> Neben der im deutschsprachigen Raum vorherrschenden Ertragswertmethode erfreuen sich in der Praxis insbesondere die aus dem anglo-amerikanischen

---

<sup>550</sup> Vgl. Hens, Management, S. 108 f.

<sup>551</sup> Vgl. Abbildung 17.

<sup>552</sup> Vgl. Ballwieser, Unternehmensbewertung, S. 6; Langenkämper, Unternehmensbewertung, S. 10.

<sup>553</sup> Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 126 ff.; Günther, Controlling, S. 81; Moxter, Unternehmensbewertung, S. 79; Spremann, Wirtschaft, S. 463. Im Folgenden werden die Begriffe entziehbarer Überschuss und entziehbarer Cashflow synonym verwendet.

<sup>554</sup> Als Referenz und für weitere Beispiele vgl. Langenkämper, Unternehmensbewertung, S. 13.

<sup>555</sup> Für einen Überblick über mögliche Verfahren siehe Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 176 ff.; Richter, Konzeption, S. 30 ff.

Raum stammenden Discounted Cashflow (DCF)-Methoden einer immer größeren Beliebtheit. Die DCF-Methoden beruhen auf der neoklassischen Kapitalwertmethode und dem dort unterstellten Annahmenkranz.<sup>556</sup> Daneben fließen die Überlegungen von Modigliani und Miller zum Einfluss der Kapitalstruktur auf den Unternehmensgesamtwert in die Methoden mit ein, was ihre Eignung für die Anwendung im Bereich der finanzwirtschaftlichen Analyse unterstreicht. Da in diesem Abschnitt methodische Überlegungen im Vordergrund stehen, erfolgen die Ausführungen unter Annahme einer einfachen, linearen Gewinnbesteuerung auf Unternehmensebene.<sup>557</sup> Eine Adaption an die in Deutschland vorherrschenden steuerlichen Bedingungen erfolgt im anschließenden Abschnitt.

#### 4.2.3.1 Discounted Cashflow-Methoden im Überblick

Die DCF-Methoden basieren auf dem Kapitalwertkalkül. Danach werden die Erwartungswerte der zukünftigen unsicheren Zahlungen mit einem risikoangepassten Diskontierungssatz, dem Kapitalkostensatz, auf den Bewertungsstichtag diskontiert.<sup>558</sup> Der den DCF-Verfahren zugrunde liegende Annahmenkranz entspricht dem des Modells von Modigliani und Miller. Im Zentrum stehen die Unterstellung eines vollkommenen Kapitalmarktes und das damit einhergehende Prinzip der Arbitragefreiheit.<sup>559</sup>

Hinsichtlich der Vorgehensweise bei der Bestimmung des Eigenkapitalwertes sind zwei verschiedene Ansätze zu unterscheiden:

- Eigenkapitalansatz
- Gesamtkapitalansatz

Während die auf dem Eigenkapitalansatz beruhenden Methoden den Wert des Eigenkapitals unmittelbar durch Diskontierung der den Eigentümern zufließenden Nettozahlungen ermitteln, wählen die auf dem Gesamtkapitalansatz basierenden Verfahren einen indirekten Berechnungsweg. In einem ersten Schritt

---

<sup>556</sup> Vgl. Richter, Konzeption, S. 22.

<sup>557</sup> Vgl. Abschnitt 3.2.2.1.1.

<sup>558</sup> Vgl. Abschnitt 3.1.1.

<sup>559</sup> Vgl. Abschnitt 3.2.1 sowie Drukarczyk, Theorie, S. 131 ff.; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 490 ff.

wird durch Diskontierung der an sämtliche Kapitalgeber fließenden Nettozahlungen der Unternehmensgesamtwert ermittelt. Der Wert des Eigenkapitals ergibt sich im zweiten Schritt durch Subtraktion des Fremdkapitalwertes vom Unternehmensgesamtwert.<sup>560</sup> Die unterschiedliche Methodik hat auch Auswirkungen auf den Diskontierungssatz. Während sich dieser beim Eigenkapitalansatz an der Renditeforderung der Eigentümer orientiert, sind beim Gesamtkapitalansatz auch die Kosten des Fremdkapitals zu berücksichtigen.<sup>561</sup>

Man unterscheidet üblicherweise mindestens drei verschiedene DCF-Methoden. Bei der Entity- und der Adjusted Present Value (APV)-Methode handelt es sich um Gesamtkapitalansätze. Die Equity-Methode ermittelt den Wert des Eigenkapitals auf direktem Wege und ist somit den Eigenkapitalansätzen zuzuordnen.<sup>562</sup>

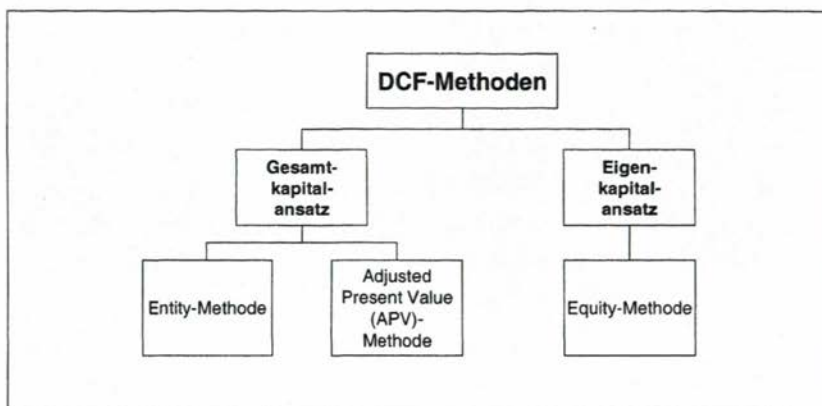


Abbildung 18: Discounted Cashflow-Methoden<sup>563</sup>

<sup>560</sup> Vgl. Brealey/Myers, Principles, S. 549-551; Copeland/Koller/Murrin, Unternehmensbewertung, S. 157-179; Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 178; Günther, Controlling, S. 105.

<sup>561</sup> Vgl. Langenkämper, Unternehmensbewertung, S. 39 f.

<sup>562</sup> Vgl. Abbildung 18.

<sup>563</sup> Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Brealey/Myers, Principles, S. 541-564; Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 178; Drukarczyk/Richter, Unternehmensgesamtwert, S. 2-5; Hens, Management, S. 43; Langenkämper, Unternehmensbewertung, S. 39 f.; Richter, Konzeption, S. 30-36. Daneben wird in der Literatur häufig eine weitere Methode, das Total Cashflow-Verfahren, aufgeführt. Es stellt eine Kombination aus Entity- und Equity-Methode dar. Da eine Analyse der Methode für die Zwecke der Untersuchung keine wesentlichen zusätzlichen Erkenntnisse mit sich bringen würde, wird sie aus der weiteren

Die DCF-Methoden werden in der Literatur auch als Modigliani/Miller-Bewertungsmethoden bezeichnet. Wie bereits erwähnt basieren sie auf den Annahmen, die auch dem von Modigliani und Miller vorgestellten Modell zugrunde liegen.<sup>564</sup> Ein modifiziertes Verfahren, das dieser Kategorie zuzuordnen ist, ist die Economic Value Added (EVA)- bzw. Residualgewinn-Methode. Diese Methode wurde insbesondere von Stewart geprägt.<sup>565</sup> Dabei wird der Market Value Added (MVA) durch Diskontierung der so genannten Residualgewinne, die Stewart als EVA bezeichnet, mit den durchschnittlichen Kapitalkosten ermittelt. Den Unternehmenswert erhält man durch Addition des MVA mit dem Buchwert des investierten Kapitals (IK).<sup>566</sup> Bei den Residualgewinnen handelt es sich um einen periodenspezifischen „Übergewinn“, der sich wie folgt berechnet:

$$EVA_t^{Entity} = X_t (1 - s_U) - k^d IK \quad (45)$$

Die dargestellte Methodik der Residualgewinnmethode ist an die Verfahrensweise der Entity-Methode angelehnt. Stewart weist anhand eines Beispiels die rechnerische Äquivalenz beider Verfahren nach. Dieser Nachweis wird von Richter auf die APV- und die Equity-Methode erweitert.<sup>567</sup> Aufgrund ihres methodischen Aufbaus liegt die Stärke der Residualgewinnmethode jedoch eher in der auf Bilanzdaten aufbauenden periodenbezogenen Erfolgsmessung als in der Ermittlung von Unternehmenswerten.<sup>568</sup> Deshalb wird dieser Ansatz im Rahmen der Arbeit nicht weiter verfolgt.

In Deutschland ist die so genannte Ertragswert-Methode weit verbreitet. Sie ähnelt in ihrer Verfahrensweise der Equity-Methode.<sup>569</sup> Der wesentliche Unterschied zwischen beiden Verfahren liegt in der Risikoberücksichtigung im Dis-

---

Betrachtung ausgeschlossen. Zur Total Cashflow-Methode siehe z. B. Hachmeister, Finanzierung, S. 255; Langenkämper, Unternehmensbewertung, S. 65 f.

<sup>564</sup> Vgl. stellvertretend Richter, Konzeption, S. 30.

<sup>565</sup> Vgl. Stewart, Value.

<sup>566</sup> Vgl. Hens, Management, S. 50; Richter, Konzeption, S. 36 ff.

<sup>567</sup> Vgl. Richter, Konzeption, S. 23 ff.

<sup>568</sup> Vgl. Hens, Management, S. 53; Richter, Konzeption, S. 45 sowie S. 237.

<sup>569</sup> Für Gegenüberstellungen der DCF-Verfahren mit der Ertragswertmethode vgl. z. B. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 356-362; Richter, Konzeption, S. 39-41; Schmidt, Discounted Cash-flow, S. 1087-1118; Sieben, Unternehmensbewertung, S. 714-737.

kontierungssatz.<sup>570</sup> Ein bei der Beurteilung von Finanzierungskonzepten entscheidender Nachteil gegenüber den DCF-Methoden besteht darin, dass im Rahmen der Ertragswert-Methode keine Anpassung der Eigenkapitalkosten an sich ändernde Verschuldungsgrade erfolgt. Die Ertragswertmethode negiert somit den funktionalen Zusammenhang zwischen der Renditeforderung der Eigenkapitalgeber und der Kapitalstruktur.<sup>571</sup> Zur Beschreibung dieses Zusammenhangs sind so genannte Reaktionshypothesen erforderlich.<sup>572</sup> Verfahren, die aufgrund ihrer Reaktionshypothese unterstellen, dass die Renditeforderung der Eigentümer nicht nur von einem leistungswirtschaftlichen, sondern bei teilweiser Fremdfinanzierung auch von einem finanzwirtschaftlichen Risiko bestimmt werden, werden als Bruttogewinn-Ansätze bezeichnet. Wird das Leverage-Risiko vernachlässigt, spricht man von Nettogewinn-Ansätzen. Im Folgenden wird der Bruttogewinn-Ansatz favorisiert, d. h., es wird im Einklang mit Modigliani und Miller unterstellt, dass Anteilseigner das Kapitalstrukturrisiko wahrnehmen.<sup>573</sup> Das Ertragswertverfahren als Nettogewinn-Ansatz wird nicht weiter betrachtet.

#### **4.2.3.2 Grundsätzliche Funktionsweise der Discounted Cashflow-Methoden**

Nachdem im vorigen Abschnitt bereits eine Vorauswahl bezüglich des anzuwendenden Bewertungsverfahrens getroffen wurde, wird nun die grundsätzliche Mechanik der DCF-Methoden erläutert. Aus Gründen der Anschaulichkeit werden sowohl der einfache Fall unendlicher uniformer Zahlungsreihen (Rentenfall) als auch der Nicht-Rentenfall betrachtet. Es wird angenommen, dass Unsicherheit bezüglich der zukünftigen Entwicklung besteht. Die Ausführungen unterstellen ein einfaches Steuersystem, bei dem die Überschüsse auf Unternehmensebene mit einer Körperschaftsteuer  $s_u$  belegt werden. Die entziehbaren Überschüsse  $X_t$  bilden zugleich die Steuerbemessungsgrundlage. Auf Ebene der Anteilseigner erfolgt keine Besteuerung. Insolvenzrisiken werden zunächst ausgeschlossen, so dass die zukünftigen Zins- und Tilgungszahlungen als si-

<sup>570</sup> Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 358.

<sup>571</sup> Vgl. Hachmeister, Discounted Cash Flow, S. 98 f.; Langenkämper, Unternehmensbewertung, S. 53 f.; Richter, Konzeption, S. 40.

<sup>572</sup> Vgl. auch Abschnitt 4.2.3.3.2.



cher angenommen werden können. Die Verzinsung des Fremdkapitals erfolgt somit zum risikolosen Zinssatz  $i$ .

- Adjusted Present Value-Methode

Die von Myers ursprünglich zur Bewertung von Investitionsprojekten entwickelte APV-Methode<sup>574</sup> wurde unmittelbar aus den Überlegungen von Modigliani und Miller abgeleitet.<sup>575</sup> Charakteristisch ist die komponentenweise Ermittlung des Unternehmenswertes.<sup>576</sup> In einem ersten Schritt wird der aus dem Unternehmen entziehbare Cashflow bei reiner Eigenfinanzierung ermittelt:

$$\tilde{X}(1 - s_U) \quad (46)$$

Die Diskontierung des Erwartungswertes der so ermittelten Zahlungsreihe erfolgt mit den Eigenkapitalkosten bei reiner Eigenfinanzierung  $k^{EK}$ . Als Ergebnis erhält man den Unternehmensgesamtwert bei fingierter Eigenfinanzierung:

$$V^{EK} = \sum_{t=1}^n E(\tilde{X}_t) (1 - s_U) (1 + k^{EK})^{-t} \quad (47)$$

Im Rentenfall gilt wegen  $E(\tilde{X}_1) = E(\tilde{X}_2) = \dots = E(\tilde{X})$ :

$$V^{EK} = \frac{E(\tilde{X})(1 - s_U)}{k^{EK}} \quad (48)$$

Erst im zweiten Schritt erfolgt die Betrachtung der durch die Finanzierung bewirkten Vor- und Nachteile. Wie bereits in Abschnitt 3.2.2 erläutert, haben vor allem die steuerlichen Effekte der Fremdfinanzierung Auswirkungen auf den Unternehmenswert. Der Barwert der steuerlichen Vorteile der Fremdfinanzierung errechnet sich im Nicht-Rentenfall wie folgt:

<sup>573</sup> Vgl. Hachmeister, Discounted Cash Flow, S. 126 ff.; kritisch dazu Schneider, Investition, S. 503.

<sup>574</sup> Vgl. Myers, Interactions, S. 1-25.

<sup>575</sup> Vgl. Modigliani/Miller, Income, S. 435 f. Richter, Methoden, S. 228.

<sup>576</sup> Zur nachfolgend beschriebenen Vorgehensweise der APV-Methode vgl. Brealey/Myers, Principles, S. 555 ff.; Drukarczyk, Unternehmenswert, S. 178; Drukarczyk/Richter, Unternehmensgesamtwert, S. 5 f.; Hachmeister, Discounted Cash Flow, S. 98 f.; Hens, Management, S. 47 f.; Langenkämper, Unternehmensbewertung, S. 73 ff.; Richter, Konzeption, S. 30 ff.

$$V^{USi} = \sum_{t=1}^n s_U i FK_{t-1} (1+i)^{-t} \quad (49)$$

Im Rentenfall gilt entsprechend:

$$V^{USi} = s_U FK \quad (50)$$

Zur Diskontierung der steuerlichen Vorteile der Fremdfinanzierung ist ein risikoadäquater Zinssatz zu wählen. Werden Insolvenzrisiken ausgeschlossen und sind sämtliche mit der Fremdfinanzierung verbundenen Zahlungen geplant, so sind die entstehenden Steuervorteile sicher und können mit dem risikolosen Zinssatz  $i$  diskontiert werden.<sup>577</sup>

Der Unternehmensgesamtwert bei tatsächlicher Kapitalstruktur  $V^{FK}$  ergibt sich aus der Addition von  $V^{EK}$  und  $V^{USi}$ :

$$V^{FK} = V^{EK} + V^{USi} \quad (51)$$

Den Marktwert des Eigenkapitals erhält man, indem man den Wert des Fremdkapitals  $FK$  vom Unternehmensgesamtwert  $V^{FK}$  subtrahiert. Der Wert des Fremdkapitals entspricht dem mit dem risikolosen Zinssatz  $i$  diskontierten Barwert der zukünftigen Zins- und Tilgungszahlungen.<sup>578</sup>

$$EK^{FK} = V^{FK} - FK \quad (52)$$

- Entity-Methode

Die Entity-Methode, häufig auch als WACC-Ansatz, Bruttomethode oder Kapitalkostenkonzept bezeichnet, ist das international wohl am weitesten verbreitete Bewertungsverfahren.<sup>579</sup> In Analogie zur APV-Methode wird zunächst der entziehbare Cashflow bei reiner Eigenkapitalfinanzierung ermittelt.

<sup>577</sup> Vgl. Brealey/Myers, Principles, S. 564 ff.; Langenkämper, Unternehmensbewertung, S. 106 f. Dieser Aspekt wird im späteren Verlauf der Arbeit noch eingehender diskutiert.

<sup>578</sup> Grundsätzlich gilt, dass der Diskontierungssatz das Risikopotential der Zahlungsströme widerspiegeln soll. Voraussetzung für die Verwendung des risikolosen Zinssatzes ist, dass - wie hier unterstellt - Insolvenzrisiken ausgeschlossen sind. Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 163.

<sup>579</sup> Vgl. Brealey/Myers, Principles, S. 571, Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 157 ff.; Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 207; Inselbag/Kaufold, Approaches, S. 114; Richter, Methoden, S. 229.



$$\tilde{X}(1 - s_U) \quad (53)$$

Der aus einer anteiligen Fremdfinanzierung entstehende Steuervorteil wird im durchschnittlichen Kapitalkostensatz  $k^d$  berücksichtigt:

$$k^d = k^{EK,FK} \frac{EK^{FK}}{V} + i(1 - s_U) \frac{FK}{V} \quad (54)$$

In  $k^d$  gehen zum einen die mit dem Eigenkapitalanteil  $EK^{FK}/V$  gewichtete Renditeforderung der Eigentümer  $k^{EK,FK}$  und zum anderen die mit dem Fremdkapitalanteil  $FK/V$  gewichteten Kosten des Fremdkapitals nach Steuern  $i(1 - s_U)$  ein. In der hier verwendeten Renditeforderung der Eigentümer  $k^{EK,FK}$  ist das aus der Fremdfinanzierung resultierende Risiko berücksichtigt:

$$k^{EK,FK} = k^{EK} + (k^{EK} - i)(1 - s_U) \frac{FK}{EK^{FK}} \quad (55)$$

In der Literatur findet man überwiegend zwei Versionen der gewogenen durchschnittlichen Kapitalkosten. Die erste ist die bereits vorgestellte Version (Formel 54), die häufig als „textbook formula“ bezeichnet wird.<sup>580</sup> Die zweite Version geht auf eine Veröffentlichung von Modigliani und Miller aus dem Jahre 1963 zurück.<sup>581</sup> Sie stellt eine Umformung der „textbook formula“ dar. Setzt man in Formel 54 für  $k^{EK,FK}$  die von Modigliani und Miller entwickelte Formel

$$k^{EK,FK} = k^{EK} + (k^{EK} - i)(1 - s_U) \frac{FK}{EK^{FK}} \quad (55)$$

ein, so erhält man letztlich

$$k^{d(MM)} = k^{EK} \left( 1 - s_U \frac{FK}{V} \right). \quad (56)$$

Der Unternehmensgesamtwert ergibt sich durch Diskontierung der entziehbaren Cashflows bei reiner Eigenkapitalfinanzierung mit dem durchschnittlichen Kapitalkostensatz:

<sup>580</sup> Vgl. Brealey/Myers, Principles, S. 543; Drukarczyk, Theorie, S. 209.

<sup>581</sup> Vgl. Modigliani/Miller, Income, S. 422-443.

<sup>582</sup> Zur Herleitung vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 209 ff.

$$V^{FK} = \sum_{t=1}^n E(\tilde{X}_t)(1-s_U)(1+k^d)^{-t} \quad (58)$$

Im Rentenfall vereinfacht sich die Formel zu

$$V^{FK} = \frac{E(\tilde{X})(1-s_U)}{k^d} \quad (59)$$

Den Marktwert des Eigenkapitals erhält man wiederum durch Subtraktion des Fremdkapitalwertes FK vom Unternehmensgesamtwert  $V^{FK}$ :

$$EK^{FK} = V^{FK} - FK \quad (60)$$

Zu beachten ist, dass zur Bestimmung des durchschnittlichen Kapitalkostensatzes  $k^d$  und der Renditeforderung der Eigentümer  $k^{EK,FK}$  der Unternehmensgesamtwert  $V$  bzw. der Wert des Eigenkapitals  $EK^{FK}$  benötigt wird.<sup>584</sup> Da diese Werte noch zu ermitteln sind, entsteht ein Zirkularitätsproblem, auf das nachfolgend noch näher einzugehen ist.

#### • Equity-Methode

Im Gegensatz zur Entity- und APV-Methode handelt es sich bei der Equity-Methode um einen Eigenkapitalansatz, bei dem der Marktwert des Eigenkapitals in einem Schritt bestimmt wird. Darüber hinaus wird nicht wie bei den beiden anderen Methoden ein fiktiver, sondern der den Eigentümern tatsächlich zufließende Cashflow ermittelt. Dazu sind vom Cashflow bei reiner Eigenfinanzierung die Zinsen sowie die Steuern auf den verbleibenden Überschuss abzuziehen:

$$(\tilde{X} - iFK)(1-s_U) \quad (61)$$

<sup>583</sup> Zur Funktionsweise der Entity-Methode vgl. Brealey/Myers, Principles, S. 543 ff.; Drukarczyk, Unternehmenswert, S. 178; Drukarczyk/Richter, Unternehmensgesamtwert, S. 3 f.; Hachmeister, Discounted Cash Flow, S. 94 ff.; Hens, Management, S. 44 ff.; Langenkämper, Unternehmensbewertung, S. 57 ff.; Richter, Konzeption, S. 34 ff.

<sup>584</sup> Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 175; Langenkämper, Unternehmensbewertung, S. 59 ff.; Richter, Methoden, S. 229.

Um eine Äquivalenz zwischen Zähler und Nenner herzustellen, muss das durch die Fremdfinanzierung bewirkte zusätzliche Risiko der Eigentümer im Diskontierungssatz berücksichtigt werden. Dies geschieht durch Verwendung von  $k^{EK,FK}$ .

$$k^{EK,FK} = k^{EK} + (k^{EK} - i)(1 - s_U) \frac{FK}{EK^{FK}} \quad 585 \quad (62)$$

Der Wert des Eigenkapitals ergibt sich durch Division der so ermittelten Zähler und Nenner. Für den Nicht-Rentenfall gilt:

$$EK^{FK} = \sum_{t=1}^n (E(\tilde{X}_t) - i FK_{t-1})(1 - s_U)(1 + k^{EK,FK})^{-t} \quad (63)$$

Im Rentenfall ergibt sich die folgende Gleichung:

$$EK^{FK} = \frac{(E(\tilde{X}) - i FK)(1 - s_U)}{k^{EK,FK}} \quad 586 \quad (64)$$

Man erkennt, dass sich auch bei Anwendung der Equity-Methode ein Zirkularitätsproblem ergibt, da die Zielgröße  $EK^{FK}$  bereits zur Ermittlung von  $k^{EK,FK}$  benötigt wird.

#### 4.2.3.3 Eignung der Verfahren zur Lösung finanzierungsspezifischer Entscheidungsprobleme

Um eine fundierte, problembezogene Auswahl treffen zu können, sind die DCF-Methoden nun hinsichtlich ihrer Finanzierungsprämissen sowie der Praktikabilität bei der Finanzierungsgestaltung zu analysieren.

##### 4.2.3.3.1 Finanzierungsprämissen

Zum Zwecke der finanzierungsspezifischen Analyse der Verfahren werden im Folgenden zwei idealtypische Finanzierungsstrategien unterschieden:

- wertorientierte Finanzierungspolitik
- autonome Finanzierungspolitik.

<sup>585</sup> Vgl. auch Abschnitt 4.2.3.2.

<sup>586</sup> Zur Funktionsweise der Equity-Methode vgl. Brealey/Myers, Principles, S. 549 ff.; Drukarczyk, Unternehmenswert, S. 178; Drukarczyk/Richter, Unternehmensgesamt看rt,

Bei einer wertorientierten Finanzierungspolitik legt das Management eine Zielkapitalstruktur fest. Dabei orientiert sich der Verschuldungsumfang am Unternehmensgesamtwert. Der Verschuldungsgrad  $FK / V$  wird im Zeitablauf konstant gehalten. Erhöht sich z. B. der Wert des Unternehmens, so wird der Fremdkapitalbestand entsprechend angepasst. Daraus resultiert eine direkte Abhängigkeit zwischen Fremdkapitalbestand und Unternehmenswert.<sup>587</sup> Eine wertorientierte Finanzierungspolitik erscheint insbesondere aus Sicht der Gläubiger sinnvoll, da der Verschuldungsumfang, der bei der Festlegung der Finanzierungskonditionen Bestand hatte, im Zeitablauf beibehalten wird.<sup>588</sup>

Unter einer autonomen Finanzierungspolitik versteht man hingegen eine vom Unternehmenswert unabhängige Festlegung der Verschuldung. Entscheidend ist, dass bei dieser Finanzierungsstrategie der Fremdmittelbestand durch vorgegebene Tilgungspläne explizit planbar ist.<sup>589</sup>

Die Wahl der Finanzierungsprämisse hat direkte Auswirkungen auf die Bewertung. Präferiert das Unternehmen eine autonome Finanzierungspolitik, steht das Fremdkapitalvolumen für jede Periode des Planungszeitraums fest. Unter der Voraussetzung, dass der Steuersatz konstant ist, steuerliche Vorteile aus der Abzugsfähigkeit der Zinsen in voller Höhe erzielt werden können<sup>590</sup> und Insolvenzenrisiken nicht bestehen, sind die steuerlichen Vorteile der Fremdfinanzierung als sicher einzustufen.<sup>591</sup> Dagegen sind die steuerlichen Effekte der Fremdfinanzierung bei wertorientierter Finanzierungspolitik unsicher. Durch die Kopplung an den Unternehmensgesamtwert korrelieren sie vollständig mit dem eigenfinanzierten Cashflow und weisen deshalb auch den gleichen Risikograd

---

S. 2 f.; Hachmeister, Discounted Cash Flow, S. 96 f.; Hens, Management, S. 49; Langenkämper, Unternehmensbewertung, S. 66 ff.; Richter, Konzeption, S. 34 ff.

<sup>587</sup> Vgl. z. B. Schwetzler/Darijtschuk, Unternehmensbewertung, S. 118.

<sup>588</sup> Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 189.

<sup>589</sup> Vgl. Langenkämper, Unternehmensbewertung, S. 82; Drukarczyk/Honold, Finanzierungsvorteile, S. 343.

<sup>590</sup> Die steuerlichen Vorteile der Fremdfinanzierung können in einer Periode z. B. dann nicht erzielt werden, wenn das Potential der Steuerabzugsfähigkeit teilweise oder vollständig durch andere nicht auszahlungsgleiche Aufwendungen (z. B. Abschreibungen, Zuführungen zu Rückstellungen) abgeschöpft wird. Hier wird davon ausgegangen, dass eine ausreichende positive steuerliche Bemessungsgrundlage vorliegt. Vgl. Drukarczyk/Honold, Unternehmenswertänderung, S. 37; Richter, Konzeption, S. 137.

<sup>591</sup> Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 190 f.; Hachmeister, Discounted Cash Flow, S. 129.

auf.<sup>592</sup> Möglichkeiten, wie die unterschiedliche Risikobehaftung der steuerlichen Vorteile der Fremdfinanzierung im Rahmen der Bewertungsverfahren zu berücksichtigen ist, werden im Folgenden diskutiert.

#### 4.2.3.3.2 Analyse der einzelnen Discounted Cashflow-Methoden

##### 4.2.3.3.2.1 Adjusted Present Value-Methode

- Autonome Finanzierungspolitik

Zunächst wird eine autonome Finanzierungspolitik unterstellt. Der Verlauf der Verschuldung ist vertraglich vorgegeben; damit sind die steuerlichen Vorteile der Fremdfinanzierung sicher.<sup>593</sup> Die Diskontierung der steuerlichen Vorteile kann unter diesen Voraussetzungen mit dem risikolosen Zinssatz  $i$  erfolgen. Es ergibt sich die bereits bekannte Berechnungsformel für den Unternehmenswert:

$$V^{FK} = V^{EK} + V^{USI} = \sum_{t=1}^n E(\tilde{X}_t) (1 - s_U) (1 + k^{EK})^{-t} + \sum_{t=1}^n s_U i FK_{t-1} (1 + i)^{-t} \quad (65)$$

Zur Bestimmung des Unternehmenswertes bei vollständiger Eigenfinanzierung muss die Renditeforderung der Anteilseigner bei vollständiger Eigenfinanzierung  $k^{EK}$  bekannt sein. Kann der Bewerter jedoch nur auf einen Eigenkapitalkostensatz unter Berücksichtigung einer anteiligen Fremdfinanzierung  $k^{EK,FK}$  zurückgreifen, so wird zur Anpassung der Renditeforderung an das veränderte Finanzierungsrisiko eine Reaktionshypothese benötigt.<sup>594</sup>

Die in Abschnitt 4.2.3.2 vorgestellte Variante von  $k^{EK,FK}$  wurde von Modigliani und Miller für den Fall eines uniformen, unendlichen Zahlungsstroms entwickelt.

$$k^{EK,FK(MM)} = k^{EK} + (k^{EK} - i)(1 - s_U) \frac{FK}{EK^{FK}} \quad (66)$$

Unter der Voraussetzung einer unendlichen Lebensdauer des Unternehmens und eines konstanten Fremdkapitalbetrags behält die Formel ihre Gültigkeit.<sup>595</sup>

<sup>592</sup> Vgl. Richter, Verschuldungsgrad, S. 380.

<sup>593</sup> Voraussetzungen sind, wie bereits erwähnt, ein konstanter Steuersatz, die Existenz einer in ausreichendem Maße positiven steuerlichen Bemessungsgrundlage sowie der Ausschluss von Illiquiditätsrisiken. Vgl. Abschnitt 4.2.3.3.1.

<sup>594</sup> Vgl. Abschnitt 4.2.3.1.

<sup>595</sup> Vgl. Richter, Konzeption, S. 52; Richter, Verschuldungsgrad, S. 381.

Sind diese Voraussetzungen nicht erfüllt, führt ihre Verwendung zu falschen Ergebnissen. Eine den Zusammenhang zwischen den Eigenkapitalkosten bei vollständiger Eigenfinanzierung  $k^{EK}$  und den Eigenkapitalkosten bei anteiliger Fremdfinanzierung  $k^{EK,FK}$  in adäquater Weise beschreibende Formel wurde von Inselbag/Kaufold vorgestellt.<sup>596</sup>

$$k_t^{EK,FK(IK)} = k_t^{EK} + (k_t^{EK} - i) \frac{FK_{t-1} - V_{t-1}^{USI}}{EK_{t-1}^{FK}} \quad (67)$$

Der Ausdruck  $FK_{t-1} - V_{t-1}^{USI}$  stellt dabei die aus Sicht der Anteilseigner durch die Fremdfinanzierung tatsächlich verursachte Belastung dar und kann folglich als der reale Wert des Fremdkapitals interpretiert werden.

Die Formel von Inselbag/Kaufold stellt eine verallgemeinerte Form der von Modigliani und Miller entwickelten Formel dar. Wendet man sie auf den Spezialfall einer unendlichen Lebensdauer des Unternehmens und eines konstanten Fremdkapitalbestands an, so gilt für alle Perioden:

$$FK_{t-1} - V_{t-1}^{USI} = FK_0 (1 - s_U) \quad (68)$$

Die Formeln sind also für diesen Spezialfall ineinander überführbar, so dass die von Inselbag/Kaufold entwickelte Variante für den Fall der autonomen Finanzierungspolitik universell anwendbar ist.<sup>597</sup>

- Wertorientierte Finanzierungspolitik

Verfolgt das Management eine wertorientierte Finanzierungspolitik, überträgt sich das im Cashflow bei reiner Eigenfinanzierung enthaltene Risiko auf die steuerlichen Vorteile der Fremdfinanzierung. Infolgedessen wäre eine Diskontierung der Steuervorteile der Fremdfinanzierung mit dem risikolosen Zinssatz unangebracht.

<sup>596</sup> Vgl. Inselbag/Kaufold, *Approaches*, S. 118; vgl. auch Drukarczyk/Honold, *Unternehmenswertänderung*, S. 24; Drukarczyk/Schüler, *Rückstellungen*, S. 10 f.; Richter, *Verschuldungsgrad*, S. 385; zur Herleitung der Formel vgl. Langenkämper, *Unternehmensbewertung*, S. 82 ff.

<sup>597</sup> Vgl. Langenkämper, *Unternehmensbewertung*, S. 84 f.

Da sich die Zinszahlungen der Periode  $t$  annahmegemäß auf den Fremdkapitalbestand in  $t-1$  beziehen, ist der in der Periode  $t$  entstehende Steuervorteil aus der Periode  $t-1$  betrachtet sicher;  $i_{SU} FK_{t-1}$  ist folglich einmal mit dem risikolosen Zinssatz  $i$  zu diskontieren. Aus der Perspektive der übrigen Perioden sind die steuerlichen Vorteile unsicher und deshalb  $t-1$ -mal mit  $k^{EK}$  abzuzinsen.<sup>598</sup> Darüber hinaus ist zu beachten, dass auch die Fremdkapitalwerte unsicher und demzufolge mit ihrem Erwartungswert anzusetzen sind.<sup>599</sup>

$$V^{USI} = \sum_{t=1}^n \frac{i_{SU} E(FK_{t-1})}{(1+i) \left(1+k^{EK}\right)^{t-1}} \quad (69)$$

Damit ergibt sich der Unternehmenswert bei wertorientierter Finanzierungs- politik nach folgender Formel:

$$V^{FK} = \sum_{t=1}^n \frac{E(\tilde{X}_t)(1-i_{SU})}{(1+k^{EK})^t} + \sum_{t=1}^n \frac{i_{SU} E(FK_{t-1})}{(1+i) \left(1+k^{EK}\right)^{t-1}} \quad (70)$$

Der erläuterte Ansatz basiert auf den Überlegungen von Miles und Ezzell.<sup>600</sup> Harris und Pringle haben für den Fall der wertorientierten Finanzierungs- politik ein Alternativmodell entwickelt. Ihrer Auffassung nach ist die Bezugnahme auf den Fremdkapitalbestand der Vorperiode bei Periodenlängen von einem Jahr als unrealistisch einzustufen. Vielmehr ergeben sich die Zinszahlungen z. T. aus Zwischenbeständen sowie der Inanspruchnahme von Kreditlinien, so dass die tatsächlichen Periodenlängen viel kürzer sind. Infolgedessen ist die Wirkung der einmaligen Diskontierung mit dem risikolosen Zinssatz  $i$  vernachlässigbar gering. Unterlässt man aus diesem Grund die einmalige Abzinsung mit  $i$ , erhält man die folgende vereinfachte Berechnungsformel für  $V^{USI}$ :

$$V^{USI} = \sum_{t=1}^n \frac{i_{SU} E(FK_{t-1})}{\left(1+k^{EK}\right)^t} \quad (71)$$

Die vorliegende Untersuchung folgt dem exakteren Ansatz von Miles und Ezzell. Auf dieser Grundlage lässt sich für den Nicht-Rentenfall eine von der Mo-

<sup>598</sup> Vgl. Brealey/Myers, Principles, S. 562, Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 191 ff.; Inselbag/Kaufold, Approaches, S. 119.

<sup>599</sup> Vgl. Richter, Verschuldungsgrad, S. 382.

<sup>600</sup> Vgl. Miles/Ezzell, Cost of Capital, S. 719-730.



digliani/Miller-Fassung abweichende Formel der Eigenkapitalkosten bei anteiliger Fremdfinanzierung  $k^{EK,FK}$  formulieren:<sup>601</sup>

$$k^{EK,FK(ME)} = k^{EK} + \left( k^{EK} - i \right) \left( 1 - s_U \frac{i}{1+i} \right) \frac{L}{1-L} \quad (72)$$

bzw.

$$k^{EK,FK(ME)} = k^{EK} + \left( k^{EK} - i \right) \left( 1 - s_U \frac{i}{1+i} \right) \frac{FK}{EK} \quad (73)$$

Die Formel kann in zweifacher Weise in die von Modigliani und Miller entwickelte Fassung überführt werden.<sup>602</sup>

- Im Rentenfall kann statt mit  $(1+i)$  mit  $i$  diskontiert werden. Da  $i/i$  sich wegekürzt, erhält man als Ergebnis die Modigliani/Miller-Formel.
- Das gleiche Resultat ergibt sich für einen Körperschaftsteuersatz von null ( $s_U=0$ ).

Es bleibt festzuhalten, dass die nach Miles und Ezzell korrigierte Reaktionshypothese bei wertorientierter Finanzierungspolitik sowohl für den Nicht-Rentenfall als auch für den Rentenfall geeignet ist.

#### 4.2.3.3.2 Entity-Methode

- Wertorientierte Finanzierungspolitik

Zunächst wird die Anwendung der Entity-Methode bei wertorientierter Finanzierungspolitik betrachtet. Überträgt man die in Abschnitt 4.2.3.3.1 angestellten Überlegungen zur wertorientierten Finanzierungspolitik auf die Entity-Methode, so ergibt sich folgende Formel für die gewogenen durchschnittlichen Kapitalkosten:

$$k^{d(ME)} = k^{EK} - s_U i L \frac{1 + k^{EK}}{1 + i} \quad (74) \quad 603$$

Miles und Ezzell weisen nach, dass diese Gleichung in die bekannte „textbook formula“ überführt werden kann.<sup>604</sup>

<sup>601</sup> Zur Herleitung vgl. Langenkämper, Unternehmensbewertung, S. 81.

<sup>602</sup> Vgl. Langenkämper, Unternehmensbewertung, S. 82; Richter, Konzeption, S. 48.

<sup>603</sup> Vgl. Drukarczyk/Honold, Finanzierungsvorteile, S. 338.

$$k^d = k^{EK,FK} \frac{EK^{FK}}{V^{FK}} + i(1 - s_U) \frac{FK}{V^{FK}} \quad (75)$$

Allerdings setzt  $k^{d(ME)}$  im Gegensatz zu  $k^{d(MM)}$  die Verwendung eines anderen Zusammenhangs zwischen den Eigenkapitalkosten bei reiner Eigenfinanzierung  $k^{EK}$  und den Eigenkapitalkosten bei anteiliger Fremdfinanzierung  $k^{EK,FK}$  voraus. Im Nicht-Rentenfall der wertorientierten Finanzierungspolitik ist die bereits in Abschnitt 4.2.3.3.2.1 vorgestellte auf Miles und Ezzell zurückgehende Form zu verwenden:

$$k^{EK,FK(ME)} = k^{EK} + \left( k^{EK} - i \right) \left( 1 - s_U \frac{i}{1+i} \right) \frac{L}{1-L} \quad (76)$$

Als Fazit bleibt festzuhalten, dass bei Vorgabe einer im Zeitablauf konstanten Kapitalstruktur die Entity-Methode ohne erhebliche Modifikationen angewendet werden kann. Dabei ist in Analogie zur APV-Methode zu berücksichtigen, dass im Nicht-Rentenfall die Reaktionshypothese der Eigenkapitalkosten nach Miles und Ezzell unterstellt wird.

- Autonome Finanzierungspolitik

Die Anwendung eines einheitlichen gewogenen durchschnittlichen Kapitalkostensatzes führt bei einer autonomen Finanzierungspolitik im Nicht-Rentenfall zu fehlerhaften Bewertungsergebnissen.<sup>605</sup> Durch schwankende Unternehmenswerte und den Umstand, dass im Gegensatz zur wertorientierten Politik der Fremdkapitalbestand nicht an den Unternehmenswert angepasst wird, ergibt sich die Notwendigkeit, mit periodenspezifischen durchschnittlichen Kapitalkosten zu arbeiten. Dabei werden die durchschnittlichen Kapitalkostensätze periodenindividuell an die veränderte Kapitalstruktur angepasst:<sup>606</sup>

$$k_t^d = k_t^{EK,FK} \frac{EK_{t-1}^{FK}}{V_{t-1}^{FK}} + i_t(1 - s_U) \frac{FK_{t-1}}{V_{t-1}^{FK}} \quad (77)$$

<sup>604</sup> Zur Herleitung siehe Miles/Ezzell, Cost of Capital, S. 726 f. sowie Hachmeister, Discounted Cash Flow, S. 116 f.; Langenkämper, Unternehmensbewertung, S. 79.

<sup>605</sup> Vgl. Richter, Methoden, S. 229 ff.

<sup>606</sup> Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 237 ff.

Daneben ist auf die Verwendung der adäquaten Reaktionshypothese der Eigenkapitalkosten zu achten. Analog zu den im Rahmen der APV-Methode angestellten Überlegungen ist die Nutzung der von Inselbag/Kaufold vorgestellten Formel empfehlenswert:<sup>607</sup>

$$k_t^{EK,FK(IK)} = k_t^{EK} + (k_t^{EK} - i) \frac{FK_{t-1} - V_{t-1}^{US}}{EK_{t-1}^{FK}} \quad (78)$$

Setzt man  $k_t^{EK,FK(IK)}$  in die „textbook formula“ ein, so erhält man als durchschnittliche Kapitalkosten:

$$k_t^{d(IK)} = k_t^{EK} \left( 1 - \frac{V_{t-1}^{US}}{V_{t-1}^{FK}} \right) + i \left( \frac{V_{t-1}^{US} - s_U FK_{t-1}}{V_{t-1}^{FK}} \right) \quad (79)$$

Die in Abschnitt 4.2.3.2 erwähnte Zirkularitätsproblematik tritt in diesem Fall in erheblich stärkerem Maße auf, da zur Bestimmung der durchschnittlichen Kapitalkosten in jeder Periode  $EK^{FK}$  und  $V^{FK}$  zu bestimmen sind.

#### 4.2.3.3.2.3 Equity-Methode

Die Equity-Methode ermittelt den Wert des Eigenkapitals auf direktem Wege. Zu diesem Zweck sind zunächst die entziehbaren Überschüsse nach Zins- und Steuerzahlungen, Tilgungen und Fremdkapitalaufnahmen zu ermitteln. Die so ermittelten Überschüsse werden mit den Eigenkapitalkosten unter Berücksichtigung des Fremdfinanzierungsrisikos  $k^{EK,FK}$  diskontiert. Diese von der Entity-Methode abweichende Vorgehensweise hat auch bei der finanzierungsspezifischen Methodenbeurteilung Konsequenzen.

#### • Wertorientierte Finanzierungspolitik

Bei der Diskontierung ist auf den nach Miles und Ezzell modifizierten Eigenkapitalkostensatz zurückzugreifen.<sup>609</sup>

$$k^{EK,FK(ME)} = k^{EK} + (k^{EK} - i) \left( 1 - s_U \frac{i}{1+i} \right) \frac{L}{1-L} \quad (80)$$

<sup>607</sup> Vgl. Abschnitt 4.2.3.3.2.1.

<sup>608</sup> Vgl. Drukarczyk/Honold, Unternehmenswertänderung, S. 24; Inselbag/Kaufold, Approaches, S. 118.

<sup>609</sup> Dies gilt insbesondere für den Nicht-Rentenfall. Im Rentenfall funktionieren sowohl die Miles/Ezzell- als auch die Modigliani/Miller-Formel. Vgl. Abschnitt 4.2.3.3.2.1.

Durch die Vorgabe des konstanten Verschuldungsgrads wird die Zirkularitätsproblematik im Diskontierungssatz umgangen. Allerdings entsteht im Unterschied zur Entity-Methode bei der Ermittlung der entziehbaren Überschüsse eine zusätzliche Zirkularität: Der Fremdkapitalbestand am Ende einer jeden Periode wird benötigt, um die Zinszahlungen für das kommende Jahr zu ermitteln. Der Fremdkapitalbestand hängt aber bei wertorientierter Finanzierungspolitik vom Unternehmenswert ab. Auch die Höhe der erforderlichen Tilgungen bzw. Fremdkapitalaufnahmen ist vom Unternehmenswert abhängig. Somit besteht bei Anwendung der Equity-Methode im Nicht-Rentenfall die Notwendigkeit, zur Feststellung des entziehbaren Cashflows in jeder Periode den Unternehmenswert bzw. den Wert des Eigenkapitals zu berechnen.<sup>610</sup>

- Autonome Finanzierungspolitik

Die Diskontierung des entziehbaren Cashflows sollte im Nicht-Rentenfall bei autonomer Finanzierungspolitik periodenindividuell erfolgen.<sup>611</sup> Als Diskontierungssatz fungiert die Inselbag/Kaufold-Formel:

$$k_t^{EK,FK(IK)} = k_t^{EK} + (k_t^{EK} - i) \frac{FK_{t-1} - V_{t-1}^{USr}}{EK_{t-1}^{FK}} \quad (81)$$

Infolge des deterministischen Fremdkapitalbestands besteht die in der Ermittlung der entziehbaren Überschüsse liegende Zirkularität bei autonomer Finanzierungspolitik nicht. In diesem Fall liegt die Zirkularität wie bei der Entity-Methode im Diskontierungssatz. Zur Ermittlung von  $k^{EK,FK}$  ist die Kenntnis der Kapitalstruktur erforderlich, dazu müsste jedoch der Wert des Eigenkapitals bzw. der Unternehmenswert bekannt sein.

#### 4.2.3.3.3 Kritische Würdigung der Discounted Cashflow-Methoden

Die finanzierungsspezifische Analyse hat gezeigt, dass die betrachteten Bewertungsmethoden bei korrekter Anwendung zu gleichen Ergebnissen führen;

<sup>610</sup> Vgl. Inselbag/Kaufold, Approaches, S. 122.

<sup>611</sup> Die Notwendigkeit der Verwendung periodenspezifischer Diskontierungssätze ergibt sich wie bei der Entity-Methode aus der sich im Zeitablauf ändernden Kapitalstruktur. Vgl. Abschnitt 4.2.3.3.2.2.

<sup>612</sup> Vgl. Abschnitt 4.2.3.3.2.1.

sie sind rechnerisch ineinander überführbar. Dies gilt sowohl für den Renten- als auch für den Nicht-Rentenfall. Voraussetzung für die Äquivalenz der Methoden ist die Verwendung einer mit der gewählten Finanzierungsprämisse konformen Reaktionshypothese der Eigenkapitalkosten bei unterschiedlichen Verschuldungsgraden. Vor dem Hintergrund der rechnerischen Äquivalenz der Methoden kann das entscheidende Auswahlkriterium nur die Anwendungsfreundlichkeit im Rahmen des Untersuchungszwecks, der Analyse von immobilien-spezifischen Finanzierungskonzepten, sein.

#### 4.2.3.3.1 Anwendungsvor- und -nachteile der Bewertungsverfahren

Die Entity-Methode hat ihre besondere Stärke im Falle der wertorientierten Finanzierungspolitik. Durch die Vorgabe einer im Zeitablauf konstanten Zielkapitalstruktur ist es statthaft, den Unternehmenswert mittels eines einzigen durchschnittlichen Kapitalkostensatzes zu ermitteln.<sup>613</sup> Bei der praktischen Anwendung ist lediglich zu beachten, dass im Nicht-Rentenfall die Eigenkapitalkosten bei anteiliger Fremdfinanzierung nach Miles und Ezzell  $k^{EK,FK(ME)}$  berechnet werden. Problematischer gestaltet sich die Anwendung der Methode bei unterstellter autonomer Finanzierungspolitik. Die Verwendung eines stellvertretenden durchschnittlichen Kapitalkostensatzes führt wegen der implizit unterstellten konstanten Kapitalstruktur zu falschen Ergebnissen. Formal kann dieses Problem durch die Verwendung periodenspezifischer Kapitalkostensätze gelöst werden. Dies erhöht die Komplexität der Berechnung jedoch erheblich, da sich ein multiples Zirkularitätsproblem ergibt: In jeder Periode muss der relevante Verschuldungsgrad bekannt sein, der wiederum nur mit Hilfe des periodenspezifischen Unternehmenswertes bestimmt werden kann.<sup>614</sup> Vielfach wird vorgeschlagen, das Zirkularitätsproblem durch Iteration zu beheben; jedoch wird dadurch die Handhabbarkeit der Methode erschwert und die Transparenz beeinträchtigt.<sup>615</sup>

<sup>613</sup> Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 197 f.

<sup>614</sup> Vgl. Hachmeister, Discounted Cash Flow, S. 126.

<sup>615</sup> Zu Lösungsmöglichkeiten des Zirkularitätsproblems vgl. z. B. Ernst, Iteration, S. 151 ff.; Mandl/Rabel, Unternehmensbewertung, S. 322 ff.; Langenkämper schlägt zur Lösung des Zirkularitätsproblems die Verwendung sukzessiv-retrograder Berechnungsformeln vor. Vgl. Langenkämper, Unternehmensbewertung, S. 86 ff.

Bei Verwendung der Equity-Methode ergibt sich ein ähnliches Problem. Sind Verschuldung und Unternehmenswert nicht aneinander gekoppelt, müssen die Eigenkapitalkosten in jeder Periode an die sich ändernden Kapitalstrukturen angepasst werden. Der Bewerter ist auch hier mit einer Zirkularität konfrontiert, da er den periodenindividuellen Marktwert des Eigenkapitals zur Ermittlung der Kapitalstruktur benötigt. Aber auch bei Vorgabe einer Zielkapitalstruktur besteht ein Zirkularitätsproblem, da der periodenspezifische Fremdkapitalbestand zur Ermittlung der periodischen Fremdkapitalaufnahmen sowie der Zins- und Tilgungszahlungen bekannt sein muss. Die Berechnung periodenindividueller Unternehmenswerte ist auch hier unumgänglich.<sup>616</sup>

Die APV-Methode bewertet die Einflüsse der Finanzierungsstruktur getrennt vom operativen Wert des Unternehmens. Durch diese Vorgehensweise vermeidet sie das bei Anwendung der Entity-Methode im Rahmen der autonomen Finanzierungspolitik auftretende Zirkularitätsproblem. Dies erleichtert die Bewertungsaufgabe erheblich.<sup>617</sup> Auch bei wertorientierter Finanzierungspolitik ist die APV-Methode problemlos anwendbar, wobei die Entity-Methode in diesem speziellen Fall auf etwas einfacherem Weg die gleichen Ergebnisse produziert.<sup>618</sup>

Als Nachteil der APV-Methode wird z. T. die Diskontierung mit dem Kapitalkostensatz bei reiner Eigenfinanzierung angeführt.<sup>619</sup> Sofern dem Bewerter lediglich ein das Finanzierungsrisiko reflektierender Eigenkapitalkostensatz  $k^{EK,FK}$  zur Verfügung steht, ist das Finanzierungsrisiko unter Annahme bestimmter Reaktionshypothesen zu beseitigen. Die zu verwendenden, den Einfluss der Fremdfinanzierung auf die Eigenkapitalkosten beschreibenden Reaktionsfunktionen wurden in Abschnitt 4.2.3.3.2.1 vorgestellt. Die dabei auftretende Zirkularität ist durch Iteration zu lösen. Es handelt sich hierbei jedoch nicht um eine APV-spezifische Problemstellung, da auch bei den übrigen DCF-Methoden im

<sup>616</sup> Vgl. Inselbag/Kaufold, Approaches, S. 122.

<sup>617</sup> Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 175.

<sup>618</sup> Vgl. Drukarczyk/Honold, Unternehmenswertänderung, S. 24, Inselbag/Kaufold, Approaches, S. 122.

<sup>619</sup> Vgl. Ballwieser, Discounted Cash Flow, S. 91, Hachmeister, Finanzierung, S. 267.



Fälle einer sich ändernden Kapitalstruktur Anpassungen von  $k^{EK,FK}$  und somit der Rückgriff auf Iterationsverfahren erforderlich sind.<sup>620</sup>

Der entscheidende Vorteil der APV-Methode im Rahmen der Beurteilung von Finanzierungskonzepten liegt in ihrer transparenten und übersichtlichen Vorgehensweise. Das Unternehmen wird komponentenweise bewertet. Zunächst erfolgt die Ermittlung des Unternehmenswertes bei reiner Eigenfinanzierung. Die Werteinflüsse der Finanzierungsstruktur werden in einem zweiten Schritt getrennt ermittelt. Es wird also deutlich, welche Wertbeiträge auf die operative Tätigkeit und welche auf Finanzierungsmaßnahmen zurückzuführen sind.<sup>621</sup>

#### 4.2.3.3.2 Empirische Relevanz der Finanzierungsprämissen

Durch ihr breites Anwendungsspektrum ist die APV-Methode als der kompletteste Bewertungsansatz zu beurteilen. Das Verfahren funktioniert bei autonomer und bei wertorientierter Finanzierungspolitik, so dass sogar gemischte Finanzierungsstrategien analysierbar sind.<sup>622</sup> Dennoch soll nicht über die Tatsache hinweggegangen werden, dass die Entity-Methode im Falle der Vorgabe einer Zielkapitalstruktur der „bedienungsfreundlichere“ Bewertungsansatz ist. Aus diesem Grund ist es sinnvoll, vor der endgültigen Methodenauswahl der theoretischen und empirischen Relevanz der unterschiedlichen Finanzierungspolitiken nachzugehen.

Die Frage nach der empirischen Relevanz der beiden Finanzierungsprämissen ist nicht einfach zu beantworten. Auch in der Literatur herrscht Uneinigkeit über die Bedeutung der verschiedenen Finanzierungspolitiken. Brealey/Myers halten die Vorgabe einer sich am Unternehmenswert orientierenden Zielkapitalstruktur für den sinnvolleren Ansatz.<sup>623</sup> Schwetzler/ Darijtschuk sehen dagegen die autonome Finanzierungspolitik als die dominante Strategie an. Da die Steuervorteile der Fremdfinanzierung bei Vorgabe einer Zielkapitalstruktur ein höheres Risiko aufweisen, führt die Verfolgung einer wertorientierten Finanzierungspoli-

<sup>620</sup> Vgl. Drukarczyk/Honold, Unternehmenswertänderung, S. 35; Richter, Verschuldungsgrad, S. 388.

<sup>621</sup> Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 229-233; Richter, Konzeption, S. 38.

<sup>622</sup> Vgl. Richter, Verschuldungsgrad, S. 388.

<sup>623</sup> Vgl. Brealey/Myers, Principles, S. 562.



tik zu geringeren Unternehmenswerten als eine autonome Finanzierungspolitik.<sup>624</sup>

Zum tatsächlichen Verhalten von Unternehmen findet man in der Literatur ebenfalls unterschiedliche Hypothesen. Zum Teil wird ohne empirischen Beleg behauptet, dass zahlreiche Unternehmen eine wertorientierte Finanzierungspolitik verfolgen.<sup>625</sup> Darüber hinaus stößt man auf die Vermutung, dass Unternehmen sich bei der Festlegung des Verschuldungsgrads an der branchenüblichen Kapitalstruktur orientieren.<sup>626</sup> Beide Hypothesen sind empirisch nicht nachweisbar. Inselbag/Kaufold vermuten, dass ein Großteil der Unternehmen, die eine Zielkapitalstruktur vorgeben, sich weniger an Unternehmenswerten als an Buchwerten orientieren. Dies würde tendenziell zu einer Unterschätzung der Verschuldungskapazität führen, da die historischen Buchwerte - insbesondere bei Immobilien - im Allgemeinen unter den Marktwerten liegen.<sup>627</sup> Aber auch diese These ist empirisch nicht zu belegen. Drukarczyk/Honold verweisen in diesem Zusammenhang auf die Korrelation zwischen MDAX und der Veränderung der Kapitalstrukturen in den letzten 20 Jahren, die eine Orientierung an Buchwerten in keinsten Weise zu rechtfertigen vermag.<sup>628</sup>

Vor diesem Hintergrund ist davon auszugehen, dass die Mehrzahl der Unternehmen ihre Finanzierungspolitik nicht am Unternehmenswert ausrichtet. Die praktische Bedeutung der autonomen Finanzierungspolitik dürfte dementsprechend hoch sein.<sup>629</sup>

#### 4.2.3.3.3 Auswahlentscheidung

Bei der Untersuchung von Finanzierungskonzepten geht man im Allgemeinen von festgelegten Zins- und Tilgungsplänen aus. Insofern spielt die wertorientierte Politik in diesem Zusammenhang eine untergeordnete Rolle. Angesichts

<sup>624</sup> Vgl. Schwetzler/Darijtschuk, Unternehmensbewertung, S. 120.

<sup>625</sup> Vgl. z. B. Inselbag/Kaufold, Approaches, S. 119.

<sup>626</sup> Vgl. Lev, Industry, S. 290-299; Frecka/Lee, Financial Ratio, S.308-316; zitiert nach Drukarczyk/Honold, Unternehmenswertänderung, S.28.

<sup>627</sup> Vgl. Inselbag/Kaufold, Approaches, S. 119.

<sup>628</sup> Vgl. Drukarczyk/Honold, Unternehmenswertänderung, S. 29.

<sup>629</sup> Zu ähnlichen Einschätzungen vgl. Drukarczyk/Honold, Unternehmenswertänderung, S. 29; Weber, Methoden, S. 471.

der Vorzüge der APV-Methode bei autonomer Finanzierungspolitik und der transparenten Darstellung der finanzierungsspezifischen Aspekte dient die ihr zugrunde liegende Methodik als Grundlage für die Erarbeitung eines Bewertungsinstruments zur Analyse von Finanzierungskonzepten für Unternehmensimmobilien.

#### **4.2.4 Sonstige Aspekte**

##### **4.2.4.1 Berücksichtigung steuerlicher Rahmenbedingungen**

Infolge der bereits festgestellten erheblichen Einflüsse steuerrechtlicher Rahmenbedingungen auf Unternehmenswert und Finanzierung ist eine Einbeziehung geltender steuerlicher Vorschriften unverzichtbar. Im Hinblick auf die Komplexität des Steuersystems ist es allerdings angebracht, sich auf die wesentlichen steuerlichen Normen zu beschränken sowie vereinfachende Annahmen zu treffen.

Das hier vorgestellte Modell berücksichtigt die wesentlichen im Rahmen des Steuersenkungsgesetzes beschlossenen Bestimmungen.<sup>630</sup> Das Gesetz sieht eine Doppelbesteuerung vor, die auf Ebene der Anteilseigner durch das so genannte Halbeinkünfteverfahren gemildert wird.<sup>631</sup> Auf Unternehmensebene anfallende Gewinne werden mit einem einheitlichen Körperschaftsteuersatz in Höhe von 25 % belegt. Aufgrund der hohen potentiellen Anzahl von Anteilseignern sind bezüglich der Höhe des Einkommensteuersatzes vereinfachende Annahmen zu treffen. In diesem Zusammenhang erscheint es zweckmäßig, den Einkommensteuersatz eines typischen Anteilseigners zugrunde zu legen. Darüber hinaus wird die Gewerbeertragsteuer explizit in die Betrachtung einbezogen. Andere Steuerarten bleiben aufgrund ihrer vergleichsweise geringen Bedeutung außer Acht oder werden im Rahmen der Gewinn- und Verlustrechnung

---

<sup>630</sup> Vgl. Abschnitt 3.2.2.1.3 sowie Wolfs Steuer-Gesetze, Steuersenkungsgesetz. Zur Berücksichtigung der bis dahin geltenden Regelungen des körperschaftsteuerlichen Anrechnungssystems in der Unternehmensbewertung siehe z. B. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 168 ff.; Hens, Management, S. 99 ff.; Langenkämper, Unternehmensbewertung, S. 94 ff.

<sup>631</sup> Vgl. Günkel /Fenzl/Hagen, Unternehmensteuerreform, S. 455; Rödder/Schumacher, Unternehmensteuerreform, S. 353 f.

in der Position „sonstige Steuern“ berücksichtigt.<sup>632</sup> Steuerliche Details, wie z. B. Freibeträge oder Freigrenzen, werden ausgeblendet.

#### 4.2.4.2 Berücksichtigung von Kreditsubstituten

Unter Kreditsubstituten werden im Rahmen der Untersuchung immobilien-spezifische Finanzierungstransaktionen verstanden, die bilanziell nicht als Fremdkapital erfasst werden. Es handelt sich dabei meist um leasingähnliche Transaktionen, bei denen das Unternehmen sich die Nutzungsrechte an den Immobilien durch den Abschluss langfristiger Nutzungsverträge sichert.<sup>633</sup> Typische Beispiele sind neben dem klassischen Immobilienleasing Mortgage- bzw. Asset-backed Securities-Konstruktionen. In diesen Fällen erfolgt i. d. R. die Zwischenschaltung einer Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle, „SPV“). Die in der Praxis anzutreffenden Modelle unterscheiden sich im Wesentlichen durch die Art der Refinanzierung des SPV. Während sich beim Immobilien-leasing der Leasinggeber insbesondere durch die Aufnahme von grundpfandrechtlich gesicherten Darlehen refinanziert, beschafft sich die Zweckgesell-schaft im Rahmen einer Mortgage- bzw. Asset-backed Securities-Transaktion die Mittel am Kapitalmarkt durch die Ausgabe von Wertpapieren.<sup>634</sup>

Gerade im Bereich der Immobilienfinanzierung gewinnen Kreditsubstitute immer mehr an Bedeutung. Auf die Vor- und Nachteile, die solche Instrumente gegen-über traditionellen Immobilienfinanzierungsformen aufweisen, wird im Verlaufe der Untersuchung noch näher eingegangen.<sup>635</sup>

Kreditsubstitute stellen eine Form der vollständigen Fremdfinanzierung der Im-mobilien aus Sicht des nutzenden Unternehmens dar.<sup>636</sup> Neben der langfristi-gen Nutzung der Immobilie wird gewährleistet, dass das Unternehmen die An-schaffungs- bzw. Herstellungskosten nicht aus eigenen Mitteln aufbringen

---

<sup>632</sup> Vgl. Coenenberg, Jahresabschluß, S. 341.

<sup>633</sup> Vgl. Alvayay/Rutherford/Smith, Tax Rules, S. 208; Gabele/Dannenberg/Kroll, Immobilien-Leasing, S. 2 ff.

<sup>634</sup> Vgl. Vaaßen, Immobilienleasing, S. 9; Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 472 f. und S. 475 f.

<sup>635</sup> Vgl. Kapitel 1 und 1.

<sup>636</sup> Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 276.

muss.<sup>637</sup> Im Unterschied zur reinen Miete, wo der Vermieter eine Immobilie aus eigener Entscheidung erwirbt und vermietet, geht im Falle von Immobilienleasing oder Asset-backed Securities die Initiative zur Anschaffung bzw. Herstellung der Immobilie vom nutzenden Unternehmen aus. Durch den Nutzungsvertrag sowie eventuell vereinbarte Kauf- oder Mietverlängerungsoptionen sichert es sich langfristig die Kontrolle über das Objekt. Dementsprechend ist der durch den Nutzer ausgeübte Einfluss bei Kreditsubstituten wesentlich höher als bei der reinen Miete.<sup>638</sup>

Der Charakter einer Fremdfinanzierungsform wird insbesondere bei der Betrachtung der von Kreditsubstituten ausgelösten Zahlungen deutlich. Das Unternehmen leistet während der Laufzeit des meist unkündbaren Nutzungsvertrags zustandsunabhängige Miet- oder Leasingzahlungen an den rechtlichen Eigentümer der Immobilie. Somit wird die Risikoposition der Anteilseigner des Unternehmens in ähnlicher Weise beeinflusst wie bei vertraglich festgeschriebenen Leistungen aus bilanzwirksamen Fremdfinanzierungskontrakten.<sup>639</sup> Aus diesem Grund werden Kreditsubstitute im Bewertungsmodell explizit als Finanzierungsgeschäft behandelt. Die ausgelösten Zahlungen werden aus dem operativen Cashflow eliminiert. Um die von der reinen Fremdfinanzierung z. T. abweichenden Wirkungen der Kreditsubstitute korrekt erfassen zu können,<sup>640</sup> erfolgt deren Berücksichtigung jedoch in einem separaten Kalkül, das in Abschnitt 4.3 im Detail erläutert wird.

#### 4.2.4.3 Festlegung des Planungshorizonts

Ein bedeutsamer Aspekt der Bewertung ist die Festlegung des Planungshorizontes. Die Lebensdauer von Unternehmen ist in der Regel unbestimmt.<sup>641</sup> Darüber hinaus sind die wirtschaftlichen Nutzungsdauern von Investitionsob-

<sup>637</sup> Vgl. Engel, Leasing, S. 32; Tacke, Leasing, S. 1.

<sup>638</sup> Vgl. Vaaßen, Immobilienleasing, S. 17 ff.

<sup>639</sup> Vgl. Brealey/Myers, Principles, S. 740; Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 201 f.; Hachmeister, Discounted Cash Flow, S. 240 ff.; Hens, Management, S. 145 ff.

<sup>640</sup> Die von Kreditsubstituten ausgelösten Zahlungen sind z. B. im Gegensatz zu Dauerschuldzinsen voll von der gewerbeertragsteuerlichen Bemessungsgrundlage abzugsfähig. Daneben verzichtet das Unternehmen bei Verwendung von Kreditsubstituten auf die steuerlichen Vorteile der Abschreibungen. Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 201; Hens, Management, S. 146.

<sup>641</sup> Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmensbewertung, S. 162.

jekten wie auch die Laufzeiten von Finanzierungsinstrumenten häufig nicht identisch. Welche Kriterien sollten unter diesen Umständen bei der Festlegung des Planungshorizontes zugrunde gelegt werden?

In der Unternehmensbewertung erfolgt im Allgemeinen eine Aufteilung des Betrachtungszeitraums in zwei Phasen.<sup>642</sup> In der ersten Phase, die auch als Detailprognosezeitraum oder Nicht-Rentenphase bezeichnet wird, werden sämtliche Bewertungskomponenten periodenspezifisch ermittelt. In der sich anschließenden Rentenphase erfolgt die Schätzung eines Fortführungswertes, wobei periodendurchschnittliche Zahlungen angesetzt werden.

Der Detailprognosezeitraum sollte sich generell bis zu dem Zeitpunkt erstrecken, an dem das Unternehmen einen stabilen Zustand erreicht. Dieser Zustand stellt sich ein, sobald durch Neuinvestitionen und Finanzierungsstrategien erzielte Wettbewerbsvorteile und damit die Möglichkeit der Erzielung ökonomischer Renten nicht mehr besteht.<sup>643</sup> In diesem stabilen Zustand erwirtschaftet das Unternehmen eine gleich bleibende Rendite in Höhe der Kapitalkosten.<sup>644</sup> Diese Vorgehensweise wird auch bei Bewertungsansätzen für Unternehmensimmobilien gefordert.<sup>645</sup>

Im Rahmen der finanzierungsspezifischen Analyse ist darauf zu achten, dass die bewertete Zahlungsfolge die konkrete Ausprägung der gewählten Finanzierungsform und -struktur ausreichend beschreibt.<sup>646</sup> Bewertungsrelevante Tatbestände wie Tilgungsstrukturen und Zinsfestschreibungszeiträume sollten in adäquater Weise im Rahmen des Detailprognosezeitraums erfasst werden. Aufgrund des starken Zusammenhangs zwischen Investition und Finanzierung<sup>647</sup>

---

<sup>642</sup> Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmensbewertung, S. 162; Hachmeister, Discounted Cash Flow, S. 74; Langenkämper, Unternehmensbewertung, S. 59; Richter, Konzeption, S. 144; Siepe, Unternehmensbewertung; S. 52 und S. 58; z. T. findet man die Unterteilung in drei Phasen, vgl. Hauptfachausschuß des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Grundsätze, S. 478; Günther, Controlling, S. 109 f.

<sup>643</sup> Vgl. Brealey/Myers, Principles, S. 276.

<sup>644</sup> Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 235.

<sup>645</sup> Vgl. Hens, Management, S. 127 ff.; Leopoldsberger/Thomas, Bewertung, S. 147.

<sup>646</sup> Vgl. Ropeter, Investitionsanalyse, S. 22.

<sup>647</sup> Vgl. hierzu z. B. Schneider, Investition, S. 21.

dürfte dieser Zeitraum nur unerheblich von dem nach den oben erläuterten investitionstheoretischen Maßstäben festgelegten Planungshorizont abweichen.

### **4.3 Bewertungskomponenten**

Im Folgenden werden die einzelnen Komponenten der immobilienfinanzierungsspezifischen Unternehmenswertrechnung dargestellt und erläutert. Das Instrument basiert auf der APV-Methode. Die Bewertung erfolgt in den in Abbildung 16 aufgeführten Schritten.<sup>648</sup>

#### **4.3.1 Ermittlung des Wertes bei vollständiger Eigenfinanzierung**

##### **4.3.1.1 Entziehbarer operativer Cashflow bei vollständiger Eigenfinanzierung**

###### **4.3.1.1.1 Einflussfaktoren**

Bei der Ermittlung der entziehbaren operativen Überschüsse sind drei Aspekte von Bedeutung: die Finanzierbarkeit, die Ausschüttungsfähigkeit und die Ausschüttungspolitik.<sup>649</sup>

Zur Ermittlung der Finanzierbarkeit der entziehbaren Cashflows sind zunächst Zahlungsüberschüsse zu prognostizieren, die dem Unternehmen innerhalb des Betrachtungszeitraums zur Ausschüttung zur Verfügung stehen. Dies erfolgt im Rahmen einer finanzwirtschaftlichen Planungsrechnung. Eine auf den Bereich der Unternehmensimmobilien abgestimmte Planungsrechnung wurde von Hens entwickelt. Die Ermittlung des Perioden-Cashflows erfolgt dabei auf indirektem Wege, d. h. auf Basis von Plan-Bilanzen und Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen. Diese dargestellte Vorgehensweise wird auch für den vorliegenden Untersuchungszweck favorisiert. Die von Hens entwickelten immobilien-spezifischen Versionen von Plan-Bilanz und Plan-Gewinn- und Verlustrechnung sind in Abbildung 20 dargestellt.<sup>650</sup>

---

<sup>648</sup> Vgl. Abbildung 19.

<sup>649</sup> Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 126 f.; Langenkämper, Unternehmensbewertung, S. 20 ff.

<sup>650</sup> Zum Aufbau immobilien-spezifischer Plan-Bilanzen und Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen sowie der damit verbundenen Prognosestätigkeiten vgl. Hens, Management, S. 129 ff. sowie Abbildung 20.

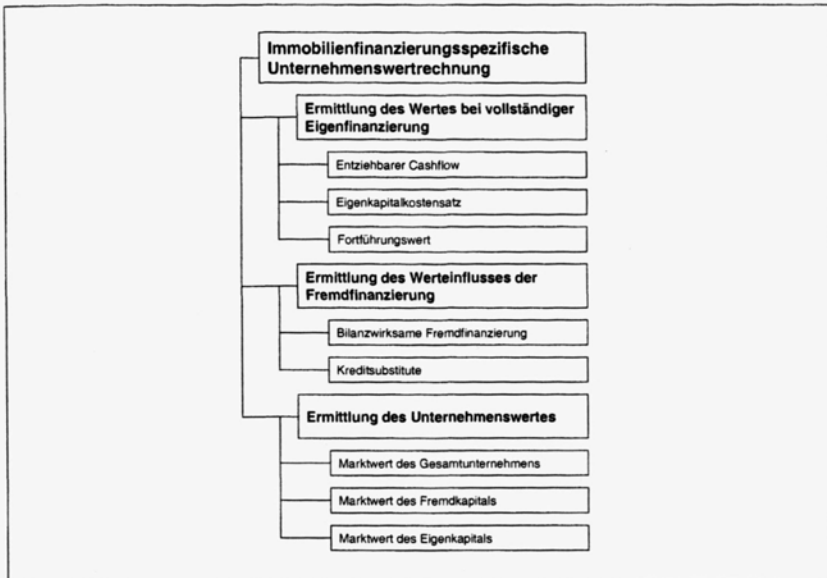


Abbildung 19: Komponenten der immobilienfinanzierungsspezifischen Unternehmenswertrechnung<sup>651</sup>

Der Vorzug der Einbindung des Rechnungswesens in die Cashflow-Planung im Vergleich zum direkten Verfahren ist insbesondere in der Praktikabilität zu sehen. Die direkte Methode ist aufgrund der nicht unproblematischen Überleitung von Erträgen und Aufwendungen in Zahlungsgrößen mit mehr Aufwand verbunden als der „Umweg“ über den Jahresabschluss. Die Praktikabilität des indirekten Ansatzes wird nicht zuletzt dadurch unterstrichen, dass die Informationen aus Plan-Bilanz und Plan-Gewinn- und Verlustrechnung bei der Prognose der periodischen Steuerzahlungen ohnehin benötigt werden.<sup>652</sup>

Die Finanzierbarkeit von Ausschüttungen ist nicht gleichbedeutend mit ihrer Ausschüttungsfähigkeit. Diesbezüglich sind die verschiedenen Ausschüttungsrestriktionen von HGB bzw. AktG zu berücksichtigen, die insbesondere dem

<sup>651</sup> Quelle: eigene Darstellung.

<sup>652</sup> Eine ausführliche Diskussion der Vorzüge der an Plan-Jahresüberschüssen ansetzenden Cashflow-Ermittlung findet sich bei Hachmeister, Discounted Cash Flow, S. 61 ff. sowie Hens, Management, S. 126 f.



Gläubigerschutz dienen.<sup>653</sup> § 158 AktG, der in diesem Zusammenhang die zentrale Rechtsvorschrift für Aktiengesellschaften darstellt, definiert den Bilanzgewinn als Ausschüttungsobergrenze. Dieser ergibt sich aus dem um Entnahmen aus Gewinn- oder Kapitalrücklagen erhöhten bzw. um Einstellungen in Gewinnrücklagen verminderten Jahresüberschuss bzw. -fehlbetrag.<sup>654</sup>

Aktiva		Passiva	
Grundstücke und Gebäude	GuG	Eigenkapital	EK <sup>a</sup>
Sonstiges Sachanlagevermögen	SSAV	Zinspflichtiges Fremdkapital	FK <sup>a</sup>
Finanzaktiva	FA		
Nettoumlaufvermögen	NUV		
Bilanzsumme (investiertes Kapital)	IK	Bilanzsumme (investiertes Kapital)	IK

Umsatzerlöse	U
- Personalaufwand	PA
- Materialaufwand	MA
- Immobilienbetriebskosten	IBK
- Immobilieninstandsetzungskosten	ISK
- Immobilienverwaltungskosten	IVK
- Mietaufwand	MiA
- Leasingaufwand	LA
- Sonstige betriebliche Aufwendungen	SBA
- Abschreibungen auf Gebäude	Ab <sup>G</sup>
- Abschreibungen auf SSAV	Ab <sup>SSAV</sup>
+ Zinserträge	ZE
- Zinsaufwand	ZA
+ Mieterträge	ME
+ Sonstige betriebliche Erträge	SBE
= Gewinn vor Steuern	GvS
- Steuern	S
= Jahresüberschuss/-fehlbetrag	JÜ
- Zuführung zu den Rücklagen	ΔRL
= Ausschüttungen	D

Abbildung 20: Plan-Bilanz und Plan-Gewinn- und Verlustrechnung<sup>655</sup>

<sup>653</sup> Vgl. Drukarczyk/Richter, Unternehmensgesamtwert, S. 10.

<sup>654</sup> Vgl. Coenenberg, Jahresabschluss, S. 317 f.

<sup>655</sup> Quelle: in Anlehnung an Hens, Management, S. 130 ff. Das Nettoumlaufvermögen setzt sich zusammen aus den Lagerbeständen an Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffen LB, den Forderungen aus Lieferungen und Leistungen FLEI, den geleisteten Anzahlungen GA, den Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen VLEI sowie den erhaltenen Anzahlungen EA:  $NUV = LB + FLEI + GA - VLEI - EA$ . Rückstellungen werden aggregiert im Nettoumlaufvermögen berücksichtigt. Pensionsrückstellungen werden vernachlässigt, da von ihnen keine immobilisenspezifische Wirkung zu erwarten ist. Vgl. Hens, Management, S. 130. Ein immobilisenspezifischer Anlagespiegel zur Ermittlung des Buchwerts der Aktiva findet sich ebenfalls bei Hens, Management, S. 131.

Der letzte für die Bemessung der Ausschüttungen entscheidende Faktor ist die Ausschüttungspolitik. Da auf diesem Gebiet eine Vielfalt von Gestaltungsmöglichkeiten denkbar ist, müssen entsprechende Annahmen getroffen werden. Als Basis für die folgenden Überlegungen dient die so genannte residuale Ausschüttungspolitik. Diese geht auf Überlegungen von Jensen zurück. Er argumentiert, dass aus Anteilseignersicht die Mittel auszuschütten sind, deren Verbleib im Unternehmen nicht zu Wertsteigerungen führt. Folglich sollten die freien Mittel zunächst den zur Auswahl stehenden rentablen Investitionen zugeführt werden. Der übrig bleibende Cashflow ist an die Eigentümer auszuschütten. Übersteigen die rentablen Investitionen die verfügbaren Mittel, so ist der Differenzbetrag extern, also am Kapitalmarkt zu beschaffen.<sup>656</sup>

#### 4.3.1.1.2 Immobilienfinanzierungsspezifisches Ermittlungsschema

Zur Ermittlung der entziehbaren operativen Überschüsse bei reiner Eigenfinanzierung ist zunächst der Gewinn vor Zinsen und Steuern zu berechnen. Dieser errechnet sich wie folgt:<sup>657</sup>

$$GvZS_t = U_t - PA_t - MA_t - IMK_t - SBA_t - Ab_t^G - Ab_t^{SSAV} + ME_t + SBE_t \quad (82)$$

Hinsichtlich der Immobilienfinanzierung ist zu beachten, dass alle den bilanzneutralen Fremdfinanzierungskontrakten zuzuordnenden Mietaufwendungen  $MiA_t^Z$  und Leasingraten  $LR_t$  aus  $GvZS_t$  zu eliminieren sind, da deren Berücksichtigung im Rahmen der Ermittlung der fremdfinanzierungsbedingten Steuervorteile erfolgt. Vor diesem Hintergrund ergibt sich der immobilisenspezifische Aufwand nach dem folgenden Rechenschema:

$$IMK_t = IBK_t + ISK_t + IVK_t + MiA_t + LA_t - MiA_t^Z - LR_t \quad (83)$$

$$\text{mit } MiA_t = MiA_t^i + MiA_t^{rz} \quad (84)$$

$$\text{und } LA_t = LR_t + SLA_t. \quad (85)$$

<sup>656</sup> Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 127; Richter, Konzeption, S. 123.

<sup>657</sup> Zu den nachfolgenden Ausführungen vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 126-148; Hens, Management, S. 138-148; Langenkämper, Unternehmensbewertung, S. 20-37; Richter, Konzeption, S. 121-129.

<sup>658</sup> Zum sonstigen Leasingaufwand sind Mietnebenkosten, Sonderzahlungen und Mietvorauszahlungen zu zählen. Vgl. Hens, Management, S. 132.

Auf Basis des ermittelten Gewinns vor Zinsen und Steuern lässt sich die residuale Ausschüttung berechnen. Dazu muss GvZS<sub>t</sub> um Abschreibungen, Netto-Investitionen in das Sachanlagevermögen und die Veränderungen des Netto-Umlaufvermögens korrigiert werden. Darüber hinaus sind Steuerzahlungen in das Kalkül einzubeziehen:

$$ECF_t = ((GvZS_t - s_G GvZS_t)(1 - s_U) - (I_t - Ab_t + \Delta NUV_t))(1 - 0,5 s_A) \quad (86)$$

Die Netto-Investitionen  $I_t$  werden in diesem Rahmen als Saldo der Zu- und Abgänge des Sachanlagevermögens ohne Berücksichtigung der Abschreibungen definiert:

$$I_t = I_t^{GuG} - A_t^{GuG} + I_t^{SSAV} - A_t^{SSAV} \quad (87)$$

Die Summe aus den Netto-Investitionen und den Veränderungen des Netto-Umlaufvermögens abzüglich der Abschreibungen entspricht der Veränderung des investierten Kapitals  $\Delta IK_t$ :

$$\Delta IK_t = I_t - Ab_t + \Delta NUV_t \quad (88)$$

Die Finanzierung von  $\Delta IK_t$  erfolgt bei Annahme vollständiger Eigenfinanzierung und residualer Ausschüttung zunächst durch Zuführung der Gewinne nach Abzug von Körperschaftsteuer zu den Rücklagen  $\Delta RL_t$ . Reichen die vorhandenen Mittel nicht zur Finanzierung von  $\Delta IK_t$  aus, erfolgt die Schließung der Lücke durch Zuführung von neuem Eigenkapital  $ZU_t^{EK}$ . Dies erfordert die Durchführung einer Kapitalerhöhung:

$$\Delta IK_t = \Delta RL_t + ZU_t^{EK} \text{ mit } \Delta IK_t \geq 0 \quad (89)$$

Die Besteuerung erfolgt nach den Vorschriften des Steuersenkungsgesetzes. Auf Unternehmensebene wird der zu versteuernde Gewinn mit einem einheitlichen Körperschaftsteuersatz in Höhe von 25 % belegt. Infolge der Aufhebung des körperschaftsteuerlichen Anrechnungsverfahrens ist diese Besteuerung endgültig. Im Gegenzug sind Dividenden auf der Ebene des Anteilseigners nur zur Hälfte einkommensteuerpflichtig. Die andere Hälfte ist von der Einkommensteuer freigestellt. Da eine Ermittlung der persönlichen Steuersituation für jeden einzelnen Anteilseigner praktisch nicht durchführbar ist, wird vereinfachend ein

stellvertretender Steuersatz eines durchschnittlichen Anteilseigners in Höhe von  $s_A = 35\%$  unterstellt. Auf dieser Basis lassen sich die entziehbaren operativen Überschüsse nach dem folgenden Schema berechnen:<sup>659</sup>

Umsatzerlöse	U
- Personalaufwand	PA
- Materialaufwand	MA
- Immobilienbetriebskosten	IBK
- Immobilieninvestitionen	ISK
- Immobilienverwaltungskosten	IVK
- Mietaufwand (ohne zinsaufwandsgleichen Aufwand)	MiA <sup>z</sup>
- Leasingaufwand (ohne zinsaufwandsgleiche Leasingraten)	SLA
- Sonstige betriebliche Aufwendungen	SBA
- Abschreibungen	Ab
+ Zinserträge	ZE
- Zinsaufwand	ZA
+ Mieterträge	ME
+ Sonstige betriebliche Erträge	SBE
= Gewinn vor Steuern	GvS
- Unternehmenssteuern	S <sub>u</sub>
= Jahresüberschuss/-fehlbetrag	JÜ
- Netto-Investitionen	I
+ Abschreibungen	AB
+ Veränderungen des Nettoumlaufvermögens	ΔNUV
+ Mittel aus Eigenkapitalzuführung	ZU <sup>EK</sup>
= Residuale Ausschüttung	D <sup>R</sup>
- Einkommensteuern	S <sub>A</sub>
= Entziehbarer operativer Cashflow	ECF

Abbildung 21: Ermittlung des entziehbaren operativen Cashflows<sup>660</sup>

Die periodisch entziehbaren Cashflows  $ECF_t$  sind mit den Eigenkapitalkosten bei reiner Eigenfinanzierung  $k^{EK}$  auf den Bezugszeitpunkt abzuzinsen. Die Bestimmung des Eigenkapitalkostensatzes wird im folgenden Abschnitt erläutert.

#### 4.3.1.2 Bestimmung der Eigenkapitalkosten

Mit dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) existiert ein häufig kritisiertes, jedoch brauchbares Kapitalmarktmodell zur Ermittlung der Eigenkapitalkosten bei reiner Eigenfinanzierung  $k^{EK}$ , das für die Anwendung im Rahmen des Bewertungsmodells empfohlen wird.

<sup>659</sup> Vgl. Abbildung 21.

<sup>660</sup> Quelle: eigene Darstellung.

#### 4.3.1.2.1 Methodik

Basierend auf dem Diversifikationsgedanken der Portfolio Selection Theory<sup>661</sup> stellt das CAPM ein Modell zur Ermittlung des Marktpreises für die Übernahme von systematischem Risiko dar. Es „formalisiert“ die Hypothese, dass Investoren zusätzliches Risiko nur gegen Erhalt einer Risikoprämie in Kauf nehmen.<sup>662</sup> Dabei geht das einperiodige Modell von folgenden Annahmen aus:<sup>663</sup>

- Investoren verhalten sich risikoavers und sind bestrebt, innerhalb des einperiodigen Zeitraums ihren Nutzen zu maximieren. Der Nutzen bemisst sich aus Rendite und Risiko. Letzteres wird definiert als Streuung um den Erwartungswert der Investitionsrendite, wobei eine Normalverteilung unterstellt wird.
- Investoren besitzen homogene Erwartungen bezüglich Rendite und Risiko. Ferner können sie sich zum risikolosen Zinssatz  $i$  betragsmäßig unbeschränkt verschulden bzw. Geld anlegen.
- Es existiert ein vollkommener und friktionsloser Kapitalmarkt. Steuern, Transaktionskosten fallen nicht an. Alle Marktteilnehmer haben kostenlosen Zugang zu den relevanten Informationen.
- Sämtliche Wertpapiere werden am Kapitalmarkt gehandelt und sind beliebig teilbar.

Auf Grundlage dieser Annahmen lässt sich ein linearer Zusammenhang zwischen der zu erwartenden Rendite  $r_p$  eines Portfolios  $P$  und der übernommenen Risikomenge  $\sigma_p$  formulieren, der durch die so genannte Kapitalmarktklinie dargestellt wird.<sup>664</sup>

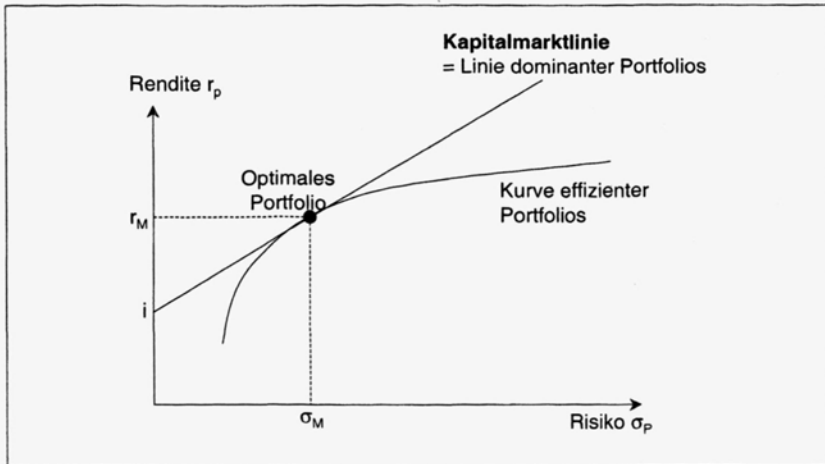
$$r_p = i + \frac{(r_M - i)}{\sigma_M} \sigma_p \quad (90)$$

<sup>661</sup> Zur Portfolio Selection Theory vgl. Markowitz, Portfolio; Drukarczyk, Theorie, S. 226-233; Kruschwitz, Investitionsrechnung, S. 281-303; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 249-255.

<sup>662</sup> Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 248.

<sup>663</sup> Vgl. Hachmeister, Discounted Cash Flow, S. 160; Kruschwitz, Investitionsrechnung, S. 304 f.; Richter, Konzeption, S. 57; Schmidt/Terberger, Grundzüge, S. 345 f.

<sup>664</sup> Vgl. Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 262; zur grafischen Verdeutlichung des Zusammenhangs vgl. Abbildung 22.

Abbildung 22: Kapitalmarktklinie<sup>665</sup>

Die erwartete Rendite  $r_j$  eines einzelnen Wertpapiers  $j$  ist nicht direkt mit Hilfe der Kapitalmarktklinie bestimmbar. Letztere bildet aber den Ausgangspunkt für die Ableitung der Wertpapierlinie (security market line), welche die Kernaussage des CAPM verkörpert:

$$k^{EK} = r_j = i + \frac{(r_M - i)}{\sigma_M^2} \text{cov}(\tilde{r}_j, \tilde{r}_M) \quad (91)$$

Abbildung 23 verdeutlicht diesen Zusammenhang in grafischer Form. Der Aus-

druck  $\frac{(r_M - i)}{\sigma_M^2}$  bezeichnet den für alle Wertpapiere einheitlichen Marktpreis des

Risikos. Dieser wird mit der durch die Kovarianz zwischen der Rendite des Marktportfolios und der Rendite des Wertpapiers  $j$  bezeichneten Menge des systematischen Risikos  $\text{cov}(\tilde{r}_j, \tilde{r}_M)$  multipliziert. Erhöht sich die Menge des systematischen Risikos, so steigt c. p. auch die Renditeanforderung der Eigenkapitalgeber und damit die Eigenkapitalkosten  $k^{EK}$ .<sup>666</sup> Unter Verwendung des Betafaktors

$$\beta_j = \frac{\text{cov}(\tilde{r}_j, \tilde{r}_M)}{\sigma_M^2} \quad (92)$$

<sup>665</sup> Quelle: in Anlehnung an Richter, Konzeption, S. 59.

<sup>666</sup> Vgl. Abbildung 23.

kann die erwartete Rendite des Wertpapiers  $j$  schließlich wie folgt formuliert werden:

$$k^{EK} = r_j = i + (r_M - i) \beta_j \quad (93)$$

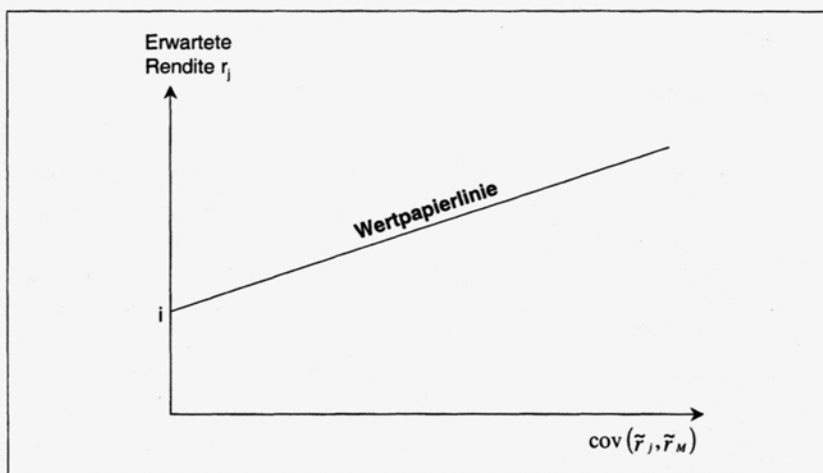


Abbildung 23: Wertpapierlinie<sup>668</sup>

Grundlegend für die Ableitung der Wertpapierlinie ist die Erkenntnis, dass am Kapitalmarkt lediglich die Übernahme des systematischen Risikos honoriert wird. Ein Entgelt für die Übernahme des durch Portfeuillebildung vermeidbaren unsystematischen Risikos wird nicht gewährt.<sup>669</sup>

Da bei der Ermittlung des entziehbaren Cashflows die Besteuerung der Anteilseigner berücksichtigt wurde, ist  $k^{EK}$  zur Erfüllung des Äquivalenzprinzips entsprechend anzupassen. Ein auf das körperschaftsteuerliche Anrechnungssystem ausgerichteter pragmatischer Ansatz wurde von Drukarczyk und Richter entwickelt.<sup>670</sup> Sie teilen die Aktienmarktrendite  $r_M$  in zwei Bestandteile:  $r_M^{KG}$  symbolisiert den in Form von Kursgewinnen erwarteten Renditeanteil, der außer-

<sup>667</sup> Ausführliche Herleitungen des CAPM finden sich bei Brealey/Myers, Principles, S. 187 ff.; Drukarczyk, Theorie, S. 225 ff.; Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 375 ff.; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 249 ff.; Schmidt/Terberger, Grundzüge, S. 341 ff.

<sup>668</sup> Quelle: in Anlehnung an Langenkämper, Unternehmensbewertung, S. 138.

<sup>669</sup> Vgl. Rudolph, Kapitalmarkttheorie, S. 893; Schmidt/Terberger, Grundzüge, S. 350 f.

<sup>670</sup> Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 262 f.; Richter, Konzeption, S. 131.



halb der Spekulationsfrist keiner Einkommensbesteuerung unterliegt. Bei Übertragung des Ansatzes auf das Steuersenkungsgesetz 2000 ist der erwartete Dividendenanteil der Rendite nach Abzug von Unternehmenssteuern  $r_M^D$  hälftig mit dem persönlichen Einkommensteuersatz zu versteuern.

$$k^{EK} = r_j = i(1 - s_A) + [r_M^{KG} + r_M^D(1 - 0,5s_A) - i(1 - s_A)]\beta_j \quad (94)$$

#### 4.3.1.2.2 Ermittlung der Rechnungskomponenten

Bei Anwendung des CAPM sind verschiedene Daten zur Ermittlung von  $k^{EK}$  notwendig. Die Erhebung dieser Daten ist in vielen Fällen mit Problemen verbunden. Im Folgenden werden pragmatische Ansätze zur Datenermittlung im Rahmen des CAPM vorgestellt.

Der risikolose Zinssatz ist eine rein theoretische Größe. In der Realität existiert keine Anlageform, die weder ein Ausfallrisiko noch eine Korrelation mit Renditen anderer Anlageformen aufweist.<sup>671</sup> Eine brauchbare und häufig vorgeschlagene Alternative stellt der Rückgriff auf gegenwärtige Renditen langfristiger Staatspapiere dar.<sup>672</sup> Dabei ist darauf zu achten, dass Investition und Anleihe in etwa die gleiche durchschnittliche Restbindungsdauer aufweisen.<sup>673</sup> Vielfach wird die Verwendung aktueller Renditen von Bundesanleihen mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren empfohlen. Hierfür sprechen u. a. folgende Gründe: Zum einen handelt es sich um eine ausreichend langfristige Rendite, die in etwa mit der durchschnittlichen Restbindungsdauer des Unternehmens-Cashflows übereinstimmt. Zum anderen sind Zehnjahresrenditen weniger anfällig für unerwartete Schwankungen der Inflationsrate als die Renditen längerfristiger Papiere. Ferner liegt die Liquiditätsprämie längerfristiger Papiere i. d. R. über den in Zehnjahresrenditen enthaltenen Prämien.<sup>674</sup>

<sup>671</sup> Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 277; Hachmeister, Discounted Cash Flow, S. 178; Harrington, Theory, S. 150.

<sup>672</sup> Vgl. z. B. Bühner, Management, S. 43; Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 279; Merton, Return, S. 323; Rappaport, Shareholder Value, S. 46 f. Auch Bundesanleihen sind nicht völlig risikofrei. Sie weisen zwar nahezu kein Insolvenzrisiko auf, unterliegen jedoch Zinsänderungs- und Inflationsrisiken.

<sup>673</sup> Vgl. Hachmeister, Discounted Cash Flow, S. 179.

<sup>674</sup> Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 279.

Die Rendite des Marktportfolios wird im Allgemeinen auf Basis historischer Daten approximiert.<sup>675</sup> Um den Einfluss kurzfristiger Anomalien möglichst klein zu halten, sollte ein sehr langer Zeitraum zugrunde gelegt werden. Allerdings sollten durch Kriegseignisse oder Hyperinflationen gekennzeichnete Perioden möglichst ausgeschlossen werden.<sup>676</sup> Zu empfehlen ist die Verwendung geometrischer Durchschnitte, da diese Zinseszinsseffekte erfassen und ihre Anwendung deshalb zu geringeren Verzerrungen führt als die Verwendung arithmetischer Durchschnitte.<sup>677</sup>

Zur Beschaffung von Betafaktoren sollten die verfügbaren Angebote von Finanzdienstleistern genutzt werden.<sup>678</sup> Sind keine Daten über das zu bewertende Unternehmen erhältlich (z. B. bei nicht börsennotierten Unternehmen), können verfügbare Betas vergleichbarer Unternehmen oder Branchenbetas herangezogen werden.<sup>679</sup> Allerdings ist zu berücksichtigen, dass empirische Beta-Werte neben dem operativen Risiko auch das Finanzierungsrisiko reflektieren. Zur Bereinigung benötigt man wiederum eine entsprechende Reaktionsfunktion. Für das deutsche Steuersystem kann mit folgender Formel gearbeitet werden:<sup>680</sup>

$$\beta^{EK} = \frac{\beta^{EK,FK}}{1 + (1 - s^*) \frac{FK}{EK^{FK}}} \quad \text{mit } s^* = \frac{V^{USI}}{FK} \quad (95)$$

<sup>675</sup> Copeland et al. raten von der alternativen Vorgehensweise, sich bei der Schätzung auf Analystenprognosen zu stützen, ab. Sie begründen dies mit Prognoseungenauigkeiten und der im regelmäßig verwendeten Dividendenwachstumsmodell implizit unterstellten konstanten Wachstumsrate. Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 282; Hachmeister, Discounted Cash Flow, S. 181.

<sup>676</sup> Insofern empfiehlt es sich, in Deutschland die Analyse frühestens 1954 zu starten. Vgl. Hachmeister, Discounted Cash Flow, S. 180.

<sup>677</sup> Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 279; Hachmeister, Discounted Cash Flow, S. 180; Rappaport, Shareholder Value, S. 47.

<sup>678</sup> Betas deutscher Unternehmen und Branchen sind z. B. bei BARRA International, der Universität Karlsruhe und Hoppenstedt verfügbar. Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 533 ff.

<sup>679</sup> Vgl. Hens, Management, S. 155.

<sup>680</sup> Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 277-279 sowie S. 295-297; Richter, Konzeption, S. 130 ff. Langenkämper stellt in diesem Zusammenhang Formeln vor, die auf den in Abschnitt 4.2.3.3.2 vorgestellten fallspezifischen Reaktionsfunktionen für eine wertorientierte Finanzierungspolitik basieren. Vgl. Langenkämper, Unternehmensbewertung, S. 149-152.

s\* kennzeichnet den relativen Fremdfinanzierungsvorteil, der sich aus dem Quotient des Wertes der steuerlichen Vorteile der Fremdfinanzierung  $V^{USt}$  und dem Wert des Fremdkapitals FK ergibt.  $V^{USt}$  wiederum setzt sich aus dem durch die Körperschaftsteuer und dem durch die Gewerbebeertragsteuer bewirkten Wertvorteil der Fremdfinanzierung  $V^{KSt}$  bzw.  $V^{GSt}$  zusammen. Die Ermittlung der fremdfinanzierungsbedingten steuerlichen Vorteile wird in Abschnitt 4.3.3.2.1 näher erläutert.<sup>681</sup> Durch Umformung ergibt sich letztlich

$$\beta^{EK} = \frac{\beta^{EK,FK}}{1 + \frac{FK - V^{USt}}{EK^{FK}}} \quad (96)$$

#### 4.3.1.2.3 Einfluss von Unternehmensimmobilien auf die Eigenkapitalkosten

Den Einfluss der Unternehmensimmobilien auf die Renditeforderung der Eigenkapitalgeber untersucht Hens.<sup>682</sup> Er unterscheidet zu diesem Zweck nach dem Kriterium der Drittverwendungsfähigkeit zwischen Mehrzweckimmobilien und Sonderimmobilien. Mehrzweckimmobilien können außerhalb des Unternehmens alternativen Nutzungen zugeführt werden und sind somit als selbständige Primärinvestitionen bewertbar. Aufgrund der Geltung des Additivitätsprinzips der Kovarianz<sup>683</sup>

$$\beta_P = \sum_{j=1}^n x_j \beta_j \quad (97)$$

kann der Betafaktor des Unternehmens in den Betafaktor der operativen Geschäftstätigkeit  $\beta_O$  und den Betafaktor des Mehrzweckimmobilienbestands  $\beta_{IMMO,P}$  zerlegt werden:

$$\beta = \frac{V_O}{V} \beta_O + \frac{V_{IMMO,P}}{V} \beta_{IMMO,P} \quad (98)$$

$$\text{mit } V = V_O + V_{IMMO,P} \quad (99)$$

$$\text{und } \beta_{IMMO,P} = \sum_{j=1}^n \frac{V_{IMMO,j}}{V_{IMMO,P}} \beta_{IMMO,j} \quad (100)$$

<sup>681</sup> Vgl. Abschnitt 4.3.3.2.1 sowie Richter, Konzeption, S. 130 f. und S. 138 f.

<sup>682</sup> Vgl. zu den folgenden Ausführungen Hens, Management, S. 119 ff.

<sup>683</sup> Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 261 f.

Dagegen bergen Sonderimmobilien aufgrund ihrer exklusiven Nutzbarkeit im Rahmen des operativen Geschäfts kein isolierbares Investitionsrisiko. Ihr Einfluss auf die Kapitalkosten beschränkt sich auf ihren Beitrag zum Operating Leverage, der das Verhältnis von variablen zu fixen Kosten bezeichnet.<sup>684</sup> Je höher der Anteil der fixen Kosten ist, desto höher ist das operative Risiko, da der Anteil fixer Kosten in konjunkturell schwierigen Lagen kurzfristig kaum zu senken ist. Bei den eher beschränkt fungiblen Immobilien ist ein relativ hoher Anteil der fixen Kosten zu vermuten.

#### **4.3.1.2.4 Mögliche Alternative zum Capital Asset Pricing Model**

In der Literatur wird als Alternativmodell zum CAPM häufig die von Ross entwickelte Arbitrage Pricing Theory (APT) genannt.<sup>685</sup> Die APT geht davon aus, dass Wertpapierrenditen von mehreren mikro- und makroökonomischen Faktoren beeinflusst werden. Diese werden nicht - wie beim CAPM - in einem Risikomaß verdichtet, sondern explizit im Rahmen eines Multifaktorenmodells abgebildet.<sup>686</sup> Das zentrale Problem der APT liegt in der Unbestimmtheit der Einflussfaktoren, die im Gegensatz zum CAPM nicht einwandfrei definiert werden. Folglich ergeben sich im Vergleich zum CAPM weitaus größere Auslegungs- und Manipulationsspielräume.<sup>687</sup> Aus diesem Grund wird das CAPM im Rahmen des Bewertungsmodells bevorzugt.

#### **4.3.1.3 Fortführungswert**

Zur Ermittlung des Marktwertes bei vollständiger Eigenfinanzierung wurden die Prognose der entziehbaren Cashflows für die Detailprognose und die Festlegung des Diskontierungssatzes erläutert. Aufgrund des im Rahmen des Bewertungsmodells verfolgten Zweiphasen-Ansatzes ist es nun erforderlich, zur Beschreibung der zweiten Phase einen Fortführungswert zu schätzen. Dieser ergibt sich aus dem Barwert der erwarteten entziehbaren operativen Cashflows nach der Detailprognose. Da die Schätzung der Daten mit zunehmender zeitlicher Entfernung schwieriger wird, ergibt sich zwangsläufig die Notwendigkeit,

---

<sup>684</sup> Vgl. auch Richter, Konzeption, S. 131 f.

<sup>685</sup> Vgl. Ross, Arbitrage, S. 341-360; Hachmeister, Discounted Cash Flow, S. 164 ff.; Hens, Management, S. 35 ff.

<sup>686</sup> Vgl. Hens, Management, S. 35.

<sup>687</sup> Vgl. Hachmeister, Discounted Cash Flow, S. 227 und S. 232.

von vereinfachenden Annahmen auszugehen.<sup>688</sup> Es existieren zwei pragmatische Verfahren, deren Anwendung in diesem Zusammenhang zu empfehlen ist.

- Forführungswert-Formel

Bei der Fortführungswert-Formel wird der normalisierte, in Periode  $n+1$  erwartete Cashflow als ewige Rente mit den Eigenkapitalkosten bei vollständiger Eigenfinanzierung diskontiert. Das zu erwartende Cashflow-Wachstum wird durch Abzug einer konstanten Wachstumsrate  $g$  von  $k^{EK}$  berücksichtigt.

$$V_n^{FW,EK} = \frac{ECF_{n+1}}{k^{EK} - g} \quad (101)$$

Von zentraler Bedeutung ist die Anpassung bzw. „Normalisierung“ des Cashflows. Häufig wird die Annahme getroffen, dass das Cashflow-Wachstum in der Rentenphase unter dem Wachstum der Detailphase liegt. Dies erscheint plausibel vor dem Hintergrund der Erosion der während der Detailprognose erwarteten Wettbewerbsvorteile. Aus dieser Annahme ergibt sich zwangsläufig eine niedrigere Investitionsrate; der entziehbare Cashflow ändert sich entsprechend.<sup>689</sup>

- Wertfaktorenformel

Die Wertfaktorenformel greift diese Überlegung auf und berücksichtigt die Investitionsrate explizit.<sup>690</sup>

$$V_n^{FW,EK} = \frac{(GvZS_{n+1} - s_G GvZS_{n+1})(1 - s_U) \left(1 - \frac{g}{r_{IK}}\right) (1 - 0,5 s_A)}{k^{EK} - g} \quad (102)$$

Fortführungs- und Wertfaktorenformel führen bei korrekter Anwendung zum gleichen Ergebnis.<sup>691</sup> Allerdings wird der Anwender beim Wertfaktorenansatz gezwungen, sich mit der Normalisierung der Investitionen auseinanderzusetzen. Die Fehlerwahrscheinlichkeit sinkt. Aus diesem Grund wird im vor-

<sup>688</sup> Vgl. Schulte/Allendorf/Crommen, Investitionsrechnung, S. 129.

<sup>689</sup> Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 294 f.

<sup>690</sup> Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 295; Richter, Konzeption, S. 135 f.

<sup>691</sup> Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 297.

liegenden Bewertungsmodell der Wertfaktorenformel der Vorzug gegenüber der Fortführungsformel gegeben.

Der ermittelte Fortführungswert ist schließlich mit dem Eigenkapitalkostensatz  $k^{EK}$  (ohne Abzug der Wachstumsrate  $g$ ) auf den Bezugszeitpunkt zu diskontieren.

### 4.3.2 Ermittlung des Werteinflusses der Fremdfinanzierung

Nachdem der Marktwert des Unternehmens bei unterstellter vollständiger Eigenfinanzierung bestimmt wurde, ist nun in einem zweiten Schritt der Wert des Steuervorteils der anteiligen Fremdfinanzierung zu ermitteln. In diesem Rahmen werden die Kreditsubstitute aufgrund ihrer teilweise unterschiedlichen marktwertrelevanten Auswirkungen separat vom bilanzwirksamen zinspflichtigen Fremdkapital betrachtet.

#### 4.3.2.1 Bilanzwirksames Fremdkapital

Der Steuervorteil der anteiligen Fremdfinanzierung des zinspflichtigen bilanzwirksamen Fremdkapitals unter Berücksichtigung der wesentlichen Regelungen des Steuersenkungsgesetzes 2000 kann aufgeteilt werden in einen körperschaftsteuerlich ( $V^{KSt,FK}$ ) und einen gewerbeertragsteuerlich bedingten Wertvorteil ( $V^{GSt,FK}$ ). Diese berechnen sich wie folgt:<sup>692</sup>

$$V^{KSt,FK} = \sum_{t=1}^n \frac{s_U k^{FK} FK_{t-1} (1 - 0,5 s_A)}{(1 + k^r)^t} + \frac{s_U k^{FK} FK_n (1 - 0,5 s_A)}{k^r} (1 + k^r)^{-n} \quad (103)$$

$$V^{GSt,FK} = \sum_{t=1}^n \frac{0,5 s_G k^{FK} FK_{t-1} (1 - s_U)(1 - 0,5 s_A)}{(1 + k^r)^t} + \frac{0,5 s_G k^{FK} FK_n (1 - s_U)(1 - 0,5 s_A)}{k^r} (1 + k^r)^{-n} \quad (104)$$

Der Gesamtbetrag der Steuervorteile der Fremdfinanzierung ergibt sich aus

$$V^{USr,FK} = V^{KSt,FK} + V^{GSt,FK} \quad (105)$$

<sup>692</sup> Zur Herleitung vgl. Abschnitt 3.2.2.1.3.

Die Formeln berücksichtigen den Wert der im Detailprognosezeitraum und in der anschließenden Rentenphase anfallenden Steuervorteile. Neben den relevanten Steuersätzen<sup>693</sup> werden bei der Berechnung die vertraglich vereinbarten Zinszahlungen sowie ein risikoadäquater Diskontierungssatz benötigt.

- Vertraglich vereinbarte Zinszahlungen

Die Entwicklung der vertraglich vereinbarten Zinszahlungen lässt sich durch die Aufstellung von Zins- und Tilgungsplänen bestimmen. Die Daten sind den laufenden Fremdfinanzierungskontrakten zu entnehmen. Bei revolvingem kurzfristigem Fremdkapital bzw. nach Ablauf einer Zinsfestschreibung besteht die Notwendigkeit, Annahmen bezüglich der zukünftigen Zinssätze zu treffen. Vielfach werden in diesem Falle vereinfachende und auf historischen Daten basierende Verfahren gewählt.<sup>694</sup> Es ist jedoch empfehlenswert, sich bei der Zinsprognose an der aktuellen Zinsstruktur der Finanzmärkte und somit an den Markterwartungen zu orientieren.<sup>695</sup> Im Rahmen des Bewertungsmodells werden laufzeitspezifische Terminzinssätze (forward rates) verwendet. Diese lassen sich direkt aus der Zinsstruktur ableiten.<sup>696</sup>

- Risikoadäquater Diskontierungssatz

Die Diskontierung der periodischen, durch die Fremdfinanzierung bedingten steuerlichen Vorteile erfolgt mit Hilfe des risikoadäquaten Diskontierungssatzes  $k^r$ . Seine Höhe hängt vom Grad der Unsicherheit der Steuervorteile ab. Hier sind verschiedene Fälle zu unterscheiden:

Bei autonomer Finanzierungspolitik können die Steuervorteile bei Ausschluss von Illiquiditätsrisiken mit dem risikolosen Zinssatz nach Steuern  $i(1-s_A)$  diskontiert werden.

Bei wertorientierter Finanzierungspolitik überträgt sich das im Cashflow bei reiner Eigenfinanzierung enthaltene Risiko auf die steuerlichen Vorteile der

---

<sup>693</sup> Vgl. hierzu Abschnitt 4.2.4.1.

<sup>694</sup> Geier/Kraß schlagen z. B. die Verwendung durchschnittlicher historischer Zinssätze vor. Vgl. Geier/Kraß, Kapitalanlage, S. 172.

<sup>695</sup> Vgl. Rolfes, Investitionsrechnung, S. 697.



Fremdfinanzierung.<sup>697</sup> Die Diskontierung erfolgt - wie bereits in Abschnitt 4.2.3.3.2.1 erläutert - einmal mit dem risikolosen Zinssatz nach Steuern  $i(1-s_A)$ <sup>698</sup> und t-1-mal mit dem Eigenkapitalkostensatz bei vollständiger Eigenfinanzierung  $k^{EK}$ :

$$V^{KSr,FK} = \sum_{t=1}^n \frac{s_U k^{FK} FK_{t-1} (1-0,5 s_A)}{(1+i(1-s_A))(1+k^{EK})^{t-1}} + \frac{s_U k^{FK} FK_n (1-0,5 s_A)}{k^{EK}} (1+i(1-s_A))(1+k^{EK})^{-n+1} \quad (106)$$

$$V^{GSr,FK} = \sum_{t=1}^n \frac{0,5 s_G k^{FK} FK_{t-1} (1-s_U)(1-0,5 s_A)}{(1+i(1-s_A))(1+k^{EK})^{t-1}} + \frac{0,5 s_G k^{FK} FK_n (1-s_U)(1-0,5 s_A)}{k^{EK}} (1+i(1-s_A))(1+k^{EK})^{-n+1} \quad (107)$$

Neben der Finanzierungspolitik beeinflusst das Verhältnis von steuerlicher Bemessungsgrundlage und der zu leistenden Zinszahlungen den Grad der Unsicherheit der steuerlichen Vorteile der Fremdfinanzierung. Besteht die Möglichkeit, dass die steuerliche Bemessungsgrundlage vor Abzug der Zinsen die Höhe der Zinszahlungen unterschreitet, kann die Annahme der Risikolosität der fremdfinanzierungsbedingten steuerlichen Vorteile nicht aufrechterhalten werden. Für die Zwecke dieser Arbeit wird angenommen, dass die Höhe der steuerlichen Bemessungsgrundlage vor Abzug der Zinsen in jeder Periode mindestens den Zinszahlungen entspricht.<sup>699</sup>

In zahlreichen Bewertungsansätzen wird von einer Quasi-Risikolosität der Fremdkapitalpositionen ausgegangen. Ausfallrisiken der Gläubiger werden ausgeblendet.<sup>700</sup> Diese Annahme wird damit begründet, dass die Unternehmen ihren Verschuldungsgrad auf ein als risikolos anzusehendes Maß begrenzen oder aber die Quasi-Risikolosität durch geeignete Sicherungsmaßnahmen

<sup>696</sup> Vgl. hierzu Schulte/Allendorf/Schieble, Terminzinssätze, S. 250 f.

<sup>697</sup> Vgl. Abschnitt 4.2.3.3.2.1.

<sup>698</sup> Voraussetzung ist auch hier der Ausschluss von Illiquiditätsrisiken.

<sup>699</sup> Zu diesem Problemkomplex vgl. Drukarczyk/Honold, Finanzierungsvorteile, S. 345 f.

<sup>700</sup> Vgl. exemplarisch Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 190; Hachmeister, Discounted Cash Flow, S. 233; Hens, Management, S. 234; Richter, Konzeption, S. 137.

gewährleistet wird.<sup>701</sup> In der Realität ist angesichts der hohen Zahl von Insolvenzen jedoch zu vermuten, dass auch Fremdkapitalgeber an den Unternehmensrisiken partizipieren.<sup>702</sup> Insofern stellt sich die Frage, wie die Steuervorteile der Fremdfinanzierung im Falle von Ausfallrisiken zu diskontieren sind.

Zunächst wird von einer autonomen Finanzierungspolitik ausgegangen. Formal betrachtet ist eine Schätzung des systematischen Risikos der Steuervorteile der Fremdfinanzierung erforderlich.<sup>703</sup> Unterstellt man, dass die steuerliche Bemessungsgrundlage die Zinszahlungen in jeder Periode voll abdeckt, so ist das Beta-Risiko der steuerlichen Vorteile unmittelbar an das Beta-Risiko der Fremdfinanzierung gekoppelt: Leistet das Unternehmen den vereinbarten Kapitaldienst nicht in voller Höhe, reduzieren sich auch die steuerlichen Vorteile im entsprechenden Umfang. Deshalb ist es sinnvoll, der Fremdfinanzierung und den fremdfinanzierungsbedingten steuerlichen Vorteilen das gleiche Risiko zuzuordnen.

Das Beta-Risiko des Fremdkapitals ist ein Bestandteil des Beta-Risikos des Gesamtunternehmens.

$$\beta = \beta^{EK} \frac{EK^{FK}}{V^{FK}} + \beta^{FK} \frac{FK}{V^{FK}} \quad 704 \quad (108)$$

$\beta^{FK}$  setzt sich wiederum aus den spezifischen Betafaktoren der i. d. R. zahlreichen Fremdfinanzierungskontrakte des Unternehmens zusammen.<sup>705</sup> Beispielsweise beinhalten erstrangige grundpfandrechtlich gesicherte Darlehen im Allgemeinen ein relativ geringes Risiko für den Fremdkapitalgeber. Demgegenüber weisen nachrangige Darlehen ohne zusätzliche Sicherheiten ein wesentlich höheres Risiko auf. Da eine Schätzung der systematischen Risiken der einzelnen Fremdfinanzierungskontrakte in der Praxis kaum umsetzbar ist, sollte eine pragmatische Vorgehensweise gewählt werden. Im Rahmen dieser Arbeit

<sup>701</sup> Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 153; Fama, Effects, S. 284; Hens, Management, S. 123.

<sup>702</sup> Vgl. Ballwieser, Discounted Cash Flow, S. 91 f.; Deppe, Unternehmenskrisen, S. 6.

<sup>703</sup> Vgl. Drukarczyk/Honold, Unternehmenswertänderung, S. 37.

<sup>704</sup> Vgl. Rudolph, Kapitalmarkttheorie, S. 894.

<sup>705</sup> Vgl. Hens, Management, S. 123 f.; Jürgensonn/Schäfers, Ansätze, S. 831

wird zur Diskontierung der steuerlichen Vorteile die aktuelle Marktrendite für Fremdkapital mit vergleichbarem Risiko nach Steuern  $k^{r,FK} (1-s_A)$  gewählt.<sup>706</sup>

Es existieren verschiedene Ansätze zur Bestimmung des Fremdkapitalkostensatzes.<sup>707</sup> Während in der Praxis häufig auf vereinfachte Näherungsformen zurückgegriffen wird, wird für das Bewertungsmodell die Effektivrendite nach der internen Zinsfuß-Formel verwendet.<sup>708</sup>

$$\text{Marktwert des Fremdfinanzierungskontrakts} = \sum_{t=1}^n \frac{Z_t(1-s_A) + T_t}{\left(1 + k^{r,FK}(1-s_A)\right)^t} \quad (109)$$

Da aktuelle Marktrenditen benötigt werden, ist bei der Berechnung von  $k^{r,FK}$  nicht die historische, sondern die aktuelle Kursnotiz heranzuziehen.<sup>709</sup> Bei variabel verzinslichem Fremdkapital bzw. nach Ablauf einer Zinsfestschreibung sind Annahmen bezüglich der zukünftigen Marktrendite zu treffen. Zwei Verfahren erscheinen in diesem Zusammenhang praktikabel: Copeland et al. schlagen vor, auch bei kurzfristigem Fremdkapital den langfristigen Zinssatz zu verwenden. Die Vorgehensweise basiert auf der Erwartungstheorie der Zinsstruktur. Danach entspricht die langfristige Rendite von Fremdfinanzierungskontrakten dem geometrischen Mittel der erwarteten kurzfristigen Zinssätze.<sup>710</sup> Zur genaueren Erfassung der zu erwartenden Zahlungsstruktur sowie zum Zwecke der Zinsprognose ist jedoch der Rückgriff auf laufzeitspezifische Terminzinssätze vorzuziehen.

<sup>706</sup> Vgl. auch Brealey/Myers, Principles, S. 564 ff.; Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 271.; Damodaran, Finance, S. 285.

<sup>707</sup> Vgl. z. B. Grill/Perczynski, Kreditwesen, S. 429 f.; Kloster, Kapitalkosten, S. 95; Perriodon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 180 ff.

<sup>708</sup> Im anglo-amerikanischen Raum wird diese Effektivrendite als Yield to Maturity bezeichnet. Vgl. Bodie/Kane/Marcus, Investments, S. 273 f.; Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 272; Fabozzi/Modigliani, Capital, S. 422 f.; Hachmeister, Discounted Cash Flow, S. 233; Perriodon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 181.

<sup>709</sup> Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 271; Hachmeister, Discounted Cash Flow, S. 233; Rappaport, Shareholder Value, S. 45. Anmerkung: Der anhand der Börsennotierung berechnete Marktwert eines Fremdfinanzierungskontrakts ergibt sich durch Multiplikation der Kursnotiz mit den ausstehenden Nennwerten.

<sup>710</sup> Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 271; Hachmeister, Discounted Cash Flow, S. 235; zur Erwartungstheorie der Zinsstruktur sowie alternativen Theorien vgl. Swoboda, Finanzierung, S. 119 ff.

Bei risikobehafteten Fremdfinanzierungskontrakten ist nicht die über die Restlaufzeit zugesicherte, sondern die erwartete Rendite anzusetzen. Zur Bestimmung der erwarteten Marktrendite ist das systematische Risiko der Anleihe zu schätzen. Im Regelfall sind die hierfür notwendigen Daten nicht verfügbar. Angesichts dieser Problematik wird im Rahmen des Modells der Auffassung von Copeland et al. gefolgt, die die zugesicherte Marktrendite als einen brauchbaren Näherungswert für das Ausfallrisiko aus Marktsicht ansehen.<sup>711</sup>

Im Gegensatz zu Anleihen kann bei Bankdarlehen nicht auf täglich veröffentlichte Börsenkurse zurückgegriffen werden. Vorzugsweise sind in diesem Fall Renditen risikoäquivalenter börsennotierter Fremdfinanzierungsinstrumente heranzuziehen.<sup>712</sup> Hachmeister schlägt zur Approximation des aktuellen Zinssatzes folgende Verfahrensweise vor: Zunächst ist der durchschnittliche Zinssatz für Kredite mit korrespondierender Laufzeit und Besicherung zum Zeitpunkt der Kreditaufnahme und zum Bewertungsstichtag zu ermitteln. Die Daten sind i. d. R. den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank entnehmbar. Die Differenz der ermittelten Zinssätze wird zum historischen Zinssatz des Bankdarlehens addiert. Dieses Vorgehen erscheint bei grundpfandrechtl. gesicherten Darlehen akzeptabel, insbesondere vor dem Hintergrund, dass Kurse vergleichbarer Anleihen kaum verfügbar sind. Voraussetzung für die Anwendung des Verfahrens ist allerdings, dass sich das Risiko des Darlehens zwischenzeitlich nicht wesentlich verändert.<sup>713</sup>

Bei wertorientierter Finanzierungspolitik ändert sich bei Annahme von Ausfallrisiken die in den Gleichungen 106 und 107 dargestellte Vorgehensweise nur in einem Punkt. Die Diskontierung erfolgt weiterhin  $t-1$ -mal mit dem Eigenkapitalkostensatz bei vollständiger Eigenfinanzierung  $k^{EK}$  sowie einmal mit der aktuellen Marktrendite für Fremdkapital mit vergleichbarem Risiko nach Steuern  $k^{r, FK} (1-s_A)$  anstelle des risikolosen Zinssatzes nach Steuern  $i (1-s_A)$ .

<sup>711</sup> Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 272 f.

<sup>712</sup> Vgl. Copland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 264.

<sup>713</sup> Vgl. Hachmeister, Discounted Cash Flow, S. 235.

#### 4.3.2.2 Kreditsubstitute

Kreditsubstitute werden im Rahmen des Bewertungsmodells explizit dem Finanzierungsbereich zugeordnet. Ihre Berücksichtigung erfolgt auf Grundlage der Annahme, dass sie bilanzwirksames zinspflichtiges Fremdkapital mit äquivalenter Laufzeit ersetzen. Aus diesem Grund wurden die von Kreditsubstituten ausgelösten zustandsunabhängigen Zahlungen bei der Berechnung des Cashflows bei vollständiger Eigenfinanzierung nicht berücksichtigt.<sup>714</sup>

Die Bewertung der von Kreditsubstituten bewirkten steuerlichen Vorteile erfolgt analog zur Bewertung der Steuervorteile bilanzwirksamer Finanzierungsinstrumente. Allerdings sind Unterschiede in der steuerlichen Wirkung zu beachten. Im Gegensatz zu Zinsaufwendungen lösen zinsaufwandsgleiche Mietaufwendungen bei der Gewerbeertragsteuer keine Hinzurechnungen im Sinne des § 8 GewStG aus. Damit ergeben sich für  $V^{KS, KS}$  und  $V^{GSt, KS}$  folgende Berechnungsformeln:

$$V^{KS, KS} = \sum_{t=1}^n \frac{s_u \text{MiA}_t^{KS} (1 - 0,5 s_A)}{(1 + k^r)^t} + \frac{s_u \text{MiA}_{n+1}^{KS} (1 - 0,5 s_A)}{k^r} (1 + k^r)^{-n} \quad (110)$$

$$V^{GSt, KS} = \sum_{t=1}^n \frac{s_G \text{MiA}_t^{KS} (1 - s_U) (1 - 0,5 s_A)}{(1 + k^r)^t} + \frac{s_G \text{MiA}_{n+1}^{KS} (1 - s_U) (1 - 0,5 s_A)}{k^r} (1 + k^r)^{-n} \quad (111)$$

$$\text{mit } \text{MiA}^{KS} = \text{MiA}^Z + LR \quad (112)$$

Der Gesamtwert der durch Kreditsubstitute bewirkten Steuervorteile berechnet sich wie folgt:

$$V^{USt, KS} = V^{KS, KS} + V^{GSt, KS} \quad (113)$$

Die Diskontierung der Steuervorteile erfolgt bei autonomer und wertorientierter Finanzierungspolitik in Analogie zur Vorgehensweise bei bilanzwirksamen Instrumenten.<sup>715</sup> Bei Verwendung des risikoadäquaten Fremdkapitalkostensatzes

<sup>714</sup> Vgl. Abschnitte 4.2.4.2 und 4.3.1.1.

<sup>715</sup> Vgl. Abschnitt 4.3.2.1.

sollten aktuelle Markttrenditen risiko- und laufzeitäquivalenter bilanzwirksamer Finanzierungsinstrumente herangezogen werden.<sup>716</sup>

### 4.3.3 Ermittlung des Unternehmenswertes

#### 4.3.3.1 Marktwert des Gesamtunternehmens

Als erster Bestandteil des Unternehmensgesamtwertes wurde der Wert des rein eigenfinanzierten Unternehmens durch Diskontierung der entziehbaren operativen Cashflows ermittelt. Im Anschluss daran wurden die Werteinflüsse der Fremdfinanzierung bestimmt. Aus der Summe dieser beiden Komponenten errechnet sich der Wert der operativen und finanziellen Tätigkeiten des Unternehmens. Nicht operative Cashflows blieben bislang unberücksichtigt. Ihr Marktwert ist im Sinne einer transparenten Darstellung der Unternehmensaktivitäten separat von den beiden anderen Bereichen zu ermitteln.<sup>717</sup> Da nicht betriebsnotwendige Vermögensgegenstände nicht oder nur unwesentlich zum eigentlichen Geschäftsbetrieb beitragen, sind sie mit ihrem Liquidationswert zu berücksichtigen.<sup>718</sup> Damit ergibt sich der Unternehmensgesamtwert unter Berücksichtigung der Fremdfinanzierung nach dem in Abbildung 24 dargestellten Schema.<sup>719</sup>

<b>Marktwert des Unternehmens bei Eigenfinanzierung</b>	<b><math>V^{EK}</math></b>
+ Marktwert des Körperschaftsteuereffekts des zinspflichtigen bilanzwirksamen Fremdkapitals	$V^{KSt,FK}$
+ Marktwert des Gewerbeertragsteuereffekts des zinspflichtigen bilanzwirksamen Fremdkapitals	$V^{GSt,FK}$
+ Marktwert des Körperschaftsteuereffekts der Kreditsubstitute	$V^{KSt,KS}$
+ Marktwert des Gewerbeertragsteuereffekts der Kreditsubstitute	$V^{GSt,KS}$
+ Liquidationswert der nicht betriebsnotwendigen Vermögensgegenstände	$V^{NVG}$
<b>= Marktwert des Unternehmens unter Berücksichtigung der Fremdfinanzierung</b>	<b><math>V^{FK}</math></b>

Abbildung 24: Ermittlung des Marktwertes des Gesamtunternehmens im Überblick<sup>720</sup>

<sup>716</sup> Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 276.

<sup>717</sup> Vgl. Rappaport, Shareholder Value, S. 40; Richter, Konzeption, S. 143; zu immobilien-spezifischen Aspekten bei der Ermittlung des Marktwertes der nicht-operativen Tätigkeiten vgl. Hens, Management, S. 162 ff.

<sup>718</sup> Vgl. Bellinger/Vahl, Unternehmensbewertung, S. 24 f. und S. 259; Hens, Management, S. 162 f.

<sup>719</sup> Vgl. Abbildung 24.

<sup>720</sup> Quelle: eigene Darstellung.

### 4.3.3.2 Marktwert des Fremdkapitals

#### 4.3.3.2.1 Bilanzwirksame Fremdfinanzierung

Um aus dem Unternehmensgesamtwert den Marktwert des Eigenkapitals ableiten zu können, ist die Ermittlung des Fremdkapitalwertes erforderlich. Dazu sind die Marktwerte der einzelnen Finanzierungsinstrumente zu bestimmen. Grundsätzlich gilt, dass Börsen- bzw. Marktpreise (z. B. der Börsenpreis einer Anleihe) zur Bewertung herangezogen werden sollten. Sind diese nicht verfügbar, ist der Wert des Finanzierungsinstruments durch Abzinsung der zu erwartenden zukünftigen Zins- und Tilgungszahlungen mit der Marktrendite für risiko- und laufzeitäquivalente Fremdfinanzierungskontrakte zu berechnen.<sup>721</sup>

$$FK^{BW} = \sum_{t=1}^n \frac{Z_t(1-s_A) + T_t}{\left(1 + k^{r,FK}(1-s_A)\right)^t} \quad (114)$$

#### 4.3.3.2.2 Kreditsubstitute

Zur Berücksichtigung von Kreditsubstituten wird ein Verfahren angewendet, dass Drukarczyk zur Bewertung von Finanzierungs-Leasing-Verträgen vorschlägt. Er ermittelt einen belastungsgleichen Fremdkapitalbetrag, der die wirtschaftlichen Konsequenzen des Finanzierungssurrogats exakt nachbildet.

In die Berechnung des belastungsgleichen Fremdkapitalbetrags fließen folgende Komponenten ein:

- Ausgangspunkt der Berechnung ist die vertraglich vereinbarte Mietzahlung. Zur Berücksichtigung der vollen Abzugsfähigkeit bei Gewerbeertrag- und Körperschaftsteuer ist die Mietzahlung  $MiA_t^{KS} (1 - s_{G,U})$  nach Steuern anzusetzen.<sup>722</sup>
- Wird eine Immobilie gekauft und fremdfinanziert, ist die Anschaffungsauszahlung in der Bilanz zu aktivieren und kann periodisch abgeschrieben werden. Die durch die Abschreibungen bewirkten Steuervorteile  $s_{G,U} Ab_t$

<sup>721</sup> Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 263 f.; Richter, Konzeption, S. 150. Zur Ermittlung der risiko- und laufzeitäquivalenten Marktrendite vgl. Abschnitt 4.3.2.1.

<sup>722</sup>  $s_{G,U} = s_G + s_U - s_G s_U$ .



entfallen bei der Finanzierung über bilanzneutrale Kreditsubstitute und sind deshalb als Opportunitätskosten zu berücksichtigen.<sup>723</sup>

- Die Diskontierung der Leasingraten erfolgt mit dem risiko- und laufzeitäquivalenten Fremdkapitalkostensatz  $k^{r,FK}$  nach Steuern. Dabei sind die steuerlichen Auswirkungen der bilanzwirksamen Fremdfinanzierung zu berücksichtigen. Als Diskontierungssatz ergibt sich somit:

$$k^{r,FK} (1 - 0,5 s_G)(1 - s_U)^{724} \quad (115)$$

- Eine weitere potentielle Einzahlung, die bei der Finanzierung über Kreditsubstitute entfällt, ist der Restverkaufserlös am Ende des Planungshorizontes. Auch diese Position ist nach Steuern in die Rechnung einzubeziehen:

$$RVE_n - s_{G,U} (RVE_n - RBW_n)^{725} \quad (116)$$

- Die Diskontierung des Restverkaufserlöses nach Steuern erfolgt mit einem risikoäquivalenten Zinssatz  $k^{r,RVE}$ . Die steuerlichen Wirkungen des Fremdkapitals sind hier gleichermaßen zu berücksichtigen:

$$k^{r,RVE} (1 - 0,5 s_G)(1 - s_U)^{726} \quad (117)$$

Damit ergibt sich folgende Formel zur Berechnung des belastungsgleichen Fremdkapitalbetrags  $FK_0^{KS}$ :

$$FK_0^{KS} = \sum_{t=1}^n \frac{s_{G,U} Ab_t + MiA_t^{KS} (1 - s_{G,U})}{(1 + k^{r,FK} (1 - 0,5 s_G)(1 - s_U))^t} + \frac{RVE_n - s_{G,U} (RVE_n - RBW_n)}{(1 + k^{r,RVE} (1 - 0,5 s_G)(1 - s_U))^n} \quad (118)$$

$FK_0^{KS}$  stellt den bei der Ermittlung des Marktwertes des Fremdkapitals anzusetzenden Betrag dar.

#### 4.3.3.2.3 Sonstige wertbeeinflussende Faktoren

Hybride Finanzierungsinstrumente weisen häufig zusätzliche Merkmale auf, die den Wert des Finanzierungskontrakts beeinflussen. Beispiele hierfür sind Optionsanleihen oder Wandelschuldverschreibungen. Handelt es sich um börsennotierte Wertpapiere, sollte ihr Marktwert aus der aktuellen Kursnotiz abgeleitet

<sup>723</sup> Vgl. Brealey/Myers, Principles, S. 745; Drukarczyk, Theorie, S. 485.

<sup>724</sup> Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 489; Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 202 f.

<sup>725</sup> Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 499 f.

werden.<sup>727</sup> Bei nicht gehandelten Papieren sollten – falls vorhanden – Kurse von Wertpapieren mit vergleichbarem Risiko und Ausstattung herangezogen werden. Sind auch keine Vergleichspapiere verfügbar, ist die Bewertung auf Basis geeigneter Optionspreismodelle durchzuführen.<sup>728</sup>

Im Rahmen des Risikomanagements haben Zinsderivate in der letzten Zeit stark an Bedeutung gewonnen. Als Beispiele sind Forward Rate Agreements, Zinsswaps, Caps, Floors und Swaptions zu nennen.<sup>729</sup> Die durch diese Instrumente ausgelösten Effekte sind bei der Bewertung des Fremdkapitals ebenfalls einzubeziehen, da sie die Höhe der zukünftigen finanzierungsspezifischen Zahlungen beeinflussen. Im Falle von Zinsswaps sind die aus den vertraglichen Vereinbarungen resultierenden Zahlungen mit der aktuellen Marktrendite des durch die Kombination aus Finanzierungsinstrument und Swap entstandenen Wertpapiers zu diskontieren. Zinsoptionen wie z. B. Caps, Floors und Swaptions sind mit Hilfe eines Optionspreismodells zu bewerten, sofern keine Marktpreise verfügbar sind.<sup>730</sup>

#### 4.3.3.3 Marktwert des Eigenkapitals

Der Marktwert des Eigenkapitals ergibt sich schließlich, indem man den Marktwert des Gesamtunternehmens um den Marktwert des Fremdkapitals reduziert. Abbildung 25 fasst die einzelnen Ermittlungsschritte nochmals zusammen.<sup>731</sup>

#### 4.4 Zusammenfassende Würdigung des Modells

Basierend auf der Methodik des APV-Ansatzes wurde ein Modell entwickelt, das eine Bewertung von Finanzierungskonzepten für Unternehmensimmobilien ermöglicht. Es handelt sich dabei um einen ganzheitlichen Ansatz, der die absolute und relative Vorteilhaftigkeit von Finanzierungsmodellen in einem Gesamtunternehmenskontext analysiert. Diese Vorgehensweise ermöglicht die Aufdeckung von unternehmensweiten Synergien, die im Rahmen der Finanzierung von Unternehmensimmobilien potentiell erzielbar sind.

---

<sup>726</sup> Vgl. Hens, Management, S. 146.

<sup>727</sup> Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 266 f.

<sup>728</sup> Vgl. hierzu Brealey/Myers, Principles, S. 581-660; Uszczapowski, Optionen, S. 89 ff.

<sup>729</sup> Vgl. Deutsche Bank, Zinsmanagement, S. 3 ff.

<sup>730</sup> Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 264 f.

<sup>731</sup> Vgl. Abbildung 25.

<b>Marktwert des Unternehmens bei Eigenfinanzierung</b>		$V^{EK}$
+ Marktwert des Körperschaftsteuereffekts des zinspflichtigen bilanzwirksamen Fremdkapitals		$V^{KS,FK}$
+ Marktwert des Gewerbeertragsteuereffekts des zinspflichtigen bilanzwirksamen Fremdkapitals		$V^{GSt,FK}$
+ Marktwert des Körperschaftsteuereffekts der Kreditsubstitute		$V^{KS,KS}$
+ Marktwert des Gewerbeertragsteuereffekts der Kreditsubstitute		$V^{GSt,KS}$
+ Liquidationswert der nicht betriebsnotwendigen Vermögensgegenstände		$V^{NVG}$
<b>= Marktwert des Unternehmens unter Berücksichtigung der Fremdfinanzierung</b>		$V^{FK}$
- Marktwert des bilanzwirksamen Fremdkapitals		$FK^{BW}$
- Marktwert der Kreditsubstitute		$FK^{KS}$
- Marktwert sonstiger wertbeeinflussender Faktoren der Fremdfinanzierung (Zinssicherungsinstrumente, Optionen, sonstige Rechte)		$FK^{SO}$
<b>= Marktwert des Eigenkapitals</b>		$EK^{FK}$

Abbildung 25: Ermittlung des Marktwertes des Eigenkapitals im Überblick<sup>732</sup>

Die APV-Methode wurde aufgrund ihrer Vorzüge hinsichtlich des Untersuchungsgegenstands ausgewählt. Im Vergleich zu konkurrierenden Ansätzen weist sie eine eindeutig höhere Anwenderfreundlichkeit bei autonomer Finanzierungspolitik auf. Da bei der Beurteilung unterschiedlicher Finanzierungskonzepte im Allgemeinen von im Vorhinein planbaren Zins- und Tilgungsplänen ausgegangen werden kann, können die zweifellos vorhandenen Praktikabilitätsvorteile der Entity-Methode bei wertorientierter Finanzierungspolitik die Anwendungsvorteile des APV-Ansatzes bei im Zeitablauf variierender Kapitalstruktur nicht kompensieren. Daneben ermöglicht das komponentenweise Vorgehen dem Anwender, den Wertbeitrag der Finanzierung von den übrigen Werttreibern zu separieren. Im Rahmen des Modells wird zudem zwischen dem körperschaftsteuerlich und dem gewerbesteuerlich bedingten Steuervorteil der Fremdfinanzierung unterschieden. Dies erhöht die Transparenz in entscheidendem Maße.

In ihrer Grundform basieren die Discounted Cashflow-Modelle auf den restriktiven Prämissen einer Modigliani-Miller-Welt. Zentrale Annahme ist die Existenz eines vollkommenen und arbitragefreien Kapitalmarktes.<sup>733</sup> Ein aussagekräfti-

<sup>732</sup> Quelle: eigene Darstellung.

<sup>733</sup> Vgl. Ballwieser, Discounted Cash Flow, S. 91 f.; Hachmeister, Discounted Cash Flow, S. 261; Langenkämper, Unternehmensbewertung, S. 154.

Der Vergleich von Finanzierungsmodellen ist jedoch nur dann möglich, wenn die Unternehmenswertrechnung die wesentlichen immobilienfinanzierungsspezifischen Werttreiber in das Kalkül einbezieht. In einer Modigliani-Miller-Welt blieben diese größtenteils außer Acht. Aus diesem Grund wurden pragmatische Modellerweiterungen vorgenommen: Die Unternehmenswertrechnung berücksichtigt die wesentlichen Regelungen des zum 01.01.2001 in Kraft tretenden Steuersenkungsgesetzes. Weiterhin werden Ausfallrisiken der Gläubiger nicht ausgeblendet, was in zahlreichen Modellen der Unternehmensbewertung aus Vereinfachungsgründen gängige Praxis ist. Vielmehr wurden Möglichkeiten vorgestellt, Gläubiger Risiken auf pragmatische Weise in die Unternehmenswertrechnung zu integrieren. Dieser Aspekt ist für die Aussagefähigkeit und Praxisrelevanz des Modells von entscheidender Bedeutung. In der Realität ist nämlich davon auszugehen, dass ein nicht unerheblicher Teil der Fremdfinanzierungskontrakte mit Ausfallrisiken behaftet ist.

Als Lösungsansatz zur Ermittlung der Renditeforderung der Eigentümer bei reiner Eigenfinanzierung  $k^{EK}$  wurde das CAPM vorgestellt. Auch diesem Ansatz liegt der enge Prämissenkranz der Modigliani-Miller-Welt zugrunde, weshalb es in der Literatur umfassend kritisiert wird.<sup>734</sup> Weiterhin handelt es sich um ein einperiodiges Modell. Da empirische Untersuchungen stark auf eine zeitliche Instabilität von Marktrenditen und Betafaktoren hindeuten, ist eine Übertragung des einperiodigen CAPM auf den Mehrperiodenfall nur eingeschränkt begründbar.<sup>735</sup> Jedoch sind die bisher entwickelten mehrperiodigen Modelle, die sich im Übrigen ebenso auf zahlreiche vereinfachende Annahmen stützen, in ihrer praktischen Anwendung sehr aufwendig.<sup>736</sup> Die häufig als Alternative zum CAPM angeführte APT eröffnet dem Anwender aufgrund der Unbestimmtheit der zu verwendenden Einflussfaktoren erhebliche Auslegungs- und damit Mani-

<sup>734</sup> Zur Kritik am CAPM vgl. z. B. Arthur Andersen/European Business School, *Steuerung*, S. 20; Franke/Hax, *Finanzwirtschaft*, S. 348; Grob, *Einführung*, S. 391 f.; Hachmeister, *Discounted Cash Flow*, S. 171 ff.; Hens, *Management*, S. 38 ff.; Richter, *Konzeption*, S. 60 ff.; Schneider, *Investition*, S. 523 ff.

<sup>735</sup> Vgl. Drukarczyk, *Unternehmensbewertung*, S. 246 sowie S. 253 ff.. Schmidt/Terberger merken in diesem Zusammenhang an, „daß im Mehrperiodenfall das CAPM nur eine pragmatische, nicht aber eine theoretisch wirklich korrekte Lösung für Investitionsprobleme darstellt.“ Schmidt/Terberger, *Grundzüge*, S. 370.

<sup>736</sup> Vgl. z. B. Richter/Drukarczyk, *Wachstum*, S. 7-9 sowie S. 27 f.; Drukarczyk, *Unternehmensbewertung*, S. 253 ff.

pulationsspielräume. Da ein theoretisch konsistentes, intersubjektives und operationales Alternativmodell derzeit also nicht zur Verfügung steht, greift der vorgestellte Ansatz auf das einperiodige CAPM zurück.

Letztlich stellt ein Modell grundsätzlich nur ein unvollständiges Abbild der Wirklichkeit dar. Finanzierungstheoretische Modelle fokussieren dabei den Zahlungsaspekt der Handlungsalternativen. In der Realität wirken darüber hinaus zahlreiche nicht quantifizierbare Faktoren auf das abschließende Urteil der Entscheidungsträger. Beispiele solcher Imponderabilien für den Bereich der Immobilienfinanzierung sind die Kontrolle über die Immobilie, die Erlangung von Prestige, der Erhalt wirtschaftlicher Unabhängigkeit sowie die Bewahrung von Flexibilität.<sup>737</sup> Diese zum Teil höchst entscheidungsrelevanten Einflussfaktoren können im Rahmen eines quantitativen Modells i. d. R. nicht in adäquater Weise berücksichtigt werden.<sup>738</sup>

Als Fazit bleibt festzuhalten, dass das entwickelte Modell trotz der geäußerten Kritik den zu Beginn gestellten Anforderungen gerecht wird. Dies gilt insbesondere für die zentrale Aufgabe, dem Management ein wirkungsvolles Instrument zur Entscheidungsfindung hinsichtlich der immobilienpezifischen Finanzierung zur Verfügung zu stellen. Es berücksichtigt die wesentlichen quantifizierbaren Einflussfaktoren und liefert somit eine solide Basis für die zu treffende Auswahlentscheidung.

---

<sup>737</sup> Vgl. z. B. Schulte, Wirtschaftlichkeitsrechnung, S. 177.

<sup>738</sup> Eine vorstellbare Erweiterung des Modells wäre die Integration von Realoptionen zur Abbildung des Flexibilitätsaspekts von Finanzierungsmodellen. Vgl. Damodaran, Real Options, S. 29 ff.; Rams, Unternehmensbewertung, S. 349-364; Hommel/Müller, Investitionsbewertung, S. 177-188.



## **5 Shareholder Value-orientierte Analyse traditioneller Finanzierungsinstrumente**

In diesem Kapitel werden die wesentlichen traditionellen Finanzierungsalternativen vorgestellt und auf ihre Wirkung auf den Marktwert des Eigenkapitals hin analysiert. Zunächst werden mit der Innen- und der Außenfinanzierung sowie der Eigen- und Fremdfinanzierung die grundsätzlichen Alternativen aufgezeigt und erörtert. Im Anschluss an eine kurze Darstellung der Voraussetzungen für die Finanzierbarkeit mit immobilienpezifischen Instrumenten erfolgt eine ausführliche Auseinandersetzung mit dem Hypothekarkredit und dem Immobilienleasing. In diesem Zusammenhang wird auf Möglichkeiten verwiesen, wie durch maßgeschneiderten Einsatz der Instrumente Marktwertvorsprünge zu erzielen sind.

### **5.1 Grundsätzliche Alternativen im Rahmen der Finanzierung betrieblicher Immobilien**

#### **5.1.1 Die Bedeutung von Innen- und Außenfinanzierung**

Die Innenfinanzierung nimmt im Rahmen der Unternehmensfinanzierung eine bedeutende Stellung ein. Statistiken zufolge finanzierten deutsche und US-amerikanische Aktiengesellschaften in den letzten drei Jahrzehnten den Großteil ihrer Bruttoinvestitionen durch Innenfinanzierungsmittel.<sup>739</sup> Es stellt sich nun die Frage, weshalb Unternehmen die Innenfinanzierung gegenüber der Außenfinanzierung favorisieren und wie diese Finanzierungsstrategie zu werten ist.

In der Literatur werden zahlreiche Vorteile der Innenfinanzierung angeführt, z. B.:<sup>740</sup>

- Da keine externen Kapitalgeber im Rahmen der Innenfinanzierung involviert sind, trägt die Innenfinanzierung zur Unabhängigkeit von Unternehmen bei.

<sup>739</sup> Vgl. Brealey/Myers, Principles, S. 384, Drukarczyk, Finanzierung, S. 344 f.; Drukarczyk, Theorie, S. 402 f. Laut Büschgen betrugen die von deutschen Unternehmen zwischen 1991 und 1996 beanspruchten Finanzierungsmittel insgesamt rund DM 3 Billionen. Davon erfolgten 61 % als Cashflow-Finanzierung, 34 % durch Kreditaufnahme und 5 % über die Emission von Aktien. Vgl. Büschgen, Entwicklungen, S. 12.

<sup>740</sup> Vgl. stellvertretend Spremann, Wirtschaft, S. 329; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 461; Wöhe/Bilstein, Unternehmensfinanzierung, S. 306 ff.; Drukarczyk, Theorie, S. 405 ff.; Süchting, Finanzmanagement, S. 257 ff.; Brealey/Myers, Principles, S. 364 ff.

- Innenfinanzierung führt zu einer Stärkung der Eigenkapitalbasis und somit sowohl zu einer verminderten Krisenanfälligkeit als auch zu einer erhöhten Kreditwürdigkeit.
- Bei der Innenfinanzierung fallen im Allgemeinen keine Kapitalbeschaffungskosten an.
- Im Rahmen der Innenfinanzierung hat das Unternehmen keinerlei Informationspflichten gegenüber externen Kapitalgebern zu erfüllen.
- Externe Kapitalbeschaffungsmaßnahmen, insbesondere die Emission neuer Aktien, werden von den Investoren häufig als schlechtes Signal wahrgenommen. Diverse Studien von Emissionen neuer Aktien ergaben, dass Aktienpreise nach Bekanntgabe einer Neuemission nachgaben.<sup>741</sup> Als Begründung für diesen Signaling-Effekt wird häufig folgender Sachverhalt vermutet: Manager von Publikumsgesellschaften haben als Insider üblicherweise gegenüber den Aktionären einen Informationsvorsprung. Sie sind – rationales Handeln unterstellt – nur dann bestrebt, neues Kapital durch die Emission von Aktien zu generieren, wenn der vorherrschende Aktienpreis aus ihrer Sicht überbewertet ist. Investoren realisieren dies und sind deshalb zur Zeichnung neuer Aktien nur dann bereit, wenn sich der Zeichnungspreis unter dem vor Bekanntgabe der Emission notierten Kurs befindet.
- Eine Erhöhung des Innenfinanzierungsvolumens führt – im Gegensatz zur Fremdfinanzierung – nicht zu Bindungen des Unternehmens hinsichtlich zukünftiger Zins- und Tilgungszahlungen. Darüber hinaus sind keine Sicherheitsleistungen zu erbringen.

Allerdings können hohe Innenfinanzierungsquoten aus Sicht der Eigentümer u. U. problematisch sein. Stille Innenfinanzierungsmaßnahmen wie die Ausnutzung von Bilanzierungs- oder Bewertungswahlrechten mindern den Informationsgehalt des Jahresabschlusses erheblich, da sie die tatsächlichen Werte und die Ertragskraft des Unternehmens verschleiern. Daraus resultiert eine suboptimale Versorgung der aktuellen und potentiellen Kapitalgeber mit wichtigen Informationen.<sup>742</sup> Ein wesentlicher Kritikpunkt an Innenfinanzierungsmaßnahmen

---

<sup>741</sup> Vgl. Brealey/Myers, Principles, S. 393 sowie die dort zitierten Literaturstellen.

<sup>742</sup> Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 406; Pütz/Willgerodt, Beteiligungskapital, S. 85-116.



setzt an der Prinzipal-Agenten-Beziehung an. Aus Sicht der Anteilseigner stellen Innenfinanzierungsmaßnahmen vom Management erzwungene Aktienemissionen dar.<sup>743</sup> Dem Eigentümer werden Zugriffsrechte auf den Gewinn des Unternehmens entzogen. Aufgrund der daraus resultierenden fehlenden Kontrolle der Manager durch externe Kapitalmärkte wird vermutet, dass Innenfinanzierungsmaßnahmen Fehlinvestitionen begünstigen, da das Management dazu verleitet wird, Investitionen ohne vorherige gründliche Rentabilitätsprüfung zu tätigen.<sup>744</sup> Pütz/Willgerodt sehen eine ausreichende Kontrolle lediglich bei Vollausschüttung erzielter Überschüsse gewährleistet. In diesem Fall fließen die Gelder nur in das Unternehmen zurück, wenn dies aus Sicht der Eigentümer die beste Anlagemöglichkeit darstellt.<sup>745</sup>

Die Empirie bestätigt die große Bedeutung der Innenfinanzierung auch für den Bereich der Unternehmensimmobilien. Redman/Tanner kamen im Rahmen einer Untersuchung zu dem Ergebnis, dass insbesondere größere Unternehmen ihre Immobilien überwiegend aus dem operativen Cashflow finanzieren. Erst mit gebührendem Abstand folgen immobilienpezifische Finanzierungsformen.<sup>746</sup> Trotz der offensichtlich großen Beliebtheit der Innenfinanzierung sprechen aus Shareholder Value-Sicht vor allem folgende Gründe gegen die Verwendung von operativem Cashflow zur Finanzierung von Unternehmensimmobilien.

- Die Verwendung operativer Cashflows zur Finanzierung betrieblicher Immobilien bedeutet den Einsatz von Eigenkapital in Nicht-Kerngeschäftsfelder. Vor dem Hintergrund, dass Unternehmen im Kerngeschäft im Allgemeinen bessere Rendite-Risiko-Relationen erzielen können als mit Sekundärinvestitionen in betriebliche Immobilien, wäre es marktwertoptimal, durch möglichst hohe immobilienpezifische Verschuldungsquoten Eigenmittel für die Kerngeschäftsbereiche vorzubehalten.<sup>747</sup>

---

<sup>743</sup> Vgl. Brealey/Myers, Principles, S. 364.

<sup>744</sup> Vgl. Spremann, Wirtschaft, S. 330; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 461.

<sup>745</sup> Vgl. Pütz/Willgerodt, Beteiligungskapital, S. 93 ff.

<sup>746</sup> Innenfinanzierungsmaßnahmen hatten demnach einen Anteil von 63 %, immobilienpezifische Finanzierungen von lediglich 40 %. Die Summe der Prozentzahlen übersteigt 100 % aufgrund der Möglichkeit von Mehrfachnennungen. Vgl. Redman/Tanner, Financing, S. 217-240.

- Der Einsatz der Immobilie als Kreditsicherheit reduziert Gläubigerrisiken und Agency-Kosten. Folglich dürfte ein verstärkter Einsatz immobilisenspezifischer Finanzierungsformen zu einer Marktwertsteigerung führen.<sup>748</sup>

### 5.1.2 Die Bedeutung von Eigen- und Fremdfinanzierung

Die Eigenfinanzierung, gemessen an den so genannten vertikalen Eigenkapitalquoten der Unternehmen, hat in Deutschland im Zeitablauf tendenziell abgenommen.<sup>749</sup> Auch im internationalen Vergleich weisen deutsche Unternehmen relativ niedrige Eigenkapitalquoten auf.<sup>750</sup> Die Finanzierung durch Fremdkapital scheint also attraktiver zu sein als die Finanzierung durch Eigenkapital. Als Ursachen werden in der Literatur verschiedene Aspekte angeführt:

- Jensen vermutet, dass ein hoher Fremdkapitalanteil zu einer Disziplinierung der Manager führt. Hohe Eigenkapitalquoten implizieren ein niedriges Insolvenzrisiko. Das Polster zum Auffangen von Fehlleistungen ist hoch, so dass der Anreiz des Managements zum effizienten Wirtschaften relativ gering ist. Hohe Fremdkapitalquoten dagegen verstärken den Leistungsdruck auf die Unternehmensführung, da die Festbetragsansprüche der Kreditgeber befriedigt werden müssen, um die Insolvenz zu vermeiden. Insofern sind niedrige Eigenkapitalquoten unter dem Gesichtspunkt des Leistungsanreizes von Vorteil.<sup>751</sup>
- Steuerlich kann ein hoher Fremdkapitalanteil aufgrund der Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen vorteilhaft sein. Hohe Eigenkapitalquoten können im Umkehrschluss zu einer Vernichtung von Marktwert führen.<sup>752</sup>
- Als Hauptgrund für die im internationalen Vergleich niedrige Eigenkapitalquote werden die historisch gesehen relativ geringen Renditen deutscher Unternehmen genannt.<sup>753,754</sup> Eine weitere Ursache wird in den vergleichs-

<sup>747</sup> Vgl. Abschnitt 3.2.3.2.4.; vgl. auch Brealey/Myers, Principles, S. 739; Weatherhead, Strategy, S. 100 f.

<sup>748</sup> Vgl. Abschnitt 3.2.3.2.2.3.

<sup>749</sup> Unter der vertikalen Eigenkapitalquote versteht man das Eigenkapital in Prozent der Bilanzsumme, vgl. Drukarczyk, Finanzierung, S. 262.

<sup>750</sup> Vgl. hierzu Deutsche Bundesbank, Ertragslage, S. 42 f.; Drukarczyk, Finanzierung, S. 262 ff.; Jacobi, Bedeutung, S. 72.

<sup>751</sup> Vgl. Jensen, Agency Costs, S. 324; vgl. auch Damodaran, Finance, S. 227 f.

<sup>752</sup> Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 151 ff.; Brealey/Myers, Finance, S. 474 ff. sowie Abschnitt 3.2.2.1.

<sup>753</sup> Vgl. Drukarczyk, Finanzierung, S. 265 f.; Jacobi, Bedeutung, S. 62 f.; Krahn, Eigenkapitalbasis, S. 47; Albach/Hunsdiek/Kokalj, Finanzierung, S. 16 ff. Einen Beleg für die unter-

weise hohen deutschen Steuersätzen vermutet. Da sich Investoren an den Renditen nach Steuern orientieren, geht von hohen Steuersätzen eine investitionshemmende Wirkung aus.<sup>755</sup>

Die langfristige Entwicklung der Eigenkapitalquoten deutet also auf einen relativen Wettbewerbsvorteil bei Finanzierung durch Fremdkapital hin. Dass dennoch ein gewisser Einsatz von Eigenkapital erfolgt, ist insbesondere mit der Funktion des Eigenkapitals als Verlustpuffer zu begründen. Ausfallrisiken und Agency-Kosten werden durch Eigenfinanzierung begrenzt. Daneben dient die Begrenzung des Verschuldungsgrads der Bewahrung finanzieller Flexibilität, die notwendig ist, um zukünftige Investitionsoportunitäten wahrnehmen zu können.<sup>756</sup>

Eigenkapital sollte - wie bereits angesprochen - vorzugsweise in Kerngeschäftsbereiche investiert werden. Die für den Bereich der Innenfinanzierung festgestellte Vorteilhaftigkeit immobilienpezifischer Fremdkapitalinstrumente zur Finanzierung von Unternehmensimmobilien gilt auch für den Bereich der Eigenfinanzierung. Insofern fokussieren die folgenden Ausführungen langfristige immobilienpezifische Fremdfinanzierungsformen. Nach der Darstellung der notwendigen Voraussetzungen für die Finanzierung mit immobilienpezifischen Instrumenten werden mit dem Hypothekarkredit und dem Immobilienleasing zunächst die klassischen immobilienpezifischen Fremdfinanzierungsinstrumente dargestellt und analysiert. Beide Instrumente sind Finanzierungsformen, bei de-

---

stellte Korrelation zwischen Eigenkapitalquoten und Renditen liefert die jüngste Entwicklung. Mit der positiven Ertragsentwicklung deutscher Unternehmen in den Jahren 1996 bis 1998 haben sich auch die Finanzierungsverhältnisse gefestigt. 1998 erhöhten die Unternehmen ihre Eigenmittel mit 7,5 % überproportional stark. Die Bruttoumsatzrendite steigerte sich im gleichen Zeitraum um einen halben Prozentpunkt auf 3,5 %; die Nettoumsatzrendite stieg um einen viertel Prozentpunkt auf 2 %. Vgl. Deutsche Bundesbank, Ertragslage, S. 31 ff.

<sup>754</sup> Die Deutsche Bundesbank relativiert die Aussagefähigkeit eines internationalen Vergleichs der Eigenkapitalquoten. Bei Personengesellschaften sei es aus haftungsrechtlichen und steuerlichen Gründen vorteilhaft, Vermögensgegenstände dem Privatbereich zuzuordnen. Folglich wird das betriebliche Kapital tendenziell niedrig gehalten. Demgegenüber sei die Finanzierungsstruktur von Kapitalgesellschaften solide. Zu beachten sind auch bilanztechnische Unterschiede, z. B. bei der Behandlung von Rückstellungen. Vgl. Deutsche Bundesbank, Ertragslage, S. 43 sowie Brealey/Myers, Finance, S. 368 f.

<sup>755</sup> Diese These ist allerdings umstritten, da nicht nur die Höhe der Steuersätze, sondern auch die Ermittlung der Steuerbemessungsgrundlage das Anlageverhalten der Investoren beeinflusst, vgl. hierzu Drukarczyk, Finanzierung, S. 266.

nen Finanzintermediäre involviert sind. Hypothekarkredite werden üblicherweise auf der Passivseite der Unternehmensbilanz ausgewiesen. Demgegenüber stellt Immobilienleasing im Allgemeinen eine bilanzneutrale Finanzierungsform dar. Die sich hieraus ergebenden Auswirkungen auf den Marktwert des Unternehmens werden eingehend analysiert. Im sechsten Kapitel wird mit der Asset Securitisation schließlich ein kapitalmarktorientiertes Finanzierungskonzept vorgestellt und auf seine marktwertrelevanten Eigenschaften hin untersucht. Dabei steht die Frage der Anwendbarkeit dieser Finanzierungstechnik für die Finanzierung von Unternehmensimmobilien im Vordergrund.

## **5.2 Analyse traditioneller immobilienpezifischer Finanzierungsinstrumente**

### **5.2.1 Voraussetzungen für die Finanzierbarkeit mit immobilienpezifischen Instrumenten**

In Abschnitt 3.2.3.1.1 wurden die finanzierungsrelevanten Eigenschaften von Unternehmensimmobilien diskutiert. Als wesentlicher Einflussfaktor wurde die nachhaltige Ertragskraft der Immobilien angeführt: Der Kapitaldienst muss über die gesamte Darlehenslaufzeit aus dem erwirtschafteten Cashflow bedient werden können. In der Regel verlangen die Banken aufgrund der Prognoseunsicherheit komfortable Überdeckungen.<sup>757</sup> Wesentlichen Einfluss auf die nachhaltige Ertragskraft hat die Nutzungsflexibilität bzw. Drittverwendungsfähigkeit. Ist die Immobilie ausschließlich auf die Bedürfnisse des Unternehmens zugeschnitten und eine Nutzung durch Dritte ausgeschlossen, so ist kein eigenständiger Zweitmarkt für diese Immobilie vorhanden. Sie ist isoliert nicht verkaufsfähig. Dementsprechend weist die Immobilie kein eigenständiges immobilienpezifisches Risiko auf. Ihr Schicksal ist vollständig von der Nutzung durch das Unternehmen abhängig. Die Finanzierung solcher nicht drittverwendungsfähiger Spezialimmobilien ist ausschließlich über Instrumente der allgemeinen Unternehmensfinanzierung darstellbar. Immobilienpezifische Instrumente kommen in diesem Bereich nicht in Betracht.

---

<sup>756</sup> Vgl. Damodaran, Finance, S. 236 f.

<sup>757</sup> Vgl. Rüchardt, Bewertung, S. 167 und S. 242 f.



Es ist davon auszugehen, dass ein Großteil der Unternehmensimmobilien immobilienpezifische Risiken aufweist und folglich immobilienpezifisch finanziert werden kann. Als Beispiele sind Verwaltungsgebäude, Parkhäuser, Geschäftshäuser, Warenhäuser, Lagerhallen, Fabrikationshallen, Verbrauchermärkte, Einkaufszentren und ähnliche Gebäude zu nennen. Beschränkt drittverwendungsfähig sind z. B. Heizwerke, Kraftwerke und Raffinerien. Auch für diese Fälle sind immobilienpezifische Finanzierungsmodelle denkbar. Die eingeschränkte Drittverwendungsfähigkeit wird sich jedoch im Regelfall in ungünstigeren Konditionen äußern.<sup>758</sup>

Im Rahmen der Untersuchung wird unterstellt, dass die zu finanzierenden Immobilien eine hinreichende Drittverwendungsfähigkeit aufweisen und somit immobilienpezifische Finanzierungsformen anwendbar sind.

## 5.2.2 Hypothekarkredit als Ausgangspunkt

Hypothekarkredite werden allgemein als die klassische Form der Immobilienfinanzierung angesehen und bilden deshalb den Ausgangspunkt der Untersuchung.<sup>759</sup>

### 5.2.2.1 Das Pfandbriefsystem als Grundlage des Hypothekarkredits

Hypothekarkredite sind langfristige Bankdarlehen, die durch Grundpfandrechte gesichert sind.<sup>760</sup> Die heutige Ausprägung des Realkredits hat ihren Ursprung in der zweiten Hälfte des 18. Jahrhunderts. Seitdem hat eine rasante Entwicklung stattgefunden.<sup>761</sup> Der Markt für grundpfandrechtlich gesicherte Darlehen ist heute der bedeutendste Kreditmarkt in Deutschland. Bei ca. 42 % (EUR 837 Mrd.) der ausstehenden Kredite (rund EUR 2 Billionen) handelt es sich um grundpfandrechtlich besicherte Darlehen. Die grundpfandrechtlichen Darlehen

---

<sup>758</sup> Vgl. Gondert/Biagosch, Immobilienleasing, S. 866; Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, S. 49; Hens, Management, S. 218 f.; Vaaßen, Immobilienleasing, S. 53.

<sup>759</sup> Vgl. Staender/Kötter, Gewerbeimmobilien, S. 606. Neben dem Begriff Hypothekarkredit findet man in Literatur und Praxis weitere Bezeichnungen, z. B. Realkredit, Immobiliarkredit, Bodenkredit, Hypothekendarlehen, die synonym verwendet werden. Vgl. Schönmann, Geschichte, S. 823; Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 457.

<sup>760</sup> Vgl. Swoboda, Finanzierung, S. 20.

<sup>761</sup> Eine ausführliche Darstellung der Historie des Hypothekarkredits bis zur heutigen Zeit findet sich bei Goedecke/Kerl, Hypothekenbanken, S. 18 ff.; Schönmann, Geschichte, S. 823 ff.

unterteilen sich wiederum zu 75 % (EUR 629 Mrd.) in wohnungswirtschaftliche und zu 25 % (EUR 208 Mrd.) in gewerbliche Ausleihungen.<sup>762</sup>

Der Kreis der Anbieter von Hypothekarkrediten in Deutschland ist groß. Neben den Universalbanken (Kreditbanken, Sparkassen, Landesbanken, Kreditgenossenschaften) gehören Realkreditinstitute (Hypothekenbanken, Bausparkassen, öffentlich-rechtliche Bodenkreditinstitute) sowie Lebensversicherungsgesellschaften zu den wichtigsten Marktteilnehmern.<sup>763</sup> Gemessen an ihrem Marktanteil stellen Sparkassen und Realkreditinstitute die größten Hypothekarkreditgeber dar.<sup>764</sup> Unterschiede in den angebotenen Finanzierungskonditionen sind zu einem großen Teil auf die spezifischen Refinanzierungsmöglichkeiten der verschiedenen Institute zurückzuführen. Während Kreditbanken sich der üblichen Refinanzierungsquellen des Kreditgeschäftes bedienen, haben Hypothekenbanken, öffentlich-rechtliche Kreditinstitute sowie Landesbanken und Girozentralen das Recht zur Emission von Pfandbriefen (Pfandbriefprivileg).<sup>765</sup> Pfandbriefe sind so genannte gedeckte Schuldverschreibungen. Sie zeichnen sich im Vergleich zu ungedeckten Titeln durch ein höheres Maß an Sicherheit aus. Dementsprechend haben Realkreditinstitute durch das Pfandbriefprivileg Zugang zu vergleichsweise günstigen Refinanzierungsquellen.<sup>766</sup> Der hohe Anlegerschutz des Pfandbriefs wird durch die Bestimmungen des Hypothekenbankgesetzes vom 13. Juli 1899 sowie im Falle öffentlich-rechtlicher Pfandbriefanstalten durch die des „Gesetzes über die Pfandbriefe und verwandten Schuldverschreibungen öffentlich-rechtlicher Kreditanstalten“ vom 21. Dezember 1927 (Pfandbriefgesetz) gewährleistet. Das Hypothekenbankgesetz regelt den gesamten Geschäftsbetrieb der Hypothekenbanken und ist somit wesentlich umfangreicher als das Pfandbriefgesetz, das sich ausschließlich mit der Ausgabe gedeckter Schuldverschreibungen befasst. Infolge ergänzender Sat-

<sup>762</sup> Vgl. Deutsche Bank, ABS, S. 6. Vgl. auch Steffan, Hypothekarkredit, S. 5.

<sup>763</sup> Vgl. Bellinger/Reif, Anbietergruppen, S. 427 ff.; Brauer, Immobilienfinanzierung, S. 354; Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 458 f.; Steffan, Hypothekarkredit, S. 4 f.

<sup>764</sup> Vgl. Bellinger/Reif, Anbietergruppen, S. 428; Jenkis, Wohnungsbaufinanzierung, S. 18; Deutsche Bank, ABS, S. 6.

<sup>765</sup> Im Falle des Hypothekarkredits handelt es sich um Hypothekன்பfandbriefe. Daneben vergeben Realkreditinstitute Kommunaldarlehen, die durch Kommunalobligationen bzw. öffentliche Pfandbriefe refinanziert werden. Vgl. Bonfig, Passivgeschäft, S. 518; Brauer, Immobilienfinanzierung, S. 352.

<sup>766</sup> Vgl. Bonfig, Passivgeschäft, S. 518 ff.

zungsbestimmungen sowie der Novellierung des Kreditwesengesetzes (KWG) 1984, das den Geltungsbereich der §§ 11 und 12 Hypothekendarlehensgesetz auch auf öffentlich-rechtliche Realkreditinstitute erweitert, sind die Regelungen im privaten und öffentlich-rechtlichen Bereich jedoch weitgehend vergleichbar.<sup>767</sup> Aus diesem Grund beschränkt sich die Untersuchung auf die Bestimmungen des Hypothekendarlehensgesetzes.

In den letzten Jahren wurden vermehrt Anstrengungen unternommen, den Pfandbrief als wichtigstes Refinanzierungsinstrument der Realkreditinstitute zukunftsfähig zu machen. In diesem Rahmen ist insbesondere die Einführung des Jumbo-Pfandbriefs zu nennen, der sich binnen kürzester Zeit etablieren konnte.<sup>768</sup> Er hat maßgeblich dazu beigetragen, dass sich aus dem ursprünglich rein nationalen Produkt „Pfandbrief“ eine Anlageform entwickelt hat, die im wachsenden Maße auch von ausländischen Investoren nachgefragt wird.<sup>769</sup>

Zur Gewährleistung des hohen Qualitätsstandards der Pfandbriefe unterliegen Hypothekendarlehen strengen Vorschriften, die direkte Konsequenzen auf die Vergabe von Hypothekendarlehen haben. Das Hypothekendarlehensgesetz stellt in diesem Rahmen explizite Forderungen an die Art der Begebung von Pfandbriefen und den Deckungsstock. Geleitet vom Prinzip des Anlegerschutzes äußern sich die Anforderungen in drei normativen Grundprinzipien, dem Spezialprinzip, dem Deckungsprinzip und dem Kongruenzprinzip.<sup>770</sup>

- Spezialprinzip

Das in § 1 Hypothekendarlehensgesetz geregelte Spezialprinzip beschränkt das Aktivgeschäft der Hypothekendarlehenbanken auf das risikoarme Hypotheken- und Kommunaldarlehensgeschäft. Daneben sind in begrenztem Umfang Nebengeschäfte sowie Hilfsengeschäfte, die sich im Zusammenhang mit den Haupt- und

---

<sup>767</sup> Vgl. auch Bellinger/Reif, Anbietergruppen, S. 431.

<sup>768</sup> Jumbo-Pfandbriefe müssen gewissen Mindeststandards genügen. Zu den wesentlichen gehören: a) Eine Jumbo-Pfandbrief-Emission muss über mindestens DM 1 Mrd. lauten. b) Es müssen sich drei Banken als Market-Maker verpflichten. c) Es müssen Zwei-Wege-Kurse mit fester Geld-Briefspanne während der üblichen Handelszeiten gestellt werden. Vgl. Munsberg, Jumbo-Pfandbriefe, S. 26 ff.

<sup>769</sup> Vgl. Morgan Stanley & Co. Inc., Pfandbrief, S. 1.

<sup>770</sup> Vgl. Goedecke/Kerl, Hypothekendarlehenbanken, S. 57 ff.



Nebengeschäften ergeben (z. B. Hedging von Zinspositionen), zulässig. Besondere Beachtung gebührt den in § 5 Hypothekendarlehenbankgesetz verankerten Geschäftsgrenzen.<sup>771</sup> So begrenzt z. B. § 5 Abs. 1 Ziffer 2 Hypothekendarlehenbankgesetz die Vergabe von Außerdeckungsdarlehen<sup>772</sup> auf 20 % des Gesamtbetrags der hypothekarischen Beleihungen. Diese Obergrenze stellt eine massive Beschränkung des Geschäftspotentials von Hypothekendarlehenbanken dar.<sup>773</sup>

- Deckungsprinzip

Eine Hypothekendarlehenbank hat diverse quantitative und qualitative Richtlinien hinsichtlich der Zusammensetzung der Deckungsmasse für die emittierten Pfandbriefe zu erfüllen. Im Zentrum steht dabei die Regelung des § 6 Abs. 1 Hypothekendarlehenbankgesetz, wonach der Nennwert der sich im Umlauf befindlichen Hypothekendarlehenpfandbriefe jederzeit durch eine Hypothekendarlehendeckungsmasse von mindestens gleicher Höhe gedeckt sein muss. Die Deckung kann in zwei Formen erfolgen:

- a) Die ordentliche Deckung wird durch die im so genannten Deckungsregister eingetragenen Hypothekendarlehen gebildet. Die eingetragenen Hypothekendarlehenkredite müssen gemäß § 11 Hypothekendarlehenbankgesetz erststellig sein, d. h., ihr Betrag darf drei Fünftel (60 %) des Beleihungswertes des Grundstücks nicht überschreiten.<sup>774</sup>
- b) Als Ersatzdeckung können Bargeld, Bundesbankguthaben, Einlagen bei Banken und Bundeswertpapiere herangezogen werden. Allerdings ist der Umfang der Ersatzdeckung auf 10 % des gesamten Pfandbriefumlaufs begrenzt.<sup>775</sup>

---

<sup>771</sup> Vgl. Bellinger/Reif, Anbietergruppen, S. 429.

<sup>772</sup> Darunter versteht man Beleihungen über 60 % des Beleihungswertes. Sie werden auch als nicht deckungsfähige Beleihungen bezeichnet. Vgl. Goedecke/Kerl, Hypothekendarlehenbanken, S. 60.

<sup>773</sup> Vgl. Früh, Asset, S. 108. Die Ausschöpfung der Außerdeckungsgrenze war der Hauptgrund für eine 1995 durchgeführte Mortgage-backed Securities-Transaktion. Durch die Verbriefung von rund DM 500 Mio. nicht deckungsfähiger Hypothekendarlehen wurde neuer Raum für Außerdeckungsgeschäfte geschaffen. Vgl. o. V. (Spielraum): Mit verbrieften Forderungen den Spielraum erweitern, in: Handelsblatt vom 11.04.1995, S. 38.

<sup>774</sup> Der Beleihungswert darf dabei den nach § 12 Hypothekendarlehenbankgesetz festgestellten Verkaufswert nicht übersteigen.

<sup>775</sup> Vgl. § 6 Abs. 4 und 5 Hypothekendarlehenbankgesetz.

Im Deckungsprinzip liegt ein weiterer entscheidender Engpassfaktor für das Aktivgeschäft der Hypothekenbanken. Die Begrenzung der Deckungsmasse auf drei Fünftel des Beleihungswertes beschränkt die Darlehensvergabe Kapazität erheblich. Die Vorschriften zur Ermittlung des Beleihungswertes sind sehr strikt. Aufgrund des Charakters eines nachhaltig erzielbaren Sicherungswertes sind umfangreiche Sicherheitsabschläge vorzunehmen. Man findet in der Literatur Schätzungen, nach denen der Beleihungswert durchschnittlich rund 15 % unter dem Marktwert der Immobilie liegt. Damit betrüge die auf den Marktwert bezogene Beleihungsgrenze für erststellige Hypothekarkredite lediglich 50 %.<sup>776</sup> Andere Autoren gehen bei gewerblich genutzten Grundstücken sogar von bis zu 40 %igen Sicherheitsabschlägen vom Verkehrswert aus.<sup>777</sup>

- Kongruenzprinzip

Ziel des Kongruenzprinzips ist die Erhaltung der Zahlungsfähigkeit der Hypothekenbank durch die Minimierung von Refinanzierungs-, Wiederanlage- und Liquiditätsrisiken. Zur Verwirklichung dieses Ziels sieht das Hypothekenbankgesetz z. B. folgende Bestimmungen vor:

- a) Die Zinserträge aus vergebenen Krediten müssen jederzeit mindestens die Zinsverpflichtungen aus dem Pfandbriefumlauf decken (Zinskongruenz nach § 6 Abs. 1 Hypothekenbankgesetz).
- b) Daneben soll die jederzeitige Liquidität durch die Laufzeitkongruenz gewährleistet werden, die vorsieht, dass den Laufzeiten des Aktivgeschäfts insgesamt gleiche Laufzeiten der Refinanzierungsmittel gegenüberstehen. Somit scheidet eine Fristentransformation, wie sie z. B. bei Sparkassen üblich ist, für Hypothekenbanken aus. Das Laufzeitkongruenzprinzip wird durch verschiedene Regelungen des Hypothekenbankgesetzes flankiert. Wesentlich ist die Sollvorschrift des § 9 Hypothekenbankgesetz, der die Ausgabe von Schuldverschreibungen untersagt, deren Laufzeit wesentlich länger ist als zur Refinanzierung der korrespondierenden Darlehen erforderlich.<sup>778</sup> In diesem Zusammenhang ist auch die Regelung des § 8 Abs. 2 Hypothekenbankgesetz zu sehen, der ein ordentliches Kündigungsrecht für

---

<sup>776</sup> Vgl. Arndt, Pfandbriefmarkt, S. 19.

<sup>777</sup> Vgl. Bellinger/Reif, Realkredit, S. 419.

<sup>778</sup> Vgl. Goedecke/Kerl, Hypothekenbanken, S. 70 f.

Pfandbriefgläubiger ausschließt und somit in Verbindung mit § 609a BGB<sup>779</sup> zur Sicherung der Fristenkongruenz beiträgt.

Eine letzte erwähnenswerte Restriktion im Rahmen der Darlehensvergabe bilden die Eigenkapitalvorschriften für das Kreditwesen. Nach § 10 Abs. 1 Satz 1 KWG müssen Kreditinstitute zum Zwecke des Gläubigerschutzes über angemessene Eigenmittel verfügen. Das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen hat die Eigenkapitalvorschriften des KWG durch die Aufstellung von Grundsätzen konkretisiert, nach denen im Regelfall die Angemessenheit der Eigenmittelausstattung festgestellt wird. In diesem Zusammenhang sind insbesondere die Bestimmungen des Grundsatzes I zu beachten. Danach muss das haftende Eigenkapital mindestens 8 % der gewichteten Risikoaktiva betragen. Zur Bestimmung der Höhe der Risikoaktiva werden allen Vermögensgegenständen eines Kreditinstitutes so genannte Solvabilitätskoeffizienten zugeordnet. Erststellige Hypothekarkredite werden den Risikoaktiva nur zu 50 % ihres Gesamtbetrages zugerechnet. Das bedeutet, dass sie nur mit 4 % haftendem Eigenkapital zu unterlegen sind. Demgegenüber weisen Außerdeckungsdarlehen einen Solvabilitätskoeffizienten von 100 % auf.<sup>780</sup> Im Hypothekenbankgesetz findet sich ergänzend zu dieser Vorschrift die Regelung des § 7, der besagt, dass der Gesamtbetrag des Fremdkapitals einer Hypothekenbank das 60fache des haftenden Eigenkapitals nicht übersteigen darf.<sup>781</sup>

Als Zwischenergebnis kann festgehalten werden, dass den Realkreditinstituten mit dem Pfandbrief ein liquides und hohen Qualitätsstandards entsprechendes Refinanzierungsinstrument zur Verfügung steht. Zur Erzielung dieses Qualitätsstandards sind allerdings Vorschriften einzuhalten, die sich restriktiv auf die Darlehensvergabe auswirken. Neben dem Deckungsprinzip, den Kongruenz-

---

<sup>779</sup> § 609a BGB sieht ein Kündigungsrecht für Darlehensschuldner nach Ablauf von zehn Jahren vor, selbst wenn eine längere Zinsbindungsdauer vereinbart wurde. Innerhalb der ersten zehn Jahre der Zinsbindungsdauer ist eine ordentliche Kündigung durch den Darlehensschuldner jedoch nicht möglich. Vgl. auch Brandmüller, Grundsulddarlehen, S. 229 ff.

<sup>780</sup> Eine umfassende Darstellung der für den Hypothekarkredit relevanten Vorschriften des KWG sowie der ergänzenden Vorschriften des Bundesaufsichtsamts für das Kreditwesen findet sich bei Rauch/Zimmermann, Grundsuld, S. 1- 218; zu dem beschriebenen Sachverhalt vgl. Rauch/Zimmermann, Grundsuld, S. 187 ff.

<sup>781</sup> Vgl. Goedecke/Kerl, Hypothekenbanken, S. 93.

grundsätzen und den Eigenkapitalvorschriften ist in diesem Zusammenhang insbesondere die Begrenzung des Außerdeckungsgeschäftes zu nennen.

### 5.2.2.2 Finanzierungsstruktur

Im weiteren Sinne wird der Begriff Realkredit häufig zur allgemeinen Bezeichnung grundpfandrechtlicher Darlehen verwendet. Im engeren Sinne versteht man unter einem Realkredit einen Kredit, „für den der Wert des belasteten Grundstücks, nicht aber derjenige des sonstigen Schuldnervermögens oder die persönliche Kreditwürdigkeit des Schuldners entscheidend ist“.<sup>782</sup> Das Hypothekbankgesetz konkretisiert diese eher weitläufige Formulierung durch die Definition einer Beleihungsgrenze, die 60 % des Beleihungswerts des Grundstücks beträgt. Darlehensbeträge innerhalb dieser Beleihungsgrenze werden als Ia-Hypothek bezeichnet. Nachrangige Hypothekarkredite, die zusätzlich durch eine Bürgschaft der öffentlichen Hand gedeckt sind, werden ebenfalls den Realkrediten im engeren Sinne zugerechnet (so genannte Ib-Hypothek). Nachrangige Hypothekarkredite, die ohne öffentlich-rechtliche Bürgschaft gewährt werden, bezeichnet man als gedeckte Personalkredite, da die Bonität des Kreditnehmers maßgeblichen Einfluss auf die Kreditentscheidung hat.<sup>783</sup>

Als Folge der in Abschnitt 5.2.2.1 dargelegten Restriktionen im Nachrangbereich hat sich für den Hypothekarkredit die in Abbildung 26 dargestellte typische Finanzierungsstruktur herausgebildet:<sup>784</sup> Beleihungen, die über 80 % des Beleihungswertes hinausgehen, sind bei Hypothekarkrediten eher unüblich.<sup>785</sup> Als Hauptgründe dafür sind die zunehmenden Gläubigerrisiken, der begrenzte Spielraum im Außerdeckungsgeschäft sowie nicht zuletzt die hohen Eigenkapitalunterlegungspflichten im Nachrangbereich zu nennen.<sup>786</sup> Banken stellen vor dem Hintergrund der zunehmenden Bedeutung des Shareholder Values immer höhere Anforderungen an die Eigenkapitalrentabilität. Dies führt aufgrund des

---

<sup>782</sup> Rode, Grundzüge, S. 27.

<sup>783</sup> Vgl. Jenkis, Wohnungsbaufinanzierung, S. 17.

<sup>784</sup> Vgl. Abbildung 26.

<sup>785</sup> Vgl. Rüchardt, Bewertung, S. 242 f.

<sup>786</sup> Vgl. auch Scheidl, Solvenznormen, S. 779-804.

zunehmenden Ausfallrisikos sowie der 100 %-Gewichtung nach Grundsatz I zu stark steigenden Zinsforderungen im risikobehafteten Nachrangbereich.<sup>787</sup>

Projekt- kosten (100%)	Sicherheits- abschlag (15%)	Eigenkapital (23%)
	Beleihungs- wert (85%)	Nachrangiger Hypothekar- kredit (26%)
		Erstrangiger Hypothekarkredit (51% = 60% des Beleihungswerts)

Abbildung 26: Typische Finanzierungsstruktur eines Hypothekarkredits<sup>788</sup>

### 5.2.2.3 Wesentliche Konstruktionsmerkmale

Die Begründung des Darlehensverhältnisses erfolgt in Form eines Darlehensvertrages. Neben Verzinsung, Auszahlungskurs und Tilgungsstruktur enthalten Vereinbarungen für Hypothekarkredite Angaben zu den Bearbeitungskosten, der Darlehenslaufzeit, den Zahlungsterminen, Kündigungsrechten, Sicherheiten und sonstigen Rechten und Pflichten der Vertragsparteien.<sup>789</sup> Die wesentlichen und wertbeeinflussenden Vertragsbestandteile im Realkreditbereich werden nachfolgend kurz vorgestellt und erörtert.

Die Auszahlung von Hypothekarkrediten erfolgt vielfach nicht zum Darlehensnennbetrag, sondern mit einem Disagio bzw. Damnum. Dieser Abschlag dient zum einen der Abgeltung von Bearbeitungsgebühren, Wertermittlungskosten und sonstigen einmaligen Gebühren. Vielfach fungiert das Disagio aber auch als Zinsvorauszahlung. Eine durch das Disagio eventuell entstehende Finan-

<sup>787</sup> Vgl. Bär, Strukturbereinigung, S. 23; Deutsche Bank, ABS, S. 6; Gloystein, Anforderungen, S. 150 f.

<sup>788</sup> Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 460

<sup>789</sup> Vgl. z. B. Bellinger/Reif, Realkredit, S. 423 ff.; Nägele/Maaß/Fleehinghaus, Finanzierung, S. 1037 ff.

zierungslücke wird entweder durch Eigenkapital oder durch eine Ausweitung des Darlehensbetrags geschlossen. Erfolgt die Auszahlung nicht sofort nach Abschluss des Kreditvertrags, so verlangen die Kreditinstitute regelmäßig eine Bereitstellungsprovision bzw. Bereitstellungszinsen auf die nicht ausgezahlten Beträge.<sup>790</sup>

Die Rückzahlung des Darlehens erfolgt i. d. R. in Höhe des Nominalbetrags.<sup>791</sup> Die Darlehenslaufzeit ist objektspezifisch. Die Kreditrückführung sollte bei Hypothekarkrediten während der voraussichtlichen wirtschaftlichen Nutzungsdauer der Immobilie erfolgen. Diese gibt folglich die Obergrenze der Kreditlaufzeit an. Man unterscheidet grundsätzlich drei typische vertragliche Tilgungsvereinbarungen: die Annuitätentilgung, die Ratentilgung und die endfällige Tilgung.

Bei der Annuitätentilgung werden Zinsen und Tilgung in der Weise angesetzt, dass der Kreditnehmer während der gesamten Laufzeit des Darlehens einen periodisch gleich bleibenden Kapitaleinsatz leistet. Die sich aus Zins- und Tilgungsrate zusammensetzende Annuität errechnet sich nach der folgenden Formel:<sup>792</sup>

$$\text{Annuität} = FK^{\text{Nom}} \frac{k^{FK} (1+k^{FK})^n}{(1+k^{FK})^n - 1} \quad (126)$$

Die Zinszahlungen nehmen aufgrund der fortlaufenden Tilgungszahlungen im Zeitablauf ab. Demgegenüber steigt der Tilgungsanteil der jährlich konstanten Zahlungen um den jeweils ersparten Zinsanteil.<sup>793</sup> Die Darlehenslaufzeit ist bei annuitätischer Tilgung abhängig von der Höhe des anfänglichen Tilgungssatzes und des Zinssatzes. Es ergibt sich folgender Effekt: Die Darlehenslaufzeit ist bei gleichem anfänglichen Tilgungssatz umso geringer, je höher der Zinssatz ist. Ursache hierfür ist die Tatsache, dass der ersparte Zinsanteil der Annuität bei höherem Zinssatz zunimmt.<sup>794</sup>

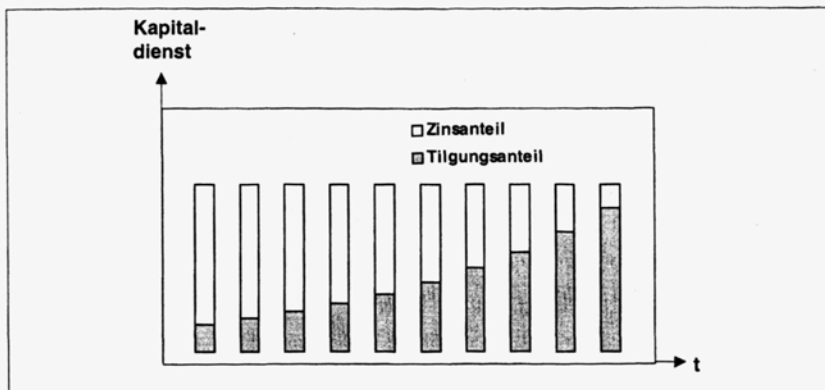
<sup>790</sup> Vgl. Nägele/Maaß/Flehinghaus, Finanzierung, S. 1039.

<sup>791</sup> Einen Sonderfall stellen so genannte Indexdarlehen dar, bei denen der Rückzahlungsbetrag an einen bestimmten Index gebunden ist. Vgl. Drukarczyk, Finanzierung, S. 384.

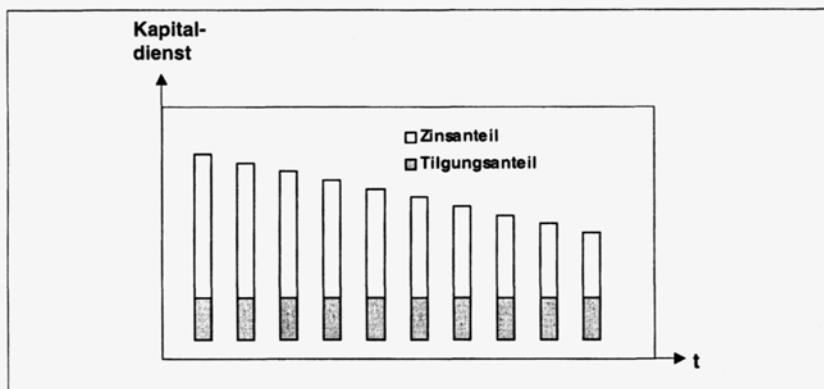
<sup>792</sup> Vgl. Schulte, Immobilienfinanzierung, S. 453.

<sup>793</sup> Vgl. Abbildung 27.

<sup>794</sup> Vgl. Brauer, Immobilienfinanzierung, S. 360.

Abbildung 27: Kapitaldienst bei Annuitätentilgung<sup>795</sup>

Ratendarlehen werden in periodisch gleichmäßigen Beträgen getilgt. Aufgrund der im Zeitablauf abnehmenden Zinszahlungen sinkt auch die periodische Gesamtbelastung, was Abbildung 28 in grafischer Form demonstriert.<sup>796</sup>

Abbildung 28: Kapitaldienst bei Ratentilgung<sup>797</sup>

Endfällige Darlehen werden während der Darlehenslaufzeit nicht getilgt. Daraus folgt, dass die periodischen Zinszahlungen im Zeitablauf konstant sind. Die Tilgung erfolgt einmalig zum Ende der Darlehenslaufzeit in Höhe des vollen Nominalbetrags.

<sup>795</sup> Quelle: eigene Darstellung.

<sup>796</sup> Vgl. Abbildung 28.

<sup>797</sup> Quelle: eigene Darstellung.



Von Bedeutung ist in diesem Zusammenhang die Regelung des § 8 Abs. 2 Satz 1 Hypothekendarlehensgesetz, wonach eine Hypothekendarlehensbank auf das Recht der Rückzahlung höchstens für einen Zeitraum von zehn Jahren verzichten darf. Da die Laufzeit von Hypothekendarlehen in den meisten Fällen die Zehnjahresfrist weit übersteigt, scheidet die Möglichkeit der Vergabe endfälliger Darlehen für Hypothekendarlehensbanken zumeist aus. Denkbar sind jedoch Mischformen, die zu Beginn der Darlehenslaufzeit einen tilgungsfreien Zeitraum von bis zu zehn Jahren vorsehen.<sup>798</sup>

Zins- und Tilgungstermine sind frei vereinbar. Grundsätzlich hat der Kreditnehmer die Wahl zwischen monatlicher, quartalsweiser, halbjährlicher oder jährlicher Zahlungsweise. Hinsichtlich der Verzinsung sind verschiedene Gestaltungsmöglichkeiten denkbar. Am weitesten verbreitet sind festverzinsliche Hypothekendarlehenskredite. Der Zinssatz wird für einen bestimmten Zeitraum (Abschnittsfinanzierung) oder die Gesamtlaufzeit des Darlehens festgeschrieben. Im Falle von in der Praxis üblichen Abschnittsfinanzierungen deckt die Zinsfestschreibungsperiode nicht die Gesamtlaufzeit des Darlehens ab. Dem Darlehensnehmer wird dann das Recht zugestanden, nach Ablauf der Zinsbindung eine Neufestlegung der Konditionen gemäß der dann vorliegenden Marktlage zu fordern oder das Darlehen ordentlich zu kündigen. Er übernimmt in diesem Fall ein Zinsänderungsrisiko.<sup>799</sup> Wesentlich höher ist das Zinsänderungsrisiko bei Vereinbarung eines variablen Zinssatzes. Dabei wird der Zins während der Darlehenslaufzeit an eine Bezugsgröße gekoppelt. In der Praxis verwendet man i. d. R. kurzfristige Geldmarktzinssätze als Orientierungsgrößen, z. B. LIBOR, EURIBOR oder den Diskontsatz der Deutschen Bundesbank. Die Vereinbarung eines Zero-Bond-ähnlichen Darlehens ist im Realkreditbereich unüblich. Zero-Bonds weisen keine Nominalverzinsung auf. Die Effektivverzinsung ergibt sich

<sup>798</sup> Neben der Tilgungsaussetzung stehen mit Tilgungsstreckungs- und Tilgungszuschussdarlehen weitere Instrumente zur Erleichterung des Kapitaldienstes zur Verfügung, auf die im Rahmen der Arbeit jedoch nicht näher eingegangen wird. Vgl. Nägele/Maaß/Flehinghaus, Finanzierung, S. 1030 f.

<sup>799</sup> Vgl. Brauer, Immobilienfinanzierung, S. 364; Bellinger/Reif, Realkredit, S. 421. Bei Annuitätendarlehen ist nach Ablauf der Zinsfestschreibung eine Anpassung des Tilgungssatzes erforderlich, z. B. wenn die bis dahin gültige Annuität beibehalten werden soll. Vgl. Nägele/Maaß/Flehinghaus, Finanzierung, S. 1030.

ausschließlich aus der Differenz zwischen Auszahlungs- und Rückzahlungskurs.<sup>800</sup>

Nochmals hingewiesen sei auf § 609a BGB, der ein Kündigungsrecht für Darlehensschuldner während der ersten zehn Jahre der Festzinsphase ausschließt. Erst nach Ablauf von zehn Jahren ist eine ordentliche Kündigung möglich, auch dann, wenn die Zinsfestschreibung weiter andauert.<sup>801</sup> Die Kündigungsmöglichkeit nach zehn Jahren stellt aus Sicht des Darlehensnehmers eine Option dar. Der Optionspreis wird bei Darlehen mit einer Zinsfestschreibung von mehr als zehn Jahren üblicherweise als Aufschlag im Darlehenszinssatz berücksichtigt. Zahlt der Darlehensnehmer sein Darlehen trotz laufender Zinsfestschreibung vor Ablauf des Zehnjahreszeitraums vorzeitig zurück, hat er dem Kreditgeber den durch die vorzeitige Rückzahlung entstandenen Schaden zu ersetzen.

Zur Berechnung dieser Vorfälligkeitsentschädigung stehen zwei Methoden zur Verfügung. Beim so genannten Aktiv-Aktiv-Vergleich werden dem Darlehensgeber die Kosten einer eventuellen Zinsniveauverschlechterung zuzüglich der während der Zinsfestschreibung entgangenen Zinsmarge<sup>802</sup> erstattet. Erlaubt ist weiterhin der Aktiv-Passiv-Vergleich, bei dem der vereinbarte Darlehenszins der Rendite einer öffentlichen Anleihe mit gleicher Restlaufzeit gegenübergestellt wird.<sup>803</sup>

Die Besicherung von Hypothekarkrediten erfolgt grundsätzlich durch Grundschulden. Hypotheken haben in der Praxis aufgrund ihrer Akzessorietät nur

---

<sup>800</sup> Vgl. Drukarczyk, Finanzierung, S. 386.

<sup>801</sup> Vgl. Fußnote 779; die Kündigungsfrist beträgt einen Monat zum Ende jedes Festzinsabschnitts. Nach Ablauf von zehn Jahren, gerechnet vom Tage der Auszahlung oder Zinsneufestsetzung an, ist die Kündigung jederzeit mit einer Frist von einem Monat möglich. Vgl. Francke, Technik, S. 427 f.

<sup>802</sup> Die Zinsmarge ist die Differenz zwischen dem vereinbarten Darlehenszins und den Refinanzierungskosten des Darlehensgebers, wobei Risikoprämie und eingesparte Verwaltungskosten herauszurechnen sind. Die Beträge sind bei der Berechnung der Vorfälligkeitsentschädigung mit dem Wiederanlagezins auf den Bezugszeitpunkt abzuzeichnen.

<sup>803</sup> Vgl. Nägele/Maaß/Flehinghaus, Finanzierung, S. 1041 f. Neben der Vorfälligkeitsentschädigung kann der Darlehensgeber die ihm durch die vorzeitige Rückzahlung entstandenen administrativen Kosten in Rechnung stellen.

noch eine untergeordnete Bedeutung.<sup>804</sup> Die Verbindung zwischen Grundschild und Darlehen wird durch eine Sicherungszweckerklärung hergestellt, die die Rechtsposition des Grundschildgläubigers gegenüber dem Schuldner im Detail regelt.<sup>805</sup> Daneben verlangen Banken bei hohen Beleihungsausläufen häufig Zusatzsicherheiten in Form von Bürgschaften, Garantien oder der Verpfändung bzw. sicherungsweisen Übereignung sonstiger Sachen oder Rechte.

#### **5.2.2.4 Auswirkungen auf den Marktwert des Eigenkapitals**

##### **5.2.2.4.1 Quantitative Aspekte**

Mit dem Pfandbrief verfügen die Realkreditinstitute über ein liquides und international anerkanntes Refinanzierungsinstrument, dessen Effektivität wesentlich mit der Einführung des Jumbo-Pfandbriefes gesteigert werden konnte. Aus diesem Grund sind sie in der Lage, im erststelligen Beleihungsraum günstige Konditionen anzubieten.

Im Nachrangbereich ist der Spielraum der Hypothekenbanken jedoch begrenzt. Maßstab für die Festlegung der Beleihungsgrenze ist der Beleihungswert. Üblicherweise gilt ein Beleihungsauslauf von 80 bis 90 % des Beleihungswertes als Obergrenze bei der Darlehensvergabe.<sup>806</sup> Bei der Ermittlung des Beleihungswertes dürfen nur die sicheren und langfristigen Merkmale und Erträge herangezogen werden, da der Kapitaldienst über die gesamte, i. d. R. lange Laufzeit des Hypothekarkredits gedeckt werden muss.<sup>807</sup> Die praktische Umsetzung dieser normativen Vorgabe erfolgt im Allgemeinen durch die Vornahme von Sicherheitsabschlägen vom Verkehrswert, die bei gewerblichen Immobilien bis zu 40 % betragen können.<sup>808</sup> Dies beschränkt die Beleihungsmöglichkeiten von Hypothekenbanken erheblich.

---

<sup>804</sup> Vgl. Abschnitt 2.2.3.1.

<sup>805</sup> Zu Wesen und Ausgestaltung von Sicherungszweckerklärungen vgl. Bellinger/Reif, Real- kredit, S. 424; Nägele/Maaß/Flehinghaus, Finanzierung, S. 1055 ff.

<sup>806</sup> Vgl. Rüchardt, Bewertung, S. 242 f.

<sup>807</sup> Vgl. Rüchardt, Bewertung, S. 163.

<sup>808</sup> Vgl. Bellinger/Reif, Realcredit, S. 419 f.

Eine weitere Begrenzung des Handlungsspielraums im Nachrangbereich erfolgt durch bankrechtliche Vorschriften.<sup>809</sup> In diesem Zusammenhang stellen insbesondere die Begrenzung des Außerdeckungsgeschäfts durch § 5 Abs. 1 Hypothekbankgesetz sowie die Eigenkapitalunterlegungsvorschriften nach dem KWG Engpässe dar. Nicht zuletzt spielen Risikoaspekte eine bedeutende Rolle. Während erstrangige Beleihungen als quasi-risikolos angesehen werden können und sich die Kreditentscheidung fast ausschließlich auf die im Beleihungswert manifestierte Objektqualität stützt, sind bei nachrangigen Beleihungen umfangreiche Informationen zur persönlichen Kreditwürdigkeit des Schuldners zu erheben und zu analysieren.<sup>810</sup> Das Erfordernis der Bonitätsprüfung besteht nicht nur im Rahmen der Kreditentscheidung, sondern während der gesamten Laufzeit des Darlehens.<sup>811</sup> Infolge der steigenden Bedeutung des Shareholder Value-Gedankens gehen Banken immer mehr dazu über, sich erhöhte Risiken und Informationskosten im Nachrangbereich angemessen vergüten zu lassen. Dies wird durch die vermehrten Anstrengungen zur Einführung von Kreditrisikomodellen unterstrichen.<sup>812</sup>

Für die Finanzierung betrieblicher Immobilien bedeutet dies, dass erststellige Hypothekarkredite aus Kostengesichtspunkten eine durchaus interessante Finanzierungsalternative darstellen. Probleme bestehen jedoch im Nachrangbereich. Hohe Beleihungsausläufe oder vollständige Fremdfinanzierungen von Immobilieninvestitionen sind mit Hilfe von Hypothekarkrediten entweder nicht oder nur zu hohen Kosten realisierbar. Trotz des Einsatzes der Immobilie als Kreditsicherheit können keine marktwertoptimalen Finanzierungsrelationen erreicht werden. Die Finanzierungslücke ist entweder durch Eigenkapital oder durch alternative Finanzierungsmodelle zu schließen.

---

<sup>809</sup> Vgl. Abschnitt 5.2.2.1.

<sup>810</sup> Die Prüfung der persönlichen Kreditwürdigkeit geht bei nachrangigen Darlehen im Allgemeinen weit über die Erfordernisse des § 18 KWG hinaus. Außerdem gelten für grundpfandrechtlich gesicherte Darlehen Ausnahmeregelungen, die sie z. T. von den Erfordernissen des § 18 KWG befreien. Vgl. §§ 20 und 21 KWG sowie Rauch/Zimmermann, Grundschild, S. 135 ff.

<sup>811</sup> Vgl. Rüchardt, Bewertung, S. 246.

<sup>812</sup> Vgl. Bär, Strukturvereinigung, S. 23; Deutsche Bank, ABS, S. 6; Wahrenburg/Niethen, Kreditrisikomodelle, S. 235-257.

Die Auswirkungen auf den Marktwert des Eigenkapitals können über das im vorigen Kapitel entwickelte Bewertungsmodell untersucht werden. Dabei werden die aktuellen Kosten von Hypothekarkrediten benötigt. Bei neu aufzunehmenden Darlehen können diese direkt bei den anbietenden Instituten in Form von Indikationen eingeholt werden. Fließt ein bereits bestehendes Darlehen in die Bewertung ein, so kann die aktuelle Marktrendite mit Hilfe von Pfandbriefrenditen hinreichend genau geschätzt werden. Dazu ist die aktuelle Pfandbriefrendite mit der zum Zeitpunkt der Darlehensaufnahme vorliegenden zu vergleichen.<sup>813</sup> Um eine Approximation des aktuellen Kreditzinses zu erhalten, wird die Differenz der ermittelten Renditen zum historischen Zinssatz des Darlehens addiert.

Die zu zahlenden Zinsen sind steuerlich als Betriebsausgaben von der Körperschaftsteuer voll abzugsfähig. Da es sich bei Non Property Companies annahmegemäß nicht um reine Grundstücksgesellschaften handelt, kann die erweiterte Kürzung gemäß § 9 Abs. 1 Satz 2 GewStG prinzipiell nicht in Anspruch genommen werden.<sup>814</sup> Die auf den Hypothekarkredit anfallenden Zinsen sind als Dauerschuldzinsen zu qualifizieren und folglich nach § 8 Nr. 1 GewStG nur zur Hälfte von der gewerbebeertragsteuerlichen Bemessungsgrundlage abzugsfähig. Ein Disagio wird steuerlich als Entgelt für die langfristige Nutzung von Fremdkapital qualifiziert und ist daher als Rechnungsabgrenzungsposten über die Laufzeit des Darlehens zu verteilen.<sup>815</sup>

Ein weiteres Problem des Hypothekarkredits stellt die begrenzte Flexibilität bei der Strukturierung des Kapitaldienstes dar. Zero-Bond-ähnliche Strukturen sind völlig unüblich. Eine tilgungsfreie Zeit kann gemäß § 8 Abs. 2 Satz 1 Hypothekbankgesetz für maximal zehn Jahre vereinbart werden. Aus Shareholder Value-Perspektive können jedoch endfällige Tilgungsvereinbarungen unter bestimmten Voraussetzungen zu Marktwertvorsprüngen führen. Das folgende Beispiel soll dies belegen.

---

<sup>813</sup> Es sind Renditen zu verwenden, die mit dem ursprünglichen Darlehen laufzeitäquivalent sind.

<sup>814</sup> Nach § 9 Abs. 1 Satz 2 GewStG können grundbesitzverwaltende Unternehmen auf Antrag die gewerbebeertragsteuerliche Bemessungsgrundlage um den Teil des Gewerbeertrags, der auf die Verwaltung und Nutzung des eigenen Grundbesitzes entfällt, kürzen. Vgl. auch Benkert/Haritz/Slabon, Steuerarten, S. 1237.

## Beispiel NPC AG

Die NPC AG plant, EUR 70 Mio. für den Erwerb einer Handelsimmobilie über ein langfristiges Hypothekendarlehen zu finanzieren. Der zur Aufbringung des Investitionsvolumens notwendige Restbetrag in Höhe von EUR 20 Mio. wird aus den vorhandenen liquiden Mitteln des Unternehmens finanziert. Das Unternehmen hat die Wahl zwischen annuitätischer, ratierlicher oder endfälliger Tilgung.

Konditionen	Annuitäten-darlehen	Raten-darlehen	Endfälliges Darlehen <sup>815</sup>
Betrag in Mio. EUR	70	70	70
Auszahlungskurs	100 %	100 %	100 %
Zinssatz p. a.	6 %	6 %	6 %
Anfängliche Tilgung p. a.	1,5 %	3,57 %	0 %
Tilgungsart	Annuitätisch	ratierlich	endfällig
Laufzeit	28 Jahre	28 Jahre	28 Jahre
Zins- und Tilgungstermine	jährlich nachträglich	jährlich nachträglich	jährlich nachträglich

Nach Schätzungen des Unternehmens wird die Investition ein operatives Ergebnis vor Steuern und Abschreibungen von EUR 10 Mio. p. a. erwirtschaften. Es wird eine jährliche Ergebnissteigerung für die ersten 15 Jahre von 4 % erwartet (Detailprognosezeitraum). Danach beläuft sich die erwartete Steigerung auf 2,5 % p. a. Die jährlichen Abschreibungen betragen EUR 2 Mio., Investitionen werden ebenfalls mit EUR 2 Mio. p. a. angesetzt. Die Körperschaftsteuer beträgt gemäß StSenKG 25 %, der persönliche Einkommensteuersatz wird pauschal mit 35 % angenommen. Der gewerbebeertragsteuerliche Hebesatz der Gemeinde beträgt 400 %. Die Renditeforderung der Anteilseigner bei reiner Eigenfinanzierung wurde mit Hilfe des CAPM auf 10 % geschätzt. Leistungs- oder finanzwirtschaftliche Synergien werden im Rahmen der Investition nicht erzielt.

Für die drei Darlehensvarianten ergibt sich bei Anwendung des im vorigen Abschnitt vorgestellten Bewertungsmodells folgendes Bild:

<sup>815</sup> Vgl. Abschnitt H 37 EStR sowie BFH-Urteil vom 19.1.1978, IV R 153/72.

<sup>816</sup> Die Beschränkung des § 8 Abs. 2 Satz 1 HBG bleibt unberücksichtigt.

alle Angaben in Mio. EUR	Annuitäten- darlehen	Raten- darlehen	Endfälliges Darlehen
<b>Marktwert des rein eigenfinanzierten Unternehmens (<math>V^{EK}</math>)</b>	<b>77,87</b>	<b>77,87</b>	<b>77,87</b>
Marktwert der körperschaftsteuerlichen Vorteile der Fremd- finanzierung ( $V^{KS}$ )	17,08	13,78	22,21
Marktwert der gewerbeertragsteuerlichen Vorteile der Fremd- finanzierung ( $V^{GST}$ )	4,27	3,44	5,55
<b>Marktwert des Gesamtunternehmens (<math>V^{FK}</math>)</b>	<b>99,22</b>	<b>95,09</b>	<b>105,64</b>
Marktwert des Fremdkapitals (FK)	70,00	70,00	70,00
<b>Marktwert des Eigenkapitals (<math>EK^{FK}</math>)</b>	<b>29,22</b>	<b>25,09</b>	<b>35,64</b>

Das endfällige Darlehen weist aufgrund der konstant hohen Zinszahlungen gegenüber den beiden anderen Varianten eindeutige körperschaft- und gewerbesteuerliche Vorteile auf und führt daher c. p. zum höchsten Marktwert des Eigenkapitals.<sup>817</sup> Aufgrund der Restriktionen des Hypothekbankgesetzes ist die Vereinnahmung dieses Vorteils bei Verwendung von Hypothekarkrediten jedoch nur begrenzt möglich.

#### 5.2.2.4.2 Qualitative Aspekte

Für Unternehmen ist es von entscheidender Bedeutung, schnell und flexibel auf Marktveränderungen reagieren zu können. In diesem Zusammenhang ist zu analysieren, ob und inwieweit die Aufnahme von Hypothekarkrediten operative oder finanzwirtschaftliche Entscheidungen behindert.

Unter bestimmten Umständen kann es für Unternehmen sinnvoll sein, eine Immobilie zu veräußern. Mögliche Hintergründe sind verminderter Raumbedarf infolge von Rationalisierungsmaßnahmen, kurzfristiger Bedarf an liquiden Mitteln oder die Ausnutzung einer günstigen Situation am Immobilienmarkt. In Niedrigzinsphasen sind Unternehmen bestrebt, teure Altdarlehen durch kosten-

<sup>817</sup> Die vorliegende Analyse geht vereinfachend davon aus, dass sich die alternativen Finanzierungen nur hinsichtlich der Tilgungsstruktur voneinander unterscheiden. In der Praxis ist davon auszugehen, dass Darlehen mit verschiedenen Tilgungsstrukturen hinsichtlich der übrigen Konditionen (z. B. Zinssatz) Unterschiede aufweisen.



günstigere Kredite abzulösen. In beiden Fällen ergibt sich die Notwendigkeit, das Darlehensverhältnis vorzeitig zu beenden.

Wie bereits angesprochen, können Hypothekarkredite während der ersten zehn Jahre der Zinsfestschreibung nicht gekündigt werden. Dennoch akzeptieren Kreditinstitute im Regelfall vorzeitige Rückzahlungen und stellen als Kompensation der ihnen entstehenden Nachteile eine Vorfälligkeitsentschädigung in Rechnung. Diese ist - wie angesprochen - abhängig von den aktuellen Marktkonditionen, der dem Kreditgeber entgangenen Zinsmarge sowie den durch die vorzeitige Ablösung entstehenden administrativen Kosten.<sup>818</sup>

Im Falle des Verkaufs können alternativ die Ansprüche aus dem Darlehensvertrag auf den Käufer der Immobilie übertragen werden. Allerdings steht dem Darlehensgeber im Regelfall ein vertraglich vereinbartes Zustimmungsrecht zu. Die Einwilligung zur Übertragung des Darlehensvertrags wird voraussichtlich nur dann erteilt, wenn die Bonität des Käufers den Anforderungen des Kreditgebers genügt. Vielfach wird der Übertragung nur zu veränderten Konditionen zugestimmt. Die der Bank durch Bonitätsprüfung und Abwicklung der Übertragung entstehenden Kosten werden üblicherweise auf den Altschuldner abgewälzt.<sup>819</sup>

Schließlich besteht die Möglichkeit, das Darlehen auf eine andere, unbelastete Immobilie zu übertragen. In diesem Fall erfolgt eine erneute Objektprüfung und -bewertung. Darüber hinaus ist für die auf dem zu veräußernden Grundstück lastende Grundschuld Pfandfreigabe zu erteilen und die neue Immobilie mit einer Grundschuld zu belasten. Die entstehenden Eintragungs-, Wertermittlungs- und Verwaltungskosten hat der Darlehensnehmer zu tragen. Die Zustimmung zur Übertragung wird der Darlehensgeber nur dann erteilen, wenn das neue Grundstück mindestens den gleichen Wert aufweist wie das vorige. Andernfalls ist die Übertragung des Darlehens nicht oder nur zu veränderten Konditionen möglich.<sup>820</sup>

---

<sup>818</sup> Vgl. Nägele/Maaß/Flehinghaus, Finanzierung, S. 1041 f.

<sup>819</sup> Vgl. §§ 414-416 BGB sowie Francke, Technik, S. 455 f.

<sup>820</sup> Vgl. Francke, Technik, S. 453.

Auch umfangreichere bauliche bzw. nutzungsspezifische Änderungen bedürfen im Allgemeinen der Einwilligung des Kreditgebers. Die Erteilung der Zustimmung ist immer dann wahrscheinlich, wenn die Änderungen nicht zu einer Wertbeeinträchtigung führen.

Hypothekarkredite gewährleisten also eine hinreichende Flexibilität. Die Vorteile einer vorzeitigen Darlehensbeendigung oder -übertragung sollten jedoch im Einzelfall den entstehenden Kosten gegenübergestellt werden.

#### **5.2.2.5 Marktwertsteigerung durch Bildung von Sicherheitenpools**

In Abschnitt 3.2.3.1.3 wurden die Vorzüge von Poolfinanzierungen erläutert. Bei dieser Finanzierungstechnik werden mehrere Grundstücke in einem Pool zusammengefasst. Der Pool wird als Einheit finanziert. Die Gläubiger haben das Recht, nach Belieben auf jedes der in den Pool eingebrachten Grundstücke zurückzugreifen. Die Vorteile dieser Konstruktion liegen insbesondere in Kosten-degressions- und Diversifikationseffekten.

Im Rahmen von Hypothekarkrediten sind Poolvereinbarungen ohne weiteres durchführbar. Die technische Umsetzung erfolgt durch die Bildung von Sicherheitenpools. Schuldrechtlich wird der Sicherheitenpool durch einen Poolvertrag begründet.<sup>821</sup> Dieser kann gesondert oder im Rahmen des Darlehensvertrags vereinbart werden. Der Poolvertrag stellt als Sicherungszweckerklärung die Verbindung zwischen Sicherheiten und Forderung her. Er regelt u. a. die Konditionen der Sicherheitenbestellung, determiniert die gesicherten Verbindlichkeiten und Beleihungsgrenzen, definiert die Rahmenbedingungen für eventuelle Erweiterungen des Sicherungsgutes und setzt Voraussetzungen für die Rückgabe der Sicherheiten fest.<sup>822</sup>

Aufgrund ihrer Nicht-Akzessorietät sind Grundschulden den Hypotheken als Sicherheit vorzuziehen. Hinsichtlich der Einbringung der Sicherheiten in den Si-

---

<sup>821</sup> Zu den wesentlichen Charakteristika von Poolverträgen und einem Beispiel vgl. Paal, Entwicklungen, S. 277 ff.

cherheitenpool existieren zwei Möglichkeiten. Zum einen können Einzelgrundschulden in den Pool eingebracht werden. Bei dieser Konstruktion wird die gesamtschuldnerische Haftung der Grundschulden lediglich schuldrechtlich durch den Poolvertrag begründet. Ein administrativer Nachteil entsteht im Verwertungsfall, da eine gleichzeitige Versteigerung der Objekte grundsätzlich nicht möglich ist.<sup>823</sup> Alternativ bietet sich die Eintragung einer Gesamtgrundschuld an. Dabei werden mehrere Grundstücke mit derselben Grundschuld belastet. Die gesamtschuldnerische Haftung ist damit nicht nur schuldrechtlich, sondern auch dinglich begründet, da nach § 1132 Abs. 1 Satz 1 BGB jedes belastete Grundstück für den vollen Betrag der Gesamtgrundschuld haftet. Der Gläubiger kann „die Befriedigung nach seinem Belieben aus jedem der Grundstücke ganz oder zu einem Teile suchen“<sup>824</sup>. Mit der Eintragung der Gesamtgrundschuld ist aus Gläubigersicht auch die Gesamtverwertung aller Objekte gesichert.<sup>825</sup>

Aufgrund der hohen Finanzierungsvolumina beteiligen sich im Regelfall mehrere Gläubiger am Sicherheitenpool. Die Poolsicherheiten werden für einen gemeinsamen Zweck eingesetzt, um im Verwertungsfall eine gleichrangige und gleichmäßige Befriedigung der Ansprüche zu erreichen.<sup>826</sup> Es ist üblich und sinnvoll, in diesem Fall ein Poolmitglied als Sicherheitentreuhänder zu bestimmen. Der Treuhänder hält und verwaltet die Grundschulden stellvertretend für alle Poolmitglieder. Die Rechte der Poolmitglieder bezüglich der Sicherheiten gegenüber dem Treuhänder werden in einer Treuhandabrede festgelegt.<sup>827</sup> Da die Treuhandabrede lediglich einen schuldrechtlichen Anspruch gegenüber dem Treuhänder begründet und die dinglichen Rechte aus der Grundschuld vollständig beim Treuhänder verbleiben, sollte die Auswahl des Treuhänders mit höchster Sorgfalt erfolgen. Die Qualität der Sicherheit hängt bei Treuhandverhältnissen nicht nur vom wirtschaftlichen Wert der Sicherheit, sondern auch von

---

<sup>822</sup> Vgl. Nägele/Maaß/Flehinghaus, Finanzierung, S. 1055 f.; Gaberdiel, Kreditsicherung, S. 155 ff.; Paal, Entwicklungen, S. 278 ff.

<sup>823</sup> Vgl. Gaberdiel, Kreditsicherung, S. 146.

<sup>824</sup> § 1132 Abs. 1 Satz 2 BGB.

<sup>825</sup> Vgl. Gaberdiel, Kreditsicherung, S. 145.

<sup>826</sup> Vgl. Kümpel, Kapitalmarktrecht, S. 640 ff.

<sup>827</sup> Zu Inhalt und Ausgestaltung solcher Treuhandabreden vgl. Gaberdiel, Kreditsicherheiten, S. 330 ff.

der Bonität und Zuverlässigkeit des Treuhänders ab.<sup>828</sup> Für die Verwaltung der Sicherheiten, die auch die regelmäßige Bewertung der Poolobjekte beinhaltet, erhält der Treuhänder ein Entgelt. Es ist davon auszugehen, dass diese Gebühr aufgrund von Größendegressionseffekten geringer ist als die Summe der Kosten der Sicherheitenverwaltung, die bei den Poolbeteiligten im Falle von Einzelfinanzierungen anfiel.<sup>829</sup> Diese Kostenersparnis sollte im Regelfall über günstigere Konditionen an den Kreditnehmer weitergegeben werden. Abbildung 29 gibt einen Überblick über die dargestellten Elemente eines Sicherheitenpools.<sup>830</sup>

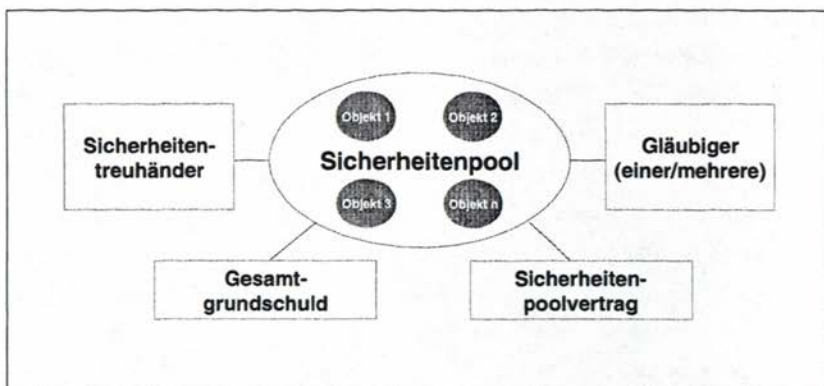


Abbildung 29: Elemente eines Sicherheitenpools<sup>831</sup>

Bei der marktwertorientierten Beurteilung des Sicherheitenpools sind drei Aspekte hervorzuheben:

- a) Sofern aus Sicht der Gläubiger ein Diversifikationseffekt eintritt, führt dies zu einer Risikoreduzierung. Der Diversifikationseffekt liegt darin, dass sich Wertschwankungen der Sicherungsgüter teilweise gegenseitig kompensieren.<sup>832</sup> Die verbesserte Risikosituation kann auf zwei Wegen an den Schuldner weitergegeben werden. Zum einen können im Vergleich zur Einzelfinanzierungsalternative bei gleich bleibender Beleihungsgrenze die Zinskonditio-

<sup>828</sup> Vgl. Gaberdiel, Kreditsicherung, S. 328.

<sup>829</sup> Vgl. Paal, Entwicklungen, S. 287.

<sup>830</sup> Vgl. Abbildung 29.

<sup>831</sup> Quelle: eigene Darstellung.

<sup>832</sup> Vgl. Paal, Entwicklungen, S. 286 sowie Abschnitt 3.2.3.1.3.

nen verbessert werden. Alternativ kann bei gleich bleibenden Konditionen der Beleihungsraum erweitert werden.

- b) Aufgrund von Größendegressionseffekten ist mit einer Reduzierung der Transaktionskosten sowohl auf Seiten der Gläubiger als auch auf Seiten des Schuldners zu rechnen.<sup>833</sup> Die positiven Effekte für die Gläubiger treten z. B. bei den Kosten der Verwaltung und Wertermittlung auf. Der Schuldner hat im Falle der Bestimmung eines Sicherheitentreuhänders und -verwalters lediglich einen Ansprechpartner. Bei zahlreichen Einzelfinanzierungen mit unterschiedlichen Banken ist aufgrund der höheren Anzahl der Verhandlungsparteien mit weit höherem administrativem Aufwand zu rechnen.
- c) Der Einsatz eines Sicherheitenpools bringt Flexibilitätsvorteile mit sich. Ist der zugestandene Beleihungsrahmen nicht vollständig ausgeschöpft, kann das Unternehmen im Bedarfsfall kurzfristig und mit geringem Aufwand Liquidität schöpfen. Weitere Verbindlichkeiten können durch eine einfache schuldrechtliche Vereinbarung in die Sicherungszweckvereinbarung einbezogen werden. Flexibilität besteht ebenfalls hinsichtlich der Reduzierung bzw. Erweiterung der Sicherheiten. Zentrale Voraussetzung ist, dass die vereinbarten Beleihungsgrundsätze eingehalten werden.<sup>834</sup> Folglich ist die Dispositionsfreiheit des Unternehmens über die belasteten Grundstücke mindestens genauso hoch, im Falle freien Beleihungsraums sogar höher als bei separater Finanzierung der Immobilien.

### 5.2.3 Immobilienleasing und leasingähnliche Modelle als Alternativen zum Hypothekarkredit

Unter Immobilienleasing versteht man die mittel- bis langfristige Vermietung von Grundstücken, Gebäuden und sonstigen Betriebsanlagen.<sup>835</sup> Der Immobiliennutzer (Leasingnehmer) verpflichtet sich vertraglich, als Gegenleistung für die Nutzungsüberlassung Zahlungen an den Eigentümer (Leasinggeber) zu leisten.<sup>836</sup> Immobilienleasing tritt im Regelfall in der Form des Finanzierungsleasings auf, das aufgrund der langen, während der Grundmietzeit meist unkünd-

<sup>833</sup> Vgl. z. B. Paal, Entwicklungen, S. 287; Swoboda, Finanzierung, S. 21.

<sup>834</sup> Zur technischen Durchführung der nachträglichen Erweiterung einer Gesamtgrundschuld auf weitere Grundstücke bzw. zur Freigabe einzelner Grundstücke vgl. Gaberdiel, Kreditsicherung, S. 149 ff.

<sup>835</sup> Vgl. Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 474.

baren Vertragslaufzeiten vom kurzfristigen bzw. kündbaren Operateleasing abzugrenzen ist. Im Folgenden wird zunächst die klassische Form des Immobilienleasings dargestellt und hinsichtlich der Auswirkungen auf den Marktwert des Unternehmens analysiert. Im Anschluss daran werden leasingähnliche Konstruktionen vorgestellt, die durch die Variation einzelner Strukturelemente spezifische Bedürfnisse des Unternehmens aufgreifen und somit in bestimmten Situationen eine Steigerung des Shareholder Values bewirken können.

### **5.2.3.1 Klassisches Immobilienleasing**

#### **5.2.3.1.1 Finanzierungsstruktur**

Leasingfinanzierungen existieren in den unterschiedlichsten Formen und Ausprägungen. Die Grundform bildet das Herstellerleasing. Dabei übernimmt der Hersteller direkt die Rolle des Leasinggebers. Weiter verbreitet ist jedoch das herstellerunabhängige Leasing, bei dem ein Dritter das Leasingobjekt vom Hersteller erwirbt und als Leasinggeber auftritt.<sup>837</sup>

Im Rahmen des Immobilienleasings trifft man überwiegend auf Konstruktionen, bei denen eine Objektgesellschaft (Special Purpose Vehicle) Leasinggeber ist. Die Leasinggesellschaft fungiert in dieser Struktur als Kapital- und Verwaltungsholding der Objektgesellschaft.<sup>838</sup> Die Zwischenschaltung der Objektgesellschaft<sup>839</sup> ist i. d. R. steuerlich motiviert. Da sich die Geschäftstätigkeit auf die Verwaltung des eigenen Grundbesitzes beschränkt, kann die erweiterte Kürzung gemäß § 9 Nr. 1 Satz 2 GewStG in Anspruch genommen werden. Danach wird die gewerbesteuerliche Bemessungsgrundlage um den Teil des Gewerbeertrags gekürzt, der auf die Verwaltung und Nutzung des eigenen Grundbesitzes entfällt. Da die Vermietung und Verwaltung der Immobilie das ausschließliche Tätigkeitsfeld der Objektgesellschaft darstellt, führt die Inanspruch-

---

<sup>836</sup> Vgl. Brealey/Myers, Principles, S. 737.

<sup>837</sup> Vgl. Kühn, Immobilienleasing, S. 27 ff.; Tacke, Leasing, S. 69 ff.

<sup>838</sup> Vgl. Abbildung 30.

<sup>839</sup> Die Gründung von Objektgesellschaften erfolgt meist in der Rechtsform der GmbH oder der GmbH & Co. KG. Vgl. Gabele/Dannenberg/Kroll, Immobilien-Leasing, S. 72 ff.

nahme der erweiterten Kürzung im Regelfall zu einer weitgehenden Gewerbeertragsteuerbefreiung.<sup>840</sup>

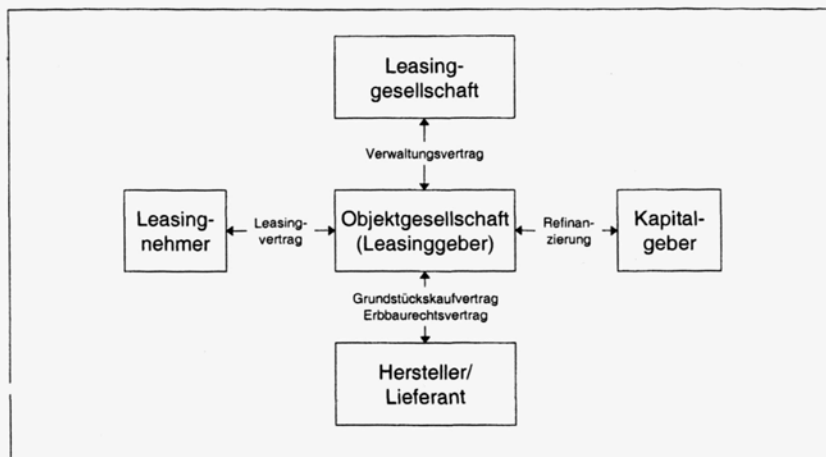


Abbildung 30: Typische Vertragsbeziehungen beim Immobilienleasing<sup>841</sup>

Bei der Strukturierung ist darauf zu achten, dass die Objektgesellschaft keine gewerbesteuerschädlichen Tätigkeiten ausübt. Schädlich wirken sich z. B. die teilweise Zugehörigkeit des Grundbesitzes zum Geschäftsbetrieb des Leasingnehmers sowie die Vermietung von Betriebsvorrichtungen aus. Eine teilweise Zurechnung der Immobilie zum Geschäftsbetrieb des Leasingnehmers erfolgt meist schon bei einer geringen Beteiligung des Leasingnehmers an der Objektgesellschaft, die deshalb vermieden werden sollte. Dennoch findet man auch Objektgesellschaften, überwiegend in der Rechtsform einer GmbH & Co. KG, an der der Leasingnehmer eine Beteiligung hält. In dieser Konstellation entfällt die Möglichkeit, die erweiterte Kürzung in Anspruch zu nehmen. Dennoch ist auch diese Struktur i. d. R. steuerlich motiviert, z. B. zur Reduzierung der Grunderwerbsteuer bzw. zur Nutzung von Verlustzuweisungen, Investitionszu-

<sup>840</sup> Vgl. Gondert/Biagosch, Immobilienleasing, S. 881; Benkert/Haritz/Slabon, Steuerarten, S. 1237. Weitere Motive für die Einschaltung von Objektgesellschaften werden bei Gabel/Dannenberg/Kroll, Immobilien-Leasing, S. 74 genannt. Aus Leasinggebersicht steht dabei häufig die verminderte Haftung im Vordergrund, die sich i. d. R. auf die Beteiligung beschränkt.

<sup>841</sup> Quelle: in Anlehnung an Gondert/Biagosch, Immobilienleasing, S. 868; Kühn, Immobilienleasing, S. 29 ff.; Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 476 f.; Straßheimer, Management, S. 95; Vaaßen, Immobilienleasing, S. 53 ff.



lagen, erhöhten Abschreibungsmöglichkeiten sowie vom Leasingnehmer gebildeten Rücklagen gemäß § 6b EStG.<sup>842</sup> Betriebsvorrichtungen sollten aus den erläuterten Gründen durch die Leasinggesellschaft oder eine separate Objektgesellschaft vermietet werden.<sup>843</sup>

Der Kauf des Grundstücks erfolgt durch Abschluss eines Grundstückskauf- oder Erbbaurechtsvertrags. Optional können entweder nur Grund und Boden oder eine bereits fertig gestellte Immobilie erworben werden. Im ersten Fall ist das Gebäude noch zu errichten. Der Leasinggeber übernimmt die Funktion des Bauherrn und beauftragt entweder die Leasinggesellschaft oder externe Dienstleister mit der Projektplanung und Baudurchführung.<sup>844</sup> Wird eine bereits bestehende Immobilie erworben, ergeben sich folgende mögliche Konstellationen: Erwirbt die Objektgesellschaft die Immobilie von einem externen Dritten, spricht man von einem Buy-and-lease-Geschäft. Eine im Rahmen der Finanzierung von Unternehmensimmobilien ebenfalls anzutreffende Möglichkeit ist der Kauf vom Leasingnehmer. In diesem Fall spricht man von einer Sale-Leaseback-Transaktion.<sup>845</sup>

Die Refinanzierung des Immobilienerwerbs erfolgt i. d. R. über grundpfandrechtlich gesicherte Darlehen, die Forfaitierung zukünftiger Leasingraten oder Eigenkapital.

- Die Zinsfestschreibung grundpfandrechtlich gesicherter Darlehen erstreckt sich üblicherweise nicht über die gesamte Grundmietzeit. Das somit entstehende Zinsänderungsrisiko nach Ablauf der Zinsfestschreibung wird im Regelfall durch entsprechende Mietanpassungsklauseln auf den Leasingnehmer überwält. Die Mietanpassung erfolgt in Korrespondenz mit der Änderung des Darlehenszinssatzes.<sup>846</sup> Bei den im Regelfall hohen Beleihungsausläufen fordern die Banken oft die Stellung von Zusatzsicherheiten. Denkbar ist in diesem Zusammenhang eine Zession der Leasingraten oder

---

<sup>842</sup> Vgl. hierzu im Einzelnen Gabele/Dannenberg/Kroll, Immobilien-Leasing, S. 75 ff.; Vaaßen, Immobilienleasing, S. 55 f. sowie Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 480.

<sup>843</sup> Vgl. Gabele/Dannenberg/Kroll, Immobilien-Leasing, S. 73.

<sup>844</sup> Eine detaillierte Beschreibung der möglichen Varianten findet sich bei Vaaßen, Immobilienleasing, S. 61 ff.

<sup>845</sup> Vgl. Gabele/Dannenberg/Kroll, Immobilien-Leasing, S. 84 f.

die Einbeziehung der Leasinggesellschaft in die Haftung (so genanntes Obligo-Leasing).<sup>847</sup>

- Als Alternative zur Finanzierung über Hypothekarkredite kommt die Forfaitierung von Leasingforderungen in Betracht. Der Leasinggeber veräußert dabei die zukünftigen Leasingraten und erhält als Gegenleistung eine Einmalzahlung, die dem Barwert der zukünftigen Forderungen entspricht. Der Verkauf erfolgt im Regelfall regresslos, d. h., das Ausfallrisiko (Delkredererisiko) geht vollständig auf den Käufer über.<sup>848</sup> Die Diskontierung der Leasingraten erfolgt i. d. R. mit dem Zinssatz des äquivalenten Refinanzierungsdarlehens.<sup>849</sup> Auch hier besteht die Möglichkeit, dem Forderungskäufer ein Zugriffsrecht auf die Leasinggesellschaft einzuräumen.<sup>850</sup>
- Ist die Refinanzierung nicht vollständig über Hypothekarkredite oder die Forfaitierung der Leasingraten darstellbar, verbleibt die Möglichkeit der Einbringung von Eigenkapital durch die Leasinggesellschaft oder externe Dritte.<sup>851</sup>

### 5.2.3.1.2 Wesentliche Konstruktionsmerkmale

#### 5.2.3.1.2.1 Vertragsmodelle

Grundsätzlich unterscheidet man im Rahmen des Immobilienleasings zwischen drei Vertragsmodellen: Vollamortisationsmodelle, Teilamortisationsmodelle i. e. S. und Teilamortisationsmodelle mit Mieterdarlehen.

Das Vollamortisationsmodell ist dadurch gekennzeichnet, dass sich die Investitionskosten des Leasinggebers einschließlich der Verwaltungs-, Gewinn- und Risikoaufschläge während der Grundmietzeit durch die Zahlung der Leasingraten vollständig amortisieren. Dagegen decken die in der Grundmietzeit zu zahlenden Leasingraten im Teilamortisationsmodell i. e. S. nur einen Teil der dem Leasinggeber entstehenden Gesamtaufwendungen. Die am Ende der Grundmietzeit noch nicht amortisierten Kosten (Restwert) entsprechen im Regelfall

<sup>845</sup> Vgl. Feinen, Konzeption, S. 173.

<sup>847</sup> Vgl. Vaaßen, Immobilienleasing, S. 72.

<sup>848</sup> Vgl. Feinen, Leasing, S. 104; Gabele/Dannenberg/Kroll, Immobilien-Leasing, S. 84 ff.

<sup>849</sup> Vgl. Gabele/Dannenberg/Kroll, Immobilien-Leasing, S. 85.

<sup>850</sup> Vgl. Tacke, Leasing, S. 97 f.; Vaaßen, Immobilienleasing, S. 75.

dem Restbuchwert des Leasingobjekts.<sup>852</sup> Da die Tilgung während der Grundmietzeit meist in Höhe der Abschreibungen erfolgt, verbleibt am Ende ein Restdarlehen in Höhe des Restbuchwertes. Insofern besteht für den Leasinggeber und für die finanzierende Bank ein Restrisiko: Der Marktwert des Leasingobjektes muss nach Ablauf der Grundmietzeit mindestens der Restvaluta des Darlehens entsprechen. Beim Teilamortisationsvertrag mit Mieterdarlehen werden die Leasingraten auf Teilamortisationsbasis kalkuliert. Daneben wird die Restvaluta des Darlehens während der Grundmietzeit durch periodische Mieterdarlehenszahlungen angespart. Der Betrag des Mieterdarlehens am Ende der Grundmietzeit ist identisch mit dem Restbuchwert des Objekts. Die Gesamtbelastung des Leasingnehmers während der Grundmietzeit entspricht somit der Belastung im Vollamortisationsmodell.<sup>853</sup>

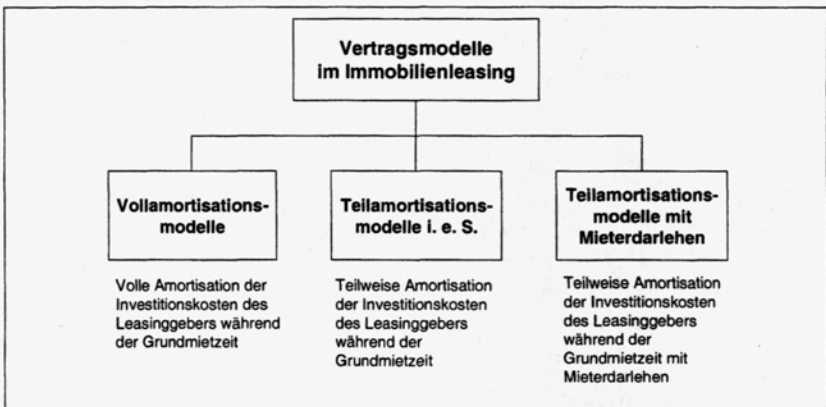


Abbildung 31: Vertragsmodelle im Immobilienleasing<sup>854</sup>

Bis Anfang der siebziger Jahre existierten ausschließlich Vollamortisationsmodelle. Sämtliche Kosten des Leasinggebers wurden während der Grundmietzeit im vollen Umfang amortisiert. Im Gegenzug konnte der Leasingnehmer bei Ablauf des Leasingvertrages das Leasingobjekt für einen symbolischen Preis von

<sup>851</sup> Vgl. Gabele/Dannenberg/Kroll, Immobilien-Leasing, S. 91 f.

<sup>852</sup> Vgl. Fohlmeister, Immobilien-Leasing, S. 192; Gondert/Biagosch, Immobilienleasing, S. 870 ff.

<sup>853</sup> Vgl. Gondert/Biagosch, Immobilienleasing, S. 875 f. Abbildung 31 gibt einen Überblick über die erläuterten Vertragsmodelle.

<sup>854</sup> Quelle: in Anlehnung an Gondert/Biagosch, Immobilienleasing, S. 869.

<sup>854</sup> Vgl. Vaaßen, Immobilienleasing, S. 27.

DM 1,- erwerben. Mit Veröffentlichung des ersten Immobilienleasingerlasses<sup>855</sup>, der die steuerliche Zurechnung des wirtschaftlichen Eigentums des Leasingobjekts regelt, wurden Vollamortisationsmodelle nahezu vollständig durch Teilamortisationsmodelle verdrängt. Der Erlass regelt die Zurechnung von Gebäude und Grundstück wie folgt.<sup>856</sup>

Vertragstyp	Zurechnungskriterien	Zurechnung Gebäude		Zurechnung Grundstück	
		LG	LN	LG	LN
Ohne Option	1. GM $\geq 40\%$ und $\leq 90\%$ der ND	✓		✓	
	2. GM $< 40\%$ oder $> 90\%$ der ND		✓	✓	
Kaufoption	1. GM $\geq 40\%$ und $\leq 90\%$ der ND und KP $>$ RBW	✓		✓	
	2. GM $\geq 40\%$ und $\leq 90\%$ der ND und KP $<$ RBW		✓		✓
	3. GM $< 40\%$ oder $> 90\%$ der ND		✓		✓
Mietverlängerungsoption	1. GM $\geq 40\%$ und $\leq 90\%$ der ND und AM $\geq 75\%$ des MP	✓		✓	
	2. GM $\geq 40\%$ und $\leq 90\%$ der ND und AM $\leq 75\%$ des MP		✓	✓	
	3. GM $< 40\%$ oder $> 90\%$ der ND		✓	✓	
Spezialleasing <sup>857</sup>			✓		✓

Abbildung 32: Zurechnung von Grundstück und Gebäude bei Vollamortisationsmodellen<sup>858</sup>

Die Regelungen machen Vollamortisationsmodelle aus Sicht des Leasingnehmers unattraktiv, da im Regelfall niemand bereit sein wird, nach Zahlung der die Investitionskosten vollständig deckenden Leasingraten bei Ausübung der Kaufoption noch den Restbuchwert der Immobilie an den Leasinggeber zu leisten. So findet man seit Mitte der siebziger Jahre fast ausschließlich Teilamortisationsmodelle. Während zunächst überwiegend Mieterdarlehensmodelle abge-

<sup>855</sup> Vgl. BMF-Schreiben vom 19.4.1971, BStBl. I S. 264-266.

<sup>856</sup> Vgl. Abbildung 32.

<sup>857</sup> Beim Spezialleasing ist das Leasingobjekt speziell auf die Bedürfnisse des Leasingnehmers zugeschnitten.

<sup>858</sup> Quelle: in Anlehnung an Gabel/Dannenber/Kroll, Immobilien-Leasing, S. 25 ff.; Gonder/Bigosch, Immobilienleasing, S. 870 f.; Vaaßen, Immobilienleasing, S. 27 ff. Zur detaillierten Erläuterung von Abbildung 32 vgl. ebenfalls die vorgenannten Literaturquellen.

geschlossen wurden, dominieren heutzutage aufgrund der zwischenzeitlichen Herabsetzung der betriebsgewöhnlichen Nutzungsdauer von Gebäuden Teilamortisationsmodelle i. e. S.<sup>859</sup> Die steuerliche Zurechnung des wirtschaftlichen Eigentums an Grundstück und Gebäude wird im Falle der Teilamortisationsmodelle durch den Erlass vom 23. Dezember 1991 geregelt.<sup>860</sup> Dieser orientiert sich weitgehend an den Bestimmungen für Vollamortisationsmodelle. Liegt weder eine Kauf- noch eine Mietverlängerungsoption vor, so ist die Immobilie grundsätzlich dem Leasinggeber zuzurechnen. Die Zurechnung von Grund und Boden erfolgt in Analogie zum Gebäude. Die Vorgehensweise im Falle von Kauf- oder Mietverlängerungsoptionen verdeutlicht Abbildung 33. Die 40 %-Grenze ist im Vergleich zum Vollamortisationserlass weggefallen. Bei Unterschreiten dieser Grenze wird im Vollamortisationsmodell ein verdeckter Ratenkauf unterstellt. Deshalb erfolgt dort die Zurechnung beim Leasingnehmer. Da bei nicht vollständiger Amortisation von einem Ratenkauf nicht ausgegangen werden kann, entfällt diese Grenze im Falle von Teilamortisationsmodellen.<sup>861</sup>

Vertrags- typ	Zurechnungskriterien	Zurechnung Gebäude		Zurechnung Grund- stück	
		LG	LN	LG	LN
Ohne Option	Grundsatzregel	✓		✓	
Kaufoption	1. $GM \leq 90\%$ der ND und $KP > RBW$	✓		✓	
	2. $GM \leq 90\%$ der ND und $KP < RBW$		✓		✓
	3. $GM > 90\%$ der ND		✓		✓
Miet- verlänge- rungsoption	1. $GM \leq 90\%$ der ND und $AM \geq 75\%$ des MP	✓		✓	
	2. $GM \leq 90\%$ der ND und $AM \leq 75\%$ des MP		✓		✓
	3. $GM > 90\%$ der ND		✓		✓
Spezial- leasing <sup>862</sup>			✓		✓

Abbildung 33: Zurechnung von Grundstück und Gebäude bei Teilamortisationsmodellen<sup>863</sup>

<sup>859</sup> Vgl. Gabel/Dannenberg/Kroll, Immobilien-Leasing, S. 33. Zum 1. Januar 2001 wurde die betriebsgewöhnliche Nutzungsdauer allerdings wieder von 25 auf 33 Jahre angehoben. Vgl. § 7 Abs. 4 EStG.

<sup>860</sup> Vgl. BMF-Schreiben vom 23.12.1991, BStBl. 1992 I, S. 13-15.

<sup>861</sup> Vgl. Abbildung 33.

<sup>862</sup> Beim Spezialleasing ist das Leasingobjekt speziell auf die Bedürfnisse des Leasingnehmers zugeschnitten.

Darüber hinaus formuliert der Teilamortisationserlass sechs neue Zurechnungskriterien. Danach hat die Bilanzierung des Leasingobjekts beim Leasingnehmer zu erfolgen, sofern er die wesentlichen Risiken des Leasingobjekts aufgrund der vertraglichen Vereinbarungen zu tragen hat. Dies gilt insbesondere für das Risiko des zufälligen Untergangs bzw. der Zerstörung des Leasinggegenstands.<sup>864</sup>

Bei den folgenden Ausführungen wird von Teilamortisationsmodellen ausgegangen, wobei das Leasingobjekt steuerlich dem Leasinggeber zugerechnet wird. Dies ist der Fall, sofern die Grundmietzeit unter 90 % der betriebsgewöhnlichen Nutzungsdauer festgesetzt wird, der Optionspreis bzw. die Anschlussmiete ausreichend dimensioniert wird und die wesentlichen im Rahmen der sechs Zusatzkriterien aufgeführten Risiken bzw. Verpflichtungen beim Leasinggeber verbleiben.

#### **5.2.3.1.2.2 Zahlungsstrukturen**

Die Zahlungsstruktur der Leasingraten orientiert sich an der Refinanzierung des Leasinggebers. Wurde ein Refinanzierungsdarlehen mit annuitätischer Tilgung aufgenommen, so werden periodisch gleich bleibende Leasingraten angesetzt. Erfolgt die Refinanzierung auf Basis einer ratierlichen Tilgungsstruktur, so weisen die Leasingraten einen degressiven Verlauf auf.<sup>865</sup> Neben dem Zins- und Tilgungsanteil enthält die Leasingrate einen Aufschlag, der Verwaltungsaufwand, Gewinn und Risiko des Leasinggebers abdeckt.<sup>866</sup>

Um sich nach Ablauf der Grundmietzeit die Kontrolle über die Immobilie zu sichern oder an einer etwaigen Wertsteigerung zu partizipieren, wird in der Praxis häufig eine Kaufoption zugunsten des Leasingnehmers vereinbart. Die Höhe des Optionspreises muss gemäß Erlass mindestens dem linearen Restbuchwert der Immobilie am Ende der Grundmietzeit entsprechen. Die Vereinbarung eines höheren Optionspreises ist erlasskonform. Die Höhe der Leasingraten

<sup>863</sup> Quelle: in Anlehnung an Gabele/Dannenberg/Kroll, Immobilien-Leasing, S. 33 ff.; Gondert/Biagosch, Immobilienleasing, S. 870 ff.; Vaaßen, Immobilienleasing, S. 37 ff.

<sup>864</sup> Eine Auflistung der sechs Kriterien findet sich bei Gondert/Biagosch, Immobilienleasing, S. 873 f. sowie bei Vaaßen, Immobilienleasing, S. 39 f.

<sup>865</sup> Vgl. Vaaßen, Immobilienleasing, S. 42 ff. sowie Abschnitt 5.2.2.3.

und damit die liquiditätsmäßige Belastung während der Grundmietzeit ist umso niedriger, je höher der Optionspreis festgelegt wird.<sup>867</sup> Alternativ oder in Kombination mit der Kaufoption kann dem Leasingnehmer eine Mietverlängerungsoption gewährt werden.<sup>868</sup> Analog zur Kaufoption gilt, dass die Höhe der vereinbarten Anschlussmieten die Höhe der Leasingraten beeinflusst: Je niedriger die vereinbarte Anschlussmiete ist, desto höher ist die laufende Leasingrate.

### 5.2.3.1.3 Auswirkungen auf den Marktwert des Eigenkapitals

Zunächst werden die Auswirkungen einer Buy-and-lease-Transaktion auf den Marktwert des Eigenkapitals analysiert. Es wird davon ausgegangen, dass das Leasingobjekt beim Leasinggeber bilanziert wird und es sich folglich um eine bilanzneutrale Finanzierung handelt. Im Vordergrund steht der Vergleich mit der bilanzwirksamen Finanzierung über Hypothekarkredite. Die Ausführungen werden um die spezifischen Auswirkungen eines Sale-Leaseback-Geschäftes ergänzt.

#### 5.2.3.1.3.1 Quantitative Aspekte

Das Unternehmen erreicht durch den Einsatz von Immobilienleasing eine 100%ige Fremdfinanzierung. Im Normalfall ist diese Beleihungshöhe bei Verwendung bilanzwirksamer Hypothekendarlehen nicht erzielbar. Das im Vergleich zu Hypothekarkrediten frei werdende Eigenkapital kann marktwertsteigernd eingesetzt werden, z. B. zur Finanzierung rentabler Kernbereichsinvestitionen, zur Tilgung von teurem Fremdkapital oder – sofern keine rentablen Investitionen zur Verfügung stehen – zur Ausschüttung an die Anteilseigner.<sup>869</sup>

Ob die Belastung des Unternehmens durch die Leasingraten höher ist als die bei bilanzwirksamer Finanzierung hervorgerufene Belastung, hängt von verschiedenen Faktoren ab. Es kann vermutet werden, dass Immobilienleasinggesellschaften bei der Verwaltung, Verwertung und Refinanzierung der Immobilien tendenziell Wettbewerbsvorteile im Vergleich zu Non Property Companies auf-

<sup>866</sup> Vgl. Gabele/Dannenberg/Kroll, Immobilien-Leasing, S. 22 sowie S. 92 ff.

<sup>867</sup> Vgl. Wörn, Immobilienleasing, S. 94.

<sup>868</sup> Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 466.

<sup>869</sup> Vgl. Brealey/Myers, Principles, S. 739; Ebert, Lease, S. 19 f.; Feinen, Leasing, S. 116; Redman/Tanner, Financing, S. 229 f.; Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 485.



weisen. Als professionelle Immobilieninvestoren profitieren sie von Wissensvorsprüngen und Größenvorteilen und sind so in der Lage, die Immobilien kostengünstiger zu bewirtschaften und zu verwerten. Daneben ist anzunehmen, dass sie hinsichtlich der immobilienpezifischen Finanzierung höhere Verschuldungsquoten bzw. niedrigere Fremdkapitalkosten realisieren können.<sup>870</sup> Für das Hypothekendarlehen spricht die Tatsache, dass Leasinggeber neben den Refinanzierungs- und Verwaltungskosten eine Gewinn- und Risikomarge in die Leasingraten einrechnen.<sup>871</sup> Hinsichtlich der Struktur der Zahlungen weisen Immobilienleasing und Hypothekarkredit ähnliche Möglichkeiten auf.

Vielfach sprechen steuerliche Gründe für das Immobilienleasing. Die im Vergleich zur bilanzwirksamen Fremdfinanzierung entfallenden Steuervorteile durch Abschreibungen und Zinszahlungen werden durch die volle Abzugsfähigkeit der Leasingrate als Betriebsausgabe kompensiert.<sup>872</sup> Häufig kann der Leasinggeber die durch Abschreibungen der Immobilie generierten Steuerschilde besser nutzen als der Leasingnehmer. Dies ist z. B. der Fall, wenn der Leasinggeber höhere Steuersätze aufweist als der Leasingnehmer. Eine Marktwertsteigerung für den Leasingnehmer tritt ein, wenn die so entstehenden Vorteile über die Leasingrate weitergereicht werden.<sup>873</sup> Im Gegensatz zu Fremdkapitalzinsen sind die Leasingraten beim Leasingnehmer nicht nur bei der Körperschaftsteuer, sondern auch bei der Gewerbebeertragsteuer voll abzugsfähig.<sup>874</sup>

Der Leasinggeber kann im Regelfall die erweiterte Kürzung gemäß § 9 Abs. 1 Satz 2 GewStG in Anspruch nehmen, so dass auf die Leasingeinnahmen faktisch keine Gewerbesteuerbelastung anfällt. Diese Möglichkeit besteht für Non Property Companies, die ihre Immobilien bilanzwirksam finanzieren, normalerweise nicht. Der Leasingnehmer profitiert durch entsprechend niedrigere Lea-

---

<sup>870</sup> Vgl. Brealey/Myers, Principles, S. 737; Drukarczyk, Theorie, S. 468 und S. 473; Hens, Management, S. 205. Auch die Tatsache, dass es sich bei vielen Leasinggesellschaften um Tochterunternehmen von Großbanken handelt, stützt diese Hypothese der günstigeren Refinanzierungsmöglichkeiten. Vgl. Feinen, Konzeption, S. 173.

<sup>871</sup> Vgl. Abschnitt 5.2.3.1.2.2.

<sup>872</sup> Vgl. Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 483.

<sup>873</sup> Vgl. Brealey/Myers, Principles, S. 737 f.; Drukarczyk, Theorie, S. 472 f.

<sup>874</sup> Dauerschuldzinsen sind nach § 8 Nr. 1 GewStG nur zur Hälfte von der gewerbeertragsteuerlichen Bemessungsgrundlage abzugsfähig.

singraten von der durch die Inanspruchnahme der erweiterten Kürzung entstehenden Reduzierung der Steuerlast des Leasinggebers.<sup>875</sup>

Eine im Vergleich zur bilanzwirksamen Finanzierung zusätzliche finanzielle Belastung tritt bei Ausübung der Kaufoption auf. Bei Veräußerung zum Restbuchwert entsteht zwar keine ertragsteuerliche Belastung, jedoch sind Erwerbsnebenkosten wie z. B. die Grunderwerbsteuer, Notarkosten sowie Grundbuchkosten zu entrichten.

Da es sich bei den Leasingobjekten annahmegemäß um drittverwendungsfähige Immobilien mit isolierbarem immobilisenspezifischem Risiko handelt, unterscheiden sich die Eigenkapitalkosten des Unternehmens bei reiner Eigenfinanzierung von der bilanzwirksamen Finanzierungsvariante, bei der die im Eigentum des Unternehmens stehende Immobilie über Hypothekarkredite finanziert wird. Bei bilanzwirksamer Finanzierung ergibt sich der Betafaktor des Gesamtunternehmens aus der Addition der gewichteten operativen und immobilisenspezifischen Betafaktoren. Die im Normalfall voneinander abweichenden Risikocharakteristika des operativen und des immobilisenspezifischen Geschäfts werden miteinander vermischt.<sup>876</sup>

$$\beta = \frac{V_O}{V} \beta_O + \frac{V_{IMMO,P}}{V} \beta_{IMMO,P} \quad (127)$$

Bei der Leasingvariante erfolgt eine eindeutige Trennung zwischen operativem und immobilisenspezifischem Risiko. In der durch diese Separation geschaffenen Transparenz kann unter Umständen ein Marktwertvorteil der Leasingvariante liegen. Unterstellt man Informationseffizienz des Kapitalmarktes, so sind die Marktteilnehmer in der Lage, die einzelnen Risikokomponenten sowohl in der bilanzwirksamen zusammengesetzten Form als auch in der bilanzneutralen separierten Form exakt zu identifizieren.<sup>877</sup> Die Marktbewertung kommt c. p.

<sup>875</sup> Weitere steuerliche Vorteile können bei Neuerrichtung der Immobilie durch die Ausübung der Optionsmöglichkeit nach § 9 UStG erzielt werden. Vgl. z. B. Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 483.

<sup>876</sup> Vgl. Abschnitt 4.3.1.2.3.

<sup>877</sup> Vgl. Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, S. 40. Zu den verschiedenen Arten der Informationseffizienz vgl. Fama, Markets, S. 1575-1617.

zum gleichen Ergebnis. Die Realität zeigt jedoch, dass diese Informationseffizienz an den Kapitalmärkten nicht gegeben ist. Vielmehr ist festzustellen, dass eigenständige immobilienpezifische Risiken von Investoren und externen Analysten vielfach nicht oder nur unzureichend wahrgenommen werden. Da anzunehmen ist, dass die immobilienpezifischen Risiken im Normalfall niedriger sind als die operativen Risiken von Non Property Companies, führt die Wahrnehmungslücke zu einer Unterbewertung im Fall der bilanzwirksamen Finanzierung.<sup>878</sup> Eine Leasingtransaktion, durch die operative und immobilien-spezifische Risiken separiert und folglich für die Kapitalmarktteilnehmer transparenter gemacht werden, kann zu einer Vermeidung von Wahrnehmungslücken beitragen und so c. p. eine Marktwertsteigerung im Vergleich zur bilanz-wirksamen Finanzierungsalternative bewirken.

Die geschilderten Vor- und Nachteile des Immobilienleasings im Vergleich zur bilanzwirksamen Kreditfinanzierung beziehen sich auf Buy-and-lease-Transaktionen. Handelt es sich um ein Sale-Leaseback-Geschäft, ist ein weiterer Aspekt zu berücksichtigen. Bei der Veräußerung der Immobilie an den Leasinggeber fallen zusätzliche Zahlungen an, die die Vorteilhaftigkeit der Leasingalternative erheblich beeinträchtigen können.<sup>879</sup> Die Übertragung von Grundstücken und Erbbaurechten unterliegt nach § 1 GrEStG grundsätzlich der Grunderwerbsteuer. Auch die Übertragung von Gesellschaftsanteilen führt unter bestimmten Voraussetzungen zum Anfall von Grunderwerbsteuer.<sup>880</sup> Der Steuersatz beträgt nach § 11 Abs. 1 GrEStG z. Zt. 3,5 %. Bemessungsgrundlage ist gemäß § 8 Abs. 1 GrEStG grundsätzlich der Wert der Gegenleistung.<sup>881</sup> Neben

---

<sup>878</sup> Vgl. Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, S. 40; Hens, Management, S. 208.

<sup>879</sup> Vgl. Gabele/Dannenberg/Kroll, Immobilien-Leasing, S. 85; Hens, Management, S. 222 f.

<sup>880</sup> Gemäß § 1 Abs. 2 a GrEStG gilt bei Personengesellschaften eine wesentliche Änderung des Gesellschafterbestands innerhalb von fünf Jahren bei grundbesitzenden Gesellschaften als ein Grundstücksübergangsgeschäft. Eine wesentliche Änderung des Gesellschafterbestands wird angenommen, wenn mindestens 95 % der Anteile am Gesellschaftsvermögen auf neue Gesellschafter übertragen werden. Seit dem 1. Januar 2000 gilt auch für Kapitalgesellschaften eine ähnliche Regelung. Gemäß § 1 Abs. 3 GrEStG unterliegt der inländische Grundbesitz einer Kapitalgesellschaft der Grunderwerbsteuer, sofern mindestens 95 % der Anteile an einer Kapitalgesellschaft übertragen wurden. Auch Anteilsvereinigungen fallen unter die beschriebenen Regelungen. Eine ausführliche Darstellung der Grunderwerbsteuerlichen Tatbestände findet sich bei Benkert/Haritz/Slabon, Steuerarten, S. 1275 ff.

<sup>881</sup> Ist eine Gegenleistung nicht bestimmbar, so ist nach § 8 Abs. 2 GrEStG als Bemessungsgrundlage der im Sinne des § 138 Abs. 2 oder 3 BewG ermittelte Wert heranzuziehen.

der Grunderwerbsteuer fallen bei der Grundstücksübertragung weitere Erwerbsnebenkosten an, z. B. Notarkosten, Grundbuchkosten etc. Erzielt die übertragende Gesellschaft einen Veräußerungsgewinn, so unterliegt dieser bei Immobilien im Betriebsvermögen grundsätzlich der Einkommen- bzw. Körperschaft- sowie der Gewerbeertragsteuer. Diese zusätzlichen Zahlungen fielen beim Verbleib der Immobilie im Unternehmen nicht an.

#### **5.2.3.1.3.2 Qualitative Aspekte**

Neben den erwähnten quantifizierbaren Faktoren existieren verschiedene qualitative Aspekte, die bei der Finanzierungsentscheidung zu berücksichtigen sind.

Unter dem Gesichtspunkt der Flexibilität sind folgende Aspekte hervorzuheben:

- Üblicherweise sind Leasingverträge während der Laufzeit unkündbar. Da nach dem Teilamortisationserlass von 1991 die 40 %ige Untergrenze weggefallen ist, können Teilamortisationsverträge jedoch grundsätzlich auch vor Ablauf dieser Grenze steuerunschädlich aufgelöst werden.<sup>882</sup> Die Einräumung von ordentlichen Kündigungsrechten stellt aus Sicht des Leasingnehmers eine Option dar, für die im Allgemeinen ein Optionspreis zu zahlen ist. Ob hinsichtlich der Möglichkeit der vorzeitigen Vertragsbeendigung flexibilitätsmäßige Unterschiede zwischen der Leasingalternative und der bilanzwirksamen Finanzierungsalternative bestehen, hängt letztlich von der relativen Verhandlungsmacht des Leasing- bzw. Kreditnehmers gegenüber dem jeweiligen Vertragspartner ab und kann daher nur fallspezifisch beurteilt werden.
- Während der Eigentümer seine Immobilie jederzeit veräußern und somit an eventuellen Wertsteigerungen partizipieren kann, schränkt die Leasingalternative den Leasingnehmer diesbezüglich erheblich ein. Eine Partizipation an einer eventuellen Wertsteigerung ist im Falle einer vertraglich vereinbarten Kaufoption üblicherweise erst am Ende der Grundmietzeit möglich. Demgegenüber wird das Wertminderungsrisiko beim Immobilienleasing im

---

<sup>882</sup> Vgl. Vaaßen, Immobilienleasing, S. 212.

Regelfall vollständig auf den Leasinggeber überwälzt. Die Risikoübernahme lässt sich der Leasinggeber jedoch regelmäßig durch die Einrechnung eines Risikoaufschlages in der Leasingrate vergüten.<sup>883</sup>

- Grundsätzlich gewährleistet die Eigentümerposition bei betrieblich notwendigen Veränderungen am Leasingobjekt einen höheren Freiheitsgrad als die Leasingalternative. Allerdings wird sich die finanzierende Bank bei wertbeeinflussenden Veränderungen ebenfalls ein Mitspracherecht einräumen lassen.<sup>884</sup>
- Die Beeinflussung von Zahlungsterminen, die z. B. im Falle von Liquiditätsengpässen von Bedeutung sein kann, ist bei beiden Alternativen während der Zinsfestschreibungsfrist bzw. der Grundmietzeit als nicht unproblematisch einzustufen. Grundsätzlich besteht jedoch die Möglichkeit, Zahlungen zu stunden. Tendenziell weist die bilanzwirksame Finanzierungsalternative diesbezüglich einen höheren Flexibilitätsgrad auf, da einem Zahlungsaufschub im Falle der Leasingalternative durch die steuerlich bedingte maximale Grundmietzeit von 90 % der betriebsgewöhnlichen Nutzungsdauer Grenzen gesetzt werden.<sup>885</sup>

In Literatur und Praxis wird als Vorteil der Leasingalternative häufig angeführt, dass durch die Bilanzneutralität wichtige Bilanzkennzahlen des Unternehmens (z. B. der Verschuldungsgrad) im Vergleich zu bilanzwirksamen Transaktionen verbessert werden und dass damit die Verschuldungskapazität steigt.<sup>886</sup> Diesem Argument kann lediglich in Bezug auf die Einhaltung bestimmter regulatorischer Anforderungen, z. B. der Eigenkapitalanforderungen im Rahmen des Kreditwesengesetzes oder der Überschuldungsregelungen des Insolvenzrechtes<sup>887</sup>, zugestimmt werden. Dagegen werden Kapitalgeber und Ratingagenturen

---

<sup>883</sup> Vgl. z. B. Fohlmeister, Immobilien-Leasing, S. 193.

<sup>884</sup> Vgl. Abschnitt 5.2.2.4.2.

<sup>885</sup> Vgl. Vaaßen, Immobilienleasing, S. 215 f.

<sup>886</sup> Vgl. z. B. Feinen, Leasinggeschäft, S. 107; Gabele/Dannenberg/Kroll, Immobilien-Leasing, S. 156 f.

<sup>887</sup> Vgl. hierzu Abschnitt 5.2.2.1 sowie Gabele/Dannenberg/Kroll, Immobilien-Leasing, S. 159.

die Leasingverpflichtungen aufgrund ihrer fremdfinanzierungsähnlichen Wirkung im Regelfall bei der Bonitätsprüfung berücksichtigen.<sup>888</sup>

Als ein weiteres Argument zugunsten der Leasingfinanzierung wird gelegentlich angeführt, dass mühsame Genehmigungsprozesse, die im Falle eines bilanzwirksamen Geschäfts durchlaufen werden müssten, durch die Wahl der Leasingvariante vermieden werden. Das Argument ist nicht von der Hand zu weisen, da es in der Praxis scheinbar einige Unternehmen gibt (insbesondere öffentlich-rechtliche Institutionen), bei denen Leasing und bilanzwirksame Transaktionen unterschiedliche Genehmigungsverfahren nach sich ziehen. In diesem Fall kann ein Einfluss auf die Finanzierungsentscheidung vorhanden sein.<sup>889</sup> Aufgrund der ähnlichen Zahlungswirkung von Leasing und bilanzwirksamer Fremdfinanzierung ist es jedoch prinzipiell nicht nachvollziehbar, warum die Genehmigungsprozesse differieren sollten.

Zur Bestimmung der Vorteilhaftigkeit von Buy-and-lease- bzw. Sale-Leaseback-Transaktionen im Vergleich zu bilanzwirksamen Finanzierungsalternativen sind die erläuterten Vor- und Nachteile auf den Einzelfall bezogen gegenüberzustellen. In diesem Zusammenhang sind die spezifischen Unternehmenssituationen von Leasingnehmer und Leasinggeber zu beachten.

### **5.2.3.2 Strukturierungsmöglichkeiten zur Marktwertsteigerung des Eigenkapitals**

Nachfolgend werden, ausgehend von dem in Abschnitt 5.2.3.1 erläuterten klassischen Modell der Finanzierung über Immobilienleasing, alternative Strukturierungsmöglichkeiten vorgestellt, die unter bestimmten Voraussetzungen Marktwertsteigerungen hervorrufen können. Die erste Variation betrifft die Refinanzierung der als Leasinggeber fungierenden Objektgesellschaft. Danach werden Möglichkeiten im Rahmen der Strukturierung von Zahlungen und Wertsteigerungsbeteiligungen vorgestellt.

---

<sup>888</sup> Vgl. auch Brealey/Myers, Principles, S. 739 f.; Hens, Management, S. 220; Vaaßen, Immobilienleasing, S. 231 ff.

<sup>889</sup> Vgl. Brealey/Myers, Principles, S. 739.

### **5.2.3.2.1 Eigenkapitalbeschaffung durch die Ausgabe von geschlossenen Fondsanteilen**

#### **5.2.3.2.1.1 Grundgedanke**

Zur Optimierung der Refinanzierung der Leasinggeber-Objektgesellschaft hat in den letzten Jahren das so genannte Fondsleasing an Bedeutung gewonnen.<sup>890</sup>

Das bei der Refinanzierung der Objektgesellschaft benötigte Eigenkapital wird dabei nicht von der Leasinggesellschaft, sondern von privaten oder institutionellen Investoren erbracht. Mit dieser Modellvariante soll durch eine marktoptimale Kapitalstruktur und die Ausnutzung komparativer steuerlicher Vorteile eine Senkung der gewichteten Kapitalkosten der Objektgesellschaft erreicht werden.

Unterstellt man, dass eine Haftung der Leasinggesellschaft für die Verbindlichkeiten der Objektgesellschaft nicht besteht (Non-Recourse-Leasing), so sind hohe Verschuldungsgrade oder eine vollständige Fremdfinanzierung aufgrund der hohen Gläubigerrisiken nur zu unverhältnismäßig hohen Kosten realisierbar. Folglich ist die Einbringung eines bestimmten Eigenkapitalvolumens unter Marktwertmaximierungsgesichtspunkten sinnvoll. Ziel ist es, ein optimales Verhältnis zwischen den Steuervorteilen der Fremdfinanzierung und den Nachteilen der bei hohen Verschuldungsgraden durch steigende Gläubigerrisiken verursachten höheren Kosten der Fremdfinanzierung herbeizuführen.<sup>891</sup>

Das Eigenkapital könnte prinzipiell auch durch die Leasinggesellschaft erbracht werden. Die Besonderheit des Fondsleasings liegt jedoch in der Ausnutzung komparativer steuerlicher Vorteile zur Senkung der Eigenkapitalkosten. Marktwertvorsprünge im Vergleich zur klassischen Form des Immobilienleasings werden erzielt, wenn die Fondsinvestoren mit der Investition höhere steuerliche Vorteile erzielen können als die Leasinggesellschaft. Die Fondsinvestoren geben sich aufgrund der höheren steuerlichen Vorteile mit einer niedrigeren Eigenkapitalverzinsung vor Steuern zufrieden. Der Leasingnehmer partizipiert über niedrigere Leasingraten an der Senkung der Refinanzierungskosten.

---

<sup>890</sup> Vgl. Feinen, Konzeption, S. 168; Utech/Weinand-Härer, Rechtsform, S. 8.



### 5.2.3.2.1.2 Strukturvarianten

Immobilienleasingfonds werden im Regelfall als geschlossene Immobilienfonds aufgelegt. Dabei handelt es sich um Zusammenschlüsse von Kapitalanlegern mit dem Zweck, Immobilien zu errichten oder zu erwerben und diese anschließend zu vermieten oder zu verpachten.<sup>892</sup> Im Gegensatz zu offenen Immobilienfonds, die nach den Bestimmungen des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) operieren, existieren für geschlossene Immobilienfonds keine Spezialvorschriften.<sup>893</sup> Sie werden überwiegend als Kommanditgesellschaft (KG) oder als Gesellschaft bürgerlichen Rechts (GbR) konzipiert. Aufgrund der unbeschränkten und gesamtschuldnerischen Haftung sowie der fehlenden Rechtsfähigkeit ist die GbR jedoch für Publikumsgesellschaften mit zahlreichen Investoren ungeeignet. Deshalb werden Fonds mit einer Vielzahl von Anlegern meist als KG aufgelegt.<sup>894</sup> Im Rahmen der KG existieren für die Investoren zwei Beteiligungsmöglichkeiten. Sie können sich unmittelbar als Kommanditisten oder mittelbar über einen Treuhänder-Kommanditisten an der KG beteiligen. Bei einer Vielzahl von Anlegern bietet sich aus praktischen Gründen die Treuhänderlösung an, da bei einer unmittelbaren Beteiligung jeder Kommanditist beim Handelsregister angemeldet werden muss. Bei Einschaltung eines Treuhänders wird nur dieser im Handelsregister eingetragen. Gesellschaftsrechtlich sind die Anleger damit nicht an der KG beteiligt. Da sie aber aufgrund des Treuhandverhältnisses wirtschaftlich gesehen wie Kommanditisten gestellt sind, hat der BGH entschieden, dass Anteilseigner in diesem Fall wie Kommanditisten behandelt werden.<sup>895</sup> Die weitere Betrachtung beschränkt sich aus den erläuterten Gründen auf die Rechtsform der KG.

Ein entscheidender Vorteil von Personengesellschaften ist die steuerliche Transparenz.<sup>896</sup> Kapitalgesellschaften scheiden als Rechtsform für steuerorientierte geschlossene Fonds prinzipiell aus, da sie als steuerlich nicht transparente juristische Personen mit Unternehmensteuern (z. B. Körperschaftsteuer, Gewerbe-

---

<sup>891</sup> Vgl. Abschnitt 3.2.

<sup>892</sup> Vgl. Flehminghaus, Gemeinschaftsformen, S. 463.

<sup>893</sup> Vgl. Opitz, Immobilienfonds, S. 31. Eine detaillierte Abgrenzung von geschlossenen und offenen Immobilienfonds findet sich bei Laux/Ohl, Grundstücksinvestment, S. 123-127.

<sup>894</sup> Vgl. Helmer, Genußschein, S. 159 f.

<sup>895</sup> Vgl. BGH-Urteil vom 17.12.1979, II ZR 240/78 sowie Willburger, Asset, S. 23 ff.

steuer) belegt werden.<sup>897</sup> Unter steuerlichen Gesichtspunkten ist es sinnvoll, zwischen vermögensverwaltenden und gewerblich geprägten Immobilienfonds zu unterscheiden.

- Die Gesellschafter einer vermögensverwaltenden Immobilien-KG erzielen aus ihrer Beteiligung Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung gemäß § 21 EStG. Voraussetzung ist, dass sich die Geschäftstätigkeit auf die Verwaltung des eigenen Vermögens beschränkt.<sup>898</sup> Daneben darf keine gewerbliche Prägung im Sinne des § 15 Abs. 3 Nr. 2 EStG vorliegen. Danach ist auch eine Personengesellschaft, die rein vermögensverwaltende Tätigkeiten ausübt, als Gewerbebetrieb zu qualifizieren, sofern a) ausschließlich Kapitalgesellschaften persönlich haftende Gesellschafter sind und b) nur diese oder Personen, die nicht Gesellschafter sind, zur Geschäftsführung befugt sind. Die gewerbliche Prägung vermögensverwaltender KGs kann folglich vermieden werden, wenn mindestens eine natürliche Person als persönlich haftender Gesellschafter fungiert oder ein Kommanditist neben den persönlich haftenden Gesellschaftern mit der Geschäftsführung beauftragt wird.<sup>899</sup> Schließlich darf die Gesellschaft weder gewerbliche Grundstücksvermietung, gewerblichen Grundstückshandel oder sonstige gewerbliche Tätigkeiten betreiben.<sup>900</sup>
- Gewerblich geprägte Immobilienfonds werden meist in der Rechtsform der GmbH & Co. KG gegründet.<sup>901</sup> Als Komplementär fungiert eine GmbH, die im Falle von Immobilienleasingfonds üblicherweise eine Tochter der Leasinggesellschaft ist.<sup>902</sup> Die Gesellschafter der gewerblich geprägten KG erzielen Einkünfte aus Gewerbebetrieb nach § 15 EStG.

Aus steuerlicher Sicht sollte eine der beiden Einkunftsarten angestrebt werden. Zur steuerlichen Anerkennung ist die Erfüllung zweier grundlegender Voraussetzungen notwendig. Zum einen muss eine Mitunternehmerschaft der Gesell-

---

<sup>896</sup> Vgl. Váth, Investmentaktiengesellschaft, S. 63 f.

<sup>897</sup> Vgl. Helmer, Genußschein, S. 156 f.

<sup>898</sup> Vgl. Utech/Weinand-Härer, Rechtsform, S. 8.

<sup>899</sup> Vgl. Knobbe-Keuk, Unternehmenssteuerrecht, S. 377 f.

<sup>900</sup> Vgl. hierzu ausführlich Helmer, Genußschein, S. 186 ff.

<sup>901</sup> Alternativ käme die Rechtsform der Offenen Handelsgesellschaft (OHG) in Frage, wobei analog zur GbR-Konstruktion die Haftungsbeschränkung entfällt. Deshalb fokussiert die Betrachtung die Rechtsform der GmbH & Co. KG. Vgl. auch Feinen, Konzeption, S. 178.

schafter vorliegen.<sup>903</sup> Fehlt die steuerliche Anerkennung als Mitunternehmer, so erfolgt eine Umqualifizierung in Einkünfte aus Kapitalvermögen. Darüber hinaus ist eine Überschusserzielungsabsicht nachzuweisen. Weist die Prognoserechnung innerhalb der gesamten Lebensdauer der Fondsgesellschaft keinen Totalüberschuss aus, unterstellt die Finanzverwaltung eine fehlende Überschusserzielungsabsicht. Die steuerliche Anerkennung der Einkünfte und damit auch die Möglichkeit des horizontalen bzw. vertikalen Verlustausgleichs entfällt.<sup>904</sup> Darüber hinaus sind die Vorschriften des § 15a EStG zu beachten, wonach Kommanditisten die steuerliche Anerkennung von Verlustzuweisungen versagt wird, sofern ein negatives Kapitalkonto entsteht. Das Verlustausgleichsvolumen wird damit auf die Kapitaleinlage bzw. die gezeichnete Hafteinlage beschränkt. Über die Hafteinlage hinausgehende Verluste dürfen nicht mit anderen Einkünften ausgeglichen werden, sondern sind zur Verrechnung mit künftigen Gewinnen aus der Beteiligung vorzutragen.<sup>905</sup>

#### **5.2.3.2.1.3 Marktwertrelevante Effekte**

Die dargestellten Fondsvarianten haben unterschiedliche Konsequenzen auf den Marktwert des Eigenkapitals. Die aus Sicht des Leasingnehmers marktwertrelevanten Aspekte werden im Folgenden dargestellt. Voraussetzung für die Marktwertrelevanz von steuerlichen und sonstigen Effekten ist, dass diese über eine entsprechende Senkung bzw. Erhöhung der Leasingraten an den Leasingnehmer weitergegeben werden.

#### **5.2.3.2.1.3.1 Vermögensverwaltende Immobilienfonds**

Da sich die Investoren an der vermögensverwaltenden KG als Kommanditisten beteiligen, ist ihre Haftung auf die Höhe ihrer Einlage beschränkt. Unabhängig von der Einkünftequalifikation ist es eine Voraussetzung für die Erzielung von Einkünften aus Vermietung und Verpachtung, dass sich die Anteile im Privatvermögen des Anteilseigners befinden. Werden die Anteile im Betriebsver-

---

<sup>902</sup> Vgl. Feinen, Konzeption, S. 177.

<sup>903</sup> Eine Mitunternehmerschaft setzt voraus, dass dem Gesellschafter Mitunternehmerinitiative gewährt wird und er Mitunternehmerrisiko trägt. Vgl. im Einzelnen Utech/Weinand-Härer, Rechtsform, S. 8.

<sup>904</sup> Man spricht in diesem Fall von „Liebhaberei“ des Anlegers. Vgl. Oho, Wolfgang/ Scheinberger, Steuerfolgen, S. 1335; Utech/Weinand-Härer, Rechtsform, S. 8 f.; zu den Möglichkeiten des Verlustausgleichs vgl. Benkert/Haritz/Slabon, Steuerarten, S. 1252.

mögen gehalten, sind sie auf Ebene des Investors als Einkünfte aus Gewerbebetrieb zu qualifizieren.<sup>906</sup> Damit ist einsichtig, dass Leasinggeber und das immobiliennutzende Unternehmen (Leasingnehmer) als Anteilseigner eines vermögensverwaltenden Fonds im Allgemeinen nicht in Frage kommen, da für sie die Erzielung von Einkünften aus Vermietung und Verpachtung normalerweise nicht möglich ist. Aufgrund der steuerlichen Transparenz der KG werden die Einkünfte den Gesellschaftern entsprechend ihrer Beteiligungshöhe zugerechnet. Sie unterliegen der persönlichen Einkommensteuerpflicht des Kommanditisten und damit seinem persönlichen Steuersatz. Marktwertrelevante Effekte können z. B. in folgenden Bereichen auftreten:

- Höhe der sofort abzugsfähigen Werbungskosten

Die Erzielung von Einkünften aus Vermietung und Verpachtung führt im Gegensatz zu gewerblichen Einkünften zur Anwendung des Zu- und Abflussprinzips gemäß § 11 EStG.<sup>907</sup> Damit entfällt die Notwendigkeit der Periodenabgrenzung. Verschiedene im Vorhinein vereinnahmte Zahlungen, z. B. ein etwaiges Disagio eines Refinanzierungsdarlehens von bis zu 10 %, sind bereits in der Investitionsphase in voller Höhe als Werbungskosten abzugsfähig.<sup>908</sup> Im Vergleich zu den gewerblichen Einkünften, bei denen das Disagio als Rechnungsabgrenzungsposten über die Laufzeit des Darlehens zu verteilen ist,<sup>909</sup> entsteht ein positiver Steuerstundungseffekt.

- Steuerprogression

Aufgrund des hohen Werbungskostenabzugs erzielt die Fondsgesellschaft in den ersten Jahren regelmäßig Buchverluste. Die entsprechenden Verlustzuweisungen kann der Anteilseigner mit positiven Einkünften anderer Einkunftsarten verrechnen.<sup>910</sup> Da sich an geschlossenen Immobilienfonds regelmäßig Anleger mit hoher Steuerprogression beteiligen, ist anzunehmen, dass die aus den Verlustzuweisungen erzielbaren Steuervorteile höher sind als bei einer Ei-

---

<sup>905</sup> Vgl. Benkert/Haritz/Slabon, Steuerarten, S. 1255.

<sup>906</sup> Vgl. BFH-Urteil vom 11.12.1997, III R 14/96 sowie Helmer, Genußschein, S. 180.

<sup>907</sup> Vgl. § 2 Abs. 2 Nr. 2 EStG.

<sup>908</sup> Vgl. Oho/Schelnberger, Steuerfolgen, S. 1337 ff.

<sup>909</sup> Vgl. Abschnitt H 37 EStR.

<sup>910</sup> Vgl. § 2 Abs. 1-3 in Verbindung mit § 10 d EStG.



genkapitalzuführung durch die Leasinggesellschaft. Die Eigenkapitalzufuhr über vermögensverwaltende geschlossene Immobilienfonds führt unter diesen Voraussetzungen zu Marktwertsteigerungen.

- **Steuerfreier Veräußerungsgewinn**

Ein weiterer Vorteil der vermögensverwaltenden Fonds besteht im Veräußerungsfall. Innerhalb der Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung unterliegen Veräußerungsgewinne und -verluste aus dem Verkauf der Immobilien keiner Besteuerung, sofern eine Spekulationsfrist von zehn Jahren eingehalten wird.<sup>911</sup> Die Veräußerung von Fondsanteilen gilt nach § 23 Abs. 1 Satz 4 als Veräußerung der anteiligen Wirtschaftsgüter, so dass auch hier die Zehnjahresfrist gilt.

- **Positive Erbschaft- und Schenkungsteuereffekte**

Positive steuerliche Effekte bei der Vererbung oder Schenkung von Anteilen an geschlossenen Immobilienfonds können ebenfalls zu reduzierten Vorsteuer-Renditeanforderungen der Fondsanteilseigner führen. Vielfach ergibt sich bei der Kalkulation der erbschaft- bzw. schenkungsteuerlichen Bemessungsgrundlage ein negatives Ergebnis. Dies führt dazu, dass im Erbschafts- oder Schenkungsfall neben der Fondsbeteiligung auch noch andere Vermögenswerte steuerfrei vererbt bzw. übertragen werden können.<sup>912</sup> So bedeutet beispielsweise eine negative erbschaftsteuerliche Bemessungsgrundlage von 100 %, dass neben dem Fondsanteil ein gleich hoher nomineller Betrag an Wertpapiervermögen steuerfrei vererbt werden kann. Die erbschaft- und schenkungsteuerliche Bevorzugung von Immobilienvermögen gegenüber anderen Vermögensgegenständen ergibt sich aus der Berechnungsweise der Bemessungsgrundlage. Die Feststellung des erbschaft- bzw. schenkungsteuerlichen Bedarfswertes erfolgt nach dem so genannten vereinfachten Ertragswertverfahren gemäß § 146 Abs. 2 BewG. Als Berechnungsbasis dient demnach die durchschnittlich erzielte Nettokaltmiete der letzten drei Jahre.<sup>913</sup> Diese wird mit

---

<sup>911</sup> Vgl. § 23 Abs. 1 Nr. 1 EStG.

<sup>912</sup> Vgl. Feinen, Konzeption, S. 181 ff.

<sup>913</sup> Eine etwaige Umsatzsteuer ist nicht zu berücksichtigen. Vgl. Abschnitt R 167 Abs. 1 Satz 2 Erbschaftsteuer-Richtlinien.

einem Faktor von 12,5 multipliziert. Ab Bezugsfertigkeit wird das Alter des Gebäudes durch Abzug von 0,5 % p. a., höchstens jedoch 25 % des berechneten Wertes, berücksichtigt. Anschließend erfolgt ein Abgleich mit dem Bodenrichtwert, der als Mindestwert anzusetzen ist. Liegt der Verkehrswert unter dem ermittelten Bedarfswert, so kann dieser stattdessen verwendet werden. Jedoch ist ein entsprechender Nachweis zu erbringen. Im Fall einer Erbschaft wird der so ermittelte anteilige Bedarfswert der Fondsimmobilien zuzüglich des anteiligen Wertes des sonstigen Fondsvermögens den anteiligen nominalen Verbindlichkeiten gegenübergestellt. Die sich ergebende Differenz bildet die erb-schaftsteuerliche Bemessungsgrundlage. Bei einer Schenkung erfolgt der Schuldenabzug in leicht abgewandelter Form, da die Schenkung von Anteilen an vermögensverwaltenden Personengesellschaften gemäß § 10 Abs. 1 Satz 3 ErbStG als so genannte gemischte Schenkung angesehen wird. Die Verbindlichkeiten sind in diesem Fall lediglich im Verhältnis des Verkehrswertes der Immobilien zu dem nach den Vorschriften des Bewertungsgesetzes ermittelten Bedarfswert zu berücksichtigen. Dadurch ergibt sich im Schenkungsfall i. d. R. ein geringerer abzugsfähiger Schuldposten als im Erbschaftsfall.

- Weiche Kosten

Allerdings fallen im Rahmen der Auflegung geschlossener Fonds z. T. nicht unerhebliche so genannte weiche Kosten an.<sup>914</sup> Dazu gehören die Kosten für Konzeption, Marketing, Eigenkapitalbeschaffung sowie Platzierungs- und Eigenkapitaleinzahlungsgarantien. Die weichen Kosten sind beim klassischen Leasing im Regelfall wesentlich niedriger, so dass diese Position die positiven Steuereffekte der Fondsalternative teilweise kompensiert.

#### **5.2.3.2.1.3.2 Gewerblich geprägte Immobilienfonds**

Bei nach § 15 Abs. 3 Nr. 2 EStG gewerblich geprägten Personengesellschaften erzielen Anleger Einkünfte aus Gewerbebetrieb. Die Einkünfte unterliegen wie beim vermögensverwaltenden Fonds der persönlichen Einkommensteuerpflicht des jeweiligen Kommanditisten. Allerdings ergeben sich diverse marktwertrelevante Unterschiede.

---

<sup>914</sup> Vgl. Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 474.

- Überschusserzielungsabsicht

Wie beim vermögensverwaltenden Fonds ist die Überschusserzielungsabsicht Voraussetzung für die steuerliche Anerkennung der Einkünfte. Abweichend von der Vorgehensweise bei Einkünften aus Vermietung und Verpachtung berechnet sich der Totalgewinn bei gewerblichen Einkünften unter Berücksichtigung der Veräußerungsgewinne.<sup>915</sup> Die Erzielung eines Totalgewinns wird damit im Vergleich zur vermögensverwaltenden Fondsvariante vereinfacht. Die Gefahr, dass Einkünfte wegen so genannter Liebhaberei steuerlich nicht anerkannt werden, sinkt.

- Keine Anwendung des Zu- und Abflussprinzips gemäß § 11 EStG

Gemäß § 2 Abs. 2 Nr. 2 EStG entsprechen die Einkünfte aus Gewerbebetrieb dem Gewinn. Demnach findet das Zu- und Abflussprinzip gemäß § 11 EStG keine Anwendung. Aufgrund der Notwendigkeit zur Periodenabgrenzung können positive Zinseszinsseffekte aus der vollen steuerlichen Abzugsfähigkeit bestimmter Zahlungen in der Investitionsphase (z. B. Disagio) nicht erzielt werden.<sup>916</sup>

- Erhöhte Abschreibungsmöglichkeiten

Bei Gebäuden, die einem Betriebsvermögen angehören und nicht zu Wohnzwecken dienen, beträgt die jährliche lineare Abschreibung gemäß § 7 Abs. 4 Satz 1 Nr. 1 EStG 4 % bzw. ab 1. Januar 2001 3 %. Gebäude, die sich im Privatvermögen befinden, sind dagegen nur mit einem linearen Satz in Höhe von 2 % p. a. abschreibungsfähig.<sup>917</sup>

- Besteuerung des Veräußerungsgewinns

Die bei der Veräußerung des Fondsanteils erzielten Veräußerungsgewinne werden den Einkünften aus Gewerbebetrieb zugerechnet und sind somit grundsätzlich zu versteuern. Eine Steuerbefreiung außerhalb der Spekulationsfrist

---

<sup>915</sup> Vgl. Abschnitt R 138 Abs. 6 EStR.

<sup>916</sup> Vgl. Helmer, Genußschein, S. 178.



wie beim vermögensverwaltenden Fonds existiert nicht. Die Einkommensteuer beträgt nach der Neuregelung des § 34 Abs. 1 und Abs. 2 EStG durch das Steuerentlastungsgesetz 1999/2000/2002 das Fünffache des Unterschiedsbetrags zwischen der Einkommensteuer für das um die Veräußerungsgewinne verminderte zu versteuernde Einkommen (verbleibendes zu versteuerndes Einkommen) und der Einkommensteuer für das verbleibende zu versteuernde Einkommen zuzüglich eines Fünftels der Veräußerungsgewinne. Diese so genannte Fünftelungsregelung ersetzt die bis 1999 gültige Besteuerung mit dem halben durchschnittlichen Steuersatz. Es wird dabei lediglich die Progressionswirkung der Veräußerungsgewinne abgefedert. Befindet sich der Steuerpflichtige bereits mit seinen übrigen laufenden Einkünften im Bereich des Spitzensteuersatzes, läuft die beabsichtigte Steuerentlastung ins Leere.<sup>918</sup>

Die Regelung stellt prinzipiell eine wesentliche Benachteiligung des gewerblichen Fondsmodells dar. Da beim klassischen Leasingmodell der im Ankaufsrecht des Leasingnehmers festgesetzte Kaufpreis häufig dem Restbuchwert der Immobilie entspricht, fällt kein Veräußerungsgewinn an, und die Regelung verliert an Bedeutung.

- Anwendung der Übertragung von Rücklagen nach § 6b EStG

Die Gewerblichkeit der Fondsgesellschaft ist Voraussetzung dafür, dass Rücklagen gemäß § 6b EStG auf das Fondsobjekt übertragen werden können.<sup>919</sup>

- Erbschaft- und Schenkungsteuervorteile

Bezüglich der Erbschaftsteuer gelten für einen gewerblichen Fonds die gleichen Grundsätze wie für einen vermögensverwaltenden Fonds. Bei der Schenkung wird im Unterschied zum vermögensverwaltenden Fonds keine gemischte Schenkung unterstellt, so dass die Verbindlichkeiten voll abzugsfähig sind.<sup>920</sup>

---

<sup>917</sup> Eine weitere Voraussetzung für die Anwendung des 4%igen bzw. seit 1.1.2001 3%igen Abschreibungssatzes ist, dass der Bauantrag nach dem 31. März 1985 gestellt wurde. Vgl. § 7 Abs. 4 EStG.

<sup>918</sup> Vgl. auch Oho/Schelnberger, Steuerfolgen, S. 1326.

<sup>919</sup> Vgl. hierzu auch Hens, Management, S. 224 ff.; Oho/Schelnberger, Steuerfolgen, S. 1334.

<sup>920</sup> Vgl. Oho/Schelnberger, Steuerfolgen, S. 1342.

Die dargestellten marktwertrelevanten Effekte sind im Einzelfall gegenüberzustellen. Eine pauschale Empfehlung zur Vorteilhaftigkeit der dargestellten Fondsvarianten kann nicht gegeben werden. Tendenziell ist jedoch Folgendes festzuhalten:

- Legen die Fondsinvestoren besonderen Wert auf die Wertsteigerung der Immobilien, ist das vermögensverwaltende KG-Modell tendenziell zu bevorzugen. Diese Aussage gilt gleichermaßen für den Fall, dass die zeitliche Vorziehung von Werbungskosten in die Investitionsphase von hohem Interesse ist.
- Das gewerbliche Modell stellt eine Alternative dar, sofern die Erreichung eines Totalgewinns während der Lebensdauer der Fondsgesellschaft Probleme bereitet. Darüber hinaus bietet es im Regelfall höhere lineare Abschreibungsmöglichkeiten.
- Steht aus Sicht der Fondsanleger die Erzielung von schenkungsteuerlichen Vorteilen oder die Übertragung von Rücklagen gemäß § 6b EStG im Vordergrund, sollte ein gewerbliches Modell gewählt werden.

#### **5.2.3.2.1.4 Besondere Problembereiche der Immobilienfondslösung**

##### **5.2.3.2.1.4.1 Eingeschränkte Fungibilität der Anteile**

Den Steuervorteilen und der relativ hohen Sicherheit der Immobilienanlage steht aus Anlegersicht die eingeschränkte Fungibilität der Fondsanteile gegenüber. Obwohl insbesondere große Fondsinitiatoren versuchen, verkaufswillige Investoren bei ihren Bemühungen zu unterstützen,<sup>921</sup> ist die Etablierung eines liquiden Zweitmarktes für Fondsanteile bisher nicht gelungen.<sup>922</sup> Darüber hinaus stehen oft steuerliche Gründe einer frühzeitigen Anteilsveräußerung entgegen. Es besteht die Gefahr, dass die Finanzverwaltung bei Nichterreichen des Totalüberschusses im Veräußerungszeitpunkt die Überschusserzielungsabsicht in

---

<sup>921</sup> Die Deutsche Grundbesitz Management GmbH schreibt zu diesem Thema in ihren Fondsangeboten Folgendes: „Bei Veräußerungswünschen werden die Deutsche Bank AG und die Deutsche Grundbesitz Management GmbH nach Möglichkeit vermittelnd tätig und versuchen, den Verkauf abzuwickeln. Auch wenn bisher Verkaufswünschen bei bereits aufgelegten Fonds der Deutschen Bank Gruppe entsprochen werden konnte, ist bei einer Veräußerung von Anteilen an Geschlossenen Immobilienfonds eine größere Zeitspanne für die Abwicklung einzuplanen. [...]“. Deutsche Grundbesitz Management GmbH, Main-Taunus-Zentrum, S. 41 f.

<sup>922</sup> Vgl. Demuth, Immobilienfonds, S. 157.

Zweifel stellt und die steuerliche Anerkennung vergangener negativer und positiver Einkünfte nachträglich verweigert.<sup>923</sup>

Die mangelnde Fungibilität der Fondsanteile führt regelmäßig zu nicht unerheblichen Aufschlägen auf die Renditeforderung der Fondsinvestoren und somit zu Marktwertbeeinträchtigungen aus Sicht des Leasingnehmers.

#### **5.2.3.2.1.4.2 Eingeschränkte Verlustverrechnung nach § 2b EStG**

Durch das Steuerentlastungsgesetz 1999/2000/2002 wurde das Einkommensteuergesetz um den § 2b EStG ergänzt.<sup>924</sup> Dieser wurde am 5. Juli 2000 um das Anwendungsschreiben des Bundesministeriums der Finanzen ergänzt.<sup>925</sup> Die Vorschriften dienen dem Zweck, die Ausgleichsmöglichkeiten von Verlusten mit positiven Einkünften durch so genannte Verlustzuweisungsmodelle einzuschränken und somit wichtige „Steuerschluflöcher“ zu stopfen. Vorbehaltlich einer Übergangsregelung gemäß § 52 Abs. 4 EStG sieht der § 2b EStG vor, dass die einem Investor aus einer Verlustzuweisungsgesellschaft zugeteilten Verluste nur mit späteren positiven Einkünften aus derselben Einkunftsquelle oder einer anderen Einkunftsquelle, die ebenfalls unter die Vorschrift des § 2b EStG fällt, verrechnet werden können.<sup>926</sup> Verlustzuweisungsgesellschaften werden in diesem Zusammenhang als Beteiligungen an Gesellschaften, Gemeinschaften oder ähnlichen Modellen definiert, wobei bei Erwerb bzw. Begründung der Einkunftsquelle die Erzielung eines steuerlichen Vorteils im Vordergrund steht. Ergänzend enthält das Gesetz zwei so genannte Regelbeispiele. Danach steht ein steuerlicher Vorteil besonders dann im Vordergrund, wenn a) die Rendite nach Steuern die Rendite vor Steuern um mehr als das Doppelte übersteigt oder b) mit Steuervorteilen geworben wird. Das Anwendungsschreiben ergänzt den § 2b EStG, indem es die eher unscharfen Formulierungen des

<sup>923</sup> Voraussetzung für die Nichtanerkennung ist, dass eine von Anfang an vorhandene Verkaufsabsicht des Anlegers nachgewiesen werden kann. Vgl. Oho/Scheinberger, Steuerfolgen, S. 1335 sowie Deutsche Grundbesitz Management GmbH, Main-Taunus-Zentrum, S. 42.

<sup>924</sup> Vgl. Steuerentlastungsgesetz 1999/2000/2002 vom 24. März 1999, BGBl. I, S. 402. Neben dem § 2b EStG wurde im Rahmen des Steuerentlastungsgesetzes der § 2 Abs. 3 EStG neu eingeführt. Dieser begrenzt die Verlustgeltendmachung. Zu den Steuerfolgen des § 2 Abs. 3 EStG vgl. Benkert/Haritz/Slabon, Steuerarten, S. 1254 f.

<sup>925</sup> Vgl. BMF-Schreiben vom 5.7.2000, IV A 5 – S 2118 b – 111/00.

<sup>926</sup> Vgl. Beck/Girra, Einkünfte, S. 20; Benkert/Haritz/Slabon, Steuerarten, S. 1253 ff.

Gesetzestextes konkretisiert, so dass nach anfänglicher Verunsicherung auf Seiten der Fondsinitiatoren und der Anleger mittlerweile mehr Klarheit über die Auswirkungen des Paragraphen besteht.<sup>927</sup>

Eine Studie ergab, dass extrem steuerorientierte Immobilienleasingfonds mit relativ kurzen Laufzeiten durch das Verlustausgleichsverbot betroffen sind. Die hohen Verluste dieser Modelle resultierten hauptsächlich aus den hohen Sonderabschreibungen gemäß Fördergebietsgesetz, die ohnehin ausgelaufen sind bzw. zur Zeit auslaufen. Dagegen sind weniger steuerorientierte Fonds mit Laufzeiten zwischen 20 und 30 Jahren von der Regelung nahezu nicht betroffen. Die Aussage gilt gleichermaßen für den Bereich der Gewerbeimmobilienfonds.<sup>928</sup> Demnach sind für den im Rahmen dieser Untersuchung relevanten Bereich keine wesentlichen Beeinträchtigungen durch den § 2b EStG zu erwarten.<sup>929</sup>

### **5.2.3.3 Marktwertwerhöhung durch Veränderung von Strukturelementen**

Nachdem der Leasingfonds als Möglichkeit zur Optimierung der Refinanzierungskosten der Leasinggeber-Objektgesellschaft erläutert wurde, werden nun Möglichkeiten vorgestellt, durch Strukturierung von Zahlungen und durch Risikoverteilung Marktwertvorteile zu erzielen.

#### **5.2.3.3.1 Umsatzabhängige Miete**

Unter bestimmten Umständen kann es für das immobiliennutzende Unternehmen von Vorteil sein, nicht eine feste Leasingrate zu vereinbaren, sondern einen Teil des vereinbarten Mietzinses an den in den vermieteten Geschäftsräumen erzielten Umsatz zu koppeln. In Frage kommen hierfür Immobilien, in denen ein messbarer Umsatz erwirtschaftet wird. Trifft dies nicht zu, ist alternativ eine Kopplung an den um Geschäftserweiterungen bzw. -reduzierungen bereinigten Gesamtumsatz des Mieters vorstellbar.

<sup>927</sup> Vgl. im Einzelnen das Schreiben des Bundesfinanzministeriums vom 5. Juli 2000, IV A 5 – S 2118 b – 111/00.

<sup>928</sup> Vgl. Loipfinger, Würfel, S. 4-19.

<sup>929</sup> Zu beachten ist allerdings die Einschränkung, dass nicht mit Steuervorteilen geworben werden sollte.

Eine Umsatzmietvereinbarung senkt das Finanzierungsrisiko des Unternehmens. Werden feste Leasing- bzw. Zins- und Tilgungsraten vereinbart, besteht im Falle konjunkturell oder strukturell bedingter Umsatzeinbrüche die Gefahr eines starken Gewinneinbruchs oder sogar der Zahlungsunfähigkeit. Wird hingegen eine umsatzabhängige Miete vereinbart, werden Umsatzrückgänge automatisch durch eine entsprechende Reduzierung des umsatzabhängigen Mietanteils abgedeckt. Das Ausmaß der Risikoreduzierung aus Sicht des Unternehmens hängt dabei von der Relation zwischen dem umsatzabhängigen und dem Festmietanteil ab. Dem Finanzierungsvorteil in umsatzschwachen Phasen steht jedoch eine Verteuerung der Finanzierungskosten in umsatzstarken Perioden gegenüber. Dieses Risiko kann durch die Vereinbarung eines Caps eingeschränkt werden. Dabei wird ein möglicher Anstieg der Umsatzmiete durch die Vereinbarung einer Mietobergrenze limitiert. Die Mietobergrenze kann absolut oder in Relation zum Festmietanteil vereinbart werden. Die dem Mieter dadurch gewährte Option wird durch Zahlung eines Optionspreises vergütet, der in Form eines Einmalbetrages oder durch Einrechnung in die Mietzahlungen geleistet werden kann.

Umsatzabhängige Mietvereinbarungen bieten sich insbesondere für Unternehmen an, deren Umsätze starken zyklischen bzw. konjunkturellen Schwankungen unterworfen sind. Auch zur Überbrückung umsatzschwacher Anlaufzeiten bei Expansionsinvestitionen sind umsatzabhängige Vereinbarungen von Vorteil, weil sie die Belastung des Unternehmens in der Investitionsanlaufphase verringern. Da durch den Umsatzmietanteil ein Teil des unternehmerischen Risikos auf den Leasinggeber bzw. den Leasingfondsinvestor abgewälzt wird, steigen dessen Renditeforderungen. Er wird nur bei einer höheren Renditeerwartung zur Übernahme des zusätzlichen Risikos bereit sein. Marktwertvorsprünge für das immobiliennutzende Unternehmen treten auf, wenn sich aus der umsatzabhängigen Mietvereinbarung eine vorteilhaftere Rendite-Risiko-Relation ergibt als bei Vereinbarung einer Festmiete.

Da aus Sicht des Vermieters die Gefahr besteht, dass der Mieter seinen Geschäftsbetrieb zurückfährt oder im Extremfall ganz einstellt, wird bei umsatzabhängiger Miete regelmäßig eine Betriebspflicht des Mieters vertraglich verein-

bart. Diese etwaige Verpflichtung ist bei der Beurteilung umsatzabhängiger Mietvereinbarungen zu berücksichtigen.<sup>930</sup>

#### **5.2.3.3.2 Beteiligung des Anteilseigners an der Wertsteigerung**

Im Regelfall hat der Leasingnehmer das Recht, das Leasingobjekt am Ende der Grundmietzeit zum Restbuchwert zu erwerben. Folglich tragen der Leasinggeber bzw. die Fondsinvestoren das Wertminderungsrisiko; die Wertsteigerungschance liegt vollständig auf Seiten des Leasingnehmers. Eine Möglichkeit zur Senkung der laufenden Leasingraten besteht darin, einen Teil der Wertsteigerungschance auf den Leasinggeber bzw. die Fondsinvestoren zu übertragen. Dies kann durch eine Anhebung des Optionspreises oder durch Verzicht auf die Einräumung einer Kaufoption erfolgen. Die Vorteilhaftigkeit der Vereinbarung hängt vom Rendite-Risiko-Profil des Leasingnehmers ab. Bevorzugt er niedrigere Leasingraten während der Laufzeit unter gleichzeitigem Verzicht auf einen Teil der etwaigen Wertsteigerung der Immobilie, so kann die aufgezeigte Vereinbarung zu einer Erhöhung des Marktwertes des Eigenkapitals führen.

### **5.3 Zusammenfassende Würdigung traditioneller immobilienpezifischer Finanzierungsinstrumente**

Infolge der in den letzten Jahren anziehenden Konjunktur, der zunehmenden Verschuldung der öffentlichen Hand sowie der Deregulierung und Liberalisierung der Finanzmärkte hat sich die Kapitalbeschaffung der Unternehmen zunehmend zum Engpassfaktor entwickelt. Kapital ist zu einer knappen Ressource geworden, um die Unternehmen des privaten und öffentlichen Sektors verstärkt konkurrieren.<sup>931</sup> In diesem Umfeld stellen immobilien spezifische Finanzierungsformen einen sinnvollen Ausweg dar. Der Einsatz der Unternehmensimmobilien als Kreditsicherheit ist nicht nur aus Shareholder Value-Gesichtspunkten sinnvoll, sondern eröffnet auch zusätzliche Wege der Kapitalbeschaffung.

Jedoch sind traditionelle immobilien spezifische Instrumente wie der Hypothekarkredit, das Immobilienleasing sowie Immobilienfondsfinanzierungen in ihren Möglichkeiten begrenzt. Mit dem Pfandbrief steht den Realkreditinstituten ein

---

<sup>930</sup> Vgl. Flehminghaus, Probleme, S. 490 f.

<sup>931</sup> Vgl. Bär, Strukturbereinigung, S. 22.

liquides, international anerkanntes Refinanzierungsinstrument für den erstrangigen Beleihungsraum zur Verfügung, so dass sie für diesen Bereich günstige Konditionen anbieten können. Allerdings sind die Beleihungsmöglichkeiten im nachrangigen Finanzierungsbereich aufgrund der hohen regulatorischen und wirtschaftlichen Anforderungen beschränkt. Verstärkt wird die Problematik durch die mit der Emanzipation der Kapitalanleger einhergehende Verschlechterung der Refinanzierungsmöglichkeiten der Banken. Diese führt in Verbindung mit der zunehmenden Effizienz der Kapitalmärkte zu einer Erosion der komparativen Vorteile der Finanzintermediäre.<sup>932</sup> Der Einsatz von Immobilienleasing und Immobilienfondsfinanzierungen ermöglicht neben der Realisierung einer vollständigen Fremdfinanzierung die Ausnutzung komparativer steuerlicher Vorteile. Diesen Vorzügen stehen allerdings begrenzte Möglichkeiten im Bereich der Refinanzierung gegenüber.

Kapitalmarktorientierte Instrumente stellen eine interessante Alternative dar. Sie eröffnen den Unternehmen Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten und damit zu zusätzlichen Kapitalquellen.<sup>933</sup> Die steigende Diversifikation der Finanzierungsquellen reduziert die Abhängigkeiten von einzelnen Financiers. Zudem bieten kapitalmarktorientierte Instrumente den Kapitalgebern meist eine wesentlich höhere Fungibilität, was zu einer Reduzierung der Renditeforderungen und aus Sicht des Unternehmens zu Kosteneinsparungen führt. Mit der Asset Securitisation wird nachfolgend eine Finanzierungsalternative vorgestellt, die die Vorzüge kapitalmarktorientierter und immobilisenspezifischer Finanzierungsinstrumente kombiniert.

---

<sup>932</sup> Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“, Asset Backed Securities, S. 495 f.

<sup>933</sup> Vgl. Wainwright, Off balance, S. 337.



## **6 Die Asset Securitisation als kapitalmarktorientierte Finanzierungsalternative**

Der Abschnitt beginnt mit einer Darstellung des Begriffs und der immobilien-spezifischen Ausprägungen der Asset Securitisation. Danach wird die Anwendung des Instruments im Rahmen der Finanzierung von Unternehmensimmobilien erläutert. Im Mittelpunkt stehen dabei neben den strukturellen, rechtlichen und steuerlichen Aspekten insbesondere die Möglichkeiten im Rahmen des Financial Engineerings. Die Beurteilung der Asset Securitisation erfolgt – wie im vorigen Kapitel – auf Grundlage des Zielsystems der Marktwertmaximierung des Eigenkapitals. In diesem Rahmen wird insbesondere auf die Vor- und Nachteile der Finanzierungsalternative im Vergleich zu den in Abschnitt 1 untersuchten traditionellen Instrumenten hingewiesen. Die zunehmende praktische Bedeutung der Asset Securitisation wird abschließend anhand empirischer Daten verdeutlicht.

### **6.1 Begriff und immobilien-spezifische Ausprägungen der Asset Securitisation**

Securitisation ist ein in Literatur und Praxis häufig gebrauchter Begriff. Da er zur Beschreibung unterschiedlicher Sachverhalte herangezogen wird, ist an dieser Stelle eine Begriffsabgrenzung erforderlich.

In einem weiteren Sinne wird der Begriff Securitisation zur Beschreibung eines seit den achtziger Jahren erkennbaren Trends im internationalen Bankgeschäft verwendet. Dabei handelt es sich um die zunehmende Verdrängung des traditionellen Kreditgeschäftes durch die Finanzierung über handelbare Wertpapiere.<sup>934</sup> Diese anhaltende Tendenz wird als Securitisation i. w. S. bezeichnet.

In einem engeren Sinne versteht man unter Securitisation eine aus den USA stammende innovative Finanzierungstechnik. Es handelt sich um eine spezifische Ausprägungsform der Securitisation i. w. S., bei der relativ illiquide Vermögensgegenstände (Assets) aus der Unternehmensbilanz in eine eigens zu

diesem Zweck gegründete Gesellschaft (Special Purpose Vehicle) ausgliedert werden. Das Special Purpose Vehicle refinanziert sich durch die Ausgabe von handelbaren Wertpapieren (Asset-backed Securities).<sup>935</sup> Diese Finanzierungsform wird im Folgenden mit Securitisation i. e. S. bzw. Asset Securitisation bezeichnet.

Auf den Bereich der Unternehmensimmobilien übertragen bedeutet Asset Securitisation, die Immobilien vom Unternehmen zu separieren und in handelbare Wertpapiere zu verbriefen. Als handelbare Wertpapiere kommen Aktien, Unternehmensanleihen, Wandel- und Optionsanleihen, Genussscheine u. a. in Frage.<sup>936</sup> In diesem Abschnitt soll keine der spezifischen Ausprägungsformen von Asset Securitisation fokussiert werden. Vielmehr greift die folgende Analyse die Finanzierungstechnik der Asset Securitisation auf und versucht, diese für den Bereich der Finanzierung von Unternehmensimmobilien nutzbar zu machen. Durch den Einsatz der Immobilie als Sicherheit und die Verwendung bestimmter Strukturelemente wird eine Optimierung der Finanzierung angestrebt. Ziel ist, den Marktwert des die Immobilien nutzenden Unternehmens zu steigern. Dabei stehen kapitalstrukturelle, steuerliche sowie Kostenaspekte im Vordergrund.

## **6.2 Einsatz der Asset Securitisation zur Finanzierung betrieblicher Immobilien**

### **6.2.1 Finanzierungsstruktur**

Die in der Praxis beobachtbaren Ausgestaltungen von ABS-Finanzierungen sind sehr heterogen. Das liegt daran, dass die Strukturen an die Bedürfnisse der Beteiligten sowie die rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen angepasst werden. Insofern handelt es sich bei ABS-Finanzierungen um Ge-

---

<sup>934</sup> Dieser Trend wird auch als Disintermediation bezeichnet. Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“, Asset Backed Securities, S. 495; Gögler, Asset backed securities, S. 13; Paul, Bankenintermediation, S. 55 ff. sowie Abschnitt 3.2.3.2.3.

<sup>935</sup> Vgl. Bär, Asset Securitisation, S. 25 ff.; Bhattacharya/Fabozzi, Asset-Backed Securities, S. 2; Hultsch, Asset-Backed Securities, S. 2129.

<sup>936</sup> Vgl. z. B. Barter, Finance, S. 213. Eine in Deutschland häufig in Literatur und Praxis diskutierte Ausprägungsform ist die Finanzierung durch Separation der Unternehmensimmobilien in eine Aktiengesellschaft. Vgl. z. B. Benkert/Nägele/Stengel, Immobilien-AG, S. 493-528; Hens, Management, S. 257 ff.

flechte von Verträgen, die nach den spezifischen Bedürfnissen der beteiligten Parteien ausgestaltet werden.<sup>937</sup>

Dennoch weisen fast alle Strukturen wesentliche Gemeinsamkeiten auf. Zentrales Element stellt dabei das Beziehungsdreieck zwischen dem Verkäufer der Vermögensgegenstände (Originator), der Zweckgesellschaft (SPV) und den Investoren dar. Die Zweckgesellschaft wird entweder vom Originator oder einer dritten Partei gegründet. Üblicherweise wird eine Konstruktion gewählt, bei der das SPV nicht vom Originator zu konsolidieren ist. Den Kauf der Vermögensgegenstände refinanziert das SPV über die Ausgabe von Wertpapieren (Asset-backed Securities), die i. d. R. von einem Bankenkonsortium an internationalen Kapitalmärkten platziert werden.<sup>938</sup>

Weitere wichtige Strukturelemente bilden die Bonitätseinschätzungen von Ratingagenturen, die zusätzlichen Besicherungsmaßnahmen (Credit Enhancement), der Treuhänder sowie der Service-Agent. Ratingagenturen bewerten die Sicherheit der Wertpapiere und verleihen ihnen ein Gütesiegel (Rating). Ratings geben repräsentative Einschätzungen über das Investitionsrisiko ab und erleichtern damit den Anlegern die Beurteilung potentieller Investments. Sie bilden die wesentliche Voraussetzung für den Zugang zu internationalen Kapitalquellen und günstigen Refinanzierungskonditionen.<sup>939</sup> Da das SPV nur eine formale Hülle mit i. d. R. geringer Kapitaldecke verkörpert, sind zusätzliche Besicherungsmaßnahmen durch den Originator, externe Dritte oder strukturelle Gestaltungen notwendig, um erstklassige Ratings zu erhalten.<sup>940</sup> Der Treuhänder kann als eine Komponente des Credit Enhancements angesehen werden. Als Interessenvertreter der Investoren verwaltet er die als Sicherheiten für die vom SPV ausgegebenen Wertpapiere dienenden Vermögensgegenstände treuhänderisch und teilt den Wertpapieren die entsprechenden Zins- und Tilgungszahlungen gemäß den getroffenen Vereinbarungen zu.<sup>941</sup> Der hierfür zu

---

<sup>937</sup> Vgl. Bär, Asset Securitisation, S. 87.

<sup>938</sup> Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“, Asset Backed Securities, S. 500 ff.

<sup>939</sup> Vgl. Betsch/Groh/Lohmann, Corporate, S. 183.

<sup>940</sup> Vgl. Wenman, Credit, S. 164-172.

<sup>941</sup> Die Treuhandfunktion wird meist von Banken oder Wirtschaftsprüfungsgesellschaften wahrgenommen. Vgl. Fahrholz, Unternehmensfinanzierung, S. 226.

Verfügung stehende, von den Vermögensgegenständen generierte Cashflow wird vom Service-Agent (meist der Originator selbst) eingezogen.<sup>942</sup> Schließlich sind weitere Parteien am Prozess beteiligt, z. B. Banken, mit denen zum Zwecke der Zahlungsstromstrukturierung und der Absicherung von Zins- und Währungsrisiken derivative Geschäfte getätigt werden.<sup>943</sup> Abbildung 34 resümiert die beschriebenen Zusammenhänge bei der Emission von Asset-backed Securities.<sup>944</sup>

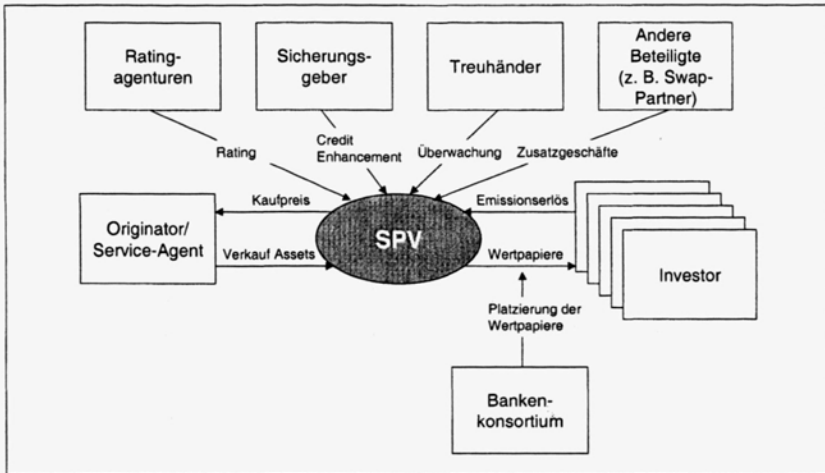


Abbildung 34: Grundstruktur einer ABS-Emission<sup>945</sup>

Zur weiteren Verdeutlichung des Sachverhaltes dient Abbildung 35, die die während der Laufzeit bestehenden Beziehungen und Zahlungsströme aufzeigt.<sup>946</sup> Im Folgenden werden einige wesentliche Elemente der dargestellten ABS-Struktur aufgegriffen und näher erläutert.

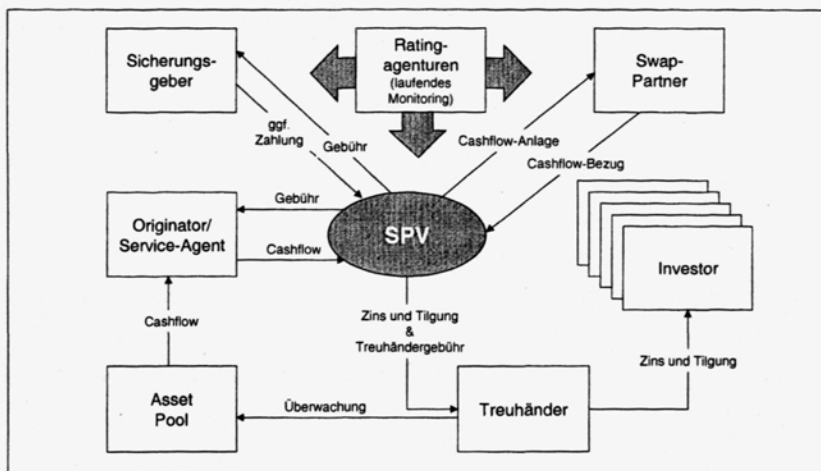
<sup>942</sup> Vgl. Ohl, Finanzierung, S. 21.

<sup>943</sup> Vgl. Bär, Asset Securitisation, S. 88.

<sup>944</sup> Vgl. Abbildung 34.

<sup>945</sup> Quelle: eigene Darstellung.

<sup>946</sup> Vgl. Abbildung 35.

Abbildung 35: Vertragsbeziehungen und Zahlungsströme nach ABS-Emission<sup>947</sup>

## 6.2.2 Wesentliche Konstruktionsmerkmale

### 6.2.2.1 Anforderungen an die Vermögensgegenstände

Generiert der Vermögensgegenstand einen Zahlungsstrom, ist die wesentliche Voraussetzung für seine Verbriefung gegeben. Nur unter dieser Bedingung ist eine Separation der Vermögensgegenstände vom Geschäftsbetrieb des Originators überhaupt möglich. Die herausragende Bedeutung der Ertragsfähigkeit der Assets wird durch einen im anglo-amerikanischen Sprachraum entstandenen Ausspruch etwas überspitzt, jedoch sehr anschaulich wiedergegeben: „If it flows, securitise it!“<sup>948</sup>. Diese etwas optimistische Einschätzung bedarf jedoch einiger Einschränkungen.

So sollte der Cashflow auf Basis von historischen Daten hinreichend genau prognostizierbar sein. Eine stabile Erwartungsbildung ist nötig, um Aussagen über Art und Umfang der erforderlichen Sicherungsmaßnahmen treffen zu können. Zur Einschätzung von Cashflow-Verhaltensmustern sollten historische

<sup>947</sup> Quelle: eigene Darstellung.

<sup>948</sup> Smallman/Selby, Securitisation, S. 242.

Daten über einen Zeitraum von mindestens drei bis fünf Jahren verfügbar sein.<sup>949</sup>

Neben die Existenz eines prognostizierbaren Cashflows tritt die Anforderung der rechtlichen und technischen Trennbarkeit der Vermögensgegenstände. Aus rechtlicher Sicht ist darauf zu achten, dass kein Abtretungs- oder Verpfändungsverbot nach §§ 399 oder 400 BGB vorliegt, das eine Veräußerung der Vermögensgegenstände verhindert. Weiterhin muss gewährleistet sein, dass der von den verbrieften Vermögensgegenständen generierte Cashflow eindeutig bestimmbar und von den Cashflows der übrigen Vermögensgegenstände des Originators separierbar ist.<sup>950</sup>

Bei den bisher genannten Kriterien handelt es sich um zwingende Voraussetzungen für die Verbriefbarkeit. Daneben sind weitere Charakteristika zu nennen, die sich begünstigend auf den Prozess der Asset Securitisation auswirken.<sup>951</sup>

- Die Vermögensgegenstände sollten eine hohe Wertbeständigkeit aufweisen. Weiterhin ist eine schnelle und einfache Liquidierbarkeit der Assets wünschenswert.
- Da ABS-Emissionen im Allgemeinen mit hohen Fixkosten verbunden sind, bedarf es zur Sicherstellung ausreichender Rentabilität eines gewissen Mindestvolumens. In der Praxis werden ABS-Transaktionen erst ab einem Volumen von etwa DM 100 bis DM 200 Millionen durchgeführt. Aus dem gleichen Grund sollte die Transaktion eine bestimmte Mindestlaufzeit aufweisen.
- Die Vermögensgegenstände sollten auf der einen Seite eine weitgehend standardisierte Abwicklung der Transaktion ermöglichen, auf der anderen Seite jedoch hinsichtlich ihrer wertrelevanten Merkmale (z. B. regionale Verteilung, Branchenmix, Losgrößen etc.) hinreichend heterogen sein, um einen möglichst hohen Risikodiversifikationseffekt zu gewährleisten.

---

<sup>949</sup> Vgl. Paul, Bankenintermediation, S. 188.

<sup>950</sup> Vgl. Willburger, Asset, S. 10 ff.

### 6.2.2.2 Zweckgesellschaft

Der rechtlichen und steuerlichen Ausgestaltung der Zweckgesellschaft kommt zentrale Bedeutung zu. Zur Erreichung einer maximalen Bewertung durch den Markt müssen verschiedene Bedingungen erfüllt werden. Die wesentlichen werden nachfolgend erläutert.

#### 6.2.2.2.1 Risikoseparation

Ein vorrangiges Ziel von ABS-Transaktionen ist die Herstellung einer strikten Trennung zwischen dem Risiko der zu verbriefenden Vermögensgegenstände und dem Geschäftsrisiko des Originators. Damit wird den Investoren eine vom Unternehmensrisiko isolierte Bewertung der Assets ermöglicht.<sup>952</sup> Zur Erreichung einer Risikoseparation ist sicherzustellen, dass die Vermögensgegenstände in keinem Fall der Konkursmasse des Originators zugerechnet werden können.<sup>953</sup> Dazu muss gewährleistet sein, dass die Übertragung aus rechtlicher Sicht als echter Verkauf im Sinne von § 433 BGB und nicht etwa als Sicherungsabtretung zu werten ist (True Sale). Nur in diesem Fall ist eine Aussonderung gemäß § 47 Insolvenzordnung möglich.<sup>954</sup> Die Qualifizierung als echter Verkauf ist ebenfalls entscheidend für die handels- und steuerbilanzielle Zuordnung der Vermögensgegenstände zur Zweckgesellschaft.<sup>955</sup> Da es sich bei den im Rahmen von ABS-Transaktionen verbrieften Vermögensgegenständen meist um Forderungen handelt, sind nach vorherrschender Meinung die Kriterien zur Abgrenzung zwischen echtem und unechtem Factoring anzuwenden.<sup>956</sup> Für die Qualifizierung als echtes Factoring ist die Übernahme des Delkredererisikos durch den Käufer entscheidend.<sup>957</sup> Dies ist immer dann anzunehmen, wenn der

<sup>951</sup> Vgl. zu den nachfolgenden Kriterien Arbeitskreis „Finanzierung“, Asset Backed Securities, S. 509 ff.; Lerbinger, Securities, S. 310; Paul, Bankenintermediation, S. 189 ff.; Willburger, Asset, S. 11 f.

<sup>952</sup> Vgl. Ohi, Finanzierung, S. 32 sowie die Ausführungen in Abschnitt 5.2.3.1.3.

<sup>953</sup> Vgl. Rosenthal/Ocampo, Securitization, S. 43 ff.

<sup>954</sup> Vgl. Kürn, Mortgage, S. 73 ff. sowie Abbetmeier et al., Insolvenzrecht, S. 125 f.

<sup>955</sup> Vgl. Engelland/Lütje, Rechtsnatur, S. 520 f.; Fahrholz, Unternehmensfinanzierung, S. 226. Einen Vergleich der Bilanzierungsvorschriften für Asset-backed Securities nach HGB und US-GAAP hat Findeisen durchgeführt. Er kommt dabei zu dem Schluss, dass die US-GAAP-Bilanzierungskriterien grundsätzlich nicht auf die deutsche Rechnungslegung übertragbar sind. Vgl. Findeisen, Asset-Backed Securities, S. 481-488.

<sup>956</sup> Vgl. z. B. Ohi, Finanzierung, S. 38 f.; Willburger, Asset, S. 118 ff. Kritisch dazu Hultsch, Asset-Backed Securities, S. 2129-2132; Kürn, Mortgage, S. 73.

<sup>957</sup> Der BFH argumentiert wie folgt: „Geht das Ausfallwagnis ganz (in voller Höhe der angekauften Forderung) auf den Factor über (echtes Factoring), verliert der Anschlusskunde nicht nur die rechtliche Inhaberschaft an den abgetretenen Forderungen gegen seine Ab-



Verkäufer einen angemessenen Kaufpreis für die verkauften Forderungen erhält und dem Käufer keine Rückgriffsmöglichkeiten auf den gezahlten Betrag zustehen.<sup>958</sup> Eine partielle Übernahme des Delkredererisikos durch den Originator kann in bestimmten Fällen unschädlich sein. Gewährt der Verkäufer dem SPV beispielsweise einen Kaufpreisabschlag zur Berücksichtigung des Forderungsausfallrisikos<sup>959</sup>, erfolgt im Allgemeinen keine Umqualifizierung in unechtes Factoring.<sup>960</sup> Die Abdeckung des Bonitätsrisikos durch Ausgleichszahlungen, Garantieerklärungen oder die Bildung von Reservefonds dürfte einem echten Verkauf nicht entgegenstehen, solange die Inanspruchnahme der Sicherheiten sich nicht nach der Bonität der einzelnen Forderungen, sondern nach der kalkulatorischen Ausfallquote des Forderungspools bemisst.<sup>961</sup> Functioiert der Originator gleichzeitig als Service-Agent, ist eine Übernahme des Delkredererisikos bis zu einer Höhe gestattet, die ihm einen ausreichenden Anreiz zur sorgfältigen Ausübung seiner Dienstleistungsfunktion gewährt (erfolgsabhängige Vergütung).<sup>962</sup>

#### 6.2.2.2.2 Beschränkung des Geschäftszweckes

Neben der Trennung vom Risiko des Originators fordern Ratingagenturen eine strikte Beschränkung des Geschäftszweckes des SPV auf den Ankauf und die Refinanzierung der Vermögensgegenstände. Auch diese Vorgabe trägt dazu bei, das Potential der allgemeinen Geschäfts- und Managementrisiken der Zweckgesellschaft möglichst gering zu halten, um eine Vermischung der Risiken des Asset-Pools mit anderen Risiken zu vermeiden.

---

nehmer und Auftraggeber; vielmehr scheidet der Wert der Forderungen auch wirtschaftlich aus seinem Vermögen aus“; BFH-Urteil vom 10.12.1981, V R 75/76 Zu einer detaillierten Darstellung der Abgrenzung von echtem und unechtem Factoring vgl. Willburger, Asset, S. 105 ff.

<sup>958</sup> Vgl. Geurts, Aspekte, S. 451 ff.; Willburger, Asset, S. 118. Rückgriffsmöglichkeiten des Käufers können z. B. durch eine vertragliche Rückkaufzusage des Verkäufers oder ein Andienungsrecht zugunsten des Käufers bestehen. Vgl. Kürn, Mortgage, S. 75.

<sup>959</sup> Der Kaufpreisabschlag äußert sich in einem prozentualen die prognostizierte Ausfallquote berücksichtigenden Abschlag vom Nominalwert der Forderungen.

<sup>960</sup> Dies ist auch für den Fall anzunehmen, dass vereinbart wird, bei Realisierung der Forderungen einen Teil des Kaufpreisabschlages an den Originator zurückzuerstatten. Vgl. Arntz/Schultz, Überlegungen, S. 697; Fahrholz, Unternehmensfinanzierung, S. 227.

<sup>961</sup> Vgl. Arntz/Schultz, Überlegungen, S. 697.

<sup>962</sup> Vgl. Arntz/Schultz, Überlegungen, S. 697; Willburger, Asset, S. 118 ff.

Zudem sollte die Zweckgesellschaft nach Möglichkeit über keine eigenen Angestellten verfügen, da deren Gehaltsforderungen im Konkursfall den Forderungen der Investoren im Range vorstehen.<sup>963</sup>

#### 6.2.2.2.3 Wahl der Rechtsform

Neben steuerlichen und haftungsrechtlichen Überlegungen spielen bei der Rechtsformwahl die finanziellen Ausgestaltungsmöglichkeiten der Asset-backed Securities eine Rolle. Grundsätzlich bestehen zwei Möglichkeiten der Zahlungsstromstrukturierung. Bei der Anteilszertifikatstruktur (Pass-Through-Konstruktion) werden die von den Vermögensgegenständen generierten Zahlungen unverändert an die Investoren durchgereicht. Im anglo-amerikanischen Raum wird bei einer solchen Zahlungsstromgestaltung im Allgemeinen die Rechtsform des so genannten Grantor Trusts gewählt. Es handelt sich dabei um ein steuerbefreites, rechtlich selbständiges Sondervermögen, das von einem Treuhänder verwaltet wird. Die Investoren sind Miteigentümer des Trusts. Die Besteuerung der durchgeleiteten Zahlungen erfolgt auf Ebene der Miteigentümer. Daneben existiert die so genannte Anleihestruktur (Pay-Through-Konstruktion). Bei dieser Konstruktion werden die Zahlungen nicht unverändert an die Investoren durchgeleitet, sondern es erfolgt eine Zahlungsumgestaltung auf Ebene des SPV. Die Zahlungsstrukturierung orientiert sich an den speziellen Bedürfnissen der unterschiedlichen Investorengruppen. Als Rechtsform kommt der Grantor Trust bei dieser Konstruktion nicht in Frage, da dieser aufgrund von restriktiven Rechtsvorschriften in seinen Aktivitäten begrenzt wird. So ist z. B. die Auflegung mehrerer Wertpapiertranchen mit unterschiedlichen Laufzeiten untersagt. Infolgedessen wird das SPV bei Verwendung einer Pay-Through-Konstruktion regelmäßig als Kapitalgesellschaft (Corporation bzw. Limited Purpose Finance Corporation) gegründet.<sup>964</sup>

Soll die Gesellschaft ihren Sitz in Deutschland haben, kommen im Falle der Anteilszertifikatstruktur insbesondere eine Personengesellschaft oder ein Sondervermögen gemäß KAGG in Frage. Die Kapitalanlagegesellschaft scheidet

<sup>963</sup> Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“, Asset Backed Securities, S. 510; Bär, Asset Securitisation, S. 111; Paul, Bankenintermediation, S. 135.

als mögliche Trägersgesellschaft des Sondervermögens in vielen Fällen aus, da diese nach § 1 KAGG ihre Mittel nur in Wertpapieren, Beteiligungen oder Grundstücken anlegen darf. Der Erwerb von Forderungen ist nicht erlaubt.<sup>965</sup> Ein weiterer Nachteil dieser Alternative ergibt sich aus § 2 KAGG, nach der Kapitalanlagegesellschaften als Kreditinstitut gelten und damit den Vorschriften des Kreditwesengesetzes und der Aufsicht durch das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen unterliegen. Die Anteilszertifikatstruktur kann durch die Gründung einer Personengesellschaft realisiert werden. Aus Gründen der Haftungsbegrenzung und Praktikabilität bietet sich insbesondere die Verwendung einer Publikums-KG an.<sup>966</sup> Bei einem Ankauf von Forderungspools liegt prinzipiell eine gewerblich geprägte Personengesellschaft vor, deren Anteilseigner aus der Beteiligung Einkünfte aus Gewerbebetrieb gemäß § 15 Abs. 3 Nr. 2 EStG erzielen.<sup>967</sup> Ein Hindernis stellt jedoch die mangelnde Börsenfähigkeit von Beteiligungen an Personengesellschaften dar.<sup>968</sup> Insofern lassen sich kapitalmarktorientierte Formen der Anteilszertifikatstruktur in Deutschland nicht oder nur unter erheblichen Einschränkungen realisieren.

Zur Umsetzung von Pay-Through-Modellen in Deutschland stehen mit der Aktiengesellschaft und der GmbH die Formen der Kapitalgesellschaft zur Verfügung. Aufgrund der höheren gesellschaftsrechtlichen Flexibilität und dem geringeren Kosten- und Verwaltungsaufwand bietet sich die GmbH als Vehikel an. Ist neben der Notierung von Fremdkapitalkontrakten auch eine Börseneinführung der Eigenkapitalanteile vorgesehen, ist die Rechtsform der Aktiengesellschaft zu wählen.<sup>969</sup> Zwar ist es auch Personenhandelsgesellschaften erlaubt, börsennotierte Inhaberschuldverschreibungen bzw. Genussscheine zu emittieren, allerdings ist fraglich, ob sich bei der Emission von Wertpapieren einer Personengesellschaft genügend Anlegerkapital mobilisieren lässt. Es handelt

---

<sup>964</sup> Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“, Asset Backed Securities, S. 504 ff.; Baums, Asset-Backed, S. 7.

<sup>965</sup> Vgl. Baums, Asset-Backed, S. 9; Willburger, Asset, S. 17 f. sowie ergänzend § 8 KAGG.

<sup>966</sup> Vgl. hierzu auch die Ausführungen in Abschnitt 5.2.3.2.1.

<sup>967</sup> Zum Nachweis der gewerblichen Prägung vgl. Willburger, Asset, S. 26 ff.

<sup>968</sup> Vgl. Willburger, Asset, S. 25 f.

<sup>969</sup> Vgl. Baums, Asset-Backed, S. 8 f.; Göglar, Asset backed securities, S. 54 ff.; Willburger, Asset, S. 151 ff.

sich nämlich um eine eher ungewöhnliche Konstruktion, die eines hohen Erklärungsaufwands bedarf und aus diesem Grund selten anzutreffen ist.<sup>970</sup>

#### 6.2.2.2.4 Steuerliche Aspekte

Vielfach domizilieren ABS-Zweckgesellschaften in Niedrigsteuerländern wie den Cayman Islands, den Kanalinseln (z. B. Jersey) oder den Niederlanden. Hauptmotivation dieser Verfahrensweise ist die Vermeidung bzw. Senkung der gewerbe- und ertragsteuerlichen Belastung.<sup>971</sup>

Gewerblich geprägte Personengesellschaften und Kapitalgesellschaften mit Sitz in Deutschland unterliegen prinzipiell der Gewerbesteuerpflicht. Besonders belastend wirkt sich im Rahmen von ABS-Transaktionen die hälftige Hinzurechnung der Entgelte für Dauerschulden zur gewerbesteuerlichen Bemessungsgrundlage nach § 8 Nr. 1 GewStG aus. Willburger kommt im Rahmen einer Untersuchung der Hinzurechnungsvorschriften bei ABS-Konstruktionen jedoch zum Schluss, dass bei Forderungsportfolios, die dem Umlaufvermögen zuzurechnen sind, die Verbindlichkeiten des SPV gewerbesteuerlich nicht als Dauerschulden zu qualifizieren sind und die Hinzurechnungsvorschrift des § 8 Nr. 1 GewStG daher nicht greift. Selbst bei Zugehörigkeit des Forderungspools zum Anlagevermögen sollte die Hinzurechnung der Dauerschuldzinsen aufgrund der Anwendbarkeit des § 19 GewStDV entfallen.<sup>972</sup> Da diesbezüglich bis dato keine Rechtssicherheit besteht, fällt in der Praxis die Wahl des Gesellschaftssitzes oft zugunsten von Niedrigsteuerländern aus, in denen eine Gewerbesteuerpflicht nicht bzw. in weit geringerem Ausmaße besteht.<sup>973</sup> Auch aus ertragsteuerlicher Sicht bietet die Ansiedlung in Niedrigsteuerländern vielfach Entlastungen. Da der Gewinn der Zweckgesellschaft im Normalfall relativ niedrig ausfällt, dominieren bei der Wahl des Firmensitzes jedoch meist gewerbesteuerliche Überlegungen.<sup>974</sup>

<sup>970</sup> Vgl. Helmer, Genußschein, S. 256 ff.; Willburger, Asset, S. 26.

<sup>971</sup> Zu umsatzsteuerlichen Aspekten vgl. Fahrholz, Unternehmensfinanzierung, S. 229; Ohl, Finanzierung, S. 292 ff.

<sup>972</sup> Vgl. Willburger, Asset, S. 161-189.

<sup>973</sup> Vgl. z. B. Ebenroth/Neiß, Abschirmwirkung, S. 145; Eichholz/Nelgen, Asset Backed Securitities, S. 796; Kürn, Mortgage, S. 131 ff.

<sup>974</sup> Vgl. Fahrholz, Unternehmensfinanzierung, S. 229.

Eine Forderungsabtretung an eine ausländische Zweckgesellschaft ist grundsätzlich problemlos durchführbar. Dabei ist nach herrschender Meinung das Recht der abgetretenen Forderung, d. h. im Falle der Abtretung von Forderungen an deutsche Schuldner das Recht der Bundesrepublik Deutschland, anwendbar.<sup>975</sup> Bei der Konzeption des ausländischen SPV ist jedoch darauf zu achten, dass eine so genannte „Abschirmwirkung“ gegenüber dem deutschen Fiskus hergestellt wird. Nach internationalem Steuerrecht ist eine solche Wirkung bei ausländischen juristischen Personen grundsätzlich gegeben. Wird der ausländischen Gesellschaft allerdings die Anerkennung als juristische Person versagt, werden Gewinne und Vermögen des SPV dem inländischen Anteilseigner zugerechnet und bei diesem versteuert. Insofern ist sicherzustellen, dass die ausländische Gesellschaft als Rechtsperson anerkannt wird.<sup>976</sup> Daneben ist die ABS-Transaktion so zu gestalten, dass die Regelungen der §§ 7-14 AStG (Hinzurechnungsbesteuerung) sowie § 42 AO (missbräuchliche Gestaltungen) nicht greifen. Eine missbräuchliche Gestaltung nach § 42 AO wird angenommen, sofern für die gewählte Gestaltung wirtschaftliche oder sonstige beachtliche Gründe fehlen und sie insofern vorrangig dem Zwecke der Steuerminde- rung dient. Als Rechtsfolge wird das SPV steuerlich nicht anerkannt; die Gewinne der Gesellschaft sind unmittelbar beim inländischen Anteilseigner zu versteuern.<sup>977</sup> Kommt es zur Anwendung der Hinzurechnungsbesteuerung, werden die so genannten passiven Einkünfte der Zweckgesellschaft der Ausschüttungsfiktion nach § 10 Abs. 2 Satz 1 AStG unterworfen und damit den Einkünften der inländischen Anteilseigner zugerechnet. Die Voraussetzungen dafür sind gegeben, wenn folgende Punkte zutreffen:<sup>978</sup>

- Unbeschränkt steuerpflichtige Inländer sind an dem SPV zu mehr als 50 % unmittelbar oder mittelbar beteiligt (§ 7 AStG).
- Das SPV erzielt Einkünfte aus passiver Tätigkeit (§ 8 Abs. 1 AStG).
- Die Einkünfte des SPV unterliegen einer niedrigen Besteuerung. Diese wird bei einer ertragsteuerlichen Belastung von 25 % oder weniger unterstellt (§ 8 Abs. 3 AStG).

---

<sup>975</sup> Vgl. Willburger, Asset, S. 90 ff.

<sup>976</sup> Vgl. Ebenroth/Neiß, Abschirmwirkung, S. 146 f.

<sup>977</sup> Vgl. Ebenroth/Neiß, Abschirmwirkung, S. 147.

In der Praxis wird eine Hinzurechnungsbesteuerung regelmäßig dadurch vermieden, dass keine Inländer Beteiligungen am SPV halten.<sup>979</sup>

#### 6.2.2.2.5 Sonstige Aspekte

Bei der Domizilierung der Zweckgesellschaft im Ausland spielen zum Teil auch nicht steuerliche Aspekte eine Rolle. Neben der Sicherstellung der Dekonsolidierung aus Sicht des Originators sind hier insbesondere die günstigen bankaufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen sowie die geringen Gründungs- und Verwaltungsanforderungen für Kapitalgesellschaften einiger Offshore-Gebiete zu nennen.<sup>980</sup>

#### 6.2.2.3 Risikoaufteilung und zusätzliche Besicherungsmaßnahmen im Rahmen des Credit Enhancements

Wie bereits mehrfach angesprochen, liegt ein wesentliches Ziel der Asset Securitisation in der Isolierung der Vermögensgegenstände von allgemeinen Geschäfts- und Managementrisiken. Dies ermöglicht eine separate Finanzierung der Assets über die internationalen Kapitalmärkte. Die durch die fehlende Vermischung von Risiken erhöhte Transparenz führt häufig zu höheren Ratings und daraus resultierenden günstigeren Refinanzierungskonditionen. Ein zusätzlicher Mehrwert lässt sich dadurch erzielen, dass die separierten Risiken der Vermögensgegenstände nochmals entsprechend der individuellen Bedürfnisse der unterschiedlichen potentiellen Investorengruppen strukturiert werden. Die maßgeschneiderte Gestaltung der Risiken schlägt sich ebenfalls in Refinanzierungsvorteilen nieder.<sup>981</sup>

Das durch die Begrenzung der Absicherung auf die Vermögensgegenstände bestehende Ausfallrisiko wird regelmäßig durch zusätzliche Besicherungsmaßnahmen eingegrenzt. Diese sollen eine fristgerechte Bedienung der vereinbarten Leistungen an die Kapitalgeber gewährleisten.<sup>982</sup>

---

<sup>978</sup> Vgl. Tischbirek, Besteuerung, S. 1426 f.; Ohl, Finanzierung, S. 304; Willburger, Asset, S. 94.

<sup>979</sup> Vgl. Fahrholz, Unternehmensfinanzierung, S. 229; vgl. zu weiteren Lösungsmöglichkeiten Ebenroth/Neiß, Abschirmwirkung, S. 147 ff.; Willburger, Asset, S. 94 ff.

<sup>980</sup> Vgl. Fahrholz, Unternehmensfinanzierung, S. 225; Kürn, Mortgage, S. 131.

<sup>981</sup> Vgl. Bär, Asset Securitisation, S. 193; Blum/Di Angelo, Structuring, S. 257 f.

<sup>982</sup> Vgl. Ohl, Finanzierung, S. 85 f.



Die beschriebenen Maßnahmen der Risikostrukturierung und der zusätzlichen Besicherung werden unter dem Begriff Credit Enhancement subsumiert. Nach einer kurzen Darstellung der im Rahmen der Asset Securitisation auftretenden Risiken werden verschiedene Möglichkeiten des Credit Enhancements vorgestellt.

#### **6.2.2.3.1 Darstellung der Risiken**

Die im Rahmen einer Asset Securitisation auftretenden Risiken lassen sich grob in zwei Kategorien einteilen. Die erste Kategorie beinhaltet die mit den verbrieften Vermögensgegenständen (Assets) verbundenen Risiken. Hierzu gehören neben dem Zahlungsausfallrisiko beispielsweise das Risiko vorzeitiger oder verspäteter Zahlungen, das Liquiditätsrisiko, das Wiederanlagerisiko sowie Zinsänderungs- und Währungsrisiken. Zudem bestehen im Rahmen des Verbriefungsprozesses (Securitisation) vielfältige Risiken, die man in strukturelle sowie rechtliche Risiken unterteilen kann.

- Zu den strukturellen Risiken gehören beispielsweise der Ausfall von Drittparteien (z. B. der Ausfall eines Swap-Partners oder eines Credit Enhancers), etwaige auf das SPV abfärbende Konkursrisiken des Originators, Managementrisiken sowie im Asset-Pool liegende Klumpenrisiken.
- Im Rahmen der rechtlichen Risiken sind z. B. die bei der Übertragung der Vermögensgegenstände und der Dokumentation der Transaktion entstehende Risiken sowie steuerliche und regulatorische Risiken zu beachten.<sup>983</sup>

Abbildung 36 gibt einen Überblick über potentielle im Rahmen der angesprochenen Kategorien anzusiedelnde Risiken.<sup>984</sup>

#### **6.2.2.3.2 Maßnahmen im Rahmen des Credit Enhancements**

Zur Kontrolle und Eindämmung der angesprochenen Risiken ist es zunächst notwendig, diese möglichst genau zu identifizieren. Zu diesem Zwecke erfolgt im Vorfeld der ABS-Transaktion regelmäßig eine umfangreiche Voruntersu-

---

<sup>983</sup> Maßnahmen zur Reduzierung rechtlicher, steuerlicher und regulatorischer Risiken wurden bereits in Abschnitt 6.2.2.2 angesprochen.

<sup>984</sup> Vgl. Abbildung 36.



chung (Due Diligence) durch die bei der Transaktion beteiligten Investmentbanken, die Rating-Agenturen sowie ggf. die externen Sicherungsgeber. In diesem Rahmen erfolgten eine detaillierte Auswertung der regulatorischen, rechtlichen und steuerlichen Struktur, eine Untersuchung der operationalen Infrastruktur und der Managementqualitäten der beteiligten Parteien, eine Analyse und Bewertung des Asset Portfolios, eine Prognose der zukünftigen Cashflows sowie Sensitivitäts- und Szenarioanalysen.<sup>985</sup> Auf Grundlage der Ergebnisse der Due Diligence erfolgt die Konzeption des Credit Enhancements. Ziel der Sicherungsmaßnahmen ist, die den Vermögensgegenständen anhaftenden Risiken aus Sicht der potentiellen Investoren bedürfnisgerecht zu gestalten.

Asset Securitisation-Risiken		
Asset-Risiken	Securitisation-Risiken	
	Strukturelle Risiken	Rechtliche, steuerrechtliche und regulatorische Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Ausfallrisiko (Default Risk)</li> <li>▪ Risiko vorzeitiger und verspäteter Zahlungen (Prepayment Risk/Delinquency Risk)</li> <li>▪ Liquiditätsrisiko</li> <li>▪ Wiederanlagerisiko (Reinvestment Risk)</li> <li>▪ Zins- und Währungsrisiken</li> <li>▪ etc.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Risiko des Ausfalls einer Drittpartei (Third Party Default Risk)</li> <li>▪ Konkursrisiko des Originators</li> <li>▪ operationale und Managementrisiken</li> <li>▪ im Asset Pool liegende Klumpenrisiken (Concentration Risk)</li> <li>▪ etc.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ rechtliche Risiken bei der Übertragung und der Zurechnung der Vermögensgegenstände (True Sale-Problematik)</li> <li>▪ Risiken aus unsachge-rechter Dokumentation (Documentation Risk)</li> <li>▪ steuerliche Risiken</li> <li>▪ regulatorische Risiken</li> <li>▪ etc.</li> </ul>

Abbildung 36: Asset Securitisation-Risiken<sup>986</sup>

Grundsätzlich lässt sich zwischen internem und externem Credit Enhancement differenzieren (vgl. Abbildung 37).<sup>987</sup>

Das interne Credit Enhancement setzt am durch die Vermögensgegenstände generierten Cashflow an und versucht, durch entsprechende strukturelle Maßnahmen eine Bonitätserhöhung herbeizuführen. Beispiele für interne Sicherungsmaßnahmen sind die Überbesicherung, die Subordination und die Einrichtung von Reservefonds.

<sup>985</sup> Vgl. Bär, Asset Securitisation, S. 147 ff.; Michaud, Rating, S. 275 f.; Ohl, Finanzierung, S. 33 ff. sowie S. 208 ff.

<sup>986</sup> Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Bär, Asset Securitisation, S. 196; Michaud, Rating, S. 269-276.

<sup>987</sup> Vgl. Hsu/Mohebbi, Credit Enhancement, S. 278.

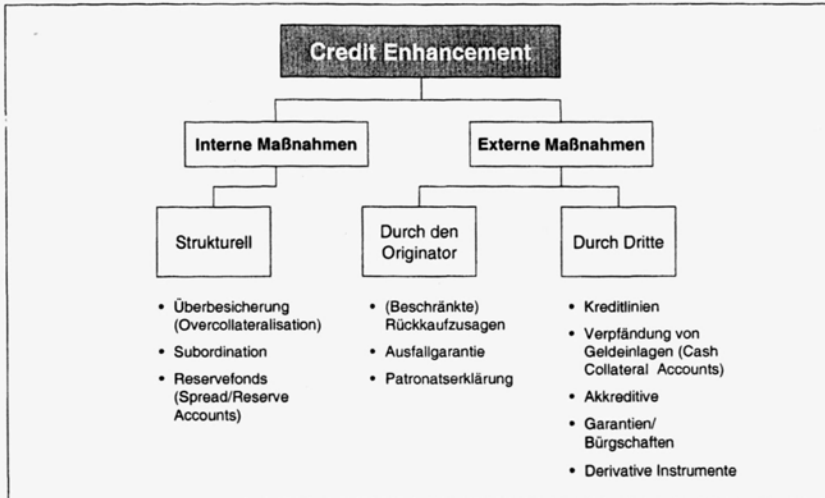


Abbildung 37: Maßnahmen im Rahmen des Credit Enhancements<sup>988</sup>

• **Überbesicherung (Overcollateralisation)**

Überbesicherung bedeutet, dass der Wert der Vermögensgegenstände den Nominalwert der ausgegebenen Wertpapiere um einen bestimmten Betrag übersteigt.<sup>989</sup> Die Kapitaldienstzahlungen an die Wertpapierinhaber werden also durch die eingehenden Cashflows mehr als abgedeckt. Es entsteht ein Cashflow-Puffer, der dafür sorgt, dass selbst bei Wertverlusten der Vermögensgegenstände eine vollständige Bedienung der Wertpapierinhaber bis zu einem bestimmten Grad gewährleistet wird. Die Höhe des Puffers wird i. d. R. anhand von historischen Daten bzw. auf Basis von Schätzungen der erwarteten Ausfallquote ermittelt.<sup>990</sup> Der überschüssige Cashflow wird häufig zur Rückzahlung von Verbindlichkeiten verwendet.<sup>991</sup> Alternativ kann eine Ausschüttung von Dividenden oder die Einzahlung in Reservefonds erfolgen.

<sup>988</sup> Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Bär, Asset Securitisation, S. 210; Hsu/Mohebbi, Credit Enhancement, S. 278 ff.; Ohl, Finanzierung, S. 85 ff.

<sup>989</sup> Vgl. Gögler, Asset backed securities, S. 29 f.

<sup>990</sup> Vgl. Ohl, Finanzierung, S. 88.

<sup>991</sup> Vgl. Hsu/Mohebbi, Credit Enhancement, S. 281 f.

- Subordination

Bei der Subordination wird die Wertpapieremission in verschiedene Tranchen aufgeteilt. Die Tranchen unterscheiden sich in ihrem Range. Die nachrangigen Tranchen (junior class) dienen als Sicherheitspuffer der erstrangigen Tranchen (senior class). Etwaige Zahlungsausfälle bzw. -verzögerungen gehen zunächst zu Lasten der nachrangigen Tranchen.<sup>992</sup> Die Subordination wirkt somit in zwei Richtungen. Zum einen erfolgt eine qualitative Aufwertung der vorrangigen Tranchen, zum anderen werden durch maßgeschneiderte Gestaltungen der Tranchen die spezifischen Bedürfnisse unterschiedlicher Investorengruppen berücksichtigt und somit ein Mehrwert kreiert.

- Reservefonds (Spread/Reserve Accounts)

Unter einem Reservefonds versteht man liquide Mittel, die entweder zu Beginn der Transaktion angelegt oder im Laufe der Zeit durch die Einzahlung überschüssiger Cashflows (excess spread) auf ein separates Konto aufgebaut werden. Die Mittel werden ausschließlich in kurzfristige Anlageformen investiert.<sup>993</sup> Der Treuhänder, der die Reservefonds verwaltet, kann die Mittel zur Deckung von Zahlungsausfällen bzw. zur Überbrückung von Liquiditätsengpässen verwenden.<sup>994</sup>

Externes Credit Enhancement kann durch den Originator oder dritte Parteien erfolgen. Die Sicherung durch den Originator oder einer ihm verbundenen Gesellschaft ist grundsätzlich als problematisch anzusehen. So können Rückkaufzusagen, Ausfallgarantien oder Patronatserklärungen dazu führen, dass die Übertragung der Vermögensgegenstände rechtlich und steuerlich nicht als echter Verkauf angesehen wird und es somit nicht zu einer Entkonsolidierung der Vermögensgegenstände kommt.<sup>995</sup>

Diese Gefahr besteht nicht, wenn das Credit Enhancement durch dritte Parteien erfolgt. In diesem Rahmen existieren vielfältige Möglichkeiten. Neben von ex-

---

<sup>992</sup> Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“, Asset Backed Securities, S. 507.

<sup>993</sup> Vgl. Kürn, Mortgage, S. 99; Hsu/Mohebbi, Credit Enhancement, S. 282 f.

<sup>994</sup> Vgl. Bär, Asset Securitisation, S. 213 f.

<sup>995</sup> Vgl. Abschnitt 6.2.2.2 sowie Ohl, Finanzierung, S. 94 ff.

ternen Kapitalgebern zur Verfügung gestellten Kreditlinien finden in der Praxis so genannte Cash Collateral Accounts Anwendung. Dabei stellt eine Bank dem SPV einen Kredit zur Verfügung. Die Mittel werden meist vom Kreditgeber in hochwertige kurzfristige Anlageformen reinvestiert. Zahlungsausfälle und Zahlungsengpässe können aus dem Verkauf der kurzfristig liquidierbaren Anlagen gedeckt werden.<sup>996</sup> Zudem bieten Versicherungsunternehmen gegen Zahlung von Prämien Garantien (so genannte Monoline Insurances oder Financial Guaranty Insurances) an, bei denen sie sich verpflichten, für die an die Asset-backed Securities zu leistenden Zins- und Tilgungsverpflichtungen im Bedarfsfall einzustehen. Die Versicherung stellt somit ihre eigene Bonität zur Verfügung. Da Versicherungen im Allgemeinen als erstklassige Adressen angesehen werden, führen deren Garantien meist zu deutlichen Ratingverbesserungen.<sup>997</sup> Den sich daraus ergebenden Refinanzierungsvorteilen sind jedoch die sich aus den zu zahlenden Prämien ergebenden Kosten gegenüberzustellen. Ähnliche Sicherungsinstrumente sind Akkreditive (Letter of Credit), bei denen sich Kreditinstitute verpflichten, bei Zahlungsunfähigkeit des SPV die ausstehenden Zahlungen zu leisten. Anzumerken ist, dass eine Ratingverbesserung durch Garantien oder Akkreditive maximal bis zum Rating des Garantie- bzw. Akkreditivgebers erfolgen kann. Ratingverschlechterungen des Garantie- bzw. Akkreditivgebers wirken sich dementsprechend auf das Rating der vom SPV begebenen Wertpapiere aus.<sup>998</sup> Schließlich werden bei ABS-Transaktionen regelmäßig derivative Instrumente wie Swaps, Zinsoptionen (Caps, Floors, Collars) oder Swaptions eingesetzt, um Zins- und Währungsrisiken abzusichern bzw. die Zahlungen an die Wertpapierinhaber maßgeschneidert zu gestalten.<sup>999</sup>

Während in den achtziger Jahren externe Credit Enhancement-Maßnahmen dominierten, ist in den letzten Jahren ein deutlicher Trend zum internen Credit Enhancement zu beobachten. Dies ist insbesondere in der Verteuerung von Akkreditiven sowie den zum Teil gesunkenen Ratings von Garantie- und Akkre-

---

<sup>996</sup> Vgl. Bär, Asset Securitisation, S. 220.

<sup>997</sup> Vgl. Hsu/Mohebbi, Credit Enhancement, S. 278 f.

<sup>998</sup> Vgl. Hsu/Mohebbi, Credit Enhancement, S. 279.

<sup>999</sup> Vgl. z. B. Kürn, Mortgage, S. 104 f.

ditivgebern begründet.<sup>1000</sup> Das externen Maßnahmen inhärente Risiko einer bonitätsmäßigen Verschlechterung des externen Sicherungsgebers wird aufgrund schlechter Erfahrungen zunehmend kritisch gesehen. Darüber hinaus sind bei der Entscheidung über die Art des Credit Enhancements die meist höheren Kosten externer Maßnahmen von großer Bedeutung.

In der praktischen Anwendung kommt es im Regelfall zu einer Kombination von externem und internem Credit Enhancement. Abbildung 38 zeigt das Ergebnis einer Umfrage unter Kreditinstituten. Danach ergab sich folgende Nutzungshäufigkeit der einzelnen Sicherungsmaßnahmen.<sup>1001</sup>

Garantie, Bürgschaft, Grundbucheintragung	41 % der befragten Banken
Overcollateralisation	31 % der befragten Banken
Barsicherheiten	21 % der befragten Banken
Subordination	10 % der befragten Banken
Spread Account	7 % der befragten Banken
Kreditzusagen	7 % der befragten Banken
Vorgelagertes Qualitätsmanagement bei der Auswahl der Aktiva	14 % der befragten Banken

Abbildung 38: Einsatz von Credit Enhancement-Maßnahmen<sup>1002</sup>

#### 6.2.2.4 Rating

Investitionsentscheidungen von Kapitalmarktteilnehmern orientieren sich im Wesentlichen an den drei Kriterien Sicherheit, Rendite und Liquidität.<sup>1003</sup> Insbesondere die Einschätzung des erstgenannten Kriteriums fällt vielen Investoren schwer. Zu einer fundierten Risikobeurteilung müssen nämlich zahlreiche Informationen über den Asset-Pool, die Transaktionsstruktur, die beteiligten Parteien sowie die rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen zur Verfügung stehen. Für die Erhebung und Analyse der erforderlichen Daten fehlen einem Großteil der potentiellen Investoren Mittel und Zeit.<sup>1004</sup> Daneben weisen ABS-Transaktionen als strukturierte Finanzierungstechniken eine hohe Komplexität auf, so dass die Risikobewertung umfangreiches Spezial-Know-How erfordert. Lediglich Banken und einige große institutionelle Investoren verfügen

<sup>1000</sup> Die Verteuerung von Akkreditiven ist vorrangig auf verstärkte Eigenkapitalunterlegungspflichtigen zurückzuführen. Vgl. Bär, Asset Securitisation, S. 223 f.

<sup>1001</sup> Vgl. Abbildung 38.

<sup>1002</sup> Quelle: Peters/Bernau, Asset-Backed Securities, S. 716.

<sup>1003</sup> Vgl. Süchting, Sicherheit, S. 18.

über die hierzu notwendigen Ressourcen. Der überwiegende Teil der Marktteilnehmer orientiert sich bei der Risikobeurteilung von Anlageformen an den Bonitätseinschätzungen international anerkannter Rating-Agenturen.<sup>1005</sup>

Im Rahmen von ABS-Transaktionen werden überwiegend die vier weltweit führenden Rating-Agenturen mit der Erstellung von Bonitätseinschätzungen beauftragt. Dabei handelt es sich um Moody's Investors Service (Moody's), Standard & Poor's Corporation (S&P), Duff & Phelps Credit Rating Co. (DCR) und Fitch IBCA (Fitch).<sup>1006</sup> Es können sowohl Emittenten- als auch Emissions-Ratings erteilt werden. Während beim Emittenten-Rating die Bonität des Schuldners beurteilt wird, bezieht sich die Analyse beim Emissions-Rating auf die Fähigkeit des Schuldners, die Verpflichtungen aus einer bestimmten Emission (Anleihe oder andere Finanzkontrakte) zu erfüllen.<sup>1007</sup> Emittenten-Ratings sind bei strukturierten Finanzierungen wie ABS-Transaktionen eher die Ausnahme; i. d. R. werden Emissions-Ratings ausgestellt.<sup>1008</sup>

Die Bonitätseinschätzungen der Rating-Agenturen erfolgen in Form von Symbolen, die eine bestimmte Risikoklasse repräsentieren. Die verwendeten Symbole der verschiedenen Agenturen sind zwar nicht identisch, ähneln sich aber in Form und Inhalt. Abbildung 39 fasst die zur Bewertung von Asset-backed Securities verwendeten Rating-Symbole sowie deren Bedeutung zusammen.<sup>1009</sup>

Der Rating-Prozess ist durch sein iteratives Vorgehen gekennzeichnet. Nach einer gründlichen Prüfung der Vermögensgegenstände, der Transaktionsstruktur sowie der rechtlichen und steuerlichen Aspekte präsentieren Rating-Agenturen ein vorläufiges Ergebnis. Der Auftraggeber hat nun die Möglichkeit, das Ergebnis zu kommentieren und - sofern das anvisierte Rating nicht erreicht wurde - neue Daten einzureichen. Durch strukturelle Änderungen bzw. eine

<sup>1004</sup> Vgl. Bär, Securitisation, S. 233 f.; Fahrholz, Unternehmensfinanzierung, S. 232; Hoffmann, Bonitätsbeurteilung, S. 16.

<sup>1005</sup> Vgl. Paul, Bankenintermediation, S. 169.

<sup>1006</sup> Insgesamt existieren weltweit schätzungsweise 40 Agenturen, von denen viele jedoch auf bestimmte Marktsegmente oder Regionen spezialisiert sind. Vgl. Bär, Asset Securitisation, S. 235 f.

<sup>1007</sup> Vgl. Betsch/Groh/Lohmann, Corporate, S. 184; Ohl, Finanzierung, S. 198 ff.

<sup>1008</sup> Vgl. Paul, Bankenintermediation, S. 169 f.



Ausweitung des Credit Enhancements können u. U. weitere Rating-Verbesserungen erzielt werden.<sup>1010</sup> Das aus diesem iterativen Prozess resultierende Rating wird veröffentlicht. Die Transaktion unterliegt auch nach der Publikation des finalen Ratings einem permanenten Monitoring durch die Rating-Agentur. Bei Änderung wertrelevanter Faktoren kann es u. U. zu einer Herauf- oder Herabstufung des Ratings kommen.<sup>1011</sup>

S&P	Moody's	DCR	Fitch	Bedeutung		
AAA	Aaa	AAA	AAA	Extrem starke Fähigkeit zu Zins- und Tilgungszahlungen.	I N V E S T M E N T	
AA+	Aa1	AA+	AA+	Sehr starke Fähigkeit zu Zins- und Tilgungszahlungen.		
AA	Aa2	AA	AA			
AA-	Aa3	AA-	AA-			
A+	A1	A+	A+	Starke Fähigkeit zu Zins- und Tilgungszahlungen, jedoch etwas anfälliger gegenüber nachteiligen wirtschaftlichen Entwicklungen.		
A	A2	A	A			
A-	A3	A-	A-			
BBB+	Baa1	BBB+	BBB+	Gegenwärtig ausreichende Fähigkeit zu Zins- und Tilgungszahlungen. Jedoch mangelnder Schutz gegenüber nachteiligen wirtschaftlichen Entwicklungen.		
BBB	Baa2	BBB	BBB			
BBB-	Baa3	BBB-	BBB-			
BB+	Ba1	BB+	BB+	Spekulative Anlage. Nur mäßige Fähigkeit zu Zins- und Tilgungszahlungen. Hohe Abhängigkeit von Wirtschaftsentwicklungen.	S P E C U L A T I V E	
BB	Ba2	BB	BB			
BB-	Ba3	BB-	BB-			
B+	B1	B+	B+	Spekulative Anlage mit langfristig geringen Erwartungen auf Zinszahlungen.		
B	B2	B	B			
B-	B3	B-	B-			
CCC+	Caa	CCC	CCC	Hoher Spekulationsgrad. In Zahlungsverzug sowie Insolvenzgefahr.		
CCC						
CCC-						
CC	Ca		CC	Hoher Spekulationsgrad. In Zahlungsverzug sowie erhöhte Insolvenzgefahr.		G R A D E
C	C		C	Sehr hoher Spekulationsgrad.		
D		DD	DDD DD D	Extrem hoher Spekulationsgrad. Keine Zinszahlungen, Tilgung höchst zweifelhaft oder fällt aus.		

Abbildung 39: Rating-Symbole und deren Bedeutung<sup>1012</sup>

Ratings sind insbesondere bei Platzierungen an internationalen Kapitalmärkten unverzichtbar. Sie genießen eine hohe Akzeptanz bei den Investoren und wirken sich direkt auf die gezahlten Risikoprämien aus. Abbildung 40 verdeutlicht

<sup>1009</sup> Vgl. Abbildung 39.

<sup>1010</sup> Vgl. Bär, Asset Securitisation, S. 240 ff.; Berndsen, Asset backed Securities, S. 191; Meyer-Papart, Ratingkriterien, S. 117 f.

<sup>1011</sup> Vgl. Ohl, Finanzierung, S. 228 f.

<sup>1012</sup> Quelle: in Anlehnung an Bär, Asset Securitisation, S. 238; vgl. auch Fabozzi/Modigliani, Capital, S. 520; Meyer-Papart, Ratingkriterien, S. 170 f.



dies eindrucksvoll. Während sich die gezahlten Prämien im Investment Grade-Bereich aufgrund des niedrigen Ausfallrisikos in Grenzen halten, steigen die Renditeforderungen der Investoren im Speculative Grade-Bereich überproportional an.<sup>1013</sup>

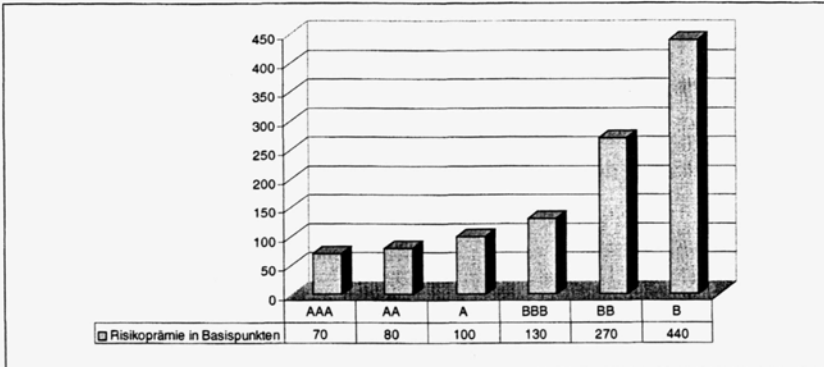


Abbildung 40: Einfluss des Ratings auf die Renditeforderung der Investoren<sup>1014</sup>

Der in Abbildung 41 dargestellte Vergleich von in den USA emittierten Asset-backed Securities mit Unternehmensschuldverschreibungen zeigt, dass über 99 % der ABS-Emissionen im Investment Grade-Bereich liegen. Bemerkenswert ist der mit 89 % sehr hohe Anteil an AAA-Emissionen. Unternehmensanleihen weisen wesentlich niedrigere Ratings auf. Bär hält diese Verteilung in etwa auch für Europa zutreffend.<sup>1015</sup>

#### 6.2.2.5 Gestaltungsmöglichkeiten im Rahmen der Refinanzierung

Zur Refinanzierung der Vermögensgegenstände emittiert die Zweckgesellschaft Wertpapiere oder Schuldscheine an internationalen Kapitalmärkten (Asset-backed Securities). In der Praxis erfolgt die Begebung der Wertpapiere meist nicht durch das die Vermögensgegenstände haltende SPV, sondern durch eine weitere Finanzierungsgesellschaft, deren ausschließlicher Geschäftszweck die Emission von Wertpapieren und die anschließende Finanzierung des Asset-SPV ist. Zum Teil existieren auch drei- oder mehrstöckige Strukturen. Bei der

<sup>1013</sup> Vgl. Abbildung 40.

<sup>1014</sup> Quelle: in Anlehnung an Betsch/Groh/Lohmann, Corporate, S. 199.

<sup>1015</sup> Vgl. Bär, Asset Securitisation, S. 239 f.

Konzeption mehrstöckiger Strukturen fließen neben steuerlichen (z. B. Vermeidung der Hinzurechnungsbesteuerung) und emissionsrechtlichen (z. B. Umgehung von Wertpapier-Verkaufsbeschränkungen) Überlegungen meist haftungs- und bilanzrechtliche Aspekte mit ein.<sup>1016</sup> Haftungsrisiken und eine Konsolidierungspflicht können z. B. vermieden werden, indem das ohnehin geringe Eigenkapital des in Niedrigsteuerländern domizilierenden Finanzierungsvehikels von einer Treuhandgesellschaft zugunsten einer wohlthätigen Organisation gehalten wird.<sup>1017</sup>

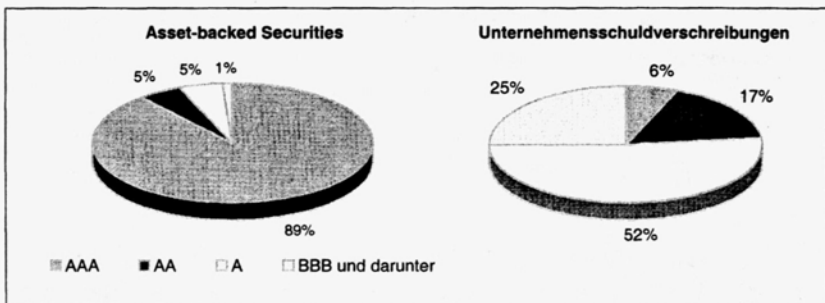


Abbildung 41: Asset-backed Securities und Unternehmensschuldverschreibungen nach Rating-Kategorien<sup>1018</sup>

Im Rahmen der Strukturierung der Emission sind verschiedene Fragen zu beantworten. Zunächst ist zu entscheiden, ob die Emissionen bzw. die Emissionstranchen privat platziert oder öffentlich begeben werden sollen. Der Vorteil einer privaten Platzierung liegt vor allem in dem geringeren administrativen Aufwand sowie den erheblich niedrigeren Publizitätspflichten. Jedoch weisen privat platzierte Titel im Allgemeinen eine sehr eingeschränkte Liquidität auf. Öffentliche Platzierungen bieten den Schuldern die Möglichkeit, die internationalen Börsenplätze als Kapitalquellen zu nutzen. Aufgrund funktionierender Zweitmärkte fallen die Liquiditätsaufschläge öffentlich platzierter Emissionen meist wesent-

<sup>1016</sup> Vgl. Ebenroth/Neiß, Abschirmwirkung, S. 148 f. sowie Fahrholz, Unternehmensfinanzierung, S. 231.

<sup>1017</sup> Derartige Strukturen finden in der Praxis häufig Anwendung. Ein Beispiel stellt eine Transaktion der KKG Bank AG dar (Consumer Loan Finance No. 1 Limited), bei der Teilzahlungskredite verbriefte wurden. Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“, Asset Backed Securities, S. 528 ff.; Willburger, Asset, S. 138 ff.

lich geringer aus, so dass die Renditeforderungen der Investoren niedriger sind.<sup>1019</sup> Zusätzliche Kosten entstehen jedoch durch die umfangreichen börsenrechtlichen Bestimmungen und Publizitätsverpflichtungen, die bei öffentlichen Platzierungen zu erfüllen sind.<sup>1020</sup>

Wie bereits mehrfach angesprochen, liegt ein wesentlicher Ansatzpunkt zur Schaffung von Mehrwert in der Möglichkeit, die spezifischen Präferenzen einzelner Marktsegmente und Investoren bei der Strukturierung der Wertpapiere zu berücksichtigen. Insofern kommt dem „Financial Engineering“ im Rahmen der ABS-Strukturierung große Bedeutung zu. Die bedürfnisgerechte Gestaltung von Emissionstranchen ermöglicht dem Unternehmen, Investorengruppen anzusprechen, die ihre Mittel aufgrund abweichender Risiko-Rendite-Profile normalerweise nicht direkt in Wertpapiere des Unternehmens investieren würden.<sup>1021</sup> Die für das Financial Engineering in Frage kommenden Instrumente und Gestaltungsmöglichkeiten von Asset-backed Securities sind zahlreich. Neben der Ausgabe von Eigenkapitalanteilen (z. B. Aktien) stehen hybride Finanzierungsformen (Vorzugsaktien, Genussscheine, Options- und Wandelanleihen etc.) sowie zahlreiche Fremdfinanzierungsinstrumente (Geld- und Kapitalmarktpapiere) zur Verfügung. Die Verzinsung von Wertpapieren kann fest oder variabel gestaltet werden; auch bezüglich der Laufzeiten und Tilgungsmodalitäten sind die Möglichkeiten nahezu unbegrenzt.<sup>1022</sup> Ziel des Financial Engineerings ist es, durch maßgeschneiderte Ausgestaltung der verschiedenen Kapitalbeschaffungsformen und einen optimalen Instrumentenmix die Kapitalkosten des SPV zu optimieren.<sup>1023</sup>

Zu Finanzinnovationen ist es in den letzten Jahren insbesondere im Bereich der Pay-through-Strukturen gekommen. Eine Vorreiterrolle nahmen die so ge-

---

<sup>1018</sup> Quelle: in Anlehnung an Bär, Asset Securitisation, S. 240. In den Zahlen sind Privatplatzierungen, Asset-backed Commercial Papers und Mortgage-backed Securities nicht enthalten.

<sup>1019</sup> Vgl. Blum/di Angelo, Structuring, S. 261 f.

<sup>1020</sup> Vgl. Gerke/Bank, Finanzierung, S. 272 ff.; Barter, Finance, S. 214 f.; Bär, Asset Securitisation, S. 159; Gögler, Asset backed securities, S. 90 ff.

<sup>1021</sup> Vgl. Fabozzi/Modigliani, Capital, S. 634.

<sup>1022</sup> Vgl. z. B. Bernstorff, Finanzinnovationen, S. 149 ff.; Fabozzi/Modigliani, Capital, S. 293-326 sowie S. 456-556; Fahrholz, Unternehmensfinanzierung, S. 231; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 341 ff.

nannten Collateralized Mortgage Obligations (CMO) ein. Dabei handelt es sich um eine Gestaltungsform von Mortgage-backed Securities, bei der durch Zahlungsstrom-Strukturierungsmaßnahmen zahlreiche Wertpapiertranchen mit unterschiedlichen Risiko-, Zins- und Tilgungscharakteristika kreiert werden. Der Anzahl der unterschiedlich gestalteten Tranchen sind theoretisch keine Grenzen gesetzt. Zum Teil findet man am Markt Emissionen mit über 30 verschiedenen Tranchen.<sup>1024</sup> Da aufgrund ständig neuer Innovationen auf diesem Gebiet eine umfassende Darstellung nicht möglich ist, zeigen die folgenden Ausführungen einige Ansatzpunkte des Financial Engineerings für den Bereich der Asset-backed Securities auf.

- Anleihen mit sequentieller Rückzahlungsstruktur (Sequential Bonds)

Bei dieser Variante werden unterschiedliche Anleihenklassen emittiert. Diese unterscheiden sich insbesondere in ihrer Laufzeit und ihrer Rückzahlungsstruktur. Während alle Anleihenklassen regelmäßig Zinszahlungen erhalten, erfolgen sämtliche Tilgungszahlungen zunächst zugunsten der Anleihe mit der niedrigsten Laufzeit (A-Klasse). Erst nach vollständiger Rückzahlung der A-Klasse setzt die Tilgung der nächstfälligen Klasse (B-Klasse) ein, der sich - wiederum nach vollständiger Rückzahlung - die Tilgung der C-Klasse anschließt.<sup>1025</sup> Der Prozess - der in Abbildung 42 grafisch verdeutlicht wird - wiederholt sich so lange, bis alle Anleiheklassen vollständig zurückgezahlt wurden.<sup>1026</sup>

Häufig wird die Sequential Bond-Struktur um die so genannte Z-Klasse ergänzt. Die der Z-Klasse zugeteilten Zinszahlungen werden nicht an die Z-Investoren weitergeleitet, sondern werden vom Treuhänder so lange zurückbehalten, bis die übrigen Tranchen vollständig zurückgezahlt sind. Erst dann setzen die Zins- und Tilgungszahlungen der Z-Klasse ein (einschließlich der vorher aufgelaufe-

---

<sup>1023</sup> Vgl. Blum/di Angelo, Structuring, S. 257.

<sup>1024</sup> Vgl. Bär, Securitisation, S. 140.

<sup>1025</sup> Vgl. Ames, Introduction, S. 269 f.

<sup>1026</sup> Vgl. Abbildung 42.

nen Zinsen). Aufgrund der langen zins- und tilgungslosen Zeit ähnelt die Z-Klasse in ihrer Zahlungsstruktur den Zero-Bonds.<sup>1027</sup>

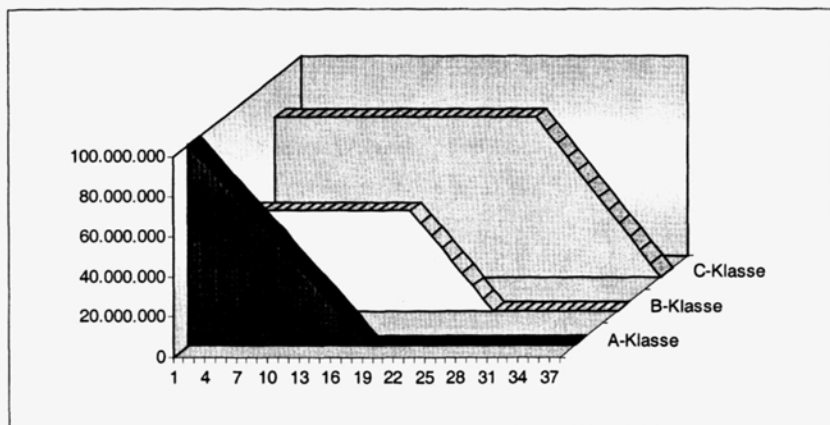


Abbildung 42: Restschuldverlauf bei sequentieller Rückzahlungsstruktur<sup>1028</sup>

Die Entwicklung solcher sequentiellen Tilgungsstrukturen dient zum einen der Senkung des Pass-through-Strukturen inhärenten Risikos der vorzeitigen Rückzahlung (Prepayment Risk).<sup>1029</sup> Zum anderen, und dies ist im Rahmen dieser Untersuchung der entscheidende Aspekt, werden unterschiedliche Investorentypen mit unterschiedlichen Laufzeit-, Risiko- und Zahlungsstrukturpräferenzen angesprochen.<sup>1030</sup>

- Anleihen mit planmäßiger Tilgung

Während bei sequentieller Rückzahlungsstruktur ein gewisses Prepayment-Risiko beim Investor verbleibt, kann dieses durch Anleihen mit planmäßiger Tilgungsstruktur weiter reduziert bzw. vollständig ausgeschaltet werden.<sup>1031</sup> Das

<sup>1027</sup> Z steht aufgrund dieses Zusammenhangs für Zero. Alternativ werden Wertpapiere der Z-Klasse auch als Accrual Bonds bezeichnet. Vgl. Bär, Securitisation, S. 143; Fabozzi/Modigliani, Capital, S. 639 f.; Ohl, Finanzierung, S. 50.

<sup>1028</sup> Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Ohl, Finanzierung, S. 50.

<sup>1029</sup> Vgl. Fabozzi/Modigliani, Capital, S. 638 f. Zu einer detaillierten Darstellung des Prepayment-Risikos vgl. Bhattacharya, Prepayment, S. 331-340; Bhattacharya, Evaluation, S. 341-356.

<sup>1030</sup> Vgl. auch Wainwright, Off balance, S. 338

<sup>1031</sup> Ein Restrisiko verbleibt, sofern Prepayment-Bandbreiten festgelegt werden. Die Tilgung erfolgt in diesem Fall nur dann in planmäßiger Höhe, wenn die Prepayments die vorgegebene Bandbreite nicht verlassen.

Risiko der vorzeitigen Rückzahlung wird vollständig durch so genannte Support-Bonds absorbiert. Auch in diesem Fall ist wiederum kennzeichnend, dass durch strukturelle Maßnahmen spezifische Rendite-Risiko-Profile geschaffen werden. Unter Beachtung der durch den eingehenden Cashflow gesetzten Grenzen können unterschiedlichste Tilgungsstrukturen umgesetzt werden.<sup>1032</sup>

- **Strukturierung des Zins-Coupons**

Die Verzinsung von Anleihen kann auf unterschiedlichste Art und Weise gestaltet werden. Neben mittel- bis langfristig festen Zinssätzen kann eine variable Verzinsung vereinbart werden. Bei einer variablen Verzinsung wird der Zinssatz der Anleihe an einen Referenzzinssatz, z. B. LIBOR oder EURIBOR, gekoppelt. Das somit entstehende Zinsänderungsrisiko kann durch die Vereinbarung von Swaps oder Zinsoptionen (z. B. Caps) begrenzt werden.<sup>1033</sup> Darüber hinaus können Zinsrisiken durch die gleichzeitige Emission so genannter Inverse Floater reduziert bzw. vermieden werden. Die Verzinsung der Inverse Floater reagiert auf die Veränderung des Referenzzinssatzes in genau entgegengesetzter Weise. Steigt der Referenzzins, so sinkt die Verzinsung des Inverse Floaters.<sup>1034</sup> Durch die unterschiedliche Ausgestaltung der Wertpapierverzinsung können spezifische Investorenbedürfnisse gezielt befriedigt werden.

## **6.2.3 Besonderheiten bei der Finanzierung von Unternehmensimmobilien**

Die Nutzung der Asset Securitisation zur Finanzierung von Unternehmensimmobilien erfordert zum einen die Beachtung diverser Voraussetzungen, eröffnet jedoch auf der anderen Seite interessante Gestaltungsmöglichkeiten. Mit diesem Thema beschäftigt sich der folgende Abschnitt. Im Anschluss daran wird mit dem Trafford Center ein Praxisbeispiel einer immobilien-spezifischen Asset Securitisation-Transaktion vorgestellt.

### **6.2.3.1 Notwendige Voraussetzungen**

In Abschnitt 6.2.2.1 wurden die Anforderungen an die zu verbriefenden Vermögensgegenstände erläutert. Im Mittelpunkt steht die Ertragsfähigkeit der Assets. Da Unternehmensimmobilien definitionsgemäß die räumliche Dimension im

<sup>1032</sup> Vgl. Fabozzi/Modigliani, Capital, S. 645 f.

<sup>1033</sup> Vgl. Brealey/Myers, Principles, S. 759 ff.

Leistungsprozess darstellen und folglich vom Unternehmen selbst genutzt werden,<sup>1035</sup> muss als Basis für die Verbriefbarkeit ein vom allgemeinen Unternehmens-Cashflow separierbarer Zahlungsstrom kreiert werden. Dies kann - je nach Ausgangssituation (Finanzierung einer Neu- oder Bestandsimmobilie) - durch eine Buy-and-lease- oder eine Sale-Leaseback-Transaktion erreicht werden.<sup>1036</sup> Die zu finanzierenden Immobilien sind in eine Zweckgesellschaft zu separieren. Zwischen der Zweckgesellschaft als Vermieter und dem Unternehmen als Mieter wird ein langfristiger Nutzungsvertrag abgeschlossen. Da die Refinanzierung laufzeitkongruent zu den bestehenden Mietverträgen erfolgen sollte, ist die Mietvertragslaufzeit entsprechend langfristig zu dimensionieren. Die Anschaffung der Immobilien kann das SPV zunächst z. B. über eine kurzfristige Kreditfazilität zwischenfinanzieren (vgl. Abbildung 43).

Aufgrund der meist hohen Fixkosten von ABS-Transaktionen sollte der zu finanzierende Immobilienpool ein gewisses Mindestvolumen aufweisen.<sup>1037</sup> Da das Unternehmen die Immobilien im Regelfall selbst anmietet, ist über den Mietermix kaum ein Risikodiversifikationseffekt erzielbar. Insofern ist es vorteilhaft, wenn die Poolobjekte sich hinsichtlich anderer wesentlicher Merkmale wie Standortkriterien, Objektgrößen, Nutzungsarten etc. hinreichend unterscheiden.<sup>1038</sup>

Vor dem Hintergrund der hohen Wertbeständigkeit von Immobilien und der aufgrund der langfristigen Mietverträge guten Prognostizierbarkeit der Cashflows, erfüllen Gewerbeimmobilien die wichtigsten Anforderungen für eine Verbriefungstransaktion. Einschränkungen bestehen lediglich hinsichtlich der Liquidierbarkeit, die je nach vorherrschender Marktsituation u. U. einen längeren Zeitraum beanspruchen kann.

---

<sup>1034</sup> Vgl. Fabozzi/Modigliani, Capital, S. 641 ff.

<sup>1035</sup> Vgl. Schäfers, Management, S. 15 f.

<sup>1036</sup> Zu rechtlichen und steuerlichen Aspekten der Separation von Immobilien vom Unternehmen vgl. Hens, Management, S. 226 ff. sowie Schäfer, Umwandlungssteuerrecht.

<sup>1037</sup> Vgl. Buse, Wohnungsunternehmen, S. 248 sowie Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 473, die ABS-Transaktionen erst bei Größenordnungen von über DM 100 Mio. als wirtschaftlich einstufen.

<sup>1038</sup> Vgl. auch Abschnitt 3.2.3.1.3.



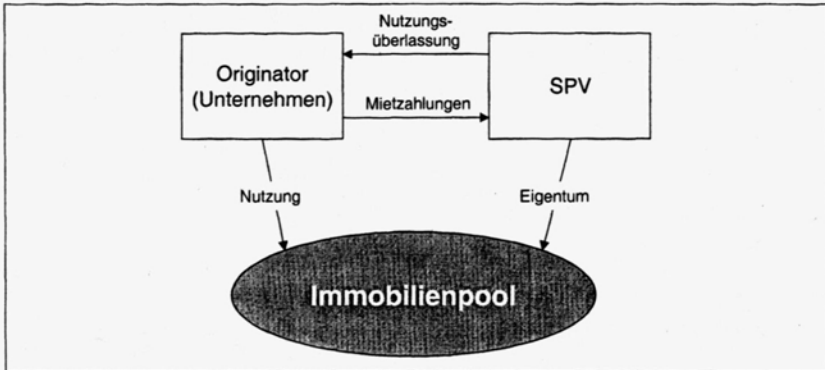


Abbildung 43: Mietverhältnis als Ausgangspunkt der Verbriefungstransaktion<sup>1039</sup>

### 6.2.3.2 Gestaltungsmöglichkeiten im Rahmen der Verbriefung von Unternehmensimmobilien

Hinsichtlich der Refinanzierung bestehen verschiedene Möglichkeiten der Strukturierung.

- Einstufige Struktur

Bei einem einstufigen Aufbau emittiert die immobilienhaltende Zweckgesellschaft die Asset-backed Securities selbst. Es werden sowohl Eigenkapitalanteile als auch Schuldpapiere ausgegeben. Wird das SPV in Deutschland als Kommanditgesellschaft gegründet, kann zum Zwecke der günstigen Eigenkapitalbeschaffung z. B. eine immobilienfondsähnliche Struktur konstruiert werden. Durch die Nutzung der in Abschnitt 5.2.3.2.1 erläuterten Vorteile können die gewichteten Kapitalkosten gesenkt werden. Zwar sind von Personengesellschaften ausgegebene Schuldverschreibungen grundsätzlich an der Börse handelbar, allerdings sind hinsichtlich der Platzierbarkeit dieser eher ungewöhnlichen Konstruktion Zweifel angebracht.<sup>1040</sup> Erfolgt vor diesem Hintergrund die Gründung der Zweckgesellschaft als Kapitalgesellschaft (GmbH oder Aktiengesellschaft), entfällt die steuerliche Transparenz; es sind Unternehmenssteuern (z. B. Körperschaftsteuern) zu entrichten.<sup>1041</sup>

<sup>1039</sup> Quelle: eigene Darstellung.

<sup>1040</sup> Vgl. Abschnitt 6.2.2.3.

<sup>1041</sup> Vgl. Helmer, Genußschein, S. 156 f.

Ein wesentlicher Nachteil des einstufigen Modells liegt in der Vermischung der Asset-Risiken mit den aus dem Management der Immobilien entstehenden Risiken des laufenden Geschäftsbetriebs. Um eine saubere Trennung der Risiken zu gewährleisten, wird in der Praxis meist auf zweistufige Konstruktionen zurückgegriffen.<sup>1042</sup>

- Zweistufige Struktur

Beim zweistufigen Modell erfolgt die Refinanzierung der Asset-backed Securities nicht durch das immobilienhaltende SPV, sondern durch eine zweite Gesellschaft. Der Geschäftszweck des Finanzierungsvehikels beschränkt sich auf die Ausgabe von Wertpapieren zur Refinanzierung des Asset-SPV.<sup>1043</sup>

Die Zurverfügungstellung der Mittel an das Asset-SPV kann auf unterschiedlichen Wegen erfolgen. Erstens besteht die Möglichkeit, die zukünftigen Mietforderungen an das Finanzierungsvehikel zu veräußern.<sup>1044</sup> Als Gegenleistung erhält das Asset-SPV im Regelfall eine Einmalzahlung, die dem Barwert der zukünftigen Mietzahlungen entspricht. Große Bedeutung kommt der Festlegung des Diskontierungssatzes zu. Üblicherweise wird der Zinssatz eines risiko- und laufzeitäquivalenten Wertpapiers verwendet, der auch die Kosten des Credit Enhancements, die Kosten von Servicer und Treuhänder sowie etwaige sonstige Kosten des Finanzierungs-SPV berücksichtigt.<sup>1045</sup> Zweitens kann das Finanzierungs-SPV die Mittel aus der Begebung der Asset-backed Securities über grundpfandrechtlich gesicherte Darlehen an das Asset-SPV weiterreichen. In beiden Fällen ist es aus Sicht der ABS-Investoren entscheidend, qualitativ hochwertige und im Verwertungsfall durchsetzbare Sicherheiten über den Cashflow und die Cashflow-generierenden Vermögensgegenstände zu erlangen. Aus diesem Grund wird üblicherweise in beiden Alternativen neben der Abtretung der Forderungen aus den Mietverträgen eine Belastung der Immo-

---

<sup>1042</sup> Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“, Asset Backed Securities, S. 510; Bär, Asset Securitisation, S. 111; Paul, Bankenintermediation, S. 135.

<sup>1043</sup> Vgl. auch Abschnitt 6.2.2.5.

<sup>1044</sup> Vgl. z. B. Buse, Wohnungsunternehmen, S. 242 ff.

<sup>1045</sup> Vgl. Lucas/Zimmerman, Lease-Backed Securities, S. 155 ff.; Ohl, Finanzierung, S. 152.

lien mit Grundpfandrechten vereinbart.<sup>1046</sup> In der Praxis wird aus Praktikabilitäts- und Transparenzgründen vielfach die zweite Alternative bevorzugt.<sup>1047</sup>

Ein zweistufiger Aufbau eröffnet interessante Gestaltungsmöglichkeiten. Die Fremdfinanzierung des Asset-SPV wird kapitalmarktorientiert über das Finanzierungsvehikel gestaltet. Im Regelfall erfolgt die Ansiedlung der mit meist geringem Eigenkapital ausgestatteten Finanzierungsgesellschaft aus den in Abschnitt 6.2.2.5 angesprochenen Gründen in Niedrigsteuerländern. Durch die Beschränkung auf die Refinanzierungstätigkeit und die strikte Trennung von den Geschäfts- und Managementrisiken des Asset-SPV und des Originators wird maximale Transparenz und somit die Erreichung optimaler Finanzierungsbedingungen gewährleistet. Das Asset-SPV übernimmt neben der Immobilienverwaltung die Funktion der Eigenkapitalbeschaffung. Da die Interessenkollision der Fremd- und Eigenkapitalgeber durch die gesellschaftliche Trennung erheblich reduziert wird, ist eine optimale Gestaltung beider Kapitalbeschaffungsmaßnahmen möglich. So ist beispielsweise vorstellbar, auf Ebene des Asset-SPV eine Immobilienfondslösung zu etablieren. Die durch die bereits angesprochenen Vorteile erzielten günstigen Eigenkapitalkosten können auf diese Weise mit den Vorteilen der kapitalmarktorientierten Fremdfinanzierung des Finanzierungsvehikels kombiniert werden.<sup>1048</sup> Abbildung 44 verdeutlicht eine solche Struktur in grafischer Form.<sup>1049</sup>

Auch in diesem Fall übt das Credit Enhancement entscheidenden Einfluss auf die Konditionen der Asset-backed Securities aus. Durch die Eigenkapitalfinanzierung auf Ebene des Asset-SPV wird der Verschuldungsgrad begrenzt. Da der gesamte Immobilienpool durch die grundpfandrechtlichen Sicherheiten und die Abtretung der Mietforderungen in die Besicherung einbezogen wird, entsteht eine Überbesicherung (Overcollateralisation). Die Höhe des optimalen Verschuldungsgrades wird zum einen durch die fremdfinanzierungsbedingten Steuervorteile und zum anderen durch die entgegengesetzt wirkende mit einer

<sup>1046</sup> Vgl. Deutsche Bank AG, Securitisation, S. 38; Lucas/Zimmerman, Lease-backed Securities, S. 159.

<sup>1047</sup> Vgl. Adams, CMBS Structures, S. 210 ff.; Ohl, Finanzierung, S. 152.

<sup>1048</sup> Vgl. die Ausführungen in Abschnitt 5.2.3.2.1.

<sup>1049</sup> Vgl. Abbildung 44.

zunehmenden Verschuldung einhergehende Verschlechterung des Ratings beeinflusst. Die im Bereich der Speculative Grades überproportional ansteigenden Kosten legen nahe, die Verschuldung bis maximal zur Grenze des Investment Grade-Bereiches auszudehnen.<sup>1050</sup>

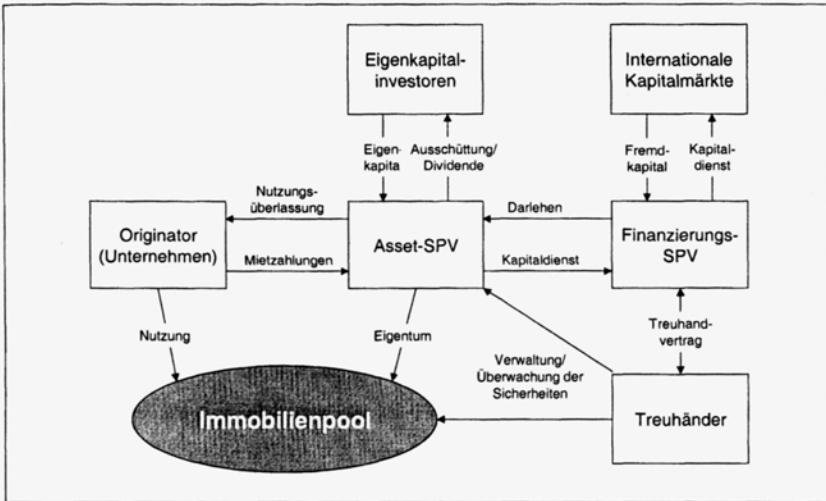


Abbildung 44: Zweistufiges Modell der Asset Securitisation<sup>1051</sup>

Daneben können die Kapitalkosten durch Maßnahmen im Rahmen der Subordination, durch die Einrichtung von Reservefonds und Kreditlinien, durch Garantien Dritter sowie durch den Einsatz von Instrumenten zur Reduzierung von Zins- und Währungsrisiken (Swaps, Caps etc.) optimiert werden.<sup>1052</sup>

Im Rahmen eines zweistufigen Aufbaus der Securitisation nimmt der Treuhänder eine wichtige Stellung ein. Zum einen verwaltet und überwacht er die dem Finanzierungs-SPV eingeräumten Sicherheiten (Grundpfandrechte, Abtretung der Mietforderungen etc.). Zum anderen muss sichergestellt sein, dass die ABS-Investoren Zugriff auf die Aktiva und Sicherheiten des Finanzierungs-SPV

<sup>1050</sup> Vgl. Betsch/Groh/Lohmann, Corporate, S. 197 ff. Diese These wird gestützt durch empirische Untersuchungen, die zu dem Schluss kommen, dass das Minimum der gewichteten Kapitalkosten ungefähr bei einem Credit Rating von BBB liegt. Vgl. J. P. Morgan, Finance, S. 22.

<sup>1051</sup> Quelle: eigene Darstellung.

<sup>1052</sup> Vgl. Abschnitt 6.2.2.3.2.

haben. Dies wird im Allgemeinen durch den Abschluss von Sicherungsvereinbarungen zwischen dem Finanzierungs-SPV und den ABS-Investoren gewährleistet. Die Überwachung erfolgt auch hier durch einen Treuhänder, der die Aktiva des Finanzierungs-SPV treuhänderisch in Besitz nimmt.<sup>1053</sup>

#### **6.2.4 Beispiel für eine immobilien spezifische ABS-Transaktion**

Bei der nachfolgend beschriebenen Transaktion<sup>1054</sup> handelt es sich um die Finanzierung des Trafford Centres, eines Shopping-Centers mit einer vermietbaren Fläche von 126.614 Quadratmetern, das vier Meilen westlich der Innenstadt von Manchester gelegen ist. Das Shopping-Center besteht aus insgesamt 234 Ladeneinheiten, 29 Restaurants, Bars und Kiosken, einem Kino sowie diversen anderen Unterhaltungseinrichtungen. Es liegt unmittelbar am M-60-Motorway. Stellplätze sind für etwa 10.000 PKW und 300 Busse vorhanden. Die Eröffnung des Centers fand am 10. September 1998 statt. Zum damaligen Zeitpunkt waren 87 % der Gewerbeeinheiten, was etwa 92 % der vermietbaren Fläche entspricht, langfristig auf Basis von so genannten FRI-Verträgen (full repairing and insuring, d. h., der Mieter trägt die Hauptlast der Reparatur- und Versicherungskosten) vermietet. Zwischenzeitlich ist das Center nahezu vollständig vermietet. Die durchschnittliche Mietdauer beträgt etwa zwanzig Jahre. Die fünf Ankermieter belegen mit 46.568 Quadratmetern mehr als ein Drittel der zur Verfügung stehenden Fläche. Das Mietaufkommen (gross rent roll) betrug im ersten Jahr rund GBP 51 Mio.; ein unabhängiger Sachverständiger hat den Marktwert des Gesamtkomplexes auf GBP 880 Mio. geschätzt. Das Management des Centers erfolgt durch den Immobilieneigentümer (The Trafford Centre Limited) selbst. Zu diesem Zwecke beschäftigt die Gesellschaft über 300 Mitarbeiter. Das Investitionsvolumen von insgesamt GBP 1.053,05 Mio. soll mit GBP 400,20 Mio. über Eigenkapital, GBP 610,00 Mio. über Fremdkapital und GBP 42,85 Mio. durch sonstige Mittel finanziert werden. Während das Eigenkapital von einer Investorengruppe gestellt wird, soll die Beschaffung des Fremdkapitals durch die Ausgabe von Asset-backed Securities erfolgen.

---

<sup>1053</sup> Vgl. Ohl, Finanzierung, S. 36 ff. sowie S. 42.

Die Finanzierungsstruktur beruht auf einem mehrstufigen Modell. Die Asset-backed Securities werden von einer speziell gegründeten Finanzierungsgesellschaft (The Trafford Centre Finance Limited bzw. Issuer) mit Sitz auf den Cayman Islands emittiert. Das Listing der Wertpapiere erfolgt an der London Stock Exchange. Der Emissionserlös wird via Darlehen (Secured loan) weitergeleitet an die immobilienhaltende The Trafford Centre Limited (Borrower), die in England und Wales inkorporiert ist. Das Eigenkapital wird von der The Trafford Centre Holdings Limited (Parent) gehalten, deren Anteile zu 100 % der The Trafford Centre Investment Limited (Intermediate Holdings) gehören. Borrower, Parent und Intermediate Holdings bilden die so genannte Borrowing Group. Die Anteile der Intermediate Holdings werden vollständig von der Peel Holdings, den eigentlichen Eigenkapitalinvestoren, gehalten.<sup>1055</sup>

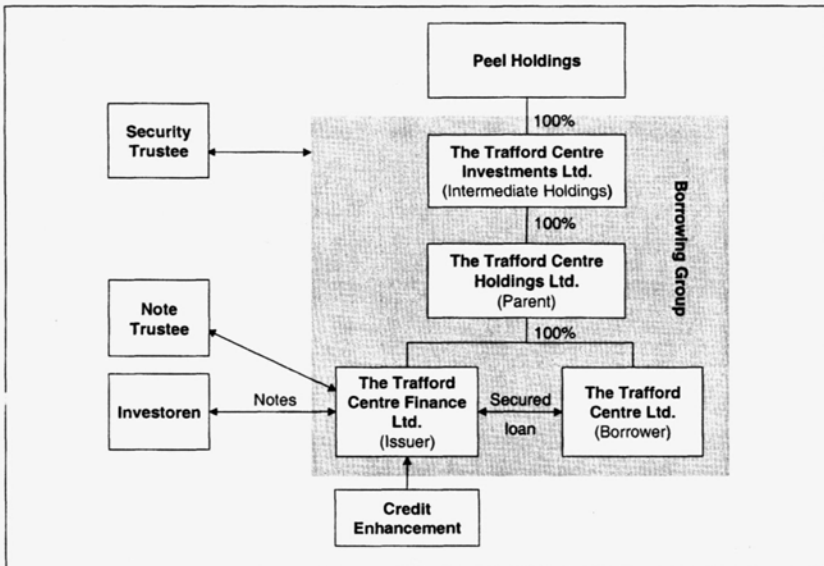


Abbildung 45: Strukturdiagramm der Trafford Centre-Transaktion<sup>1056</sup>

<sup>1054</sup> Als Informationsbasis für die Ausführungen dienten folgende Quellen: Deutsche Bank/The Royal Bank of Scotland, Trafford; Fitch IBCA, Report; Standard & Poor's, Structured Finance; DCR Duff & Phelps Credit Rating Co., Press Release.

<sup>1055</sup> Vgl. Abbildung 45.

<sup>1056</sup> Quelle: Fitch IBCA, Report, S. 3.

Die ausgegebenen Wertpapiere (Notes) wurden in unterschiedliche Klassen aufgeteilt. Es handelt sich vom Grundsatz her um eine sequentielle Rückzahlungsstruktur. Die Schuldverschreibungen der Klasse A, die sich in eine festverzinsliche und eine variabel verzinsliche Tranche aufteilen, stehen im Rang vor den Klasse-B-Wertpapieren, die wiederum gegenüber den Klasse-D-Schuldverschreibungen Vorrang genießen. Abbildung 46 gibt einen Überblick über die Ausstattung der Asset-backed Securities.<sup>1057</sup>

Klasse	A1	A2	B	D1	D2
<b>Betrag (GBP Mio.)</b>	50	340	120	50	50
<b>Rating</b>	AAA	AAA	AA	BBB	BBB
<b>Verzinsung</b>	Variabel	6,50% (fest)	7,03% (fest)	Variabel	8,28% (fest)
<b>Fälligkeit</b>	2013	2033	2029	2017	2022

Abbildung 46: Ausstattung der Asset-backed Securities<sup>1058</sup>

Die gewählte Besicherungsstruktur stellt eine Kombination grundpfandrechtlicher und schuldrechtlicher Sicherheiten sowie interner und externer Maßnahmen des Credit Enhancements dar.

- Zur Besicherung des vom Finanzierungs-SPV an das Asset-SPV gewährten Darlehens wurde eine Sicherungsvereinbarung (Security Trust Deed) abgeschlossen. Die Sicherheiten umfassen neben der grundpfandrechtlichen Besicherung und der Abtretung der Forderungen aus den gegenwärtigen und zukünftigen Mietverträgen Verpfändungen bzw. Abtretungen nahezu sämtlicher Vermögensgegenstände und Konten der Borrowing Group. Sie werden vom so genannten Sicherheitentreuhänder (Security Trustee) überwacht und verwaltet.
- Daneben wurde eine zweite Sicherungsvereinbarung (Note Trust Deed) abgeschlossen, wonach sämtliche Vermögensgegenstände des Finanzierungs-SPV zugunsten des Wertpapier-Treuhänders (Note Trustee) abgetreten bzw. verpfändet werden. Der Treuhänder hält die Sicherheiten treu-

<sup>1057</sup> Vgl. Abbildung 46.



händerisch zugunsten der Inhaber der ausgegebenen Schuldverschreibungen.

- Das Credit Enhancement stellt eine Kombination interner und externer Maßnahmen dar. Da der geschätzte Wert der Immobilie mit GBP 880 Mio. weit über dem Gesamtvolumen der Emission liegt (GBP 610 Mio.), besteht eine substantielle Überbesicherung. Das Verhältnis von ausgegebenen Schuldverschreibungen und dem Wert der Immobilie (loan-to-value ratio) beträgt rund 69,3 %. Daneben wurde eine Subordinationsstruktur der ABS-Wertpapiere etabliert: Die Klasse-B- und Klasse-D-Schuldverschreibungen sind hinsichtlich Zins- und Tilgungszahlungen nachrangig gegenüber den Klasse-A-Wertpapieren. Die Klasse-B ist wiederum der Klasse-D übergeordnet. Zusätzlich wurden ein Reservefonds (Reserve Fund) sowie eine Kreditlinie (Liquidity Facility) eingerichtet. Die Absicherung des Zinsänderungsrisikos erfolgt durch den Abschluss einer Cap-Vereinbarung (Cap Agreement) auf Ebene des Finanzierungsvehikels (Issuer). Daneben hat der Borrower eine Floor-Vereinbarung abgeschlossen, durch die die Kosten der Cap-Vereinbarung reduziert werden.

Die Besicherungsstruktur gewährleistet, dass sich sämtliche Ratings der ausgegebenen Schuldverschreibungen im Investment Grade-Bereich befinden. Operationale und finanzielle Flexibilität sind in einem begrenzten Umfang gegeben. Der Umfang orientiert sich im Wesentlichen am Einfluss auf die vergebenen Ratings. Gemäß Vereinbarung ist die Ausgabe weiterer Schuldverschreibungen erlaubt, sofern u. a. diesen das gleiche Rating wie den existierenden Klassen zugeteilt wird und darüber eine Bestätigung der Rating-Agenturen vorliegt, eine grundpfandrechtliche Besicherung erfolgt und Hedging-Maßnahmen in akzeptablem Umfang ergriffen werden. Die zusätzlichen Mittel können zur Finanzierung genehmigter Akquisitionen eingesetzt werden. Desinvestitionen dürfen lediglich in einem Umfang durchgeführt werden, der gewährleistet, dass kein negativer Werteffekt eintritt, der zu einer Herabstufung oder gar einem Entzug des Ratings führt.<sup>1059</sup>

<sup>1058</sup> Quelle: Deutsche Bank/The Royal Bank of Scotland, Trafford, S. 1 ff.

<sup>1059</sup> Vgl. Deutsche Bank/The Royal Bank of Scotland, Trafford, S. 20 f.; Fitch IBCA, Report, S. 5 f.

Die Trafford Centre-Transaktion stellt ein anschauliches Beispiel einer immobilien-spezifischen Asset Securitisation dar. Obwohl es sich um die Finanzierung einer einzelnen Immobilie handelt und insofern ein Risikodiversifikationseffekt lediglich durch die Mieterstruktur erzielt wird, erhielt die Emission ausschließlich Investment Grade-Ratings. Durch die Bildung von nach Regionen, Objektgrößen, Nutzungsarten etc. diversifizierten Portfolios kann der Risikodiversifikationseffekt im Bereich der Unternehmensimmobilien sogar verbessert werden. Allerdings wird dieser Vorteil z. T. kompensiert durch die Tatsache, dass bei der Verbriefung von Unternehmensimmobilien meist nur ein einziger Mieter, nämlich das die Immobilien nutzende Unternehmen, existiert. Ein Erfolg der Transaktion hängt letztlich maßgeblich von der Objektzusammenstellung, der Transaktionsstruktur und den Credit Enhancement-Maßnahmen ab.

### **6.3 Auswirkungen auf den Marktwert des Eigenkapitals**

In vielerlei Hinsicht ähneln sich ABS- und Leasingtransaktionen in ihrer Wirkung auf den Marktwert des immobiliennutzenden Unternehmens. In beiden Fällen handelt es sich im Regelfall um bilanzneutrale Finanzierungstechniken, die eine vollständige Fremdfinanzierung der Immobilien ermöglichen. Auch die steuerlichen Wirkungen stimmen im Wesentlichen überein. Die an das Asset-SPV zu zahlenden Mietraten sind bei Körperschaft- und Gewerbeertragsteuer voll abzugsfähig. Aufgrund der ausschließlich immobilienverwaltenden Tätigkeit kann das Asset-SPV im Regelfall die erweiterte Kürzung nach § 9 Abs. 1 Satz 2 GewStG in Anspruch nehmen. Durch die Ansiedlung des Finanzierungs-SPV in Niedrigsteuerrändern kann auch auf dieser Ebene meist der Anfall von Gewerbesteuern vermieden werden. Beim Transfer von Bestandsimmobilien in das Asset-SPV entstehen die in Abschnitt 5.2.3.1.3.1 in Bezug auf Sale-Leaseback-Transaktionen angesprochenen zusätzlichen Steuerzahlungen (Versteuerung eines etwaigen Veräußerungsgewinns, Grunderwerbsteuer etc.) gleichermaßen.

Die Unterschiede zwischen den beiden Finanzierungskonzepten liegen vor allem in refinanzierungsspezifischen und strukturellen Aspekten. Die wesentlichen Punkte werden nachfolgend erläutert.

### 6.3.1 Quantitative Aspekte

Die direkte Refinanzierung über internationale Kapitalmärkte bringt diverse Vorteile mit sich, die sich unmittelbar auf die Refinanzierungskonditionen auswirken. Prinzipiell weisen börsengehandelte Wertpapiere aus Sicht der Wertpapierinhaber eine höhere Fungibilität auf als nicht gehandelte Investmentformen.<sup>1060</sup> Es besteht die Möglichkeit, sich börsentäglich teilweise oder vollständig vom Investment zu trennen oder die Position auszuweiten. Günstige Marktsituationen oder notwendige Portfoliokorrekturen können schnell und problemlos vollzogen werden. Darüber hinaus werden an den Börsen laufend Kurse notiert, die sich aufgrund der jeweils vorherrschenden Angebots- und Nachfragesituation ergeben. Insofern sind die Investoren in der Lage, börsentäglich den Marktwert ihres Investments abzurufen. Nicht zuletzt ermöglichen die regelmäßig geringen Mindestzeichnungssummen börsengehandelter Wertpapiere schon bei vergleichsweise niedrigem Investitionsvolumen die Erreichung von Risikodiversifikationseffekten innerhalb des Investmentportfolios. Die geschilderten Vorteile führen im Regelfall zu einer reduzierten Renditeforderung der Investoren und somit zu einer Senkung der Kapitalkosten des immobiliennutzenden Unternehmens.<sup>1061</sup>

Entscheidende Marktwertvorteile können bei ABS-Transaktionen durch eine effiziente Strukturierung (Financial Engineering) erzielt werden.<sup>1062</sup> Durch entsprechende Maßnahmen können die Asset-backed Securities auf die spezifischen Bedürfnisse verschiedener Investorengruppen zugeschnitten werden. Dies gilt sowohl für die Fremd- als auch für die Eigenkapitalbeschaffung. Aufgrund der bedürfnisgerechten Gestaltung der Wertpapiere sind Investoren meist bereit, ihre Renditeforderung zu reduzieren. Eine wichtige Strukturierungskomponente stellt das Credit Enhancement dar. Durch die effiziente Kombination interner und externer Credit Enhancement-Maßnahmen können die Ratings der

---

<sup>1060</sup> Nicht bei jeder Asset-backed-Transaktion sind liquide Sekundärmärkte vorhanden. Da die Börsennotierung die Handelbarkeit der Wertpapiere jedoch erhöht, ist die Fungibilität regelmäßig höher als bei nicht börsennotierten Wertpapieren. Vgl. Ohl, Finanzierung, S. 285 f.

<sup>1061</sup> Vgl. Barter, Finance, S. 214 f.; Fabozzi/Modigliani, Capital, S. 662 ff.

<sup>1062</sup> Vgl. Bär, Asset Securitisation, S. 315 ff.

Emissionen und daraus resultierend die Kapitalkosten optimiert werden.<sup>1063</sup> Credit Enhancement lohnt sich immer dann, wenn die mit den Besicherungsmaßnahmen verbundenen Vorteile die Kosten überwiegen. Schließlich eröffnet das Financial Engineering auch dem Originator die Möglichkeit, seine Zahlungen innerhalb der vom Markt vorgegebenen Grenzen marktwertoptimal zu gestalten.<sup>1064</sup>

Positive Marktwerteffekte sind weiterhin aufgrund der strikten Trennung der immobilienpezifischen Risiken von Geschäfts- und Managementrisiken zu erwarten. Die Bonität der ausgegebenen Wertpapiere ist bei entsprechender Strukturierung der Transaktion ausschließlich von der Qualität der Vermögensgegenstände abhängig. Die durch die Risikotrennung hervorgerufene erhöhte Transparenz stellt aus Sicht der ABS-Investoren einen Informationsgewinn dar. Der daraus resultierende Abbau von Informationsasymmetrien führt zu verbesserten Finanzierungskonditionen.<sup>1065</sup> Eine besonders saubere Risikotrennung wird durch einen zwei- bzw. mehrstufigen Transaktionsaufbau gewährleistet. Dadurch wird zum einen - wie beim Immobilienleasing - eine Separation der immobilienpezifischen Risiken vom Geschäftsrisiko des immobiliennutzenden Unternehmens erreicht. Eventuell existierende marktwertreduzierende Wahrnehmungslücken können geschlossen werden. Die Isolierung des Finanzierungsvehikels vom Asset-SPV führt zu einem weiteren positiven Effekt: Durch die Trennung von den Geschäfts- und Managementrisiken des Asset-SPV beschränkt sich die Aktivität des Finanzierungs-SPV auf die Refinanzierung der Vermögensgegenstände. Dies ist eine wesentliche Voraussetzung für die Erreichung optimaler Ratings und Finanzierungskonditionen.<sup>1066</sup>

Die aufgezählten Vorteile von Asset-backed Finanzierungen werden zum Teil durch die mit der jeweiligen Transaktion verbundenen hohen einmaligen und laufenden Fremdleistungskosten kompensiert.<sup>1067</sup> Abbildung 47 gibt einen

---

<sup>1063</sup> Vgl. Abschnitte 6.2.2.3, 6.2.2.4 und 6.2.2.5.

<sup>1064</sup> Vgl. Ohl, Finanzierung, S. 261.

<sup>1065</sup> Vgl. Bär, Asset Securitisation, S. 295; Ohl, Finanzierung, S. 285.

<sup>1066</sup> Vgl. die Ausführungen in Abschnitt 6.2.3.2.

<sup>1067</sup> Zur Definition von einmaligen und laufenden Fremdleistungskosten vgl. Hielscher/ Laub-scher, Finanzierungskosten, S. 5 ff.

Überblick über die wesentlichen bei einer ABS-Transaktion anfallenden Kostenarten.<sup>1068</sup>

Einmalige Fremdleistungskosten	Laufende Fremdleistungskosten
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kosten der Vorbereitung der Emission</li> <li>• Kosten der Auflegung und Begebung der Emission</li> <li>• Kosten der Besicherungsmaßnahmen</li> <li>• Kosten der Börseneinführung</li> <li>• Kosten des Ratings</li> <li>• Kosten der juristischen Beratung</li> <li>• Kosten der Tätigkeiten des Wirtschaftsprüfers</li> <li>• Kosten des Treuhänders</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Laufende Treuhändergebühren</li> <li>• Laufende Kosten für juristische Gutachten</li> <li>• Laufende Kosten für Wirtschaftsprüfertätigkeiten</li> <li>• Kosten des Service-Agenten</li> <li>• Kosten der Kurspflege</li> <li>• Kosten aus Zahlstellen- und Bogenausgabedienst</li> <li>• Kosten der laufenden Tilgung</li> </ul>

Abbildung 47: Einmalige und laufende Fremdleistungskosten einer ABS-Transaktion<sup>1069</sup>

Aufgrund des hohen Fixkostenanteils lohnen sich ABS-Transaktionen erst ab einem gewissen Mindestvolumen. In der Praxis erfolgen Asset-backed Finanzierungen üblicherweise erst ab einem Volumen von etwa DM 100 bis DM 200 Mio.<sup>1070</sup>

Ein Kostenvergleich zwischen einer traditionellen bilanzwirksamen Finanzierung und einer ABS-Finanzierung wurde von Rosenthal/Ocampo durchgeführt. Als Beispieltransaktion diente eine der größten öffentlichen ABS-Emissionen der achtziger Jahre. Dabei handelte es sich um die Verbriefung von Autofinanzierungen mit einem Volumen von insgesamt rund US-\$ 4,2 Mrd. durch die General Motors Acceptance Company, die Finanzierungstochter von General Motors. Die Asset-backed Securities wurden emittiert von einem unter dem Namen Asset Backed Securities Company firmierenden SPV. Die Autoren kommen zu dem Schluss, dass die ABS-Finanzierung um 1,30 % günstiger ist als die traditionelle Finanzierung. Ausschlaggebend für diese erhebliche Differenz waren insbesondere eingesparte Eigenkapitalkosten.<sup>1071</sup>

<sup>1068</sup> Vgl. Abbildung 47.

<sup>1069</sup> Quelle: eigene Darstellung. Eine detaillierte Aufzählung und Schätzung der im Rahmen einer ABS-Transaktion anfallenden Kosten findet sich bei Ohl, Finanzierung, S. 263 ff., insbesondere S. 271.

<sup>1070</sup> Vgl. auch Abschnitt 6.2.2.1.

<sup>1071</sup> Vgl. Rosenthal/Ocampo, Securitization, S. 79-98 sowie S. 233 ff., Arbeitskreis „Finanzierung“, Asset Backed Securities, S. 511 ff.



### 6.3.2 Qualitative Aspekte

Asset Securitisation eröffnet dem Unternehmen Zugang zu neuen Finanzierungsquellen. Es stellt eine attraktive Alternative zu den traditionellen Instrumenten der Unternehmens- und Immobilienfinanzierung dar. Eine solche Erweiterung der Finanzierungsquellen ist besonders in Situationen von Bedeutung, in denen die traditionellen Kapitalbeschaffungsmaßnahmen auf Grenzen stoßen. Diese Beschränkungen können zahlreiche Ursachen haben:

- Vielen Unternehmen ist der direkte Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten aufgrund mangelnder Größe, eines fehlenden Ratings oder sonstiger Gegebenheiten verwehrt. Solche Unternehmen können sich durch ABS-Transaktionen diesen Zugang indirekt verschaffen.
- Grenzen können auch durch ausgenutzte Kreditlimite oder regulatorische Anforderungen gesetzt sein. In solchen Situationen bieten ABS-Transaktionen vielfach eine Möglichkeit, zusätzliches Kapital zu beschaffen.
- Nicht zuletzt stellt die Asset Securitisation eine Möglichkeit dar, in Zeiten negativer Markt- und Branchenverfassung, in denen Banken im Allgemeinen ihre Kreditvergabe stark rationieren, sich mit Mitteln zur Finanzierung anstehender Investitionen einzudecken.<sup>1072</sup>

Mögliche Abhängigkeiten des Unternehmens von einzelnen Kapitalgebern, die sich in Zeiten hohen Kapitalbedarfs negativ auswirken können, werden durch eine Diversifikation der Finanzierungsquellen reduziert. Der Einfluss einzelner Financiers wird mit steigender Anzahl der Kapitalgeber abnehmen. Folglich verbessert sich die Verhandlungsposition des Unternehmens und damit auch seine geschäftspolitische Unabhängigkeit und Flexibilität.<sup>1073</sup>

Es kann also festgehalten werden, dass der Einsatz von Asset Securitisation den potentiellen Kreis der Kapitalgeber erheblich erweitert. Den damit verbundenen Flexibilitäts- und Unabhängigkeitszugewinnen stehen jedoch auch Einschränkungen gegenüber. Anpassungen der Finanzierungsstruktur sind während der Laufzeit der Transaktion nur eingeschränkt möglich. Änderungen der

---

<sup>1072</sup> Vgl. Benner, *Asset Backed Securities*, S. 411; Fabozzi/Modigliani, *Capital*, S. 663.

<sup>1073</sup> Vgl. Bär, *Asset Securitisation*, S. 313 f.

Sicherheitenstruktur, z. B. durch Anpassungen des Immobilienpools, sind nur in begrenztem Maße möglich.<sup>1074</sup> Unter diesem Aspekt erweist sich ein breiter Investorenkreis als nachteilig, da dem Unternehmen - anders als bei der Kredit- oder Leasingfinanzierung - eine Vielzahl von potentiellen Verhandlungspartnern gegenübersteht. Die mit Nachverhandlungen verbundenen Transaktionskosten sind somit um ein Vielfaches höher und erschweren bzw. verhindern substantielle nachträgliche Anpassungen der vertraglichen Vereinbarungen.

Schließlich kann die Verwendung von Asset Securitisation sich positiv auf das Ansehen des Unternehmens auswirken. Aufgrund ihrer Neuartigkeit in Europa und speziell in Deutschland werden ABS-Transaktionen häufig als Finanzinnovationen angesehen.<sup>1075</sup> Die Verwendung einer solch neuartigen Finanzierungstechnik unterstreicht die Innovationskraft und Anpassungsfähigkeit des Unternehmens und kann somit positive Effekte auf Reputation und Marktwert haben. Umgekehrt können Probleme bei der Durchführung der Transaktion (z. B. Schwierigkeiten bei der Platzierung der Wertpapiere) das Unternehmensbild nachhaltig schädigen.<sup>1076</sup>

#### **6.4 Empirische Relevanz der Asset Securitisation**

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass Unternehmen durch effizient strukturierte ABS-Finanzierungen die Kapitalkosten senken und über eine Diversifikation der Finanzierungsquellen ihre Unabhängigkeit und Flexibilität erhöhen können. Aufgrund ihrer vorteilhaften finanzierungsrelevanten Eigenschaften eignen sich Immobilien besonders für Verbriefungstransaktionen.

Betrachtet man die Marktentwicklung für ABS-Finanzierungen in den letzten Jahren, so scheinen sich die vermuteten Vorteile zu bestätigen. Während der ABS-Markt Ende der achtziger Jahre nahezu bedeutungslos war, wurden im Jahre 1999 Asset-backed Securities mit einem Volumen von rund US-\$ 71 Mrd

---

<sup>1074</sup> Grundsätzlich dürfen Anpassungen nicht zu einer Änderung des Ratings führen. Vgl. Abschnitt 6.2.4.

<sup>1075</sup> Vgl. z. B. Bernstorff, Finanzinnovationen, S. 149 ff.; Fahrholz, Unternehmensfinanzierung, S. 213 ff.

<sup>1076</sup> Vgl. Ohl, Finanzierung, S. 261 f.



begeben. Für das Jahr 2000 erwartet man eine weitere substantielle Steigerung auf ein Emissionsvolumen von etwa US-\$ 100 Mrd.<sup>1077</sup>

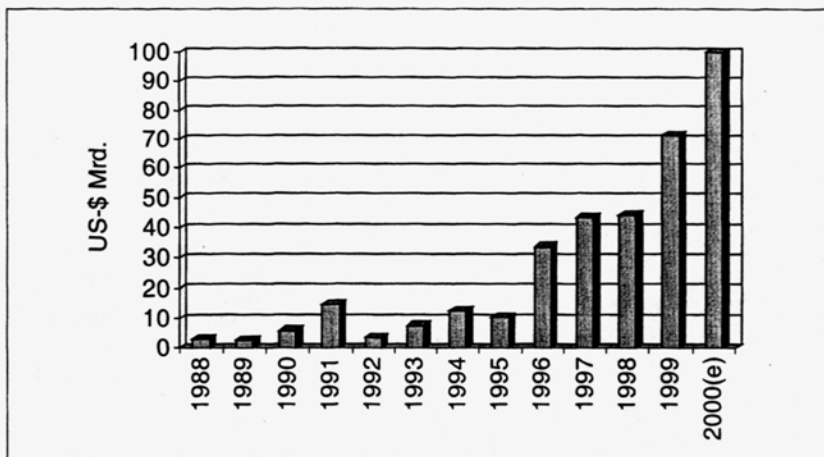


Abbildung 48: Wachstum des europäischen ABS-Marktes seit 1988<sup>1078</sup>

Für den Bereich der Commercial Mortgage-backed Securities wird im Jahr 2000 ein Emissionsvolumen von US-\$ 10 Mrd. erwartet. Dies entspricht einer Steigerung von rund 16% gegenüber dem Vorjahr.<sup>1079</sup> Neben dem bereits erläuterten allgemeinen Verbriefungstrend tragen das gesteigerte Interesse auf Seiten der ABS-Investoren, liquide Sekundärmärkte sowie verbesserte regulatorische Rahmenbedingungen zu dieser Entwicklung bei. Auch sehen sich viele Unternehmen vor dem Hintergrund des durch die Shareholder Value-Diskussion sich verstärkenden Performance-Drucks dazu veranlasst, nach neuen Werttreibern zu suchen. ABS-Finanzierungen bieten ihnen hierzu - wie erläutert - diverse Ansatzpunkte.<sup>1080</sup>

Die länderspezifische Entwicklung des ABS-Marktes zeigt, dass sich insbesondere in Deutschland und Italien sprunghafte Entwicklungen vollzogen haben. In Deutschland hat sich das Emissionenvolumen innerhalb eines Jahres

<sup>1077</sup> Vgl. Abbildung 48.

<sup>1078</sup> Quelle: Deutsche Bank, ABS, S. 2. Die Zahlen beinhalten alle durch europäische Sicherheiten unterlegte öffentlich platzierte ABS-Emissionen.

<sup>1079</sup> Vgl. Moody's Investors Service, CMBS, o. S.

<sup>1080</sup> Vgl. Hüfner, Regeln, S. 433-436; Deutsche Bank, ABS, S. 2.

fast verdreifacht: 1998 betrugen die ABS-Emissionen rund US-\$ 3,9 Mrd., 1999 bereits US-\$ 11,3 Mrd.<sup>1081</sup>

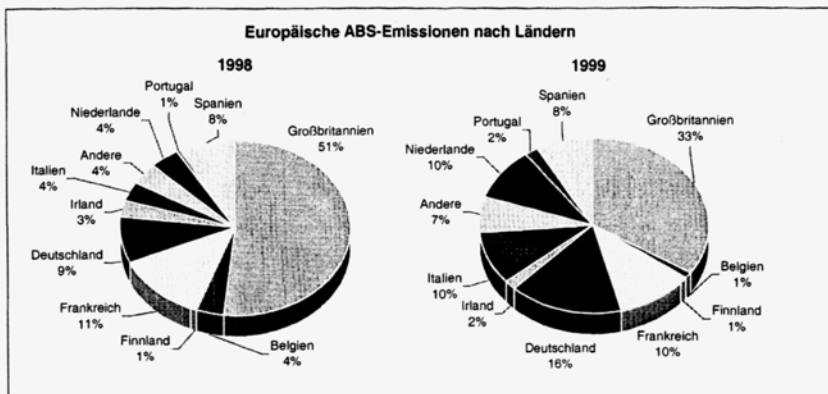


Abbildung 49: Europäische ABS-Emissionen nach Ländern<sup>1082</sup>

In Anbetracht der Größe des Marktes für Immobilienfinanzierungen in Deutschland besteht in diesem Bereich ein beträchtliches Potential für die Asset Securitisation, so dass in den kommenden Jahren mit einer überaus dynamischen Entwicklung zu rechnen ist.<sup>1083</sup> Eine weitere Erhöhung der Transaktionsvolumina wird die Liquidität des Marktes für Asset-backed Securities in Europa und speziell in Deutschland weiter erhöhen. Damit steigt auch die Attraktivität dieses Marktes für internationale private und institutionelle Investorenkreise.

<sup>1081</sup> Vgl. Deutsche Bank, ABS, S. 3 ff. sowie Abbildung 49.

<sup>1082</sup> Quelle: Deutsche Bank, ABS, S. 3.

<sup>1083</sup> Vgl. Deutsche Bank, ABS, S. 6.

## **7 Zusammenfassung und Ausblick**

Immobilien gehören zu den kapitalintensivsten betrieblichen Ressourcen und binden folglich einen erheblichen Teil der Finanzmittel. Im Hinblick darauf und auf die auch für die Zukunft zu erwartende zunehmende Kapitalnachfrage zur Deckung des betrieblichen Raumbedarfs war die zentrale Zielsetzung der vorliegenden Untersuchung, Erklärungsansätze bezüglich der optimalen Finanzierung der Unternehmensimmobilien zu finden und auf dieser Grundlage Handlungsempfehlungen zu entwickeln. Zu diesem Zweck wurden zunächst - aufbauend auf dem Zielsystem der Marktwertmaximierung des Eigenkapitals - grundsätzliche finanzierungspolitische Aussagen erarbeitet und die Konsequenzen für die Finanzierung betrieblicher Immobilien aufgezeigt. Ferner wurde ein immobilienfinanzierungsspezifisches Instrument entwickelt, das eine Bewertung alternativer Finanzierungskonzepte ermöglicht. Abschließend wurden mit dem Hypothekarkredit, dem Immobilienleasing und der Asset Securitisation wesentliche Finanzierungsalternativen vorgestellt und auf Grundlage des Zielsystems der Marktwertmaximierung beurteilt. Dabei wurden Möglichkeiten aufgezeigt, zusätzliche Wertsteigerungspotentiale gezielt zu nutzen. Die im Rahmen dieser Untersuchung gewonnenen Ergebnisse werden nachfolgend zusammengefasst.

Nachdem im zweiten Kapitel die wesentlichen finanzierungs- und immobilienbezogenen Grundlagen gelegt wurden, erfolgte zunächst die Auswahl des finanzwirtschaftlichen Zielsystems, an dem sich Entscheidungen bezüglich der Finanzierung betrieblicher Immobilien orientieren sollten. Die Analyse ergab, dass die Marktwertmaximierung des Eigenkapitals den theoretischen und praktischen Ansprüchen an ein finanzwirtschaftliches Zielsystem am besten gerecht wird. Obwohl die Interessen der Anteilseigner den Mittelpunkt des Zielsystems bilden, führt die Zielvorgabe implizit zu einer Erfüllung der Interessen der übrigen Stakeholder. Ferner werden Interessenkonflikte zwischen den Anteilseignern auf ökonomisch effiziente und pragmatische Weise gelöst sowie die Umsetzung der gefundenen Kompromisslösung auf Unternehmensebene gefördert.

Aufbauend auf dem Zielsystem der Marktwertmaximierung des Eigenkapitals wurde untersucht, welche Bedeutung die Finanzierung betrieblicher Immobilien im Rahmen der Unternehmensfinanzierung einnimmt. Den Ausgangspunkt bildete dabei das Irrelevanztheorem von Modigliani und Miller. Die dort unterstellten restriktiven Prämissen wurden sukzessive zugunsten realitätsbezogener Annahmen aufgelöst. Dabei konnte festgestellt werden, dass in der Realität vorkommende Marktunvollkommenheiten Einfluss auf den Marktwert des Unternehmens ausüben. Hervorzuheben sind in diesem Zusammenhang die Regelungen des Anfang 2001 in Kraft getretenen Doppelbesteuerungssystems, Transaktions- und Informationskosten sowie Ausfallrisiken der Gläubiger. Während die Existenz von Steuern, Transaktions- und Informationskosten tendenziell einen hohen Fremdfinanzierungsanteil begünstigen, haben Gläubiger Risiken eine verschuldungsbegrenzende Wirkung. Dies lässt den Rückschluss zu, dass Unternehmen möglichst hohe Verschuldungsgrade anstreben sollten, jedoch unter der Nebenbedingung, die Ausfallrisiken der Gläubiger auf ein den Marktwert des Eigenkapitals maximierendes Niveau zu begrenzen. Als Orientierungsgröße können z. B. die von Ratingagenturen vergebenen Gütesiegel dienen. Die Vorteilhaftigkeit hoher Verschuldungsgrade trifft für den Bereich der Unternehmensimmobilien in besonderem Maße zu. Das anderenfalls im Immobilienvermögen langfristig gebundene Eigenkapital kann freigesetzt und in die Regelhaft höher rentierlichen Kerngeschäftsfelder investiert werden.

Der Markt für Immobilienfinanzierungen ist ein ausgeprägtes Beispiel für Marktunvollkommenheiten. Hinweise darauf geben der hohe Intermediationsgrad, das Phänomen der Kapitalrationierung sowie die große Bedeutung der Immobilie als Kreditsicherheit, deren Existenz auf vollkommenen Märkten nicht begründbar wäre. Weiterhin wurde deutlich, dass Unternehmen durch den Einsatz ihrer betrieblichen Immobilien als Kreditsicherheit Marktwertvorsprünge erzielen können. Die Einräumung grundpfandrechtlicher Sicherheiten stellt nämlich eine wirksame Maßnahme zur Reduzierung der Ausfallrisiken der Gläubiger und zur Minimierung von Informationsasymmetrien dar. Der in der letzten Zeit immer stärker einsetzende Trend zur Verbriefung lässt darauf schließen, dass die Asset Securitisation in diesem Rahmen an Bedeutung gewinnen wird.

Um auf Basis dieser Überlegungen konkrete Handlungsempfehlungen für die Finanzierung von Unternehmensimmobilien ableiten zu können, wurde eine immobilienfinanzierungsspezifische Unternehmenswertrechnung konzipiert. Das Modell basiert auf der APV-Methode, die sowohl bei wertorientierter als auch bei autonomer Finanzierungsstrategie anwenderfreundlich einsetzbar ist. Ferner ermöglicht das entwickelte Konzept die Intergration sowohl bilanzwirksamer als auch bilanzneutraler Finanzierungsalternativen. Letzteres ist insbesondere angesichts des bereits erwähnten Verbriefungstrends von hohem Nutzen. Aufgrund der hohen Marktwertrelevanz der Steuern berücksichtigt die Unternehmenswertrechnung die wesentlichen Bestimmungen des seit 2001 bestehenden Steuersystems der Bundesrepublik Deutschland. Gläubigerrisiken wurden ebenfalls in die Betrachtung einbezogen. Das konzipierte Modell ist aufgrund des komponentenweisen Vorgehens der APV-Methode in der Lage, den fremdfinanzierungsbedingten Wertbeitrag transparent darzustellen. Dabei wird zwischen dem körperschaftsteuerlich und dem gewerbesteuerlich bedingten Vorteil der Fremdfinanzierung unterschieden.

Mit dem Hypothekarkredit und dem Immobilienleasing wurden zwei wesentliche traditionelle Finanzierungsalternativen dargestellt und auf ihre Marktwertwirkung hin untersucht. Den Ausgangspunkt bildete mit dem Hypothekarkredit das klassische und derzeit bedeutendste Immobilienfinanzierungsinstrument in Deutschland. Die maßgeblichen Träger dieses Instruments sind die Realkreditinstitute, die aufgrund des Pfandbriefprivilegs im erstrangigen Beleihungsbereich günstige Konditionen anbieten können. Im Nachrangbereich wird der Beleihungsspielraum jedoch durch die wachsenden wirtschaftlichen und regulatorischen Anforderungen begrenzt. Hohe Beleihungsausläufe oder vollständige Fremdfinanzierungen sind mit Hilfe von Hypothekarkrediten nicht oder nur zu hohen Kosten realisierbar. Die somit entstehende Finanzierungslücke ist mit Eigenkapital oder alternativen Finanzierungsmodellen zu schließen. Eine Wertsteigerungsmöglichkeit bei der grundpfandrechtlich gesicherten Finanzierung von Unternehmensimmobilien bietet die Einrichtung von Sicherheitenpools. Diese Maßnahme ermöglicht insbesondere die Realisierung positiver Diversifikations- und Größendegressionseffekte.

Alternativ zur bilanzwirksamen Finanzierung über Hypothekarkredite wurde mit dem Immobilienleasing ein im Regelfall bilanzneutrales Finanzierungsinstrument vorgestellt. Im Anschluss an die Erläuterung der Funktionsweise wurde das Finanzierungsinstrument auf seine Wirkung auf den Marktwert des Eigenkapitals hin untersucht. Ein wesentlicher Vorzug des Immobilienleasings liegt darin, dass es eine 100 %ige Fremdfinanzierung der betrieblichen Immobilien ermöglicht. Diese Beleihungshöhe ist bei Verwendung bilanzwirksamer Hypothekendarlehen im Normalfall nicht erzielbar. Weiterhin sprechen vermutete Wettbewerbsvorteile der Leasinggesellschaften bei der Immobilienrefinanzierung, -verwaltung und -verwertung und sowie steuerliche Gründe für den Einsatz des bilanzneutralen Finanzierungsinstrumentes. Die beim Leasing erreichte Separation der Immobilien vom operativen Geschäftsbetrieb bewirkt eine Trennung von operativem und immobilisenspezifischem Risiko. Die dadurch geschaffene Transparenz kann bei Unterstellung von Informationsineffizienzen am Kapitalmarkt zu Marktwertsteigerungen führen. Allerdings weist das Immobilienleasing im Vergleich zur bilanzwirksamen Finanzierung mit Hypothekarkrediten diverse Nachteile auf, so dass eine endgültige Aussage zur Vorteilhaftigkeit nur für den Einzelfall möglich ist.

Im Anschluss an die Erörterung der klassischen Variante des Immobilienleasings wurden verschiedene Strukturierungsmöglichkeiten dargestellt, die unter bestimmten Voraussetzungen Marktwertsteigerungen hervorrufen können. Dazu gehörten neben der Eigenkapitalbeschaffung durch die Ausgabe geschlossener Fondsanteile die Vereinbarung einer umsatzabhängigen Miete sowie die Beteiligung der Eigenkapitalgeber an der Wertsteigerung der Immobilien.

Mit der Asset Securitisation wurde abschließend eine im Regelfall bilanzneutrale Finanzierungsalternative vorgestellt, die Unternehmen den Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten eröffnet. Bei der Erörterung der strukturellen Elemente stand die immobilisenspezifische Anwendbarkeit der Finanzierungstechnik im Vordergrund. Die Vorzüge der Finanzierungsalternative liegen insbesondere in refinanzierungsspezifischen und strukturellen Aspekten. Die börsengehandelten Wertpapiere verfügen im Regelfall über eine höhere Fungibilität als nicht gehandelte Investmentformen. Das zuletzt stark wachsende Marktvolumen

men in Europa lässt weitere Verbesserungen hinsichtlich dieses Aspektes erwarten. Weitere Marktwertvorsprünge können durch die umfangreichen Möglichkeiten im Rahmen des Financial Engineerings sowie durch die in der mehrstufigen Struktur erreichte strikte Trennung der immobilienpezifischen Risiken von den Geschäfts- und Managementrisiken erzielt werden. Zu berücksichtigen ist allerdings, dass sich Asset-backed Transaktionen aufgrund der relativ hohen Fremdleistungskosten erst ab einem gewissen Mindestvolumen rentieren. Die Erreichung dieses Mindestvolumens dürfte in Anbetracht des erheblichen Umfangs der betrieblichen Immobilien bei Großunternehmen im Regelfall keine Schwierigkeit darstellen. Neben diesen überwiegend quantitativen Aspekten ermöglicht Asset Securitisation dem Unternehmen den Zugang zu neuen Kapitalquellen. Die damit erreichte Diversifikation der Kapitalquellen erhöht die geschäftspolitische Unabhängigkeit und Flexibilität des Unternehmens. Diesem Vorteil stehen jedoch auch Einschränkungen gegenüber, da aufgrund der Vielzahl der potentiellen Verhandlungspartner, die dem Unternehmen bei kapitalmarktorientierten Finanzierungen gegenüberstehen, Anpassungen der Finanzierungs- und Sicherheitenstruktur im Regelfall nur in begrenztem Maße durchführbar sind.

Letztlich stellt sich die Frage, welche Schlussfolgerungen aus den gewonnenen Ergebnissen für die Praxis gezogen werden können. Im Bereich der Non Property Companies sind in der letzten Zeit, angetrieben vom verstärkten Druck der Anteilseigner sowie zahlreicher wissenschaftlicher Veröffentlichungen, wesentliche Veränderungen zu beobachten. Die Unternehmen haben verstärkt damit begonnen, die in den betrieblichen Immobilien liegenden Wertsteigerungspotentiale zu realisieren. Die Entwicklung setzte, wie so oft, zunächst im anglo-amerikanischen Raum ein. Aber auch in Deutschland sind in letzter Zeit verstärkte Bemühungen erkennbar. Prominentes Beispiel ist die Deutsche Telekom AG, die erst kürzlich ein Joint Venture mit der Investmentbank Morgan Stanley Dean Witter und der Corpus Immobiliengruppe eingegangen ist. Erklärtes Ziel dieser Kooperation ist die Durchführung eines wertsteigernden Asset Managements für den umfangreichen Immobilienbestand der Deutschen Telekom. Es ist zu vermuten, dass die Finanzierung der betrieblich genutzten Immobilien in diesem Rahmen eine wesentliche Rolle einnehmen wird.



Vor dem Hintergrund des erheblichen Volumens der zu erwartenden Finanzierungsnachfrage und der sich verbessernden Bedingungen am Kapitalmarkt spricht in diesem Zusammenhang einiges für eine Etablierung der Asset Securitisation als Alternative zu den traditionellen Finanzierungsinstrumenten. Die These wird gestützt durch die dynamische Entwicklung des europäischen ABS-Marktes sowie die erheblichen Fortschritte, die in Deutschland beim Abbau rechtlicher Hindernisse in den vergangenen Jahren erzielt werden konnten. Mit wachsender Anzahl der Emissionen wird es ferner zu Effizienzgewinnen und zu einer vermehrten Entwicklung innovativer immobilienpezifischer Finanzierungsstrukturen kommen. Dies wird die Attraktivität der Finanzierungstechnik weiter erhöhen.

Für die wissenschaftliche Forschung ergeben sich aus der vorliegenden Arbeit verschiedene Ansatzpunkte: Die Vielfalt der in der globalen Finanzwelt eingesetzten Finanzierungsinstrumente lässt Raum für weitere Forschungsarbeiten. Insbesondere der Bereich der hybriden Finanzierungsinstrumente bietet in diesem Zusammenhang ein breites und interessantes Betätigungsfeld, das die Entwicklung einer Vielzahl wertsteigernder Produkte zur Finanzierung von Unternehmensimmobilien erwarten lässt. Ferner erscheint es sinnvoll, die aufgezeigten Ansätze auf die Finanzierung von zu Investitionszwecken gehaltenen Immobilien zu übertragen.

Schließlich bietet sich an, die Bewertung immobilienpezifischer Verbriefungsprodukte aus Sicht der Wertpapierinvestoren näher zu betrachten. Aufgrund des innovativen Charakters des Instrumentes und der immobilienpezifischen Besonderheiten, die im Rahmen der Bewertung auftreten, erscheinen die derzeit im Markt befindlichen Methoden verbesserungswürdig. Insbesondere die Bewertung der immobilienpezifischen Risiken eröffnet sich in diesem Zusammenhang als interessantes Gebiet wissenschaftlicher Forschungstätigkeit.

---

**LITERATURVERZEICHNIS**

- Abbetmeier, B. et al.** (*Insolvenzrecht*): Insolvenzrecht. Leitfaden für die Kreditpraxis, Stuttgart 1999
- Abromelt-Kremser, B.** (*Aspekte*): Offene Immobilieninvestmentfonds: betriebswirtschaftliche Aspekte ihres Managements, Wien 1986
- Achleitner, A.-K./Achleitner, P.** (*Erfolgsstrategien*): Ansatzpunkte unternehmerischer Erfolgsstrategien, in: Achleitner, A.-K./Thoma, G. (Hrsg.): Handbuch Corporate Finance – Konzepte, Strategien und Praxiswissen für das moderne Finanzmanagement, Köln 1997, Kapitel 2.1.1.1, S. 1-13
- Achleitner, A.-K.** (*Handbuch*): Handbuch Investment Banking, 2. überarbeitete und erweiterte Auflage, Wiesbaden 2000
- Adams, J.** (*CMBS Structures*): CMBS Structures and Relative Value Analysis, in: Bhattacharya, A. K./Fabozzi, F. J. (Hrsg.): Asset Backed Securities, New York/Boston/Denver 1996, S. 207-226
- Akerlof, G. A.** (*Market*): The Market for „Lemons“: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 84 (1970), S. 488-500
- Albach, H./Hunsdiek, D./Kokalj, L.** (*Finanzierung*): Finanzierung mit Risikokapital, Stuttgart 1986
- Alda, W.** (*Offene Immobilienfonds*): Offene Immobilienfonds, in: Schulte, K.-W./Bone-Winkel, S./Thomas, M. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Investition, Köln 1998, S. 533-572

- Allendorf, G. (*Investor*):** Investor Relations deutscher Publikumsgesellschaften. Eine theoretische und empirische Wirkungsanalyse, Diss. European Business School Oestrich-Winkel 1996
- Alvayay, J. R./Rutherford, R. C./Smith, W. S. (*Tax Rules*):** Tax Rules and the Sale and Leaseback of Corporate Real Estate, in: Real Estate Economics, Vol. 23 (1995), No. 2, S. 207-238
- Ames, C. (*Introduction*):** Introduction to Collateralized Mortgage Obligations, in: Fabozzi, F. J. (Hrsg.): The Handbook of Mortgage-Backed Securities, Fourth Edition, Chicago/Cambridge 1995
- Amstad, G. (*Immobilien*):** Immobilien als Anlageobjekte unter besonderer Berücksichtigung der Privatversicherung, Diss. Hochschule St. Gallen 1969
- Anthony, R. N./Dearden, J./Bedford, N. M. (*Management*):** Management Control Systems, Fifth Edition, Homewood 1984
- Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V. (zitiert: Arbeitskreis „Finanzierung“)** (*Asset Backed Securities*): Asset Backed Securities – ein neues Finanzierungsinstrument für deutsche Unternehmen?, in: zfbf, 44. Jg. (1992), Heft 6, S. 495-530
- Arndt, F.-J. (*Pfandbriefmarkt*):** Der Pfandbriefmarkt: Gesetzliche Grundlagen und Emittenten, in: Der deutsche Pfandbrief: Fakten und Daten 1997, Informationsbroschüre des VDH, Bonn 1997, S. 7-25
- Arntz, T./Schultz, F. (*Überlegungen*):** Bilanzielle und steuerliche Überlegungen zu Asset-Backed Securities, in: Die Bank, 38. Jg. (1998), Heft 11, S. 694-697
- Arthur Andersen (*Real Estate*):** Real Estate in the Corporation: The Bottom Line from Senior Management, o. O. 1993

- Arthur Andersen/European Business School (Steuerung):** Steuerung von Immobilien-Gesellschaften nach dem Shareholder Value-Konzept, Eschborn/Oestrich-Winkel 1999
- Baan, W. (Shareholder-Value-Konzept):** Die Rolle des Shareholder-Value-Konzeptes in der strategischen Planung des RWE-Konzerns, in: Bühner, R. (Hrsg.): Der Shareholder-Value-Report: Erfahrungen, Ergebnisse, Entwicklungen, Landsberg/Lech 1994, S. 127-143
- Ballwieser, W. (Wahl):** Die Wahl des Kalkulationszinsfußes bei der Unternehmensbewertung unter Berücksichtigung von Risiko und Geldentwertung, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 33. Jg. (1981), S. 97-114
- Ballwieser, W./Leuthier, R. (Grundprinzipien):** Betriebswirtschaftliche Steuerberatung: Grundprinzipien, Verfahren und Probleme der Unternehmensbewertung (Teil I) in: DStR, 24. Jg. (1986), S. 545-551
- Ballwieser, W. (Komplexitätsreduktion):** Unternehmensbewertung und Komplexitätsreduktion, 3., überarb. Aufl., Wiesbaden 1990
- Ballwieser, W. (Methoden):** Methoden der Unternehmensbewertung, in: Gerke, W./Steiner, M. (Hrsg.): Handbuch des Finanzmanagements, Instrumente und Märkte der Unternehmensfinanzierung, München 1993, S. 151-176
- Ballwieser, W. (Discounted Cash Flow):** Unternehmensbewertung mit dem Discounted Cash Flow-Verfahren, in: Die Wirtschaftsprüfung, 51. Jg. (1998), S. 81-92
- Barnea, A./Haugen, R. A./Senbet, L. W. (Problems):** Agency Problems and Financial Contracting, Englewood Cliffs 1985

- Bär, H. P. (*Asset Securitisation*):** Asset Securitisation: die Verbriefung von Finanzaktiven als innovative Finanzierungstechnik und neue Herausforderung für Banken, 2., unveränderte Auflage, Bern/Stuttgart/Wien 1998 (zugl. Diss. Univ. Zürich 1997)
- Bär, H. P. (*Strukturbereinigung*):** Strukturbereinigung begünstigt ABS, in: Schweizer Bank, o. Jg. (1998), Heft 4, S. 22-23
- Barter, S. L. (*Finance*):** Real Estate Finance, London et al. 1988
- Bartling, H./Luzius, F. (*Volkswirtschaftslehre*):** Grundzüge der Volkswirtschaftslehre, 9. Aufl., München 1992
- Bernstorff, C. Graf von (*Finanzinnovationen*):** Finanzinnovationen: Anwendungsmöglichkeiten, Strategien, Beispiele, Wiesbaden 1996
- Bhattacharya, A. K./Fabozzi, F. J. (*Asset-Backed Securities*):** The Expanding Frontiers of Asset Securitization, in: Bhattacharya, A. K./Fabozzi, F. J. (Hrsg.): Asset Backed Securities, New York/Boston/Denver 1996, S. 1-20
- Bhattacharya, A. K. (*Prepayment*):** Prepayment Nomenclature in the ABS Market, in: Bhattacharya, A. K./Fabozzi, F. J. (Hrsg.): Asset Backed Securities, New York/Boston/Denver 1996, S. 331-340
- Bhattacharya, A. K. (*Evaluation*):** Evaluation of ABS Prepayments, in: Bhattacharya, A. K./Fabozzi, F. J. (Hrsg.): Asset Backed Securities, New York/Boston/Denver 1996, S. 341-356
- Baum, H.-G./Coenenberg, A. G./Günther, T. (*Controlling*):** Strategisches Controlling, 2., völlig neugestaltete Auflage, Stuttgart 1999
- Baums, T. (*Asset-Backed*):** Asset-Backed Finanzierungen im deutschen Wirtschaftsrecht, in: WM, 47. Jg. (1993), Heft 1, S. 1-12

- Beck, H.-J./Girra, H.** (*Einkünfte*): Negative Einkünfte aus der Beteiligung an Verlustzuweisungsgesellschaften und ähnlichen Modellen (§ 2b EStG), in: Loipfinger, S. (Hrsg.): 2b-Studie. Studie über die Anwendung und Auswirkungen der Verwaltungsanweisung des Bundesministeriums der Finanzen zum § 2b EStG, Griesstätt 2000, S. 20-59
- Becker, J./Cofalka, S. A.** (*Immobilien-Spezialfonds*): Immobilien-Spezialfonds, in: Schulte, K.-W./Bone-Winkel, S./Thomas, M. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Investition, Köln 1998, S. 573-594
- Bellinger, B./Vahl, G.** (*Unternehmensbewertung*): Unternehmensbewertung in Theorie und Praxis, 2., vollst. überarb. Aufl., Wiesbaden 1992
- Bellinger, D./Kerl, V.** (*Hypothekendarstellungsgesetz*): Hypothekendarstellungsgesetz: Kommentar, 4., völlig Neubearb. und erw. Aufl. des von Kurt Barlet, Ernst Karling begr. und von Rudolf Fleischmann in 2. Aufl. fortgef. Werkes, München 1995
- Bellinger, D./Reif, A.** (*Grundformen*): Grundformen der Wohnungsbaufinanzierung, in: Kühne-Büning, L./Heuer, J. H. B. (Hrsg.): Grundlagen der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, 3., überarb. und erw. Aufl., Frankfurt am Main 1994, S. 403-410
- Bellinger, D./Reif, A.** (*Realkredit*): Realkredit, in: Kühne-Büning, L./Heuer, J. H. B. (Hrsg.): Grundlagen der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, 3., überarb. und erw. Aufl., Frankfurt am Main 1994, S. 411-420
- Bellinger, D./Reif, A.** (*Anbietergruppen*): Anbietergruppen, ihre Produkte und ihre Refinanzierung, in: Kühne-Büning, L./Heuer, J. H. B. (Hrsg.): Grundlagen der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, 3., überarb. und erw. Aufl., Frankfurt am Main 1994, S. 427-440

- Benkert, M./Haritz, D./Slabon, G.** (*Steuerarten*): Übersicht über die Steuerarten, in: Usinger, W. (Hrsg.): Immobilien – Recht und Steuern: Handbuch für die Immobilienwirtschaft, 2., aktualisierte und erw. Aufl., Köln 1999, S. 1223-1292
- Benkert, M./Nägele, P./Stengel, A.** (*Immobilien-AG*): Steuerliche und rechtliche Gesichtspunkte einer Immobilien-AG, in: Usinger, W. (Hrsg.): Immobilien – Recht und Steuern: Handbuch für die Immobilienwirtschaft, 2., aktualisierte und erw. Aufl., Köln 1999, S. 493-527
- Benner, W.** (*Asset Backed Securities*): Asset Backed Securities – eine Finanzinnovation mit Wachstumschancen?, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 40. Jg. (1988), Heft 5, S. 403-417
- Benston, G. J./Smith, C. W.** (*Transaction*): A Transaction Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation, in: Journal of Finance, Vol. 31 (1976), S. 215-231
- Berlin, M./Loeys, J.** (*Bond*): Bond Covenants and Delegated Monitoring, in: Journal of Finance, Vol. 43 (1988), S. 397-412
- Berndsen, J.** (*Asset backed Securities*): Asset backed Securities – Ein interessantes Refinanzierungsinstrument für deutsche Finanzgesellschaften?, in: FLF, 38. Jg. (1991), Heft 5, S. 191
- Betsch, O./Groh, A. P./Lohmann, L. G. E.** (*Corporate*): Corporate Finance: Unternehmensbewertung, M&A und innovative Kapitalmarktfinanzierung, München 1998
- Bierbaum, D.** (*Bedeutung*): Die Bedeutung und Umsetzung des Shareholder Value-Konzeptes in Deutschland unter Berücksichtigung der Rolle der Banken, in: Bierbaum, D./Feinen, K. (Hrsg.): Bank- und Finanzwirtschaft: Strategien im Wandel. Festschrift für Hans E. Büschgen zum 65. Geburtstag, Wiesbaden 1997, S. 27-46



- 
- Bischoff, J.** (*Konzept*): Das Shareholder-Value-Konzept: Darstellung – Probleme – Handhabungsmöglichkeiten, Wiesbaden 1994 (zugl. Diss. Univ. München 1994)
- Blohm, H./Lüder, K.** (*Investition*): Investition. Schwachstellenanalyse des Investitionsbereichs und Investitionsrechnung, 8., aktualisierte und erg. Aufl., München 1995
- Blomeyer, K.** (*Hypotheken*): Hypotheken und Grundschulden, 2. Aufl., Frankfurt am Main 1990
- Blum, L./Di Angelo, C.** (*Structuring*): Structuring Efficient Asset-Backed Transactions, in: Bhattacharya, A. K./Fabozzi, F. J. (Hrsg.): Asset Backed Securities, New York/Boston/Denver 1996, S. 237-267
- Bobber, M./Brade, K.** (*Immobilienmarketing*): Immobilienmarketing, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Immobilienökonomie, Bd. 1, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 2., überarb. Aufl., München/Wien 2000, S. 581-643
- Bone-Winkel, S.** (*Management*): Das strategische Management von offenen Immobilienfonds - unter besonderer Berücksichtigung der Projektentwicklung von Gewerbeimmobilien, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Bd. 1, Köln 1994 (zugl. Diss. European Business School Oestrich Winkel 1994)
- Bone-Winkel, S.** (*Immobilienportfolio*): Immobilienportfolio-Management, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Immobilienökonomie, Bd. 1, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 2., überarb. Aufl., München/Wien 2000, S. 765-811
- Bonfig, K.** (*Passivgeschäft*): Das Passivgeschäft der Realkreditinstitute, in: Rüchardt, K. (Hrsg.): Handbuch des Hypothekarkredits: Immobilienfinanzierung in Deutschland und Europa, 3., neubearbeitete und erweiterte Aufl., Frankfurt am Main 1993, S. 511-596

- Börner, D.** (*Unternehmensbewertung*): Unternehmensbewertung, in: Albers, W. et al. (Hrsg.): Handbuch der Wirtschaftswissenschaft, Bd. 8, Stuttgart 1980, S. 111-123
- Bodie, Z./Kane, A./Marcus, A. J.** (*Investments*): Essentials of Investments, Third Edition, Boston et al. 1998
- Brandt, K.** (*Mikroökonomie*): Mikroökonomie: ein Übungs- und Arbeitsbuch, 2., vollst. neu bearb. u. erw. Aufl., Freiburg im Breisgau 1989
- Brandmüller, G.** (*Grundsulddarlehen*): Grundsulddarlehen: Die Gestaltung der Darlehensverträge im Hypothekarkredit unter Berücksichtigung der Anforderungen des Verbraucherkreditgesetzes, München 1993 (zugl. Diss. Univ. München 1992)
- Brauer, K.-U.** (*Immobilienfinanzierung*): Immobilienfinanzierung, in: Brauer, K.-U. (Hrsg.): Grundlagen der Immobilienwirtschaft, Wiesbaden 1999
- Braunschweig, C.** (*Finanzierung*): Unternehmensfinanzierung, München et al. 1999
- Brealey, R. A./Myers, S. C.** (*Principles*): Principles of Corporate Finance, Sixth Edition, New York et al. 2000
- Breuer, W.** (*Finanzierungstheorie*): Finanzierungstheorie: eine systematische Einführung, Wiesbaden 1998
- Bretzke, R.-W.** (*Prognoseproblem*): Das Prognoseproblem bei der Unternehmensbewertung, Ansätze zu einer risikoorientierten Bewertung ganzer Unternehmungen auf der Grundlage modellgestützter Erfolgsprognosen, Düsseldorf 1975

- Brittinger, T. (*Aspekte*):** Betriebswirtschaftliche Aspekte des Industriebaues: eine Analyse der baulichen Gestaltung industrieller Fertigungsstätten, Berlin 1992
- Britton, W./Davies, K./Johnson, T. (*Methods*):** Modern Methods of Valuation of Land, Houses and Buildings, Eighth Edition, London 1989
- Brueggeman, W. B./Fisher, J. D./Porter, D. M. (*Rethinking*):** Rethinking Corporate Real Estate, in: Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 3 (1990), No. 1, S. 39-50
- Bühler, W./Feuchtmüller, W./Vogel, M. (*Securitization*):** Securitization: Der Trend zum Wertpapier, in: Bühler, W. (Hrsg.): Schriftenreihe des Instituts für Kredit- und Versicherungswirtschaft, Abteilung Bankbetriebslehre, Bd. 17, Wien 1987
- Bühner, R. (*Management*):** Das Management-Wert-Konzept: Strategien zur Schaffung von mehr Wert in Unternehmen, Stuttgart 1990
- Büschgen, H. E. (*Bankbetriebslehre*):** Bankbetriebslehre: Bankgeschäfte und Bankmanagement, 5., vollst. überarb. und erw. Aufl., Wiesbaden 1998
- Büschgen, H. E. (*Entwicklungen*):** Entwicklungen und Perspektiven des deutschen Kapitalmarktes, in: Büschgen, H. E. (Hrsg.): Finanzplatz Deutschland an der Schwelle zum 21. Jahrhundert, Frankfurt am Main 1998, S. 9-28
- Buse, C. (*Wohnungsunternehmen*):** Strategisches Management von industrieverbundenen Wohnungsunternehmen, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Bd. 9, Köln 1999 (zugl. Diss. European Business School Oestrich-Winkel 1998)
- Busse, F.-J. (*Grundlagen*):** Grundlagen der betrieblichen Finanzwirtschaft, 3., völlig überarb. und wesentlich erw. Aufl., München/Wien 1993

- Busse von Colbe, W.** (*Entwicklungstendenzen*): Entwicklungstendenzen in der Theorie der Unternehmung, in: ZfB, 34. Jg. (1964), Heft 10, S. 615-627
- Campbell, T. S./Kracaw, W. A.** (*Information*): Information Production, Market Signalling and the Theory of Financial Intermediation, in: Journal of Finance, Vol. 35 (1980), S. 863-882
- Carn, N. G./Black, R. T./Rabianski, J. S.** (*Corporate Real Estate*): Operational and Organizational Issues Facing Corporate Real Estate Executives and Managers, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 17 (1999), No. 3, S. 281-299
- Coenenberg, A. G.** (*Unternehmensbewertung*), Unternehmensbewertung mit Hilfe der Monte-Carlo-Simulation, in: ZfB, 40. Jg. (1970), S. 793-804
- Coenenberg, A. G.** (*Kostenrechnung*): Kostenrechnung und Analyse, Landsberg/Lech 1992
- Coenenberg, A. G.** (*Jahresabschluß*): Jahresabschluß und Jahresabschlußanalyse: betriebswirtschaftliche, handels- und steuerrechtliche Grundlagen, Landsberg/Lech 1994
- Copeland, T./Koller, T./Murrin, J.** (*Unternehmenswert*): Unternehmenswert: Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung, 2., aktualisierte und erw. Aufl., Frankfurt am Main/New York 1998
- Cornell, B./Shapiro, A. C.** (*Stakeholders*): Corporate Stakeholders and Corporate Finance, in: Financial Management, Vol. 16 (1987), No. 2, S. 5-14
- Corporate Communications** (*Investor*): Investor Relations Forum, o. Jg. (2000), Heft 6, S. 1

- 
- Damodaran, A. (*Finance*):** Applied Corporate Finance. A User's Manual, New York et al. 1999
- Damodaran, A. (*Real Options*):** The Promise of Real Options, in: Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 13 (2000), No. 2, S. 29-43
- DCR Duff & Phelps Credit Rating Co. (*Press Release*):** Press Release: DCR Assigns Preliminary Rating to The Trafford Centre Finance Limited, London 2000
- Debes, H./Lindner-Figura, J. (*Eigentum*):** Eigentum und sonstige Rechte an Grundstücken, in: Usinger, W. (Hrsg.): Immobilien – Recht und Steuern: Handbuch für die Immobilienwirtschaft, 2., aktualisierte und erw. Aufl., Köln 1999, S. 19-74
- Deimling, H./Rudolph, R. W. (*Unternehmensbewertung*):** Analyse des nicht betriebsnotwendigen Vermögens und der eigenkapitalersetzenden Fremdmittel bei der Unternehmensbewertung, in: Schitag Ernst & Young-Gruppe (Hrsg.): Aktuelle Fachbeiträge aus Wirtschaftsprüfung und Beratung – Festschrift zum 65. Geburtstag von Professor Dr. Hans Luik, Stuttgart 1991, S. 289-301
- Demuth, M. (*Immobilienfonds*):** Geschlossene Immobilienfonds als Anlageinstrumente, in: Brunner, M. (Hrsg.): Geldanlage in Immobilien, Wiesbaden 1994, S. 149-165
- Deppe, D. (*Unternehmenskrisen*):** Dynamische Ertrags- und Finanzplanung zur Früherkennung und Abwehr von Unternehmenskrisen in mittelständischen Unternehmen, Bergisch Gladbach/Köln 1992
- Deutsche Bank (*Immobilienfinanzierung*):** Handbuch gewerbliche Immobilienfinanzierung der Deutschen Bank AG, unveröffentlichtes Manuskript, Frankfurt am Main 1998

**Deutsche Bank (Securitisations):** Structured Securitisation, Präsentationsunterlagen, Frankfurt am Main 1999

**Deutsche Bank (ABS):** Euro ABS 2000. Relative Value & Major Trends in European ABS, Global Markets Research, Januar 2000

**Deutsche Bank (Zinsmanagement):** Zinsmanagement mit modernen Finanzinstrumenten, Frankfurt am Main 2000

**Deutsche Bank/The Royal Bank of Scotland (Trafford):** The Trafford Centre Finance Limited, Offering Circular, London 2000

**Deutsche Bundesbank (Vermögenssituation):** Zur Entwicklung der privaten Vermögenssituation seit Beginn der neunziger Jahre, in: Deutsche Bundesbank: Monatsbericht Januar 1999, Frankfurt am Main 1999, S. 33-50

**Deutsche Bundesbank (Ertragslage):** Ertragslage und Finanzierungsverhältnisse westdeutscher Unternehmen im Jahr 1998; in: Deutsche Bundesbank: Monatsbericht März 2000, Frankfurt am Main 2000, S. 31-53

**Deutsche Grundbesitz Management GmbH (Main-Taunus-Zentrum):** DB Immobilienfonds 12, Main-Taunus-Zentrum, Verkaufsprospekt, Eschborn/Frankfurt am Main 1999

**Diamond, D. W. (Intermediation):** Financial Intermediation as Delegated Monitoring, in: Review of Economic Studies, Vol. 51 (1984), S. 313-414

**Dombret, A. R. (Verbriefung):** Die Verbriefung als innovative Finanzierungstechnik, 2., überarbeitete und erweiterte Auflage, Frankfurt am Main 1988

**Donaldson, G. (Goals):** Financial Goals: Management vs. Stockholders, in: Harvard Business Review, Vol. 41 (1963), No. 3, S. 117-129

- Drukarczyk, J./Duttle, J./Rieger, R. (*Mobiliarsicherheiten*):** Mobiliarsicherheiten: Arten, Verbreitung, Wirksamkeit, Köln 1985
- Drukarczyk, J. (*Insolvenz*):** Unternehmen und Insolvenz: zur effizienten Gestaltung des Kreditsicherungs- und Insolvenzrechts, Wiesbaden 1987
- Drukarczyk, J. (*Theorie*):** Theorie und Politik der Finanzierung, 2. Aufl., München 1993
- Drukarczyk, J./Richter, F. (*Unternehmensgesamtwerk*):** Unternehmensgesamtwerk, anteileignerorientierte Finanzentscheidungen und APV-Ansatz, Regensburger Diskussionsbeiträge zur Wirtschaftswissenschaft, Nr. 275, Regensburg 1995
- Drukarczyk, J. (*Unternehmensbewertung*):** Unternehmensbewertung, 2. Aufl., München 1998
- Drukarczyk, J./Honold, D. (*Unternehmenswertänderung*):** Unternehmensbewertung und periodische Unternehmenswertänderung: Zur Leistungsfähigkeit von Entity-, APV- und Equity-Ansatz, Regensburger Diskussionsbeiträge zur Wirtschaftswissenschaft, Nr. 300, Regensburg 1998
- Drukarczyk, J. (*Finanzierung*):** Finanzierung: eine Einführung, 8., neubearb. und erw. Aufl., Stuttgart 1999
- Drukarczyk, J./Honold, D. (*Finanzierungsvorteile*):** Unternehmensbewertung, DCF-Methoden und der Wert steuerlicher Finanzierungsvorteile, in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 11. Jg. (1999), Heft 6, S. 333-408
- Drukarczyk, J./Schüler, A. (*Rückstellungen*):** Rückstellungen und Unternehmensbewertung, Regensburger Diskussionsbeiträge zur Wirtschaftswissenschaft, Nr. 338, Regensburg 2000



**Dubben N./Sayce, S. (*Property*):** Property Portfolio Management: An Introduction, London/New York 1991

**Ebenroth, C. T./Neiß, E. (*Abschirmwirkung*):** Voraussetzungen der steuerlichen Abschirmwirkung für Finanzierungsgesellschaften in den Niederlanden, in: Betriebs-Berater, 45. Jg. (1990), Heft 3, S. 145-157

**Ebert, L. P. (*Lease*):** Lease vs. Buy: The Corporate Perspective, in: Real Estate Issues, Vol. 12 (1987), No. 1, S. 15-20

**Eekhoff, J. (*Bodenmarkt*):** Wohnungs- und Bodenmarkt, Tübingen 1987

**Eichholz, R./Nelgen, M. (*Asset Backed Securities*):** Asset Backed Securities – ein Finanzierungsinstrument auch für den deutschen Markt?, in: DB, 45. Jg. (1992), Heft 16, S. 793-797

**Eilenberger, G. (*Finanzwirtschaft*):** Betriebliche Finanzwirtschaft: Einführung in die Finanzpolitik und das Finanzmanagement von Unternehmungen; Investition und Finanzierung, 5., gründlich überarb. und erw. Aufl., München/Wien 1994

**Elsas, R./Krahnen, J. P. (*Relationship*):** Is Relationship Lending Special? Evidence from Credit-File Data in Germany, Institut für Kapitalmarktforschung – Institute for Financial Studies, Working Paper, Frankfurt 1998

**Emmerich, V./Sonnenschein, J. (*Miete*):** Miete: Handkommentar; §§ 535-580a des Bürgerlichen Gesetzbuches; 2. Wohnraumkündigungsschutzgesetz; Gesetz zur dauerhaften sozialen Verbesserung der Wohnungssituation im Land Berlin, 5., neubearb. Aufl.; Berlin/New York 1989

**Engel, J. (*Leasing*):** Miete, Kauf, Leasing, 2. Aufl., Bonn 1997

- 
- Engellandt, F./Lütje, G. (*Rechtsnatur*):** Rechtsnatur und Bilanzierung von Asset-Backed Securities Transaktionen, in: Die Wirtschaftsprüfung, 49. Jg. (1996), Heft 14, S. 517-521
- Ernst, D. (*Iteration*):** Lösung des Zirkularitätsproblems der DCF-Bewertung durch mathematische Iteration, in: M&A Mergers and Acquisitions, o. Jg. (2000), Heft 4, S. 149-153
- Fabozzi, F. J./Modigliani, F. (*Capital*):** Capital Markets. Institutions and Instruments, Second Edition, New Jersey 1995
- Fahrholz, B. (*Unternehmensfinanzierung*):** Neue Formen der Unternehmensfinanzierung: Big-ticket-Leasing, Asset Backed- und Projektfinanzierungen; die steuer- und haftungsrechtliche Optimierung durch Einzugsgesellschaften (Single Purpose Companies), dargestellt anhand von Beispielsachverhalten, München 1998
- Falk, B. (*Gewerbe-Immobilien*):** Gewerbe-Immobilien, 6., überarb. und erw. Aufl., Landsberg/Lech 1994
- Falk, B. (*Immobilien-Handbuch*):** Immobilien-Handbuch – Wirtschaft, Recht, Bewertung, 2. Aufl. Loseblattsammlung in 2 Bdn., 21. Nachlieferung (2/1996), Landsberg a. L. 1991
- Falk, B. (Hrsg.) (*Immobilienwirtschaft*):** Fachlexikon Immobilienwirtschaft, Köln 1996
- Fama, E. F. (*Effects*):** The Effects of a Firm's Investment and Financing Decisions on Welfare of its Security Holders, in: American Economic Review, Vol. 68 (1978); No. 3, S. 272-284
- Fama, E. F. (*Agency Problems*):** Agency Problems and the Theory of the Firm, in: Journal of Political Economy, Vol. 88 (1980), No. 2, S. 288-307

- Fama, E. F./Jensen, M. C. (*Ownership*):** Separation of Ownership and Control, in: Journal of Land and Economics, Vol. 26 (1983), No. 2, S. 301-325
- Fama, E. F. (*Markets*):** Efficient Capital Markets: II, in: Journal of Finance, Vol. 46 (1991), No. 5, S. 1575-1617
- Feinen, K. (*Markt*):** Der Markt der gewerblichen und gemischt genutzten Objekte, in: Der Langfristige Kredit, 38. Jg. (1987), S. 314-321
- Feinen, K. (*Leasinggeschäft*):** Das Leasinggeschäft, 3. Aufl., Frankfurt am Main 1990
- Feinen, K. (*Konzeption*):** Konzeption und Attraktivität von Immobilien-Leasing-Fonds, in: Brunner, M. (Hrsg.): Geldanlage in Immobilien, Wiesbaden 1994, S. 167-183
- Feinen, K. (*Leasing*):** Kommunales Leasing, Frankfurt am Main 1995
- Felderer, B./Homburg, S. (*Makroökonomik*):** Makroökonomik und neue Makroökonomik, 6. verbesserte Aufl., Berlin et al. 1994
- Findeisen, K.-D. (*Asset-Backed Securities*):** Asset-Backed Securities im Vergleich zwischen US-GAAP und HGB, in: DB, 51. Jg. (1998), Heft 10, S. 481-488
- Fischer, E. O. (*Finanzwirtschaft*):** Finanzwirtschaft für Fortgeschrittene, München/Wien 1996
- Fischer, K. (*Hausbankbeziehung*):** Hausbankbeziehung als Instrument der Bindung zwischen Banken und Unternehmen: eine theoretische und empirische Analyse, Bonn 1990 (zugl. Diss. Universität Bonn 1990)
- Fisher, I. (*Interest*):** The Rate of Interest – Its Nature, Determination and Relation to Economic Phenomena, New York 1907

- 
- Fisher, J. D./Martin, R. S.** (*Income*): Income Property Valuation, New York 1994
- Fitch IBCA** (*Report*): European Structured Finance Presale Report: The Trafford Centre Finance Ltd., London 2000
- Flehinghaus, W.** (*Gemeinschaftsformen*): Gemeinschaftsformen des Haltens und Bebauens von Grundstücken, in: Usinger, W. (Hrsg.): Immobilien – Recht und Steuern: Handbuch für die Immobilienwirtschaft, 2., aktualisierte und erw. Aufl., Köln 1999, S. 445-491
- Fohlmeister, K. J.** (*Immobilien-Leasing*): Immobilien-Leasing, in: Hagenmüller, K.-F./Eckstein, W. (Hrsg.): Leasing-Handbuch für die Praxis, 6. Aufl., Frankfurt am Main 1992, S. 177-209
- Follak, K. P.** (*Joint Ventures*): Immobilien-Projektfinanzierungs-Joint Ventures und andere Modelle zur Teilung von Profit und Risiko, in: Der Langfristige Kredit, 44. Jg. (1993), S. 100 ff.
- Franke, G.** (*Information*): Information, Property Rights, and the Theory of Corporate Finance, in: Derkinderen, F. J./Crum, R.L. (Hrsg.): Readings in Strategy for Corporate Investment, Boston 1981, S. 63-83
- Franke, G./Hax, H.** (*Finanzwirtschaft*): Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 4. Auflage, Berlin et al. 1999
- Francke, J.** (*Technik*): Die Technik des deutschen Hypothekarkredits im Aktivgeschäft, in: Rüchardt, K. (Hrsg.): Handbuch des Hypothekarkredits: Immobilienfinanzierung in Deutschland und Europa, 3., neubearbeitete und erweiterte Aufl., Frankfurt am Main 1993, S. 421-468
- Franzke, H. R.** (*Industriebau*): Industriebau: Standorte, Bauten, Technik, Basel/Berlin/Boston 1991

- Frecka, T. J./Lee, C. F.** (*Financial Ratio*): Generalized Financial Ratio Adjustment Process and their Implications, in: Journal of Accounting Research, Vol. 21 (1983), S.308-316
- Freeman, R. E.** (*Stakeholder*): Strategic Mangement. A Stakeholder Approach, Boston et al. 1984
- Freimer, M./Gordon, M. J.** (*Bankers*): Why Bankers Ration Credit, in: The Quarterly Journal of Economics, Vol. 79 ( 1965), S. 397-416
- Frings, H.** (*Insolvenzrecht*): Das neue Insolvenzrecht in der Sparkassenpraxis, in: Deutsche Sparkassenzeitung, 19. Januar 1999, Nr. 4, S. 7
- Fritz, W./Förster, F./Raffée, H./Silberer, G.** (*Unternehmensziele*): Unternehmensziele in Industrie und Handel, in: Die Betriebswirtschaft, 45. Jg. (1985), S. 375-394
- Früh, A.** (*Asset*): Asset Backed Securities/Securitization am Finanzplatz Deutschland, in: BB, 50. Jg. (1995), Heft 3, S. 105-109
- Gabele, E./Dannenberg, J./Kroll, M.** (*Immobilien-Leasing*): Immobilien-Leasing, 3. Aufl., Wiesbaden 1998
- Gaberdiel, H.** (*Kreditsicherung*): Kreditsicherung durch Grundschulden, 5., völlig neu bearb. Aufl., Stuttgart 1990
- Gavish, B./Kalay, A.** (*Asset*): On the Asset Substitution Problem, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 18 (1983), S. 21-30
- Geier, U./Kraß, M.** (*Kapitalanlage*): Eigentumswohnungen als Kapitalanlage: Wohnungsmarktbetrachtungen und Finanzierungsempfehlungen, Wiesbaden 1995

- 
- Gellen, M. (Germany):** Property finance in various countries: Germany, in: Calatchi, R.-F./Rosenberg, S. B. (Hrsg.): Property Finance: An International Perspective, London 1992; S. 189-201
- Gerbich, M./Levis, M./Venmore-Rowland, P. (Property):** Property initial public offerings: regulations, costs and price reactions, in: Journal of Property Finance, Vol. 6 (1995), No. 1, S. 38-45
- Gerke, W./Bank, M. (Finanzierung):** Finanzierung: Grundlagen für die Investitions- und Finanzierungsentscheidungen in Unternehmen, Stuttgart et al. 1998
- Gereth, B./Schulte, K.-W. (Mezzanine):** Mezzanine-Finanzierung, Bergisch Gladbach/Köln 1992
- Gerhards, H./Keller, H. (Baufinanzierung):** Gabler Lexikon Baufinanzierung, 5., erw. und überarb. Aufl., Wiesbaden 1996
- Geurts, M. (Aspekte):** Steuerliche Aspekte bei Asset backed Securities, in: DB, 51. Jg. (1999), Heft 9, S. 451-454
- Gloystein, P. (Anforderungen):** Neuere Anforderungen an die Filialorganisation einer Großbank, in: Schierenbeck, H./Moser, H. (Hrsg.): Handbuch Bankcontrolling, Wiesbaden 1994
- Goedecke, W./Kerl, V. (Hypothekenbanken):** Die deutschen Hypothekenbanken. Pfandbrief – Realkredit – Kommunalkredit, 3., neu bearbeitete und erweiterte Aufl., Frankfurt am Main 1990
- Gögler, C. (Asset backed securities):** Asset backed securities: Darstellung der US-amerikanischen Praxis, rechtliche Rahmenbedingungen für die Übertragung des Konzeptes auf die Bundesrepublik Deutschland sowie Beurteilung aus Sicht der Beteiligten, Frankfurt am Main et al. 1996 (zugl. Diss. Univ. Tübingen 1995)

- Gondert, H.-G./Biagosch, P.** (*Immobilienleasing*): Immobilienleasing, in: Usinger, W. (Hrsg.): Immobilien – Recht und Steuern: Handbuch für die Immobilienwirtschaft, 2., aktualisierte und erw. Aufl., Köln 1999, S. 857-900
- Gop, R.** (*Bilanz*): Bilanz-Kur durch Flächen-Diät, in : Immobilien-Manager, o. Jg. (1994), Heft 2, S. 6-14
- Graaskamp, J. A.** (*Fundamentals*): Fundamentals of Real Estate Development, in: Journal of Property Valuation and Investment, 10. Jg. (1992), S. 619-639
- Green, R. C.** (*Investment*): Investment Incentives, Debt, and Warrants, in: Journal of Financial Economics, Vol. 13 (1984), S. 115-136
- Green, R. C./Talmor, E.** (*Asset Substitution*): Asset Substitution and the Agency Cost of Debt Financing, in: Journal of Banking and Finance, Vol. 10 (1986), S. 391-399
- Greenbaum, S. E./Thakor, A. V.** (*Intermediation*): Contemporary Financial Intermediation, Fort Worth et al. 1995
- Grob, H. L.** (*Investitionsrechnung*): Investitionsrechnung mit vollständigen Finanzplänen, München 1989
- Grob, H. L.** (*Einführung*): Einführung in die Investitionsrechnung: eine Fallstudien-geschichte, 3., vollst. überarb. und erw. Aufl, München 1999
- Günkel, M./Fenzl, B./Hagen, C.** (*Unternehmensteuerreform*): Diskussionsforum Unternehmensteuerreform: Steuerliche Überlegungen zum Übergang auf ein neues Körperschaftsteuersystem, insbesondere zum Ausschüttungsverhalten bei Kapitalgesellschaften, in: DStR, 38. Jg. (2000), Heft 11, S. 455-488



- 
- Günther, T. (*Controlling*):** Unternehmenswertorientiertes Controlling, München 1997
- Gutenberg, E. (*Grundlagen*):** Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, 1. Bd.: Die Produktion, 24., unveränderte Aufl., Berlin 1983
- Gutenberg, E. (*Betriebswirtschaftslehre*):** Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, 3. Bd.: Die Finanzen, 8. Aufl., Berlin 1987
- Hachmeister, D. (*Finanzierung*):** Die Abbildung der Finanzierung im Rahmen verschiedener Discounted Cash Flow-Verfahren, in: zfbf, 48. Jg. (1996), Heft 3, S. 251-277
- Hachmeister, D. (*Discounted Cash Flow*):** Der Discounted Cash Flow als Maß der Unternehmenswertsteigerung, 3., korrigierte Aufl., Frankfurt am Main et al. 1999 (zugl. Diss. Univ. München 1994)
- Hamel, W. (*Zielsysteme*):** Zielsysteme, in: Frese, Erich (Hrsg.): Handwörterbuch der Organisation, 3. Aufl., Stuttgart 1992, Sp. 2634-2652
- Harrington, D. (*Theory*):** Modern Portfolio Theory. The Capital Asset Pricing Model and Arbitrage Pricing Theory. A User's Guide, 2. Aufl., Englewood Cliffs 1987
- Haugen, R. A./Senbet, L. W. (*Bankruptcy*):** The Insignificance of Bankruptcy Costs to the Theory of Optimal Capital Structure, in: Journal of Finance, Vol. 33 (1978), S. 383-393
- Hauptfachausschuß des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (zitiert: HFA) (*Grundsätze*):** Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen, Stellungnahme HFA 2/1983, in: Die Wirtschaftsprüfung, 36. Jg. (1983), S. 468-480

**Hax, H.** (*Investitionstheorie*): Investitionstheorie, 5., bearb. Aufl., Heidelberg 1993

**Hax, H./Hartmann-Wendels, T./von Hinten, P.** (*Entwicklung*): Moderne Entwicklung in der Finanzierungstheorie, in: Christians, W. F. (Hrsg.): Finanzierungshandbuch, 2., völlig überarb. u. erw. Aufl., Wiesbaden 1988, S. 689-712

**Heinen, E.** (*Ansatz*): Der entscheidungsorientierte Ansatz der Betriebswirtschaftslehre, in: ZfB, 41. Jg. (1971), Heft 7, S. 429-444

**Heinen, E.** (*Betriebswirtschaftslehre*): Grundfragen der entscheidungsorientierten Betriebswirtschaftslehre, München 1976

**Heinen, E.** (*Grundlagen*): Grundlagen betriebswirtschaftlicher Entscheidungen. Das Zielsystem der Unternehmung, 3. Aufl., Wiesbaden 1976

**Heinen, E.** (*Kostenlehre*): Betriebswirtschaftliche Kostenlehre. Kostentheorie und Kostenentscheidungen, 6., verb. und erw. Aufl., Wiesbaden 1983

**Hellwig, M.** (*Risk Choices*): Allowing for Risk Choices in Diamond's "financial Intermediation as Delegated Monitoring", Working Paper No. 98-04, Sonderforschungsbereich 504 Universität Mannheim, Mannheim 1998

**Helmer, S.** (*Genußschein*): Die vermögensverwaltende Immobilien-KG mit Genußschein: ein kapitalmarktorientierter Ansatz zur Lösung der Bewertungs- und Liquiditätsproblematik offener Immobilienfonds, Frankfurt am Main et al. 1997 (zugl. Diss. Univ. Frankfurt am Main 1997)

**Hens, M.** (*Einsatz*): Der immobilienpezifische Einsatz des Shareholder Value-Konzeptes, in: Hens, M./Haub, C./Meyer, T. Joachim (Hrsg.): Shareholder Value und Immobilien: Konzepte wertsteigernder Strategien, Köln 1998

- Hens, M.** (*Management*): Marktorientiertes Management von Unternehmensimmobilien, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Bd. 13, Köln 1999 (zugl. Diss. European Business School Oestrich-Winkel 1999)
- Herrhausen, A.** (*Wettbewerbsposition*): Die Wettbewerbsposition der deutschen Universalbanken im europäischen Binnenmarkt, in: Kolbeck, R. (Hrsg.): Chancen und Risiken der deutschen Banken im Gemeinsamen Markt, Frankfurt am Main 1989, S. 79-94
- Hielscher, U./Laubscher, H.-D.** (*Finanzierungskosten*): Finanzierungskosten: Kostenbestandteile, Kostenvergleiche und Usancen der Industriefinanzierung, 2., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage, Frankfurt am Main 1989
- Hirshleifer, J.** (*Investment*): Investment, Interest and Capital, Englewood Cliffs 1970
- Hodgman, D. R.** (*Credit*): Credit Risk and Credit Rationing, in: The Quarterly Journal of Economics, Vol. 74 (1960), S. 258-278
- Hoffmann, P.** (*Bonitätsbeurteilung*): Bonitätsbeurteilung durch credit rating: Funktionsweise und Einsatzmöglichkeiten eines Instruments zur Optimierung von Investitions- und Finanzierungsprozessen, Berlin 1991
- Hohmann, K.** (*Markt*): Der Markt der gewerblichen Objekte aus Sicht eines institutionellen Investors, in: Der Langfristige Kredit, 41. Jg. (1990), S. 438-441
- Hommel, U./Müller, J.** (*Investitionsbewertung*): Realloptionsbasierte Investitionsbewertung, in: Finanz Betrieb, 1. Jg. (1999), Heft 8, S. 177-188

- Hsu, L./Mohebbi, C.** (*Credit Enhancement*): Credit Enhancement in ABS Structures, in: Bhattacharya, A. K./Fabozzi, F. J. (Hrsg.): Asset Backed Securities, New York/Boston/Denver 1996, S. 277-283
- Hüfner, P.** (*Regeln*): Neue Regeln für Asset-Backed Securities, in: Die Bank, 37. Jg. (1997), Heft 7, S. 433-436
- Hultsch, C.** (*Asset-Backed Securities*): Wirtschaftliche Zurechnung von Forderungen bei Asset-Backed Securities-Transaktionen, in: DB, 53. Jg. (2000), Heft 43, S. 2129-2132
- Hypothekenverband bei der EG (Hrsg.)** (*Hypothekarkredit*): Der Hypothekarkredit in der Europäischen Gemeinschaft, Bonn 1990
- Inselbag, I./Kaufold, H.:** (*Approaches*): Two DCF approaches for valuing companies under alternative financing strategies (and how to choose between them), in: Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 10 (1997), S. 114-122
- Jaffee, D. M./Russell, T.** (*Information*): Imperfect Information, Uncertainty, and Credit Rationing, in: The Quarterly Journal of Economics, Vol. 90 (1976), S. 651-666
- Janisch, M.** (*Anspruchsgruppenmanagement*): Das strategische Anspruchsgruppenmanagement: Vom Shareholder Value zum Stakeholder Value, Bern/Stuttgart/Wien 1993 (zugl. Diss. Hochschule St. Gallen 1992)
- Jacobi, H. H.** (*Bedeutung*): Die Bedeutung der Eigenkapitalbasis im internationalen Vergleich; in: Bruns, G./Häuser, K. (Hrsg.): Eigenkapital und Kapitalmarkt, Frankfurt am Main 1978, S. 55-79
- Jenkis, H.** (*Wohnungsbaufinanzierung*): Grundlagen der Wohnungsbaufinanzierung, München/Wien 1995

- Jensen, M. C./Meckling, W. H. (*Theory*):** Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, in: Journal of Financial Economics, Vol. 3 (1976), S. 305-360
- Jensen, M. C. (*Organization*):** Organization Theory and Methodology, in: Accounting Review, Vol. 58 (1983), S. 319-339
- Jensen, M. C. (*Agency Costs*):** Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, in: American Economic Review, Vol. 76 (1986), No. 2, S. 323-329
- J. P. Morgan (*Finance*):** Acquisition Finance, Präsentationsunterlagen, New York 2000
- Jürgensonn, I. von (*Optionen*):** Strategische Optionen für das Corporate Real Estate Management: Beiträge zum Shareholder Value-Management, Frankfurt am Main et al. 1998 (zugl. Diss. Wirtschaftsuniversität Wien 1997)
- Jürgensonn, I. von/Schäfers, W. (*Ansätze*):** Ansätze zur Shareholder Value-Analyse im Corporate Real Estate Management, in: Schulte, K.-W./Schäfers, W. (Hrsg.): Handbuch Corporate Real Estate Management, Köln 1998, S. 815-856
- Kleiber, W. (Hrsg.) (*WertR*):** WertR 76/96: Sammlung amtlicher Texte zur Wertermittlung von Grundstücken unter Berücksichtigung der WertV 98, BauGB 98 und Normalherstellungskosten 95, 7., durchges. und aktualisierte Aufl., Köln 2000
- Kleiber, W./Simon, J./Weyers, G. (*Verkehrswertermittlung*):** Verkehrswertermittlung von Grundstücken: Kommentar und Handbuch zur Ermittlung von Verkehrs-, Beleihungs-, Versicherungs- und Unternehmenswerten unter Berücksichtigung von WertV und BauGB, 3., vollst. neu bearb. und erw. Aufl., Köln 1998

- Kloster, U.** (*Kapitalkosten*): Kapitalkosten und Investitionsentscheidungen – Eine finanzierungstheoretische und empirische Untersuchung, Frankfurt am Main et al. 1988 (zugl. Diss. Univ. Essen 1988)
- Knobbe-Keuk, B.** (*Unternehmenssteuerrecht*): Bilanz- und Unternehmenssteuerrecht, 9. Aufl., Köln 1993
- Knyphausen, D. Z.** (*Management*): Wertorientiertes strategisches Management, in: Zeitschrift für Planung, o. Jg. (1992), Heft 4, S. 331-352
- Köhler, R.** (*Finanzierungsbegriff*): Zum Finanzierungsbegriff einer entscheidungsorientierten Betriebswirtschaftslehre, in: ZfB, 39. Jg. (1969), S. 435 ff.
- Krahen, H.-J.** (*Eigenkapitalbasis*): Die Eigenkapitalbasis der Unternehmen, in: Bruns, G./Häuser, K. (Hrsg.): Eigenkapital und Kapitalmarkt, Frankfurt am Main 1978, S. 30-50
- Kreikebaum, H.** (*Unternehmensplanung*): Strategische Unternehmensplanung, 6., überarb. und erw. Aufl., Stuttgart/Berlin/Köln 1997
- Kreim, E.** (*Kreditentscheidung*): Zukunftsorientierte Kreditentscheidung, Wiesbaden 1988
- Kruschwitz, L.** (*Investitionsrechnung*): Investitionsrechnung, 8., neubearb. Aufl., München/Wien 2000
- Kühn, F.** (*Immobilienleasing*): Immobilienleasing und Steuern: eine investitionstheoretische Analyse, Wiesbaden 1999 (zugl. Diss. Univ. Passau 1999)

- Kühne-Büning, L.** (*Besonderheiten*): Besonderheiten des Wirtschaftsgutes Wohnung und seiner Nutzungsleistungen, in: Kühne-Büning, L./Heuer, J. H. B. (Hrsg.): Grundlagen der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, 3., überarb. und erw. Aufl., Frankfurt am Main 1994, S. 6-17
- Kümpel, S.** (*Kapitalmarktrecht*): Bank- und Kapitalmarktrecht, Köln 1995
- Kunz, R. M.** (*Shareholder-Value*): Das Shareholder-Value-Konzept, in: Bruhn, M. et al. (Hrsg.): Wertorientierte Unternehmensführung: Perspektiven und Handlungsfelder für die Wertsteigerung von Unternehmen; Festschrift zum 10-jährigen Bestehen des Wirtschaftswissenschaftlichen Zentrums (WWZ) der Universität Basel, Wiesbaden 1998
- Kürn, C.** (*Mortgage*): Mortgage-Backed Securities: Rechtliche Voraussetzungen und Hindernisse, zugl. Diss. Univ. Konstanz 1997
- Küting, K./Weber, C.-P.** (*Bilanzanalyse*): Die Bilanzanalyse: Lehrbuch zur Beurteilung von Einzel- und Konzernabschlüssen, 4., erw. und aktualisierte Aufl., Stuttgart 1999
- Langenkämper, C.** (*Unternehmensbewertung*): Unternehmensbewertung: DCF-Methoden und simulativer VOFI-Ansatz, Wiesbaden 2000 (zugl. Diss. Univ. Münster 1999)
- Laux, M./Ohl, K.** (*Grundstücksinvestment*): Grundstücksinvestment: Die offenen Immobilienfonds, 2. Aufl., Frankfurt am Main 1988
- Leopoldsberger, G.** (*Wertermittlung*): Kontinuierliche Wertermittlung von Immobilien, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Bd. 6, Köln 1998, (zugl. Diss. European Business School Oestrich-Winkel 1998)



- Leland, H. E./Pyle, D. H.** (*Asymmetries*): Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation, in: Journal of Finance, Vol. 32 (1977), S. 371-387
- Lerbinger, P.** (*Securities*): Asset Backed Securities am US-Kapitalmarkt, in: Die Bank, 27. Jg. (1987), Heft 6, S. 310-315
- Leutiger, I.** (*Cash Flow*): Cash Flow: Entscheidungsgrundlage für die Gestaltung der Unternehmenszukunft, Landsberg/Lech 1987
- Lev, B.** (*Industry*): Industry Averages as Targets for Financial Ratios, in: Journal of Accounting Research, Vol. 7 (1969), S. 290-299
- Levy, H./Sarnat, M.** (*Portfolio*): Portfolio and Investment Selection: Theory and Practice, Englewood Cliffs et al. 1984
- Lewis, T. G./Stelter, D.** (*Mehrwert*): Mehrwert schaffen mit finanziellen Ressourcen, in: Harvard Business Manager, 1. Jg. (1993), Heft 4, S. 107-114
- Lintner, J.** (*Valuation*): The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets, in: Review of Economics and Statistics, Vol. 47 (1965), No. 1, S. 13-37
- Loehr, H.** (*Bewertung*): Bewertung von Unternehmen an den Kapitalmärkten, in: Gebhardt, G./Gerke, W./Steiner, M. (Hrsg.): Handbuch des Finanzmanagements, München 1993, S. 177-195
- Loipfinger, S.** (*Würfel*): Endlich sind die Würfel gefallen, in: Loipfinger, Stefan (Hrsg.): 2b-Studie. Studie über die Anwendung und Auswirkungen der Verwaltungsanweisung des Bundesministeriums der Finanzen zum § 2b EStG, Griesstätt 2000, S. 4-19
- Lorenz, P.** (*Gewerbebau*): Gewerbebau, Industriebau: Architektur, Planen, Gestalten, Leinfelden-Echterdingen 1991

- 
- Lucas, J./Zimmerman, T.** (*Lease-Backed Securities*): Equipment Lease-Backed Securities, in: Bhattacharya, A. K./Fabozzi, F. J. (Hrsg.): Asset Backed Securities, New York/Boston/Denver 1996, S. 147-167
- MacLeary, A. R./Nanthakumaran, N.** (*Property*): Property Investment Theory, London 1988
- Mandl, G./Rabel, K.** (*Unternehmensbewertung*): Unternehmensbewertung: eine praxisorientierte Einführung, Wien/Frankfurt 1997
- Manning, C./Rodríguez, M./Ghosh, C.** (*Location*): Devising a Corporate Facility Location Strategy to Maximize Shareholder Wealth, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 17 (1999), No. 3, S. 321-340
- Manning, C./Roulac, S. E.** (*Corporate*): Corporate Real Estate Research within the Academy, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 17 (1999), No. 3, S. 265-279
- Markowitz, H. M.** (*Portfolio*): Portfolio Selection. Efficient Diversification of Investments, New York/London/Sidney 1959
- Menges, G.** (*Entscheidungen*): Grundmodelle wirtschaftlicher Entscheidungen, 2. Aufl., Düsseldorf 1974
- Merton, R. C.** (*Return*): Estimating the Expected Return on the Market. An Exploratory Investigation, in: Journal of Financial Economics, Vol. 8 (1980), S. 323-361
- Meyer-Papart, W.** (*Ratingkriterien*): Ratingkriterien für Unternehmens, in: Büschgen, H. E./Everling, O. (Hrsg.): Handbuch Rating, Wiesbaden 1996, S. 111-173

- Michaud, S. (*Rating*):** A Rating Agency Perspective on Asset-Backed Securitization, in: Bhattacharya, A. K./Fabozzi, F. J. (Hrsg.): *Asset Backed Securities*, New York/Boston/Denver 1996, S. 269-276
- Miles, J. A./Ezzell, J. R. (*Cost of Capital*):** The Weighted Average Cost of Capital, Perfect Capital Markets and Project Life, A Clarification, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 15 (1980), S. 719-730
- Miller, M. H. (*History*):** The History of Finance: An Eyewitness Account, in: *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 13 (2000), No. 2, S. 8-14
- Modigliani, F./Miller, M. H. (*Cost*):** The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, in: *American Economic Review*, Vol. 48 (1958), S. 261-297
- Modigliani, F./Miller, M. H. (*Income*):** Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, in: *American Economic Review*, Vol. 53 (1963), S. 433-443
- Moody's Investors Service (CMBS):** Global CMBS Market to grow 20% to \$ 72 billion, in: <http://www.moody.com>, 10. Februar 2001
- Morgan, J. F. W. (*Immobilienbewertung*):** Internationale Immobilienbewertung aus Sicht eines Chartered Surveyors, in: *Der Langfristige Kredit*, 40. Jg. (1989), S. 380-387
- Morgan, J. F. W./Harrop, M. J./Brühl, M. J. (*Bewertungsmethoden*):** Internationale Bewertungsmethoden, in: Falk, B. (Hrsg.): *Gewerbe-Immobilien*, 6., überarb. und erw. Aufl., Landsberg/Lech 1994, S. 497-512
- Morgan Stanley & Co. Inc. (*Pfandbrief*):** Fixed Income Research. The German Pfandbrief Market, London 1997

- 
- Moxter, A.** (*Unternehmensbewertung*): Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung, 2., vollständig umgearb. Aufl., Wiesbaden 1983
- Müller-Trimbusch, J.** (*Anleihen*): High-Yield-Anleihen, Wiesbaden 1999 (zugl. Diss. European Business School Oestrich-Winkel 1999)
- Munsberg, F.** (*Jumbo-Pfandbriefe*): Der Markt für Jumbo-Pfandbriefe, in: Der deutsche Pfandbrief: Fakten und Daten 1998, Informationsbroschüre des VDH, Bonn 1998, S. 25-37
- Munsberg, F.** (*Schuldverschreibungen*): Immobilienbesicherte Schuldverschreibungen: Hypothekendarlehen, Mortgage-backed Securities und First Mortgage Debentures, in: Schulte, K.-W./Bone-Winkel, S./Thomas, M. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Investition, Köln 1998, S. 691-736
- Myers, S. C.** (*Interactions*): Interactions of Corporate Finance and Investment Decisions - Implications for Capital Budgeting, in: Journal of Finance, Vol. 29 (1974), S. 1-25
- Myers, S. C.** (*Determinants*): Determinants of Corporate Borrowing, in: Journal of Financial Economics, Vol. 5 (1977), S. 147-175
- Myers, S. C.** (*Puzzle*): The Capital Structure Puzzle, in: Journal of Finance, Vol. 39 (1984), S. 575-592
- Nagel, J.** (*Analyse*): Analyse von Gewerbeimmobilien, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 3. Jg. (1992), S. 12-18
- Nägele, P./Maaß, E./Flehinghaus, W.** (*Finanzierung*): Finanzierung, Finanzierungshilfen und Kreditsicherheiten, in: Usinger, W. (Hrsg.): Immobilien – Recht und Steuern: Handbuch für die Immobilienwirtschaft, 2., aktualisierte und erw. Aufl., Köln 1999, S. 1017-1067

- Narayanan, M. P.** (*Debt*): Debt versus Equity under Asymmetric Information, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 23 (1988), S. 39-51
- Neuber, F.** (*Kapitalmarkt*): Kapitalmarkt und Effektenbörse, in: Christians, F. Wilhelm (Hrsg.): Finanzierungshandbuch, 2., völlig überarb. u. erw. Aufl., Wiesbaden 1988, S. 61-92
- Ohl, H.-P.** (*Finanzierung*): Asset backed securities: ein innovatives Instrument zur Finanzierung deutscher Unternehmen, Wiesbaden 1994 (zugl. Diss. Techn. Hochsch. Darmstadt 1993)
- Oho, W./ Schelnberger, F.-J.** (*Steuerfolgen*): Steuerfolgen verschiedener Rechts- und Finanzierungsformen der Immobilienentwicklung und -investition, in: Usinger, W. (Hrsg.): Immobilien - Recht und Steuern: Handbuch für die Immobilienwirtschaft, 2., aktualisierte und erw. Aufl., Köln 1999, S. 1293-1357
- Olfert, K.** (*Finanzierung*): Finanzierung, 10., überarbeitete und erweiterte Auflage, Ludwigshafen 1999
- Opitz, G.** (*Immobilienfonds*): Geschlossene Immobilienfonds: Wirtschaftliche, rechtliche und steuerliche Konzeption, Freiburg 1995
- O. V.** (*Kluft*): Die Kluft von privaten zu professionellen Anlegern schwindet, in: FAZ, Nr. 177, 2.8.2000, S. 27
- O. V.** (*Spielraum*): Mit verbrieften Forderungen den Spielraum erweitern, in: Handelsblatt, 11.4.1995, S. 38
- Paal, E.** (*Entwicklungen*): Entwicklungen und Entwicklungstendenzen in der Kreditsicherung, Wiesbaden 1973
- Palandt, O.** (*BGB*): Bürgerliches Gesetzbuch: Kommentar, 57. neubearb. Aufl., München 1998

- Paul, S.** (*Bankenintermediation*): Bankenintermediation und Verbriefung: neue Chancen und Risiken für Kreditinstitute durch Asset Backed Securities?, Wiesbaden 1994 (zugl. Diss. Univ. Bochum 1994)
- Pederson, R. A.** (*Corporate*): Corporate real estate and capital markets, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 1 (1999), No. 4, S. 343-347
- Perridon, L./ Steiner, M.** (*Finanzwirtschaft*): Finanzwirtschaft der Unternehmung, 9., überarb. u. erw. Aufl., München 1997
- Peters, M./Bernau, O.** (*Asset-Backed Securities*): Asset-Backed Securities – eine Umfrage unter Banken, in: Die Bank, 35. Jg. (1995), Heft 12, S. 714-716
- Pettit, A.** (*Wall Street*): Wall Street meets Main Street – Principal investing in European real estate by investment banks and opportunity funds, in: Knappett, R. (Hrsg.): International Real Estate Finance Yearbook 2000-2001, First Edition, London 2000, S. 3-8
- Pfarr, K.** (*Bauwirtschaft*): Grundlagen der Bauwirtschaft, Essen 1984
- Phyhr, S. A./Cooper, J. R./Wofford, L. E./Kaplin, S. D./Lapides, P. D.** (*Real Estate*): Real Estate Investment: Strategy, Analysis, Decisions, Second Edition, New York et al. 1989
- Platz, J.** (*Immobilien-Management*): Immobilien-Management: Prüfkriterien zu Lage, Substanz, Rendite, 3., überarb. Aufl., Wiesbaden 1993
- Porter, M. E.** (*Wettbewerbsstrategie*): Wettbewerbsstrategie (Competitive Strategy): Methoden zur Analyse von Branchen und Konkurrenten (Deutsche Übersetzung von Volker Brandt und Thomas C. Schwoerer), 7. Aufl., Frankfurt am Main/New York 1992

**Pütz, P./Willgerodt, H.** (*Beteiligungskapital*): Gleiches Recht für Beteiligungskapital, Baden-Baden 1985

**Raffée, H.** (*Grundprobleme*): Grundprobleme der Betriebswirtschaftslehre, Göttingen 1974

**Rajan, R. G.** (*Insiders*): Insiders und Outsiders: The Choice Between Informed and Arm's Length Debt, in: Journal of Finance, Vol. 47 (1992), S. 1367-1401

**Rams, A.** (*Unternehmensbewertung*): Realoptionsbasierte Unternehmensbewertung, in: Finanz Betrieb, 1. Jg. (1999), Heft 11, S. 349-364

**Rappaport, A.** (*Creating*): Creating shareholder value: a guide for managers and investors, Second Edition, New York et al. 1998

**Rappaport, A.** (*Shareholder Value*): Shareholder Value: ein Handbuch für manager und Investoren (Übersetzung von Wolfgang Klien), 2., vollst. Überarb. und aktualisierte Aufl., Stuttgart 1999

**Rauch, W./Zimmermann, S.** (*Grundschild*): Grundschild und Hypothek: der Realkredit in der Bankenpraxis, 2. Aufl., München 1998

**Redman, A. L./Tanner, J. R.** (*Financing*): The Financing of Corporate Real Estate: A Survey, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 6 (1991), No. 2, S. 217-240

**Refäuter, D.** (*Cash Flow*): Strategisches Controlling auf der Basis des Cash Flow, Wiesbaden 1990 (zugl. Diss. Univ. Dortmund 1990)

**Rehugler, H./Voigt, M./Wolff, H.** (*Anlegerverhalten*): Anlegerverhalten der privaten Haushalte international, in: Die Bank, 33. Jg. (1993), S. 316-322



- 
- Reske, W./Brandenburg, A./Mortsiefer, H.-J.** (*Insolvenzursachen*): Insolvenzsachen mittelständischer Betriebe: eine empirische Analyse, 2. Auflage, Göttingen 1978
- Richter, F.** (*Methoden*): DCF-Methoden und Unternehmensbewertung: Analyse der systematischen Abweichungen der Bewertungsergebnisse, in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 9. Jg. (1997), Heft 3, S. 226-237
- Richter, F.** (*Verschuldungsgrad*): Unternehmensbewertung bei variablem Verschuldungsgrad, in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 10. Jg. (1998), Heft 6, S. 379-389
- Richter, F.** (*Konzeption*): Konzeption eines marktwertorientierten Steuerungs- und Monitoringsystems, 2., überarb. u. erg. Aufl., Frankfurt am Main et al. 1999 (zugl. Diss. Univ. Regensburg 1996)
- Richter, F./Drukarczyk, J.** (*Wachstum*): Wachstum, Kapitalkosten und Finanzierungseffekte, in: Regensburger Diskussionsbeiträge zur Wirtschaftswissenschaft, Nr. 346, Regensburg 2000
- Ring, S./Castedello, M./Schlumberger, E.** (*Auswirkungen*): Auswirkungen des Steuersenkungsgesetzes auf die Unternehmensbewertung, in: Finanz Betrieb, 2. Jg. (2000), Heft 6, S. 356-361
- Robichek, A. A./Myers, S. C.** (*Decisions*): Optimal Financing Decisions, Englewood Cliffs 1965
- Rödder, T./Schumacher, A.** (*Unternehmensteuerreform*): Unternehmensteuerreform 2001 – Eine erste Analyse des Regierungsentwurfs aus Betrachtersicht, in: DStR, 38. Jg. (2000), Heft 9, S. 353-400

**Rode, D.** (*Grundzüge*): Grundzüge des Hypothekarkredits, in: Rüchardt, Konrad (Hrsg.): Handbuch des Hypothekarkredits: Immobilienfinanzierung in Deutschland und Europa, 3., neubearbeitete und erweiterte Aufl., Frankfurt am Main 1993, S. 23-99

**Rolfes, B.** (*Investitionsrechnung*): Marktinsorientierte Investitionsrechnung, in: ZfB, 3. Jg. (1993), Heft 7, S. 691-713

**Ropeter, S.-E.** (*Investitionsanalyse*): Investitionsanalyse für Gewerbeimmobilien, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Bd. 5, Köln 1998 (zugl. Diss. European Business School Oestrich-Winkel 1997)

**Rosenthal, J. A./Ocampo, J. M.** (*Securitization*): Securitization of Credit. Inside the new Technology of Finance, New York 1988

**Ross, S. A.** (*Arbitrage*): The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing, in: Journal of Economic Theory, Vol. 13 (1976), S. 341-360

**Ross, S. A.** (*Return*): Return, Risk and Arbitrage, in: Friend, I./Bicksler, J. L. (Hrsg.): Risk and Return in Finance, Vol. 1, Cambridge/Mass. 1977, S. 189-218

**Ross, S. A./Westerfield, Randolph W./Jaffe, Jeffrey F.** (*Finance*): Corporate Finance, Third Edition, Homewood/Boston 1993

**Rössler, R./Langner, J./Simon, J./Kleiber, W.** (*Schätzung*): Schätzung und Ermittlung von Grundstückswerten: eine umfassende Darstellung der Rechtsgrundlagen und praktischen Möglichkeiten einer zeitgemäßen Verkehrswertermittlung, 6., überarb. und erw. Aufl., Neuwied/Luchterhand 1990

**Roulac, S. E.** (*Real Estate*): Real Estate Value Chain Connections: Tangible and Transparent, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 17 (1999), No. 3, S. 387-404

- 
- Rüchardt, K. (*Bewertung*):** Bewertung und Krediturteil, in: Rüchardt, K. (Hrsg.): Handbuch des Hypothekarkredits: Immobilienfinanzierung in Deutschland und Europa, 3., neubearbeitete und erweiterte Aufl., Frankfurt am Main 1993, S. 143-260
- Rudolph, B. (*Bedeutung*):** Zur Bedeutung der kapitaltheoretischen Separationstheoreme für die Investitionsplanung, in: ZfB, 53. Jg. (1983), Heft 3, S. 261-287
- Rudolf, B. (*Kreditsicherheiten*):** Kreditsicherheiten als Instrumente zur Umverteilung und Begrenzung von Kreditrisiken, in: zfbf, 36. Jg. (1984), Heft 1, S. 16-43
- Rudolph, B. (*Kapitalmarkttheorie*):** Neuere Kapitalkostenkonzepte auf Grundlage der Kapitalmarkttheorie, in: zfbf, 38. Jg. (1986); Heft 10, S. 892-898
- Sauter, U. (*Managementbeurteilung*):** Anwendbarkeit des Shareholder Value zur Managementbeurteilung, Bamberg 1997 (zugl. Diss. Univ. St. Gallen 1997)
- Scarrett, D. (*Valuation*):** Property Valuation – The five methods, London 1991
- Schäfer, H. J. (*Umwandlungssteuerrecht*):** Leitfaden zum Umwandlungssteuerrecht, 2. Auflage, Neuwied/Kriftel/Luchterhand 1999
- Schäfers, W. (*Management*):** Strategisches Management von Unternehmensimmobilien: Bausteine einer theoretischen Konzeption und Ergebnisse einer empirischen Untersuchung, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Bd. 3, Köln 1997 (zugl. Diss. European Business School, Oestrich-Winkel 1996)

- Schäfers, W.** (*Corporation*): Real Estate in the Corporation: Adding Value to the Bottom Line, Vortragsunterlagen, 4. European Real Estate Society Conference, 25.-27. Juni, Berlin 1997
- Schäfers, W.** (*Evidence*): Corporate Real Estate Management: Evidence from German Companies, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 17 (1999), No. 3, S. 301-320
- Schäfers, W.** (*Corporate Real Estate*): Corporate Real Estate Management, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Immobilienökonomie, Bd. 1, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 2., überarb. Aufl., München/Wien 2000, S. 813-869
- Scharpenack, F./Nack, U./Haub, C.** (*Immobilien-Aktiengesellschaften*): Immobilien-Aktiengesellschaften, in: Schulte, K.-W./Bone-Winkel, S./Thomas, M. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Investition, Köln 1998, S. 655-687
- Scheidl, K.** (*Solvenznormen*): Eigenkapitalorientierte Solvenznormen, in: Schierenbeck, H./Moser, H. (Hrsg.): Handbuch Bankcontrolling, Wiesbaden 1994, S. 779-804
- Schlosser, A.** (*Tagungsbericht*): Tagungsbericht Shareholder-Value-Handelsblatt-Kongreß: „Wie steigern Sie den Wert Ihres Unternehmens?“, in: M&A Review, Heft 9, 1996, S. 412
- Schmidt, J. G.** (*Discounted Cash-flow*): Die Discounted Cash-flow-Methode – nur eine kleine Abwandlung der Ertragswertmethode?, in: zfbf; 47. Jg. (1995), S. 1087-1118
- Schmidt, R. H./Terberger, E.** (*Grundzüge*): Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie, 4., aktualisierte Auflage, Wiesbaden 1997
- Schmidt-Wilke, H.** (*Fortschritt*): Fortschritt in der Finanzwirtschaft: eine wissenschaftstheoretische Untersuchung, Wiesbaden 1998 (zugl. Diss. Wiss. Hochschule für Unternehmensführung, Koblenz 1998)

- Schneeweiß, H.** (*Entscheidungskriterien*): Entscheidungskriterien bei Risiko, Heidelberg 1967
- Schneider, D.** (*Investition*): Investition, Finanzierung und Besteuerung, 7., vollst. überarb. u. erw. Aufl., Wiesbaden 1992
- Schönmann, H. G.** (*Geschichte*): Geschichte des deutschen Hypothekarkredits, in: Rüchardt, K. (Hrsg.): Handbuch des Hypothekarkredits: Immobilienfinanzierung in Deutschland und Europa, 3., neubearbeitete und erweiterte Aufl., Frankfurt am Main 1993, S. 819-981
- Schütt, H.** (*Finanzierung*): Finanzierung und Finanzplanung deutscher Industrieunternehmen. Eine empirische Untersuchung, Darmstadt 1979
- Schulte, K.-W.** (*Wirtschaftlichkeitsrechnung*): Wirtschaftlichkeitsrechnung, 4. Aufl., Heidelberg/Wien 1986
- Schulte, K.-W./Allendorf, G./Schieble, M.** (*Terminzinssätze*): Terminzinssätze als Prognosewerte für zukünftige Kassazinssätze – eine empirische Untersuchung des deutschen Rentenmarktes, in: Finanzmarkt und Portfolio Management, 9. Jg. (1995), Heft 2, S. 250-261
- Schulte, K.-W./Schäfers, W.** (*Einführung*): Einführung in das Corporate Real Estate Management, in: Schulte, K.-W./Schäfers, W. (Hrsg.): Handbuch Corporate Real Estate Management, Köln 1998, S. 25-52
- Schulte, K.-W./Allendorf, G./Crommen, M.** (*Investitionsrechnung*): Investitionsrechnung im sozialen Wohnungsbau: Rentabilitätsermittlung und Dimensionierung von Fördermitteln, Köln 1999
- Schulte, K.-W.** (Hrsg.) (*Immobilienakademie*): 10 Jahre ebs Immobilienakademie. Festschrift, Frankfurt am Main 2000

**Schulte, K.-W./Leopoldsberger, G./ Schaubach, P./Vaaßen, N./Walker, A.**

(*Immobilienfinanzierung*): Immobilienfinanzierung, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Immobilienökonomie, Bd. 1, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 2., überarb. Aufl., München/Wien 2000, S. 449-506

**Schulte, K.-W./Schäfers, W.** (*Disziplin*): Immobilienökonomie als wissen-

schaftliche Disziplin, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Immobilienökonomie, Bd. 1, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 2., überarb. Aufl., München/Wien 2000, S. 97-115

**Schulte, K.-W./Schäfers, W./Hoberg, W./Homann, K./Sotelo, R./Vogler, J. H.**

(*Betrachtungsgegenstand*): Betrachtungsgegenstand der Immobilienökonomie, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Immobilienökonomie, Bd. 1, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 2., überarb. Aufl., München/Wien 2000, S. 13-80

**Schumann, J./Meyer, U./Ströbele, W.** (*Theorie*): Grundzüge der mikro-

ökonomischen Theorie, 7., neubearb. u. erw. Aufl., Berlin et al. 1999

**Schwetzer, B./Darijtschuk, N.** (*Unternehmensbewertung*): Unternehmens-

bewertung und Finanzierungspolitiken, ZfB, 70. Jg. (2000), Heft 1, S. 117-134

**Schwilling, W.** (*Börsenplatz*): Börsenplatz Deutschland – Eine kritische Analy-

se mit Rück- und Ausblick, in: Bierbaum, D./Feinen, K. (Hrsg.): Bank- und Finanzwirtschaft: Strategien im Wandel. Festschrift für Hans E. Büschgen zum 65. Geburtstag, Wiesbaden 1997, S. 413-464

**Scott, J. H.** (*Bankruptcy*): Bankruptcy, Secured Debt, and Optimal Capital

Structure, in: Journal of Finance, Vol. 32 (1977), S. 1-19

- Seidel, E.** (*Unternehmensverfassung*): Unternehmensverfassung und Unternehmensraison – Zur Frage einer Spannungslinie zwischen betrieblicher Gewaltenteilung und betrieblicher Effizienz, in: Heigel, A./Uecker, P. (Hrsg.): Betriebswirtschaftslehre und Recht, Wiesbaden 1979, S. 173-191
- Sharpe, W. F.** (*Capital*): Capital Asset Prices. A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, in: Journal of Finance, Vol. 19 (1964), S. 425-442
- Siepe, G.** (*Unternehmensbewertung*): Die Unternehmensbewertung, in: Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V. (Hrsg.): Wirtschaftsprüfer-Handbuch, Bd. II, 11. Aufl., Düsseldorf 1998; S. 1-142
- Sirmans, C. F.** (*Finance*): Real Estate Finance, Second Edition, New York et al. 1989
- Smallman, J. D./Selby, M. J. P.** (*Securitisation*): Asset-backed Securitisation, in: Bonsall, D. C. (Hrsg.): Securitisation, London et al. 1990, S. 242-264
- Sotelo, R.** (*Immobilienaktiengesellschaften*): Immobilienaktiengesellschaften – Mythos und Möglichkeiten, in: GuG, o. Jg. (2000), Heft 1, S. 24-28
- Spremann, K.** (*Wirtschaft*): Wirtschaft, Investition und Finanzierung, 5., vollst. überarb., erg. und aktualisierte Aufl., München/Wien 1996
- Staender, L./Kötter, R.** (*Gewerbeimmobilien*): Gewerbeimmobilien, in: Kühne-Büning, L./Heuer, J. H. B. (Hrsg.): Grundlagen der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, 3., überarb. und erw. Aufl., Frankfurt am Main 1994, S. 587-622



- Stahl, K.** (*Wohnungsmarktmodelle*): Quantitative Wohnungsmarktmodelle: eine konzeptionelle Einführung, in: Schacht, P. (Hrsg.): Wohnungsmarktsimulationsmodelle. Workshop, Schriftenreihe „Wohnungsmarkt und Wohnungspolitik“ des Bundesministers für Raumordnung, Bauwesen und Städtebau, Heft Nr. 07.011, Bonn 1981, S. 9-24
- Standard & Poor's** (*Structured Finance*): Structured Finance Presale Report: The Trafford Finance Centre Ltd., London 2000
- Steffan, F.** (*Hypothekarkredit*): Der Hypothekarkredit als Pfeiler der Investitionsfinanzierung, neu bearbeitet von Dr. Konrad Rüchardt, in: Rüchardt, K. (Hrsg.): Handbuch des Hypothekarkredits: Immobilienfinanzierung in Deutschland und Europa, 3., neubearbeitete und erweiterte Aufl., Frankfurt am Main 1993, S. 3-12
- Steiner, C.** (*Immobilienfinanzierung*): Immobilienfinanzierung in den Ländern der Europäischen Gemeinschaft: Ein Überblick, Frankfurt am Main 1990
- Stewart, G. B.** (*Value*): The Quest for Value: The EVA<sup>TM</sup> Management Guide, New York 1991
- Stiglitz, J. E.** (*Irrelevance*): On the Irrelevance of Corporate Financial Policy, in: American Economic Review, Vol. 64 (1974), No. 6, S. 851-866
- Stiglitz, J. E./Weiss, A.** (*Credit*): Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, in: The American Economic Review, Vol. 71 (1981), S. 393-410
- Storck, E.** (*Euromarkt*): Herausforderungen für den Euromarkt: Europäische Währungsunion und weltweite Liberalisierung und Deregulierung des Finanzsektors, in: Bierbaum, D./Feinen, K. (Hrsg.): Bank- und Finanzwirtschaft: Strategien im Wandel. Festschrift für Hans E. Büschgen zum 65. Geburtstag, Wiesbaden 1997, S. 439-464

- Straßheimer, P. (*Management*):** Internationales Corporate Real Estate Management – Implikationen der Internationalisierung von Unternehmen auf das betriebliche Immobilienmanagement, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Bd. 12, Köln 1999 (zugl. Diss. European Business School, Oestrich-Winkel 1999)
- Süchting, J. (*Entwicklungen*):** Entwicklungen auf den internationalen Finanzmärkten, in: Christians, F. Wilhelm (Hrsg.): Finanzierungshandbuch, 2., völlig überarb. u. erw. Aufl., Wiesbaden 1988, S. 145-158
- Süchting, J. (*Finanzmanagement*):** Finanzmanagement: Theorie und Politik der Unternehmensfinanzierung, 6., vollst. überarb. und erw. Aufl., Wiesbaden 1995
- Swoboda, P. (*Finanzierung*):** Betriebliche Finanzierung, 3., überarb. Aufl., Heidelberg 1994
- Swoboda, P. (*Risiko*):** Der Risikograd als Abgrenzungskriterium von Eigen- versus Fremdkapital, in: Stöppler, W.: Information und Produktion. Festschrift für W. Eittmann, Stuttgart 1985, S. 343-361
- Tacke, H. R. (*Leasing*):** Leasing, 2., völlig überarbeitete, aktualisierte und erweiterte Auflage, Stuttgart 1993
- Thomas, M. (*Immobilienwertbegriffe*):** Immobilienwertbegriffe in Deutschland und Großbritannien, in: Die Bank, 35. Jg. (1995), Heft 5, S. 263-268
- Thomas, M. (*Entwicklung*):** Die Entwicklung eines Performanceindexes für den deutschen Immobilienmarkt, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Bd. 2, Köln 1997 (zugl. Diss. European Business School Oestrich-Winkel 1996)

- Thomas, M./Leopoldsberger, G.** (*Bewertung*): Bewertung von Unternehmensimmobilien, in: Schulte, K.-W./Schäfers, W. (Hrsg.): Handbuch Corporate Real Estate Management, Köln 1998, S. 117-153
- Thomas, M./Leopoldsberger, G./Walbröhl, V.** (*Immobilienbewertung*): Immobilienbewertung, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Immobilienökonomie, Bd. 1, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 2., überarb. Aufl., München/Wien 2000, S. 381-448
- Tiemann, J. H.** (*Geschlossene Immobilienfonds*): Geschlossene Immobilienfonds, in: Schulte, K.-W./Bone-Winkel, S./Thomas, M. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Investition, Köln 1998, S. 595-620
- Tischbirek, W.** (*Besteuerung*): Besteuerung internationaler Immobilieninvestitionen, in: Usinger, W. (Hrsg.): Immobilien – Recht und Steuern: Handbuch für die Immobilienwirtschaft, 2., aktualisierte und erw. Aufl., Köln 1999, S. 1359-1438
- Tromp, R. E.** (*Businesses*): Buying Businesses in Germany after Tax Reform 2000: The End of Asset Deals? in: Tax Planning, Vol. 27 (2000), No. 12, S. 10-18
- Tromp, R. E.** (*Tax Reform 2000*): Tax Reform 2000, o. Jg. (2000), No. 1, S. 2-18
- Uszczapowski, I.** (*Optionen*): Optionen und Futures verstehen. Grundlagen und neuere Entwicklungen, 2., erweiterte Auflage, Nördlingen 1993
- Utech, H. G./Weinand-Härer, K.** (*Rechtsform*): Rechtsform und steuerliche Behandlung eines Leasingfonds, in: DB, 48. Jahrgang (1995), Beilage 6, S. 8-11

- Vaaßen, N.** (*Immobilienleasing*): Gewerbliches Immobilienleasing: Eine quantitative und qualitative Analyse aus Sicht des Leasingnehmers, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Bd. 10, Köln 1999 (zugl. Diss. European Business School Oestrich-Winkel 1998)
- Väth, A.** (*Investmentaktiengesellschaft*): Die Grundstücks-Investmentaktiengesellschaft als Pendant zum REIT. Entwicklung einer Konzeption auf Basis der KAGG-Novelle '98, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Bd. 11, Köln 1999 (zugl. Diss. European Business School Oestrich Winkel 1999)
- Völker, H. H.** (*Markt*): Der Markt der gewerblichen und gemischt genutzten Objekte, in: Der Langfristige Kredit, 39. Jg. (1988), S. 306-308
- Vorbaum, H.** (*Finanzierung*): Finanzierung der Betriebe, 9., aktualisierte Aufl., Wiesbaden 1995
- Wainwright, S.** (*Off balance*): Off balance sheet property ownership structures - Releasing capital from operational portfolios through divestment, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 2 (2000), No. 4, S. 330-342
- Waldmann, K.** (*Immobilienmanagement*): Immobilienmanagement im Mietermarkt, in: Der Langfristige Kredit, 38. Jg. (1987), S. 68-76
- Wahrenburg, M./Niethen, S.** (*Kreditrisikomodelle*): Vergleichende Analyse alternativer Kreditrisikomodelle, in: Kredit und Kapital, 33. Jg. (2000), Heft 2, S. 235-257
- Weatherhead, M.** (*Strategy*): Real Estate in Corporate Strategy, London et al. 1997
- Weber, T.** (*Methoden*): Methoden der Unternehmensbewertung unter Berücksichtigung von Ertragsteuern und Finanzierungspolitik, in: Finanz Betrieb, 2. Jg. (2000), Heft 7-8, S. 464-473

- Wenman, S. L.** (*Credit*): Credit Enhancement: Introduction and Overview, in: Shaw, Z. (Hrsg.): International Securitisation. The scope, development and future outlook for asset-backed finance, New York/Basingstoke 1991
- Wessel, K.-H.** (*Banken*): Banken im Strukturwandel, in: Bierbaum, D./Feinen, K. (Hrsg.): Bank- und Finanzwirtschaft: Strategien im Wandel. Festschrift für Hans E. Büschgen zum 65. Geburtstag, Wiesbaden 1997, S. 465-494
- Weston, J. F./Copeland, T. E.** (*Finance*): Managerial Finance, Ninth Edition, Fort Worth et al. 1992
- Wilhelm, J.** (*Marktwertmaximierung*): Marktwertmaximierung – Ein didaktisch einfacher Zugang zu einem Grundlagenproblem der Investitions- und Finanzierungstheorie, in: ZfB, 53. Jg. (1983), H. 6, S. 516-534
- Wilhelm, J.** (*Finanzierungstheorie*): Spurensuche: Neoklassische Elemente in der „neuen“ Finanzierungstheorie, in: Ordelt, D./Rudolph, B./Büßelmann, E. (Hrsg.): Betriebswirtschaftslehre und ökonomische Theorie, Stuttgart 1991, S. 173-196
- Willburger, A.** (*Asset*): Asset backed securities im Zivil- und Steuerrecht, Köln 1997 (zugl. Diss. Univ. Konstanz 1996)
- Winker, P.** (*Kreditrationierung*): Firmenalter und Kreditrationierung : Eine mikroökonomische Analyse mit ifo Umfragedaten, in: ifo Studien, 39. Jg. (1993), S. 103-126
- Wittig, A.** (*Financial Covenants*): Financial Covenants im inländischen Kreditgeschäft, in: Wertpapiermitteilungen, 50. Jg. (1996), S. 1381-1424
- Wöhe, G.** (*Betriebswirtschaftslehre*): Einführung in die allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 19., überarb. und erw. Aufl., München 1996

**Wöhe, G./Bilstein, J.** (*Unternehmensfinanzierung*): Grundzüge der Unternehmensfinanzierung, 8., überarb. und erw. Aufl., München 1998

**Wolfs Steuer-Gesetze (Hrsg.)** (*Steuersenkungsgesetz*): Das Steuersenkungsgesetz mit Steuersenkungs-Ergänzungsgesetz, Berg 2000

**Wörn, T.** (*Immobilienleasing*): Die Beurteilung von Immobilienleasing durch Kommunen, Hamburg 1997

**Wurtzebach, C. H./Miles, M. E.** (*Real Estate*): Modern Real Estate, Fifth Edition, New York et al. 1994

## **VERZEICHNIS DER GESETZE UND VERORDNUNGEN**

AktG

AStG

BauGB

BewG

BGB

ESiG

ESiR

Erbschaftsteuer-Richtlinien

KAGG

GBO

GewStG

GrEStG

HBG

HGB

InsO

KStG

KWG

Steuerentlastungsgesetz 1999/2000/2002

StSenkG

StSenkErgG

WertR

WertV



## **VERZEICHNIS DER URTEILE UND ERLASSE**

BFH-Urteil vom 19.1.1978, IV R 153/72

BFH-Urteil vom 10.12.1981, V R 75/76

BFH-Urteil vom 11.12.1997, III R 14/96

BGH-Urteil vom 8.6.1959, III ZR 66/58

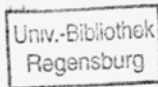
BGH-Urteil vom 17.12.1979, II ZR 240/78

BGH-Urteil vom 13.6.1984, IV a ZR 196/82

BMF-Schreiben vom 19.4.1971, BStBl. 1971 I, S. 264-266

BMF-Schreiben vom 23.12.1991, BStBl. 1992 I, S. 13-15

BMF-Schreiben vom 5.7.2000, IV A 5 – S 2118 b – 111/00





## **BISHER IN DIESER REIHE ERSCHIENEN:**

### **Band 1**

Stephan Bone-Winkel

**Das strategische Management von offenen Immobilienfonds** unter besonderer Berücksichtigung der Projektentwicklung von Gewerbeimmobilien  
ISBN 3-932687-15-9

### **Band 2**

Matthias Thomas

**Die Entwicklung eines Performanceindexes für den deutschen Immobilienmarkt**  
ISBN 3-932687-23-X

### **Band 3**

Wolfgang Schäfers

**Strategisches Management von Unternehmensimmobilien**  
Bausteine einer theoretischen Konzeption und Ergebnisse einer empirischen Untersuchung  
ISBN 3-932687-24-8

### **Band 4**

Daniela Kirsch

**Public Private Partnership**  
Eine empirische Untersuchung der kooperativen Handlungsstrategien in Projekten der Flächenerschließung und Immobilienentwicklung  
ISBN 3-932687-27-2

### **Band 5**

Sven-Eric Ropeter

**Investitionsanalyse für Gewerbeimmobilien**  
ISBN 3-932687-30-2

### **Band 6**

Gerrit Leopoldsberger

**Kontinuierliche Wertermittlung von Immobilien**  
ISBN 3-932687-28-0

**Band 7**

Kerstin Hiska Brade

**Strategischer Marketing-Planungsprozeß für Büroimmobilien**

ISBN 3-932687-34-5

**Band 8**

Björn Isenhöfer

**Strategisches Management von Projektentwicklungsunternehmen**

ISBN 3-932687-35-3

**Band 9**

Christoph Buse

**Strategisches Management von industrieverbundenen**

**Wohnungsunternehmen**

ISBN 3-932687-39-6

**Band 10**

Nicole Vaaßen

**Gewerbliches Immobilienleasing**

Eine quantitative und qualitative Analyse aus Sicht des Leasingnehmers

ISBN 3-932687-40-X

**Band 11**

Arno Väh

**Die Grundstücks-Investmentaktiengesellschaft als**

**Pendant zum REIT**

Entwicklung einer Konzeption auf der Basis der KAGG-Novelle '98

ISBN 3-932687-41-8

**Band 12**

Petra Straßheimer

**Internationales Corporate Real Estate Management**

Implikationen der Internationalisierung von Unternehmen auf das betriebliche Immobilienmanagement

ISBN 3-932687-51-5

**Band 13**

Markus Hens

**Marktwertorientiertes Management von Unternehmensimmobilien**

ISBN 3-932687-52-3

**Band 14**

Barbara Pierschke

**Die organisatorische Gestaltung des betrieblichen Immobilienmanagements**

ISBN 3-932687-71-X

**Band 15**

Victoria Walbröhl

**Die Immobilienanlageentscheidung im Rahmen des Kapitalanlagemanagements institutioneller Anleger**

– eine Untersuchung am Beispiel deutscher  
Lebensversicherungsunternehmen und Pensionskassen

ISBN 3-932687-78-7

**Band 16**

Ramon Sotelo

**Ökonomische Grundlagen der Wohnungspolitik**

ISBN 3-932687-80-9

**Band 17**

Marcel Crommen

**Finanzierung von Unternehmensimmobilien**

Eine Shareholder Value-orientierte Analyse

ISBN 3-932687-79-5







Aufgrund von Sättigungstendenzen an den traditionellen Kreditmärkten und der sich infolge der Globalisierung der Märkte verschärfenden Wettbewerbsbedingungen entwickelt sich Kapital zunehmend zu einer knappen Ressource, um die Unternehmen auf nationaler und internationaler Ebene konkurrieren. Bei der Suche nach alternativen Kapitalquellen geraten die betrieblichen Immobilien immer mehr in den Blickpunkt des Interesses. Da Unternehmensimmobilien wertmäßig eine bedeutende Ressource bilden, stellen sich nationale und internationale Großunternehmen in zunehmendem Maße die Frage, wie deren Finanzierung optimal zu gestalten ist.

In der vorliegenden Arbeit werden, ausgehend von der Zielsetzung Shareholder Value-Maximierung, finanzierungspolitische Aussagen abgeleitet und die Konsequenzen für die Finanzierung von Unternehmensimmobilien aufgezeigt. Es wird eine Unternehmenswertrechnung konstruiert, mit deren Hilfe Maßnahmen im Rahmen der Finanzierung betrieblicher Immobilien beurteilt werden können. Ferner werden alternative Finanzierungskonzepte für Unternehmensimmobilien dargestellt und erläutert. Hier werden zunächst mit der bilanzwirksamen Finanzierung über Hypothekarkredite und dem Immobilienleasing traditionelle Finanzierungsformen untersucht. Abschließend wird mit der Asset Securitisation ein in der Regel bilanzneutrales Finanzierungsmodell vorgestellt, das den Unternehmen Zugang zu den immobilienpezifischen internationalen Kapitalmärkten eröffnet.

Das Buch bietet nicht nur eine wissenschaftliche Auseinandersetzung mit dem Thema der Finanzierung von Unternehmensimmobilien, sondern liefert darüber hinaus konkrete Anregungen und Entscheidungshilfen für die Praxis. Damit richtet es sich an alle, die sich beruflich mit Immobilienfinanzierung und im Speziellen mit der Finanzierung betrieblicher Immobilien befassen. Ferner ist die Arbeit für Wissenschaftler und Studenten der Betriebswirtschaftslehre, insbesondere mit den Schwerpunkten Finanzierungstheorie und Immobilienökonomie, von Interesse.



Rudolf Müller

ISBN 3-932687-79-5



[www.immobilienmanager.de](http://www.immobilienmanager.de)