

Band 13

Markus Hens

Marktwert- orientiertes Management von Unternehmens- immobilien



EUROPEAN BUSINESS SCHOOL
Private Wissenschaftliche Hochschule
Schloß Reichartshausen

Schriften zur Immobilienökonomie

Hrsg.: Prof. Dr. Karl-Werner Schulte



Rudolf Müller



Markus Hens

**Marktwertorientiertes Management
von Unternehmensimmobilien**

UBR069028647395



40-5680

QT 360
00 1.197 ~~544~~ H 526

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

Hens, Markus:

Marktwertorientiertes Management von Unternehmensimmobilien /

Markus Hens. –

Köln : Müller 1999

(Schriften zur Immobilienökonomie ; Bd. 13)

Zugl. : Oestrich-Winkel, Europ. Business School, Diss., 1999

ISBN 3-932687-52-3

Univ.-Bibliothek
Regensburg

128 06 9007

ISBN 3-932687-52-3

© Immobilien Informationsverlag

Rudolf Müller GmbH & Co. KG, Köln 1999

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

Die Grundlagen für eine marktwertorientierte Steuerung von Unternehmen wurden bereits in vielfältigen Beiträgen erörtert. Diese der Investitions- und Finanzierungstheorie zuzuordnenden Arbeiten erweitern die Ansätze der strategischen Unternehmensführung um die Zielfunktion der Marktwertmaximierung und das Instrument der Wertsteigerungsanalyse. Wertsteigerungen werden insbesondere durch das effizientere Management von Unternehmensressourcen für möglich gehalten. In Unternehmen stellen Immobilien eine wertmäßig bedeutende Ressource dar, deren Einsatz bislang in der Betriebswirtschaftslehre vornehmlich im Rahmen des Konzeptes des strategischen Managements von Unternehmensimmobilien behandelt wurde. Eine Erweiterung dieser Konzeption mit einer Ausrichtung am Unternehmensziel Marktwertmaximierung erscheint erforderlich.

Hier setzt die vorliegende Arbeit von Herrn Diplom-Kaufmann Markus Hens an. Sie stellt mit der Entwicklung einer immobilienpezifischen Unternehmenswertrechnung die Grundlage für die Abbildung der Wirkung der Immobilien auf den Marktwert des Eigenkapitals bereit. Eingebettet in den Planungs-, Steuerungs- und Kontrollprozeß des Funktionsbereiches Immobilienmanagement erlaubt dieses Analyseinstrument eine marktwertorientierte Bewertung von immobilienpezifischen Handlungsoptionen für Unternehmen.

Als weiteres Kalkül wird in der Arbeit ein Separationsmodell vorgestellt, in dem Immobilien und Unternehmen getrennt voneinander bewertet werden. Wertsteigerungspotentiale liegen vor, wenn die Summe der Teile der Separationsalternative einen höheren Marktwert des Eigenkapitals als die Unterlassungsalternative aufweist. Als Gründe für Marktwertvorsprünge werden hier vor allem die Erreichung niedrigerer Kapitalkosten und operativer Effizienzgewinne identifiziert. Im weiteren werden verschiedene restrukturierende Strategien, mit denen eine Separation der Immobilien vom Unternehmen realisiert werden kann, hinsichtlich ihrer Struktur, Auswirkung und ihres Erfolgspotentials diskutiert. Insbesondere verspricht die Verbriefung von ausgewählten Unternehmensimmobilien in Aktien die Generierung von Marktwertvorsprüngen.

Mit der Arbeit, die von der EUROPEAN BUSINESS SCHOOL als Dissertation angenommen wurde, erfährt die aktuelle Diskussion über das marktwertorientierte Management von Unternehmensimmobilien wesentliche neue Impulse. Damit bietet sie zum einen dem Wissenschaftler Anregungen zur Weiterentwicklung des vorliegenden Ansatzes und zum anderen dem Praktiker Instrumente zur Beurteilung von Immobilienstrategien zur Steigerung des Unternehmenswertes. 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)
an der EUROPEAN BUSINESS SCHOOL
Schloß Reichartshausen
Oestrich-Winkel/Rheingau

Vorwort

Vor dem Hintergrund der z. T. dramatischen Veränderungen der Rahmenbedingungen auf Faktor- und Kapitalmärkten gewinnt die Ausrichtung der Unternehmensziele an den Interessen der Anteilseigner auch in Deutschland zunehmend an Bedeutung in der Unternehmenspraxis. Das dieser Konzeption zugrundeliegende Unternehmensziel „Marktwertmaximierung“ erfordert vom Management die permanente Suche nach Wertsteigerungspotentialen, die nicht nur auf den betrieblichen Leistungsprozeß zielt, sondern ebenfalls den finanzwirtschaftlichen und nichtbetrieblichen Bereich einschließt. Insbesondere werden dabei auch Unternehmensimmobilien als mögliche Quelle für eine Steigerung des Marktwertes des Eigenkapitals identifiziert. Die im Management von Immobilien verborgenen Potentiale werden als beträchtlich eingeschätzt, da Immobilien nicht nur einen bedeutenden Anteil des Vermögens der Unternehmen darstellen, sondern auch, weil immobilisenspezifische Kosten den Erfolg des Unternehmens nicht unerheblich beeinflussen können.

Die vorliegende Arbeit stellt eine Konzeption eines marktwertmaximalen Einsatzes von Unternehmensimmobilien vor. Dazu werden ausgehend von einer Darstellung des wertorientierten Managements zunächst Unternehmen und Immobilien sowie deren Verhältnis systematisiert. Auf dieser Basis kann durch Entwicklung einer immobilisenspezifischen Unternehmenswertrechnung der Einfluß der Immobilien auf den Marktwert des Eigenkapitals abgebildet werden. Diese Wertrechnung bildet die Grundlage für die Bewertung von immobilisenspezifischen Handlungsoptionen. Im Separationsmodell als Erweiterung der immobilisenspezifischen Unternehmenswertrechnung können Wertsteigerungspotentiale in der institutionellen Trennung der Immobilien vom Unternehmen identifiziert werden. Liegen diese vor, ist die Separation durch geeignete Strategien herzustellen.

Die Ergebnisse der Arbeit verdeutlichen, daß gerade in Deutschland die in einer Trennung der Immobilien vom Kerngeschäft liegenden Wertsteigerungspotentiale beträchtlich erscheinen. Bei Verbriefung der Immobilien in Beteiligungspapiere erfordern die besonderen steuerrechtlichen Regelungen und der bislang nur schwach entwickelte öffentliche Kapitalmarkt für Immobilien in Deutschland jedoch besondere Strukturen und vorsichtige Planung des Kapitalmarktauftrittes. Denn es gilt die zeitlich beschränkte Möglichkeit auszunutzen, Immobilien als „First Mover“ dem öffentlichen Kapitalmarkt in einem Vehikel anzubieten, das vor allem auf der Grundlage immobilienwirtschaftlich-operativer Wettbewerbsvorteile Überrenditen erwirtschaftet.

Der Abschluß dieser Arbeit, die als Dissertation von der EUROPEAN BUSINESS SCHOOL angenommen wurde, wäre ohne die vielfältige Unterstützung, die mir von mehrere Seiten gewährt wurde, nicht möglich gewesen.

Mein besonderer Dank gilt meinem akademischen Lehrer und Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Karl-Werner Schulte. Seine Bereitschaft, dieses externe Forschungsvorhaben zu fördern, trotz vielfältiger Verpflichtungen großzügig Zeit für Besprechungen einzuräumen sowie mit wichtigen Hinweisen und Hilfestellungen die Entwicklung der Arbeit zu unterstützen, ist einzigartig. Mein Dank gilt ferner Frau Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner, die über die bereitwillige Übernahme und zügige Abfassung des Koreferats hinaus das Promotionsvorhaben durch wertvolle Ratschläge begleitete.

Die Arbeit entstand während meiner Tätigkeit im Investment Banking bei J.P.Morgan Securities Ltd., London. Bei Herrn Dr. Claus Löwe, Herrn John B. Jetter und Herrn Dennis G. Lopez bedanke ich mich für das entgegengebrachte Vertrauen und die unvergleichliche Unterstützung in diesem Projekt. Insbesondere gilt mein Dank Herrn Ulrich Sieber, dessen persönlicher Einsatz bei J.P.Morgan für das interne Forschungsvorhaben entscheidend war.

Frau Dr. Kerstin H. Brade danke ich für konstruktive Kritik und ihren motivierenden Optimismus. Bei meiner Schwester, Frau Barbara A. Hens, bedanke ich mich für ihren unermüdlichen Einsatz und ihren einmaligen Sinn für das Detail. Mein ganz besonderer Dank gilt Frau Eva Marie Oberreiter, die die sozialen Kosten dieser Dissertation trug und mich unbeschreiblich unterstützte.

Ohne meine großartigen Eltern, die mir immer zur Seite standen, wäre dieses nicht möglich gewesen. Ihnen ist die Arbeit gewidmet.

London, im September 1999

Markus Hens

Inhaltsüberblick

1	Einleitung	1
1.1	Problemstellung	1
1.2	Vorgehensweise	4
1.3	Abgrenzung des Untersuchungsobjektes und Begriffsbestimmungen	9
2	Ziel und Methodik der marktwertorientierten Unternehmensführung	13
2.1	Zielsystem der marktwertorientierten Unternehmensführung	13
2.2	Kapitalmarkttheoretische Unternehmensbewertung als entscheidungsorientiertes Instrument der Unternehmensführung	41
2.3	Strategischer Managementprozeß als konzeptioneller Rahmen der marktwertorientierten Unternehmensführung	54
3	Konzeption eines marktwertorientierten betrieblichen Immobilienmanagements	73
3.1	Unternehmensimmobilien und betriebliches Immobilienmanagement	73
3.2	Entwicklung einer immobilienpezifischen Unternehmenswertrechnung	99
3.3	Konstruktion eines Systems des marktwertorientierten betrieblichen Immobilienmanagements	166
4	Wertsteigerung durch Separation der Immobilien von operativen Unternehmensaktivitäten	189
4.1	Separationsmodell zur Analyse der immobilienbezogenen Wertsteigerungspotentiale	189
4.2	Separation durch Veräußerung der Immobilien	211
4.3	Separation durch Verbriefung der Immobilien in Beteiligungspapieren	226
5	Zusammenfassung und Ausblick	271
5.1	Ergebnisse der Arbeit	271
5.2	Konsequenzen für die betriebliche Praxis und Ansatzpunkte weiterer Forschung	274

Inhaltsverzeichnis

	Seite
Abbildungsverzeichnis	XIV
Tabellenverzeichnis	XV
Abkürzungsverzeichnis	XVI
Literaturabkürzungen	XIX
Symbolverzeichnis	XXI
1 Einleitung	1
1.1 Problemstellung	1
1.2 Vorgehensweise	4
1.2.1 Theoretischer Bezugsrahmen	4
1.2.2 Gang der Untersuchung	7
1.3 Abgrenzung des Untersuchungsobjektes und Begriffsbestimmungen	9
2 Ziel und Methodik der marktwertorientierten Unternehmensführung	13
2.1 Zielsystem der marktwertorientierten Unternehmensführung	13
2.1.1 Maximierung des Marktwertes des Eigenkapitals als Zielfunktion der Investoren und für Unternehmen	13
2.1.1.1 Marktwertmaximierung zur Erzielung von Konsumeinkommen	13
2.1.1.2 Stellung der Fremdkapitalgeber im marktwertmaximierenden Unternehmen	17
2.1.1.3 Disziplinierung der Manager durch Marktwertmaximierung	19
2.1.1.4 Marktwertorientierte Erfüllung der Stakeholder-Interessen	20
2.1.1.5 Zusammenfassende kritische Würdigung der Marktwertmaximierung als Unternehmensziel	23
2.1.2 Konzeption eines marktwertorientierten Zielsystems	25
2.1.2.1 Primäre und sekundäre Ziele der Marktwertmaximierung	25
2.1.2.2 Integration der Zielfunktion in das Konzept des strategischen Managements	26
2.1.2.3 Operationalisierung der Marktwertmaximierung und Ableitung von grundsätzlichen Entscheidungsregeln	27

2.1.3	Bestimmung der Renditeforderung der Eigentümer	30
2.1.3.1	Capital Asset Pricing Model	30
2.1.3.2	Arbitrage Pricing Theory	35
2.1.3.3	Kritische Würdigung der kapitalmarkttheoretischen Methoden zur Bestimmung der Renditeforderung der Anteilseigner	38
2.2	Kapitalmarkttheoretische Unternehmensbewertung als entscheidungsorientiertes Instrument der Unternehmensführung	41
2.2.1	Grundlegende Annahmen und wesentliche Merkmale	41
2.2.2	Methoden der kapitalmarkttheoretischen Unternehmensbewertung	44
2.2.2.1	Entity-Methode	44
2.2.2.2	Adjusted Present Value-Methode	47
2.2.2.3	Equity-Methode	49
2.2.2.4	Residualgewinnmethode	50
2.2.3	Anwendungsvorteile und Grenzen der kapitalmarkttheoretischen Methoden zur Unternehmensbewertung	51
2.3	Strategischer Managementprozeß als konzeptioneller Rahmen der marktwertorientierten Unternehmensführung	54
2.3.1	Strategisches Management als Grundlage der marktwertorientierten Unternehmensführung	54
2.3.2	Marktwertorientierte strategische Unternehmensplanung	59
2.3.2.1	Planung der Unternehmensaktivitäten als selektiver Prozeß	59
2.3.2.2	Strategische Analyse als Ausgangspunkt für die Identifikation von Wertsteigerungspotentialen	59
2.3.2.3	Entwicklung wertsteigernder strategischer Optionen	61
2.3.2.4	Bewertung strategischer Optionen und Auswahl wertsteigernder Strategien	63
2.3.3	Marktwertorientierte Steuerung und Kontrolle der Unternehmensaktivitäten	66
2.3.3.1	Implementierung strategischer Pläne	66
2.3.3.2	Steuerung und Kontrolle der Zielerreichung	68
2.3.4	Vorzüge und Grenzen der marktwertorientierten Unternehmensführung	70

3	Konzeption eines marktwertorientierten betrieblichen Immobilienmanagements	73
3.1	Unternehmensimmobilien und betriebliches Immobilienmanagement	73
3.1.1	Unternehmensimmobilien als Objekt des betrieblichen Immobilienmanagements	73
3.1.1.1	Betrachtungsperspektiven von Immobilien in Unternehmen	73
3.1.1.2	Systematisierung von Unternehmen anhand ihres Verhältnisses zu Immobilien	78
3.1.1.3	Systematisierung von Unternehmensimmobilien	82
3.1.2	Ansätze des betrieblichen Immobilienmanagements	89
3.1.2.1	Traditionelles Verständnis des Immobilienmanagements	89
3.1.2.2	Evolutorisches Stufenmodell des Immobilienmanagements	92
3.1.2.3	Strategisches Management von Unternehmensimmobilien	93
3.1.3	Unternehmensimmobilien in Ansätzen des marktwertorientierten Managements	96
3.2	Entwicklung einer immobilienpezifischen Unternehmenswertrechnung	99
3.2.1	Ziel und Modellrahmen einer immobilienpezifischen Unternehmenswertrechnung	100
3.2.1.1	Zielsetzung für eine immobilienbezogene Konzeption	100
3.2.1.2	Bestimmung der Bewertungsmethodik	100
3.2.1.3	Methodik der Aggregation und Komplexitätsreduktion	103
3.2.1.4	Berücksichtigung der steuerrechtlichen Rahmenbedingungen	105
3.2.1.5	Festlegung des Bezugspunkts der immobilienpezifischen Unternehmenswertrechnung	105
3.2.2	Auswirkung der Unternehmensimmobilien auf die Berechnungskomponenten des Unternehmenswertes	109
3.2.2.1	Immobilienstrategien und induzierte Zahlungsströme	110
3.2.2.1.1	Immobilienbereitstellung	110
3.2.2.1.2	Immobilienbewirtschaftung	114
3.2.2.1.3	Immobilienverwertung	115
3.2.2.2	Einfluß der Immobilien auf die Kapitalkosten des Unternehmens	117
3.2.2.2.1	Differenzierung des Kalküls anhand der Systematisierung der Unternehmensimmobilien	117
3.2.2.2.2	Wirkung der Immobilien auf die Renditeforderung der Eigenkapitalgeber	119
3.2.2.2.3	Wirkung der Immobilien auf die Renditeforderung der Fremdkapitalgeber	123
3.2.2.2.4	Einfluß der Immobilien auf die Zielkapitalstruktur	125

3.2.3	Finanzwirtschaftliche Planungsrechnung als Grundlage einer immobilienpezifischen Unternehmenswertrechnung	126
3.2.3.1	Merkmale einer immobilienpezifischen finanzwirtschaftlichen Planungsrechnung	126
3.2.3.2	Bestimmung des Planungshorizonts	127
3.2.3.3	Prognose der Zahlungsströme des Unternehmens	129
3.2.4	Komponenten einer immobilienpezifischen Unternehmenswertrechnung	137
3.2.4.1	Identifikation der Berechnungskomponenten	137
3.2.4.2	Bewertung der operativen Free Cash-flows	138
3.2.4.2.1	Bestimmung der operativen Free Cash-flows	138
3.2.4.2.2	Schätzung der Eigenkapitalkosten	148
3.2.4.2.3	Ermittlung der gewichteten Kapitalkosten	156
3.2.4.2.4	Diskontierung der entziehbaren operativen Cash-flows	158
3.2.4.3	Berechnung des Wertes der nichtoperativen Free Cash-flows	162
3.2.4.4	Ermittlung des Marktwertes des Fremdkapitals	164
3.2.5	Kritische Würdigung	165
3.3	Konstruktion eines Systems des marktwertorientierten betrieblichen Immobilienmanagements	166
3.3.1	Ziele eines marktwertorientierten Immobilienmanagements	167
3.3.1.1	Stellung der immobilienbezogenen Ziele im Zielsystem der marktwertorientierten Unternehmensführung	167
3.3.1.2	Zielhierarchie eines marktwertorientierten Immobilienmanagements	169
3.3.1.3	Operationalisierung der Ziele eines marktwertorientierten Immobilienmanagements	174
3.3.2	Marktwertorientierte Planung des Einsatzes von Unternehmensimmobilien	175
3.3.2.1	Immobilienbezogene Planung der Implementierung der Geschäftsbereichsstrategien	175
3.3.2.2	Entwicklung von Plänen zur Realisierung immobilienpezifischer Ziele	177
3.3.2.3	Aufstellung eines marktwertorientierten immobilienpezifischen Gesamtplans	178
3.3.3	Marktwertorientierte Steuerung und Kontrolle des Einsatzes von Unternehmensimmobilien	185

4	Wertsteigerung durch Separation der Immobilien von operativen Unternehmensaktivitäten	189
4.1	Separationsmodell zur Analyse der immobilienbezogenen Wertsteigerungspotentiale	189
4.1.1	Ziel, Methodik und Annahmen des Separationsmodells	189
4.1.2	Bestimmung der Bewertungskomponenten des Separationsmodells	192
4.1.2.1	Bewertung des Unternehmens ohne Immobilien	192
4.1.2.2	Kapitalmarkttheoretische Ermittlung des Wertes der Unternehmensimmobilien	195
4.1.2.3	Immobilien-spezifische Eigenkapitalkosten und Effizienz des Immobilienmarktes	198
4.1.3	Wertidentität und Wertdifferenz im Separationsmodell	203
4.1.4	Hypothesen über Ursachen für Wertdifferenzen	204
4.1.4.1	Marktwertvorsprünge bei effizienter Bewertung	204
4.1.4.2	Ineffizienzen der Bewertung bei realiter vorliegenden Rahmenbedingungen	207
4.1.5	Transaktionen zur Separation des Immobilienbestands	209
4.2	Separation durch Veräußerung der Immobilien	211
4.2.1	Sell-Off nichtbetriebsnotwendiger Immobilien	211
4.2.1.1	Struktur und Motive eines Sell-Offs	211
4.2.1.2	Unternehmensinterne Vorbereitung und Durchführung eines Sell-Offs	213
4.2.1.3	Einfluß des Sell-Offs auf den Marktwert des Eigenkapitals	214
4.2.1.4	Reaktionen des Kapitalmarktes auf Sell-Offs	217
4.2.2	Sale-Leaseback-Transaktionen	218
4.2.2.1	Struktur und Motive einer Sale-Leaseback-Transaktion	218
4.2.2.2	Unternehmensinterne Vorbereitung und Durchführung	220
4.2.2.3	Einfluß der Sale-Leaseback-Transaktion auf den Marktwert des Eigenkapitals	221
4.2.2.4	Reaktionen des Kapitalmarktes auf Sale-Leaseback-Transaktionen	223
4.2.3	Nutzung des § 6 b EStG zur Vermeidung der direkten Besteuerung von Veräußerungsgewinnen	224

4.3	Separation durch Verbriefung der Immobilien in Beteiligungspapieren	226
4.3.1	Spaltung der Immobilien von Unternehmen	227
4.3.1.1	Möglichkeiten der Trennung von Unternehmensteilen im deutschen Recht	227
4.3.1.2	Formen der Spaltung der Immobilien von Unternehmen	230
4.3.1.3	Steuerliche Behandlung der Spaltung	231
4.3.1.4	Abwicklung der Spaltung	239
4.3.2	Börseneinführung einer abgespaltenen Immobilienaktiengesellschaft	241
4.3.2.1	Rechtliche Voraussetzungen für eine Börseneinführung	241
4.3.2.2	Phasenspezifische Abwicklung der Börseneinführung	243
4.3.3	Distribution der Aktien an Altgesellschafter: Spin-Off	246
4.3.3.1	Struktur und Motive eines Spin-Offs	246
4.3.3.2	Einfluß des Spin-Offs auf den Marktwert des Eigenkapitals	248
4.3.3.3	Reaktionen des Kapitalmarktes auf Spin-Offs	250
4.3.4	Distribution der Aktien an Neugesellschafter: Equity Carve-Out	252
4.3.4.1	Struktur und Motive eines Equity Carve-Outs	252
4.3.4.2	Einfluß des Equity Carve-Outs auf den Marktwert des Eigenkapitals	254
4.3.4.3	Reaktionen des Kapitalmarktes auf Equity Carve-Outs	256
4.3.5	Besonderheiten bei der Börseneinführung von Immobilienaktiengesellschaften	257
4.3.5.1	Immobilienaktie als Vehikel für Immobilieninvestitionen	258
4.3.5.1.1	Begriff und Arten der Immobilienaktie	258
4.3.5.1.2	Gesellschafts- und handelsrechtliche Vor- und Nachteile der Immobilienaktie	259
4.3.5.1.3	Kapitalmarktbezogene Vorzüge und Grenzen der Immobilienaktie	260
4.3.5.1.4	Relative Risiko/Rendite-Position der Immobilienaktien	262
4.3.5.1.5	Besteuerung der Immobilienaktiengesellschaft	263
4.3.5.2	Börsenreife von Immobilienaktiengesellschaften	265
4.3.5.3	Elemente eines Emissionskonzeptes für abgespaltene Immobilienaktiengesellschaften	267
5	Zusammenfassung und Ausblick	271
5.1	Ergebnisse der Arbeit	271
5.2	Konsequenzen für die betriebliche Praxis und Ansatzpunkte weiterer Forschung	274
	Literaturverzeichnis	275

Abbildungsverzeichnis

	Seite
Abbildung 1: Aufbau und Gang der Untersuchung	12
Abbildung 2: Effiziente Portfolio- und Kapitalmarktklinie	32
Abbildung 3: Discounted Cash-flow Methoden	43
Abbildung 4: Strategischer Managementprozeß	56
Abbildung 5: Systematisierung von Unternehmen hinsichtlich ihres Verhältnisses zu Unternehmensimmobilien	80
Abbildung 6: Idealtypische Immobilienfunktionen im Modell der Wertkette	85
Abbildung 7: Immobilienspezifisches Pentagon-Konzept	108
Abbildung 8: Ableitung von Funktionsbereichszielen aus der Marktwertmaximierung	168
Abbildung 9: Immobilienspezifischer Planungsprozeß	179
Abbildung 10: Immobilienspezifisches Separationsmodell	190
Abbildung 11: Übersicht über die Transaktionen zur Separation der Immobilien vom Unternehmen	210
Abbildung 12: Phasenspezifischer Ablauf der Börseneinführung	244

Tabellenverzeichnis

	Seite
Tabelle 1: Kriterienkatalog zur Systematisierung der Unternehmensimmobilien	82
Tabelle 2: Plan-Bilanz für eine immobilien spezifische Unternehmenswertrechnung	130
Tabelle 3: Berechnungselemente des Anlagespiegels	131
Tabelle 4: Plan-Gewinn- und Verlustrechnung für eine immobilien spezifische Unternehmenswertrechnung	132
Tabelle 5: Bilanzausgleichende Bestandsanpassungen	137
Tabelle 6: Gewinn- und Verlustrechnung bei residualer Ausschüttung und reiner Eigenkapitalfinanzierung	142
Tabelle 7: Berechnung des Free Cash-flows bei Eigenkapitalfinanzierung, residualer Ausschüttung und Bruttoausweis der Investitionen	144
Tabelle 8: Berechnung des Free Cash-flows bei Eigenkapitalfinanzierung aus Sicht des Anlegers	144
Tabelle 9: Ober- und beispielhafte Unterziele eines marktwertorientierten Immobilienmanagements	170
Tabelle 10: Maximale Veräußerungsquoten nach § 15 III 2 UmwStG	242

Abkürzungsverzeichnis

a. A.	anderer Ansicht
AktG	Aktiengesetz
APT	Arbitrage Pricing Theory
APV	Adjusted Present Value
BauGB	Baugesetzbuch
bearb.	bearbeitete
BewG	Bewertungsgesetz
BFH	Bundesfinanzhof
BGH	Bundesgerichtshof
BMF	Bundesminister für Finanzen
BörsG	Börsengesetz
BörsZulV	Börsenzulassungsverordnung
bspw.	beispielsweise
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
c. p.	ceteris paribus
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CFROI	Cash-flow Return on Investment
CRE	Corporate Real Estate
DCF	Discounted Cash-flow
erg.	ergänzte
erw.	erweiterte
EStG	Einkommensteuergesetz
EStR	Einkommensteuerrichtlinie
EVA	Economic Value Added
FB	Funktionsbereich
FCF	Free Cash-flow
ff.	folgende
FinMin	Finanzministerium
Fn.	Fußnote
FördG	Fördergebietsgesetz
GBO	Grundbuchordnung
GewStG	Gewerbsteuergesetz

GrEStG	Grunderwerbsteuergesetz
H.	Heft
Habil.-Schr.	Habilitationsschrift
HFA	Hauptfachausschuß des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
i. d. R.	in der Regel
i. e. S.	im engeren Sinne
i. S.	im Sinne
i. V. m.	in Verbindung mit
i. w. S.	im weiteren Sinne
insb.	insbesondere
IPO	Initial Public Offering
KAGG	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
KStG	Körperschaftsteuergesetz
M&A	Mergers and Acquisitions
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
MVA	Market Value Added
neubearb.	neubearbeitete
n. F.	neue Fassung
No.	Number
o. H.	ohne Heft
o. Jg.	ohne Jahrgang
o. Verlag	ohne Verlag
p./pp.	page/pages
PIMS	Profit Impact of Market Strategies
PoS	Point of Sale
rev.	revidierte
RICS	Royal Institution of Chartered Surveyors
RoIC	Return on Invested Capital
Rz.	Randziffer
SGE	Strategische Geschäftseinheit(en)
SVA	Shareholder Value Analysis
SWOT-Matrix	Strengths/Weaknesses/Opportunities/Threats-Matrix
überarb.	überarbeitete
UK	United Kingdom
umgearb.	umgearbeitete

Univ.	Universität
veränd.	veränderte
verb.	verbesserte
Vol.	Volume
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WertR	Wertermittlungsrichtlinie
WertV	Wertermittlungsverordnung
zugl.	zugleich

Literaturabkürzungen

AER	American Economic Review
AG	Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift) (zugleich Aktiengesellschaft)
AR	Accounting Review
AREUEAJ	Journal of the American Real Estate and Urban Economics
BB	Betriebsberater (Zeitschrift)
BddW	Blick durch die Wirtschaft (Zeitschrift)
BfuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis (Zeitschrift)
DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
DBW	Die Betriebswirtschaft (Zeitschrift)
DLK	Der langfristige Kredit (Zeitschrift)
DStR	Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
FAJ	Financial Analyst Journal
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FM	Financial Management (Zeitschrift)
GM	Gablers Magazin
GuG	Grundstücksmarkt und Grundstückswert (Zeitschrift)
HBM	Harvard Businessmanager
HBR	Harvard Business Review
ID	Industrial Development (Zeitschrift)
JoACF	Journal of Applied Corporate Finance
JoB	Journal of Business
JoBFA	Journal of Business Finance and Accounting
JoBS	Journal of Business Strategy
JoEB	Journal of Economics and Business
JoET	Journal of Economic Theory
JoF	The Journal of Finance
JoFE	Journal of Financial Economics
JoFQA	Journal of Financial and Quantitative Analysis
JoFR	Journal of Financial Research
JoLE	Journal of Land and Economics
JoPE	Journal of Political Economy

JoPF	Journal of Property Finance
JoPM	Journal of Portfolio Management
JoPR	Journal of Property Research
JoPVI	Journal of Property Valuation & Investment
JoREFE	Journal of Real Estate Finance and Economics
JoREL	Journal of Real Estate Literature
JoRER	Journal of Real Estate Research
JoUE	Journal of Urban Economics
JPM	Journal of Property Management
KuK	Kredit und Kapital (Zeitschrift)
MCFJ	Midland Corporate Finance Journal
MKQ	McKinsey Quarterly (Zeitschrift)
REE	Real Estate Economics (Zeitschrift)
REFJ	Real Estate Finance Journal
REI	Real Estate Issues (Zeitschrift)
RER	Real Estate Review
RES	Review of Economic Studies
RFE	Review of Financial Economics
RoES	Review of Economics and Statistics
SMJ	Strategic Management Journal
STH	Schweizer Treuhänder (Zeitschrift)
WiSt	Wirtschaftswissenschaftliches Studium (Zeitschrift)
WISU	Das Wirtschaftsstudium (Zeitschrift)
Wpg	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
zbf	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZfO	Zeitschrift für Organisation (zugleich Zeitschrift für Führung + Organisation)

Symbolverzeichnis

β	Betafaktor
ε	Störterm
γ	Ausschüttungsquote
θ	Zielkapitalstruktur
δ	Erwartete Rendite einer Einheit Sensitivität bezüglich eines Risikofaktors
λ	Risikoprämie
β^E	Betafaktor eines eigenkapitalfinanzierten Unternehmens
β^F	Betafaktor eines partiell fremdkapitalfinanzierten Unternehmens
β_{Immo}	Immobilienpezifischer Betafaktor
$\beta_{Immo,P}$	Betafaktor eines Immobilienportfolios
β^L	Betafaktor von partiell fremdfinanzierten Unternehmens
β_O	Betafaktor der operativen Geschäftstätigkeit
β^U	Betafaktor des rein eigenkapitalfinanzierten Unternehmens
ΔR_L	Zuführung zu den Rücklagen
ΔR_L^{Plan}	Zuführung zu den Rücklagen bei geplanter Ausschüttung
ΔR_L^R	Zuführung zu den Rücklagen bei residualer Ausschüttung
Ab	Abschreibungen
Ab^G	Abschreibungen auf Gebäude
Ab^{SSAV}	Abschreibungen auf SSAV
A^{GuG}	Abgänge Grundstücke und Gebäude
A^{SAV}	Abgänge des Sachanlagenvermögens
A^{SSAV}	Abgänge des sonstigen Sachanlagenvermögens
b	Faktorsensitivität
BA	Betriebliche Aufwendungen
D	Dividende
d^{AB}	Durchschnittliche Abschreibungsquoten
D^{Plan}	Dividende bei geplanter Ausschüttung
D^R	Dividende bei residualer Ausschüttung
E	Marktwert des Eigenkapitals
EA	erhaltene Anzahlungen
E^F	Marktwert des Eigenkapitals bei anteiliger Fremdkapitalfinanzierung

EK	Buchwert des Eigenkapitals
F	Marktwert des Fremdkapitals
FA	Finanzaktiva
FCF	Free Cash-flow
FCF^E	Free Cash-flow bei Eigenkapitalfinanzierung
FCF^{E,R}	Free Cash-flow bei Eigenkapitalfinanzierung und residualer Ausschüttung
F_{cum}	Marktwert des Fremdkapitals des Unternehmens mit Immobilien
F_{ex}	Marktwert des Fremdkapitals des Unternehmens ohne Immobilien
F_{Immo}	Marktwert des Fremdkapitals der Immobilien
FK	Buchwert des Fremdkapitals
F^L	Belastungsgleicher Fremdkapitalbetrag
FLEI	Forderungen aus Lieferungen und Leistungen
FW	Derivativer Firmen- und Geschäftswert
G	Gewinn
g	unendliche Wachstumsrate
GA	geleistete Anzahlungen
GuG	Grundstücke und Gebäude
GvS	Gewinn vor Steuern
GvS^E	Gewinn vor Steuern bei Eigenkapitalfinanzierung
H	Hebesatz
I	Investition
I	Risikoloser Zinssatz
IA	Immaterielle Aktiva
IBK	Immobilienbetriebskosten
IK	Bilanzsumme/Investiertes Kapital
IMK	Immobilienpezifische Aufwandsposten
ISK	Immobilieninstandsetzungskosten
IVK	Immobilienverwaltungskosten
JÜ	Jahresüberschuß
k	Kapitalkostensatz bzw. risikoäquivalenter Zinssatz
k^E	Eigenkapitalkostensatz bei reiner Eigenkapitalfinanzierung
k^{E,F}	Eigenkapitalkostensatz bei anteiliger Fremdkapitalfinanzierung
k^{E,F,s}	Eigenkapitalkostensatz bei anteiliger Fremdkapitalfinanzierung nach Steuern
k^{E,s}	Eigenkapitalkostensatz bei reiner Eigenkapitalfinanzierung nach Steuern
k^F	Fremdkapitalkostensatz

k^{FK}	Fremdkapitalzinssatz
k^v	variable Stückkosten
k^{WACC}	Gewichteter Kapitalkostensatz
LA	Leasingaufwand
LB	Lagerbestände an Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffen
LR	Leasingrate
MA	Materialaufwand
ME	Mieterträge
MiA	Mietaufwand
NUV	Nettoumlaufvermögen
OL	Operating Leverage
P	Portfolio
p	Preis
PA	Personalaufwand
q	Absatzmenge
r	Rendite
RBW	Restbuchwert
r^D	Rendite aus Dividenden
r^f	risikofreier Zinssatz
RG	Residualgewinn
r_{Immo}	Rendite der Immobilieninvestition
r^{KG}	Rendite aus Kursgewinnen
r_M	Rendite des Marktportfolios
RVE	Restverkaufserlös
s / S	Steuern(-satz)
s^A / S^A	Körperschaftsteuer(-satz) für ausgeschüttete Gewinne / Ausschüttungsbelastung
SAV	Sachanlagevermögen
SBA	Sonstiger betriebliche Aufwendungen
SBE	Sonstige betriebliche Erträge
s^E / S^E	Steuer(-satz) bei Eigenkapitalfinanzierung
s^{GE} / S^{GE}	Gewerbeertragsteuer(-satz)
$s^{GE,E} / S^{GE,E}$	Gewerbeertragsteuer(-satz) bei Eigenkapitalfinanzierung
$s^{GE,K}$	effektiver Unternehmersteuersatz
s^I / S^I	individueller Einkommensteuer(-satz)
s^K / S^K	Körperschaftsteuer(-satz)

$s^{K,eff}$	Effektiver Körperschaftsteuersatz
SSAV	Sonstiges Sachanlagevermögen
s^T / S^T	Körperschaftsteuer(-satz) für thesaurierte Gewinne
s^u	Unternehmensteuersatz
U	Umsatzerlöse
V	Unternehmensgesamtwert bzw. Wert
V_{cum}	Unternehmensgesamtwert inklusive Unternehmensimmobilien
V^E	Unternehmensgesamtwert bei reiner Eigenkapitalfinanzierung
V^{Est}	Marktwert des Einkommensteuereffektes
V_{ex}	Unternehmensgesamtwert exklusive Unternehmensimmobilien
V^F	Unternehmensgesamtwert bei anteiliger Fremdkapitalfinanzierung
VG	Veräußerungsgewinn
V_{Immo}	Marktwert der Immobilie(n)
VLEI	Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen
V^O	Marktwert der operativen Geschäftstätigkeit
V^{USt}	Marktwert des Unternehmensteuereffekts
w	Änderungskoeffizient des Arbitrageportfolios
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WP	Wertpapiere
X	Zahlungsüberschuß
Y	Risikofaktor
y	Investitionsprojekte
Z	Umweltzustand
ZA	Zinsaufwand
ZE	Zinserträge
Z^{EK}	Kapitalerhöhungen

1 Einleitung

1.1 Problemstellung

Die Ausrichtung der Unternehmensziele an den Interessen der Anteilseigner¹ gewinnt nach der Verbreitung des Shareholder Value-Ansatzes² in den USA in der letzten Dekade auch in Deutschland zunehmend an Bedeutung in der Unternehmenspraxis.³ Vor dem Hintergrund des hier stark koalitionsbetonten Gesellschaftsverständnisses überrascht allerdings die zum Teil vehement geführte gesellschaftspolitische Auseinandersetzung um den Shareholder Value-Ansatz zwischen den verschiedenen Interessengruppen nicht:⁴ Während vor allem die institutionellen und internationalen Anteilseigner immer stärkeren Einfluß gewinnen und die Unternehmensführung zur primären Verfolgung von Aktionärsinteressen zu veranlassen suchen,⁵ wird von anderen Anspruchsgruppen wie z. B. Arbeitnehmervertretern und Vertretern der Judikative das Shareholder Value-Konzept aus verschiedenen Gründen abgelehnt.⁶ Kritiker bemängeln vor allem die „eindimensionale, monistische Zielkonzeption“⁷ dieses Ansatzes und schlagen einen Stakeholder-Ansatz vor, der durch die Entwicklung von multidimensionalen Unternehmenszielen effizientere Ergebnisse erzielen soll.⁸ Vertreter des Shareholder Value-Konzepts weisen diese Kritik als unzutreffend zurück und unterstreichen die Notwendigkeit, die Unternehmensziele vor dem Hintergrund der z. T. dramatischen Veränderungen der Rahmenbedingungen für die Unternehmensführung⁹ an den Interessen der Anteilseigner auszu-

¹ Zur Zielfunktion der Marktwertmaximierung vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 19 und S. 74–78; Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 56 f.; Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 11–29; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 15 f.; Richter, Konzeption, S. 11–19; Schmidt/Terberger, Finanzierungstheorie, S. 55–59; Wilhelm, Marktwertmaximierung, S. 516–531. Vgl. auch amerikanische Standardwerke wie z. B. Brealey/Myers, Finance, pp. 24–27; Copeland/Weston, Theory, pp. 20 ff. und pp. 25–41; Damodaran, Finance, pp. 10–14; Ross/Westerfield/Jaffe, Finance, pp. 18–21; Van Horne, Management, pp. 3–6.

² Für grundlegende Konzeptionen anglo-amerikanischer Herkunft vgl. Rappaport, Shareholder Value (1986); Copeland/Koller/Murrin, Valuation; Lewis, Total-value-Management; Stewart, Value.

³ In den USA hat sich der Shareholder Value-Ansatz in der betrieblichen Praxis etabliert, so daß Rappaport verkündet: „As is the case with other good ideas, shareholder value moved from being ignored to being rejected to becoming self-evident.“ Rappaport, Shareholder Value, p. 3. Zu Analysen zum Status der Verbreitung in Deutschland vgl. z. B. C&L Deutsche Revision, Unternehmensführung.

⁴ Rappaport räumt ein: „In other parts of the world, such as the European continent, there is increasing political tension between the shareholder value business practice required in a competitive global market and the long-standing tradition of social welfare. In light of these developments, a reassessment of the fundamental rationale for the shareholder value approach is warranted.“ Rappaport, Shareholder Value, p. 3.

⁵ Vgl. Brune, Instrument, S. 370 ff.; Lehmann, Ertragswertmodell, S. 50–57; Löhnert, Shareholder Value, S. 42–45; Rumpf, Shareholder Value, S. 81–91; Schäfer, Aktienbewertung, S. 7 ff.

⁶ Vgl. z. B. Dieterich, Mitbestimmung, S. 56 f.; Küller, Gewerkschaftssicht, S. 517–531.

⁷ Janisch, Stakeholder Value, S. 105.

⁸ Grundlegend dazu vgl. Freeman, Management; Bleicher, Konzept; Janisch, Stakeholder Value; Gomez, Wertmanagement. Vgl. auch Brune, Instrument, S. 213–291; Hinterhuber, Denken, S. 1–4; Löhnert, Shareholder Value, S. 229–236; Staehle, Management, S. 401 f.; Ulrich/Fluri, Management, S. 77–81.

⁹ Vgl. Bühner, Shareholder Value, S. 749; Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 31–53; Copeland, Value, S. 97–109; Freygang, Kapitalallokation, S. 14–27; Günther, Notwendigkeit, S. 19–41; Henzler, Führung, S. 1295; Herter, Management, S. 1–4; Löhnert, Shareholder Value, S. 42–87; Pape, Unternehmens-

richten.¹⁰

Die explizite Verbindung von finanzwirtschaftlichen und strategischen Methoden¹¹ im integrierten Konzept der marktwertorientierten Unternehmensführung liefert das notwendige Instrument zur Bewältigung dieser Umbrüche.¹² Das dieser Konzeption zugrundeliegende Unternehmensziel „Marktwertmaximierung“ erfordert vom Management die permanente Suche nach Wertsteigerungspotentialen,¹³ die nicht nur auf den betrieblichen Leistungsprozeß zielt, sondern ebenfalls den finanzwirtschaftlichen und nichtbetrieblichen Bereich einschließt. In der wissenschaftlichen Literatur zur marktwertorientierten Unternehmensführung werden u. a. im Verkauf von nichtbetriebsnotwendigem Vermögen und im effizienteren Management der Aktiva erhebliche Wertsteigerungspotentiale vermutet.¹⁴ Insbesondere werden dabei auch betriebliche Immobilien als mögliche Quelle für eine Steigerung des Marktwertes des Eigenkapitals identifiziert.¹⁵ Die im Management von Immobilien verborgenen Potentiale werden als bedeutsam eingeschätzt,¹⁶ da Immobilien nicht nur einen bedeutenden Anteil des Vermögens der Unternehmen darstellen,¹⁷ sondern auch, weil immobilisenspezifische Kosten den Erfolg

führung, S. 7; Rumpf, Shareholder Value, S. 176–209. Für eine detaillierte Übersicht über die Veränderungen im Umfeld der Unternehmen siehe Hopfenbeck, Managementlehre, S. 526.

¹⁰ Vgl. Achleitner/Achleitner, Erfolgsstrategien, S. 10–13; Brune, Instrument, S. 292–332; Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 29–38; Raster, Management, S. 181–193; von Weizsäcker, Macht, S. 15.

¹¹ Vgl. Börsig, Unternehmenswert, S. 91; Dirrigl, Konzepte, S. 415; Henzler, Führung, S. 1296; Herter, Wertsteigungsanalyse, S. 336; Serfling/Pape, Unternehmensbewertung, S. 57; Siegart, Lenkungsinstrument, S. 603 f. Die Verbindung der Finanzierungstheorie mit dem strategischen Management wurde bereits früh für vorteilhaft erachtet. Vgl. z. B. Barwise/March/Wensley, Finance and Strategy, pp. 85–90; Day/Fahey, Strategy, pp. 156–162; Duhaime/Thomas, Management, pp. 413–440 m. w. N. Vgl. auch Henzler, Führung, S. 1296 f.; Timmermann, Evolution, S. 95 ff.

¹² Für alternative Entwürfe der marktwertorientierten Unternehmensführung siehe z. B. Bischoff, Shareholder Value; Black/Wright/Bachman, Shareholder Value; Bühner, Management-Wert-Konzept; Copeland/Koller/Murrin, Valuation; Gomez, Wertmanagement; Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung; Hardtmann, Wertsteigungsanalyse; Herter, Management; Höfner/Pohl, Wertsteigerungstechniken; Lewis, Total-value-Management; McTaggart/Kontes/Mankins, Value Imperative; Pape, Unternehmensführung; Rappaport, Shareholder Value; Raster, Management; Richter, Konzeption; Stewart, Value.

¹³ Vgl. Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 11 und S. 49–52; Herter, Management, S. 26–30.

¹⁴ Vgl. Bühner, Risiko, S. 38; Bühner, Führung, S. 61 f.; Bühner, Lean Management, S. 162 f.; Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 53; Hardtmann, Wertsteigungsanalyse, S. 213; Lewis, Total-value-Management, S. 78; Obermeier, Umsetzung, S. 84; Pape, Unternehmensführung, S. 228 f.; Rappaport, Corporation, p. 101.

¹⁵ Vgl. Arthur Andersen, Line, pp. 13–19; Bouris, Decisions, pp. 31–33; Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, p. 39; Bühner, Transparenz, S. 1; McTaggart, Restructuring, p. 63; Schulte, Stille Reserven, S. 45; Zettel, Organisation, S. 178.

¹⁶ Vgl. Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, p. 40; Case, Stores, p. 11; Haverkamp/Salton, Reservoir, p. 16; Valencia, Hidden Value, pp. 1–5.

¹⁷ In Deutschland erreichen Immobilien einen Anteil von ca. 10 % der Bilanzsumme von börsennotierten Aktiengesellschaften. Vgl. Schäfers, Management, S. 68 f. In den USA liegt dieser Anteil bei circa 20–25 %. Vgl. Zeckhauser/Silverman, Rediscover, pp. 111–117; Valencia, Hidden Value, p. 1. Die Ergebnisse von Francfort/Rudolph deuten auf eine geringere Differenz zwischen den Investitionsgraden in Immobilien in den USA und Deutschland hin. Vgl. Francfort/Rudolph, Kapitalstrukturen, S. 1067. Als Ursachen für die unterschiedlichen Investitionsgrade in Immobilien lassen sich neben möglichen fundamentalen Gründen vor allem han-

des Unternehmens nicht unbeträchtlich beeinflussen.¹⁸

Trotz vielfacher Forderungen¹⁹ und erster Ansätze ist eine umfassende konzeptionelle Auseinandersetzung über den marktwertorientierten Einsatz der Unternehmensressource Immobilie noch nicht vorgelegt worden.²⁰ Die Ausführungen in den Publikationen zur marktwertorientierten Unternehmensführung gehen wie z. B. bei RAPPAPORT²¹ nicht über unbestimmte Empfehlungen zur Verminderung der immobilienpezifischen Kosten oder zur Verwertung von nichtbetriebsnotwendigen Immobilien hinaus.²² Obwohl Konzeptionen zum strategischen Management der Unternehmensimmobilien einen grundlegenden Rahmen bieten,²³ beziehen diese weder die ausschlaggebende Ausrichtung am Marktwert des Eigenkapitals noch die notwendigen, quantitativen Analyseinstrumente zur Beurteilung der Vorteilhaftigkeit von Wertsteigerungsstrategien adäquat ein. Die betriebswirtschaftswissenschaftliche Forschung über das marktwertorientierte Management von betrieblichen Immobilien befindet sich somit noch in einem Anfangsstadium.²⁴

Ziel der vorliegenden Arbeit ist es daher, einen Beitrag zur Schließung der vorhandenen Lücke in der wissenschaftlichen Bearbeitung des marktwertorientierten Managements von Unternehmensimmobilien zu leisten. Zur Schaffung eines grundlegenden konzeptionellen Rahmens ist es notwendig, die geäußerte Kritik an den traditionellen Shareholder Value-Konzepten aufzunehmen und ein konsistentes und vor dem Hintergrund der institutionellen Rahmenbedingungen in Deutschland praktikables eigentümerorientiertes Konzept der marktwertorientierten Unternehmensführung auf Basis des strategischen Managements zu entwickeln.

dels- und steuerrechtliche Bewertungsvorschriften anführen. Vgl. Schulte/Hupach, Immobilienwirtschaft, S. 5.

¹⁸ Immobilienkosten können nach empirischen Studien 3–10 % der Umsatzerlöse und 5–15 % der gesamten Aufwendungen ausmachen. Vgl. Arthur Andersen, assets, p. 2. Einigkeit besteht hinsichtlich der Auffassung, daß durch eine effiziente Steuerung der Immobilienkosten die „Bottom Line Performance“ der Unternehmen gesteigert werden kann. Vgl. hierzu z. B. Estey, Corporate, pp. 4–6; Sarvis, Facility, p. 10.

¹⁹ Rodriguez/Sirmans unterstreichen die Notwendigkeit der wissenschaftlichen Bearbeitung des Themas: „If maximization of the value of the firm is assumed to be the goal, it is important to understand how decisions related to real estate assets affect the firm value.“ Rodriguez/Sirmans, Evidence, p. 13. Vgl. Joroff, Corporate, pp. 1 ff.; Liow, Property, p. 27.

²⁰ Vgl. Balogh/Corgel/Logan, Planning, pp. 1–5; Hens, Einsatz; Jürgensohn, Beiträge.

²¹ Rappaport sieht die nicht genutzten Möglichkeiten zur Desinvestition von Unternehmensimmobilien als wichtiges Versäumnis im Streben nach Wertsteigerung: „Other companies failed to seek the highest valued use for their assets. For example, retailing establishments, particularly large department stores sitting on valuable downtown real estate, missed the opportunity to sell the real estate and redeploy the cash to value-creating growth or [...] distribute the cash to shareholders.“ Rappaport, Shareholder Value, p. 2.

²² Vgl. Bühner, Lean Management, S. 162 f.; Friedinger, Wertsteigerungs-Management, S. 301 f.; Gomez, Wertmanagement, S. 85 und S. 216 f.; Roventa, Shareholder Value, S. 187; Zettel, Organisation, S. 178.

²³ Vgl. Schäfers, Management.

²⁴ Vgl. Liow, Property, p. 27; Schäfers, Management, S. 1.

Zentral für die Gestaltung eines marktwertorientierten Immobilienmanagements ist die Entwicklung einer immobilien-spezifischen Unternehmenswertrechnung, die zur Bewertung der Wertsteigerungsstrategien herangezogen werden kann. Auf deren Basis ist dann ein System zur marktwertorientierten Planung, Steuerung und Kontrolle des Einsatzes der Unternehmensimmobilien zu konzipieren, das den Funktionsbereich des betrieblichen Immobilienmanagements auf das übergeordnete Ziel des Unternehmens ausrichtet. Schließlich sind exemplarisch Strategiealternativen vorzustellen, die – in Abhängigkeit vom jeweiligen situativen Kontext – zur Wertsteigerung in Unternehmen führen können. Neben der Struktur und Wirkungsweise dieser Strategien auf den Marktwert des Eigenkapitals ist insbesondere auch deren Erfolgspotential vor dem Hintergrund des Entwicklungsstands des Kapitalmarktes und der vorliegenden gesellschafts- und steuerrechtlichen Rahmenbedingungen in der Bundesrepublik Deutschland zu beurteilen.

1.2 Vorgehensweise

1.2.1 Theoretischer Bezugsrahmen

Als derzeitiger Stand der Forschung über die Betriebswirtschaftslehre als angewandte Realwissenschaft²⁵ kann die anhaltende Koexistenz verschiedener Wissenschaftsprogramme in einem aktiven Konkurrenzverhältnis konstatiert werden.²⁶ Folglich läßt sich in der heutigen Betriebswirtschaftslehre kein absolut vorherrschendes Paradigma²⁷ feststellen.²⁸ Im Rahmen eines „gezügten Pluralismus“²⁹ der Wissenschaftsprogramme richtet sich diese Arbeit am entscheidungsorientierten Ansatz der Betriebswirtschaftslehre von HEINEN³⁰ aus.³¹ Im Mittel-

²⁵ Vgl. Behrens, Wissenschaftstheorie, Sp. 4768 f.; Raffée, Grundprobleme, S. 15, S. 22 und S. 64–78; Schanz, Integrationsproblem, S. 122 f.; Schweitzer, Betriebswirtschaftslehre, S. 27 ff. und S. 64; Ulrich/Hill, Aspekte, S. 162 ff.; Zelewski, Grundlagen, S. 5–8.

²⁶ Vgl. z. B. Schanz, Wissenschaftsprogramme, S. 94–98 und S. 191 f.; Ulrich/Hill, Aspekte, S. 174. Für einen Überblick vgl. z. B. Hopfenbeck, Managementlehre, S. 14–60; Raffée, Betriebswirtschaftslehre, S. 25–44; Raffée, Grundprobleme, S. 79–120; Schanz, Wissenschaftsprogramme, S. 99–191; Wöhe, Betriebswirtschaftslehre, S. 73–92; Wöhe, Entwicklungstendenzen, S. 225–231.

²⁷ Vgl. Kuhn, Struktur, S. 11 und S. 28. Vgl. auch Behrens, Wissenschaftstheorie, Sp. 4766; Hill, Betriebswirtschaftslehre, S. 133 ff.; Ulrich/Hill, Aspekte, S. 169 f. Kritisch dazu vgl. Thommen, Umwelt, S. 178–185; Schneider, Versagen, S. 849–869.

²⁸ Vgl. Albach, Wissenschaft, S. 15 f.; Schanz, Wissenschaftsprogramme, S. 191 f.; Ulrich/Hill, Aspekte, S. 174.

²⁹ Raffée, Betriebswirtschaftslehre, S. 44. Siehe auch Heinen, Wissenschaftsprogramm, S. 213; Rühli, Ansatz, S. 107; Schanz, Wissenschaftsprogramme, S. 191 f.; Schweitzer, Betriebswirtschaftslehre, S. 67. Vertiefend dazu siehe Schanz, Pluralismus, S. 131–154.

³⁰ Grundlegend dazu vgl. Heinen, Grundfragen, S. 364–393; Heinen, Ansatz, S. 429–444; Heinen, Wissenschaftsprogramm, S. 207–220. Einer Ausrichtung am entscheidungsorientierten Ansatz folgen eine nicht unbedeutende Anzahl von Wissenschaftlern. Vgl. z. B. Drukarczyk, Theorie, S. 1 f.; Raffée, Grundprobleme, S. 54–59; Schmidt/Terberger, Finanzierungstheorie, S. 40 f.; Schweitzer, Betriebswirtschaftslehre, S. 66.

³¹ In der Untersuchung werden Aussagen und Methoden alternativer Wissenschaftsprogramme an geeigneter Stelle wie z.B. Aspekte des faktortheoretischen Ansatzes, des systemtheoretisch-kybernetischen Paradigmas

punkt des entscheidungsorientierten Ansatzes stehen wirtschaftliche Wahlhandlungen mit alternativen Handlungsoptionen.³² Ziel ist es zum einen, dem allgemeinen kognitiven Wissenschaftsziel folgend, das relevante Entscheidungsfeld zu erklären und zum anderen, zur Erfüllung des praktischen Wissenschaftsziels Entscheidungsmodelle zur optimalen Zielerreichung abzuleiten.³³ Den Entscheidungsträgern sollen konkrete Empfehlungen im Sinne einer praktisch-normativen, aber wertfreien Wissenschaft erteilt werden, um die Qualität der betriebswirtschaftlichen Entscheidungen zu verbessern.³⁴

Den Wissenschaftszielen des entscheidungstheoretischen Paradigmas entsprechend ist es das Ziel der vorliegenden Arbeit, einerseits Hinweise zur Erklärung des Einflusses von Unternehmensimmobilien auf den Unternehmenswert zu liefern und andererseits zur Erfüllung der Gestaltungsfunktion einen Ansatz zum marktwertorientierten Management der Unternehmensimmobilien zu konzipieren. Die Ausrichtung am entscheidungstheoretischen Ansatz erscheint hier zwingend notwendig, da die Entwicklung einer Entscheidungshilfe zur logischen Unterstützung bei der Lösung eines Entscheidungsproblems für die Unternehmensführung im Zentrum der Untersuchung steht. Das zu lösende Entscheidungsproblem ist die Wahl des Bündels an Immobilien- und Restrukturierungsstrategien, das den Unternehmenswert unter Berücksichtigung relevanter Nebenbedingungen maximiert. Nach Festlegung des

und des situativen, kontingenztheoretischen Ansatzes einbezogen. Vgl. jeweils z. B. Gutenberg, Produktion und Ulrich, Management, S. 21–130; Ulrich, Unternehmenspolitik, S. 11–17 sowie Kieser/Kubicek, Organisation, S. 33–70; Kieser, Situative Ansatz, S. 161–191.

³² Schmalenbach sieht die Wahlhandlung als konstitutive Eigenschaft des Wirtschaftens („Wirtschaften ist Wählen“). Vgl. Schmalenbach, Kostenrechnung, S. 129. Heinen betrachtet in den Entscheidungen den „originären“ Erkenntnisgegenstand der Betriebswirtschaftslehre. „Wenn Wirtschaften Wählen heißt, und wenn Wählen in enger Beziehung zu Entscheiden gesehen werden kann, dann hat sich die Betriebswirtschaftslehre schon immer mit Entscheidungen von Menschen in Unternehmen befaßt.“ Heinen, Ansatz, S. 429.

³³ Heinen sieht „das Bemühen der Betriebswirtschaftslehre [...] letztlich darauf gerichtet, Mittel und Wege aufzuzeigen, die zur Verbesserung der Entscheidungen in der Betriebswirtschaftslehre führen. Sie will durch die Formulierung entsprechender Verhaltensnormen den verantwortlichen Disponenten Hilfestellung leisten. [...] Darin ist das Hauptmerkmal der Gestaltungsfunktion [kursiv im Original, M.H.] der Betriebswirtschaftslehre zu erblicken.“ Heinen, Wissenschaftsprogramm, S. 209 ff. Vgl. auch Raffée, Grundprobleme, S. 69 f.; Rühli, Ansatz, S. 107; Szyperski, Orientierung, S. 273–277. Voraussetzung der Gestaltungsfunktion ist die Erfüllung der Erklärungsfunktion. Vgl. Heinen, Wissenschaftsprogramm, S. 210 f.; Heinen, Ansatz, S. 430 ff.

³⁴ Dieser Wissenschaftsansatz wird als „praktisch-normativ“ und „wertfrei“ bezeichnet, da ausschließlich Empfehlungen zum Mitteleinsatz gegeben werden, der zur optimalen Erreichung des betriebswirtschaftlichen Ziels führt. Vgl. Heinen, Grundfragen, S. 368–371 und S. 404–471; Heinen, Wissenschaftsprogramm, S. 209; Rühli, Ansatz, S. 107. Einführend zur Diskussion der Werturteile in der Betriebswirtschaftslehre siehe z. B. Kreikebaum, Unternehmensplanung, S. 162 ff.; Raffée, Grundprobleme, S. 44–64; Schanz, Wissenschaftsprogramme, S. 127 ff.; Wöhe, Betriebswirtschaftslehre, S. 53–56. Die Kritik am entscheidungstheoretischen Ansatz fokussiert die Vereinbarkeit der praktisch-normativen Gestaltungsfunktion mit dem Wertfreiheitspostulat. Trotz dieses Einwands wird dem Ansatz eine hohe Relevanz für die moderne Betriebswirtschaftslehre zugebilligt. Vgl. Heinen, Grundfragen, S. 368–371 und S. 404–471. Vgl. auch Raffée, Grundprobleme, S. 69–77 und S. 94; Schanz, Wissenschaftsprogramme, S. 125–129; Ulrich/Hill, Aspekte, S. 174; Wöhe, Entwicklungstendenzen, S. 232.

Entscheidungsproblems und der Zielvorstellungen gilt es dabei, zunächst die entscheidungsrelevanten Bestandteile des Problems zu erarbeiten, in einem Modell³⁵ zu strukturieren und die zu verwendenden Rechenverfahren und Kriterien aufzuzeigen.³⁶ Schließlich ist das Entscheidungsproblem mit dem zu entwickelnden Modell zu lösen, d. h., die marktwertmaximale Alternative ist zu bestimmen.³⁷

Den theoretischen Bezugsrahmen innerhalb der Betriebswirtschaftslehre für die vorliegende Arbeit bilden die Immobilienökonomie, die Finanzierungstheorie und die Theorie der Unternehmensführung als Lehren über die funktionellen Teilbereiche der Allgemeinen Betriebswirtschaftslehre.³⁸ Im Gegensatz zu den traditionellen Speziellen Betriebswirtschaftslehren im Sinne reiner Wirtschaftszweiglehren, wie beispielsweise die Industrie- oder Bankbetriebslehre, wird die Immobilienökonomie als eine interdisziplinäre Form der Allgemeinen Betriebswirtschaftslehre betrachtet,³⁹ da sie sich als betriebswirtschaftliche Disziplin in der institutionellen Dimension nicht nur auf Unternehmen der Immobilienwirtschaft beschränkt, sondern außerdem die Immobilien als Gegenstand von Entscheidungen aller wirtschaftlich handelnden Institutionen (Unternehmen, Staat und Haushalte) betrachtet.⁴⁰ Das Wirtschaften mit dem knappen Gut Immobilie kann somit als Erkenntnisgegenstand der Immobilienökonomie aufgefaßt werden. Die heutige betriebswirtschaftliche Interpretation der Immobilienökonomie ist stark durch den entscheidungstheoretischen Ansatz geprägt, da die Erklärung und Gestaltung tatsächlicher Entscheidungen von mit Immobilien befaßten Wirtschaftssubjekten im Zentrum stehen.⁴¹ Die vorliegende Arbeit nimmt in weiten Teilen Bezug auf die Finanzierungstheorie, deren Bestandteile wie z. B. Finanzanalyse und -planung und Kapitalmarkttheorie die theore-

³⁵ Zum Modellbegriff vgl. Ballwieser, Komplexitätsreduktion, S. 1; Bamberg/Coenenberg, Entscheidungslehre, S. 12 ff.; Bea, Entscheidungen, S. 390 f.; Eichhorn, Modelle, S. 64–74; Schneider, Grundlagen, S. 160 ff.; Wöhe, Betriebswirtschaftslehre, S. 35–41. Vgl. auch Abel, Leitidee, S. 138–160.

³⁶ Zu wissenschaftlichen Methoden der Betriebswirtschaftslehre vgl. Braun, Forschungsmethoden, Sp. 1220–1236; Raffée, Betriebswirtschaftslehre, S. 11–25; Schweitzer, Betriebswirtschaftslehre, S. 67–75; Ulrich/Hill, Aspekte, S. 181–186; Zelewski, Grundlagen, S. 39–46.

³⁷ Vgl. z. B. Bea, Entscheidungen, S. 378; Drukarczyk, Theorie, S. 1.

³⁸ Wöhe interpretiert u. a. die Lehren über die Funktionsbereiche Unternehmensführung und Finanzierung als Spezielle Betriebswirtschaftslehren, die jedoch Bestandteile der Allgemeinen Betriebswirtschaftslehre sind. Vgl. Wöhe, Entwicklungstendenzen, S. 233; Wöhe, Betriebswirtschaftslehre, S. 19–22. Zur Aufgabentrennung zwischen der Speziellen und der Allgemeinen Betriebswirtschaftslehre siehe auch Bellinger, Betriebswirtschaftslehre, Sp. 68–84; Elschen, Allgemeine, S. 203–227; Oettle, Wirtschaftszweigorientierung, S. 81–95; Oettle, Wohnungswirtschaft, S. 15–18; Schweitzer, Betriebswirtschaftslehre, S. 24–27.

³⁹ Vgl. Schulte, Wissenschaft, S. 231–235; Schulte, Vorwort, S. III. Die Immobilienökonomie ist interdisziplinär ausgelegt, da nur unter Einbeziehung von anderen Wissenschaftsdisziplinen der Multidimensionalität des immobilienökonomischen Erkenntnisobjektes in hinreichendem Maße Rechnung getragen wird. Vgl. Schulte/Schäfers, Disziplin, S. 109; Schäfers/Schulte, Immobilienökonomie, S. 28 ff.

⁴⁰ Vgl. Schulte/Schäfers, Disziplin, S. 109; Schäfers, Management, S. 5.

⁴¹ Vgl. Schulte/Schäfers, Disziplin, S. 108.

tische Grundlage der Analyse darstellen. Des weiteren werden auch die Ergebnisse empirischer Studien vor allem über den amerikanischen Kapitalmarkt zur Argumentation herangezogen. Schon hier ist aber darauf hinzuweisen, daß diese aufgrund der institutionellen Unterschiede zwischen dem amerikanischen und dem deutschen Kapitalmarkt nicht unreflektiert übertragen werden dürfen. Aus der Theorie der Unternehmensführung werden insbesondere Elemente und Instrumente der präskriptiven strategischen Unternehmensplanung⁴² und des strategischen Managements herangezogen.⁴³ Aus der Wahl des überwiegend verfolgten entscheidungstheoretischen Forschungsprogramms lassen sich Erfordernisse für eine Gliederung ableiten, die beim Aufbau der Arbeit zu berücksichtigen sind.

1.2.2 Gang der Untersuchung

Die vorliegende Arbeit gliedert sich inhaltlich in drei zentrale Bereiche:

- Ziel und Methodik der marktwertorientierten Unternehmensführung
- Konzeption eines marktwertorientierten betrieblichen Immobilienmanagements
- Wertsteigerung durch Separation der Immobilien von operativen Unternehmensaktivitäten

Ausgehend von der Problemstellung der Arbeit wird zunächst der theoretische Bezugsrahmen aufgezeigt. Das erste Kapitel schließt mit der Darlegung der getroffenen Abgrenzungen und Begriffsbestimmungen. Im zweiten Kapitel wird dann eine Konzeption der marktwertorientierten Unternehmensführung als Grundlage für ein marktwertorientiertes Management von Unternehmensimmobilien vorgestellt. In einem ersten Schritt erfolgt dabei zunächst der Entwurf eines Zielsystems für die marktwertorientierte Unternehmensführung, das den für die Arbeit zentralen Orientierungsmaßstab der Marktwertmaximierung ableitet und kritisch diskutiert. Aufbauend auf der Operationalisierung der Zielfunktion werden dann die Methoden der kapitalmarkttheoretischen Unternehmensbewertung erläutert, um eine Grundlage für die Entwicklung der Unternehmenswertrechnung zu schaffen. Deren Einsatz in der Konzeption

⁴² Für einen Überblick über die Bestandteile und Instrumente der strategischen Planung vgl. z. B. Bea/Haas, Management, S. 72–151; Henzler, Führung, S. 1287–1297; Hopfenbeck, Managementlehre, S. 543–581 und S. 608–637; Kreikebaum, Unternehmensplanung, S. 97–144; Macharzina, Unternehmensführung, S. 235–334; Staehle, Management, S. 605–623. Umfassend dazu vgl. Kreilkamp, Management.

⁴³ Das strategische Management wird als eine Weiterentwicklung der strategischen (Unternehmens-)Planung angesehen. Vgl. Ansoff/Declercq/Hayes, Strategic Management, pp. 39–77; Ansoff, Implanting, pp. 13 ff. und pp. 187–201. Vgl. auch Bea/Haas, Management, S. 11–14; Henzler, Führung, S. 1298 f.; Hopfenbeck, Managementlehre, S. 528; Kirsch, Management, S. 24–34; Kreilkamp, Management, S. 12–28; Schreyögg, Unternehmensstrategie, S. 77 ff.; Timmermann, Evolution, S. 85–105. Kreikebaum widerspricht der Ansicht einer „historisch datierbare[n] Abfolge“ der Konzepte mit Verweis auf eine empirische Studie von Kreikebaum/Grimm. Vgl. Kreikebaum, Unternehmensplanung, S. 24; Kreikebaum/Grimm, Unternehmensplanung, S. 857–879.

der marktwertorientierten Planung, Steuerung und Kontrolle der Unternehmensaktivitäten wird im folgenden dargestellt, wobei auf eine tiefergehende Erläuterung der Ausgestaltung der Unternehmenswertrechnung an dieser Stelle verzichtet wird. Das phasenspezifische System der marktwertorientierten Unternehmensführung verbindet die Methoden und Instrumente des strategischen Managements mit der kapitalmarktorientierten Zielsetzung und dem finanzierungstheoretischen Instrumentarium. In einer kritischen Würdigung der marktwertorientierten Unternehmensführung werden Vorzüge und Grenzen dieser Managementkonzeption aufgezeigt.

Im dritten Kapitel wird zunächst eine systematische Ordnung der Unternehmensimmobilien und eine Gliederung der Unternehmen anhand ihres Verhältnisses zu Immobilien entwickelt. Die grundlegende Systematisierung ist für den Verlauf der Untersuchung kritisch, da anhand dieser nicht nur die Erklärung des Einflusses der Immobilien auf den Marktwert des Eigenkapitals erfolgt, sondern ebenfalls das Erkenntnisobjekt näher bestimmt werden kann. Daran anschließend werden bisherige Ansätze des betrieblichen Immobilienmanagements als Ausgangspunkt für die weitere Untersuchung skizziert und kritisch gewürdigt. Aufbauend auf den dargestellten Methoden der kapitalmarktorientierten Unternehmensbewertung wird dann eine immobilienpezifische Unternehmenswertrechnung auf der Basis einer kombinierten Entity- und Adjusted-Present-Value (APV)-Methode entwickelt, mit der immobilienpezifische Strategiealternativen evaluiert werden sollen. Dabei wird nicht nur der Einfluß der Unternehmensimmobilien auf Zahlungsflüsse und Kapitalkosten systematisch untersucht, sondern im Rahmen einer integrierten Planungsrechnung wird auch ein umfassendes Instrumentarium zur Bewertung von immobilienpezifischen Strategiealternativen entworfen. Die Entwicklung eines Systems der marktwertorientierten Planung, Steuerung und Kontrolle des Einsatzes der Unternehmensimmobilien zur Unternehmenswertsteigerung basiert auf dem im zweiten Kapitel entwickelten Konzept der marktwertorientierten Unternehmensführung und integriert den Funktionsbereich des betrieblichen Immobilienmanagements in die marktwertorientierte Gestaltung der Unternehmensaktivitäten.

Im vierten Kapitel werden immobilienpezifische Wertsteigerungsstrategien diskutiert. Grundsätzlich lassen sich mehrere Arten immobilienpezifischer Wertsteigerungsstrategien unterscheiden: Bei den traditionellen Strategien, bei denen die Immobilien im Unternehmenskontext verbleiben, stehen vor allem Effizienzsteigerungen im Einsatz von Unternehmensimmobilien im Vordergrund. Exemplarisch lassen sich dafür z. B. die Verringerung von Immobilienkosten durch Outsourcing von gebäudespezifischen Leistungen oder Relokationen in

kostengünstigere Immobilien anführen. In der vorliegenden Arbeit werden diese nicht thematisiert, da zum einen diese Strategien bereits in einigen Beiträgen umfassend behandelt wurden. Zum anderen sind die Zusammenhänge zwischen Strategie und Wirkung auf den Marktwert des Eigenkapitals weniger komplex, so daß eine wissenschaftliche Untersuchung nur einen geringen Erkenntnisfortschritt liefern würde. Darüber hinaus werden diese Strategien in der betrieblichen Praxis weitläufig eingesetzt, so daß auch der Erkenntnisgewinn für den Praktiker als begrenzt anzusehen ist. Aus diesen Gründen wird auf eine Bearbeitung dieses Themenkomplexes verzichtet. Im Mittelpunkt des vierten Kapitels sollen vielmehr restrukturierende immobilienpezifische Wertsteigerungsstrategien stehen, bei denen durch Transaktionen auf dem Kapitalmarkt eine institutionelle Trennung der Immobilien von den (anderen) Unternehmensaktivitäten erreicht wird. In einem ersten Schritt wird dazu auf der Basis der immobilienpezifischen Unternehmenswertrechnung ein Modell zur getrennten Bewertung der Immobilien und des Unternehmens konzipiert, das als Separationsmodell bezeichnet wird. Mit diesem sollen Wertdifferenzen zwischen der tatsächlichen Nutzung der Immobilien und einer Separationsalternative identifiziert werden. Anschließend werden mögliche Transaktionen zur Herstellung der Separation von Immobilien und Unternehmen vorgestellt. Zunächst stehen die Strategien der Veräußerung der Immobilien im Vordergrund, ehe die Verbriefung der Immobilien in Beteiligungspapiere erörtert wird. Bei der Analyse der Strategien wird ein besonderes Augenmerk auf die bisherige Wirkung der jeweiligen Strategie im Kapitalmarkt, auf die steuerlichen Gestaltungsnotwendigkeiten und auf das Erfolgspotential der Strategie im deutschen Kapitalmarkt gelegt.

Im abschließenden fünften Kapitel werden die Ergebnisse der Untersuchung thesenförmig zusammengefaßt und kritisch diskutiert. Die Arbeit schließt mit einem Ausblick, in dem der Erkenntnisraum für weiterführende Studien aufgezeigt wird.

1.3 Abgrenzung des Untersuchungsobjektes und Begriffsbestimmungen

Vor dem Hintergrund des hier unterstellten marktwirtschaftlichen Wirtschaftssystems⁴⁴ wird im folgenden von einem kapitalgeleiteten Unternehmen⁴⁵ in Form einer börsennotierten Aktiengesellschaft mit verbrieften, auf dem Kapitalmarkt frei handelbaren Eigentumsrechten aus-

⁴⁴ Zum Verhältnis zwischen Wirtschaftsordnung und Unternehmen vgl. von Weizsäcker, Wirtschaftsordnung, Sp. 4721–4733. Zur deutschen Wirtschaftsordnung vgl. Bea, Wirtschaftsordnung, S. 207–220.

⁴⁵ Zum Begriff des kapitalgeleiteten Unternehmens vgl. z. B. Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 2–6; Speckbacher, Shareholder Value, S. 633.

gegangen.⁴⁶ Die Eigentümer können freie Entscheidungen über die absoluten Verfügungsrechte über ihren Anteil am Marktwert des Unternehmens, am Residualeinkommen und an der Unternehmensführung treffen.⁴⁷ Ferner wird unterstellt, daß das Unternehmen fremdgeleitet ist und so eine institutionelle Trennung von Management und Eigentum an Unternehmen vorliegt, m. a. W., mit der Unternehmensführung sind Personen beauftragt, die keine Eigentumsrechte am Unternehmen innehaben.⁴⁸ In der Realität scheint diese Konstellation überwiegend bei Aktiengesellschaften vorzuliegen.⁴⁹

Der Shareholder Value bzw. Marktwert des Eigenkapitals eines Unternehmens entspricht der Summe der marktbewerteten Reichtumspositionen der Anteilseigner⁵⁰ aus einer Beteiligung am betrachteten Unternehmen und stellt die zu maximierende Ziel- und Steuerungsgröße der marktwertorientierten Unternehmensführung dar. Diese Konzeption verwendet verschiedene Instrumente der strategischen Unternehmensplanung zur Identifikation von Wertsteigerungspotentialen und die Unternehmenswertrechnung zur Quantifizierung der Wertsteigerungspotentiale. Letzteres Instrument kann methodisch als kapitalmarkttheoretische Unternehmensbewertung auf Basis von zukünftigen Zahlungsströmen charakterisiert werden.⁵¹ Der Unternehmensgesamtwert bzw. Marktwert des Unternehmens V ist die Summe aller marktbewerteten Finanzierungskontrakte des Unternehmens und besteht aus dem Marktwert des Eigenkapitals E und dem Marktwert des Fremdkapitals F .⁵² Finanzierungskontrakte sind zwischen Wirtschaftssubjekten geschlossene Verträge zur Überlassung von Kapital gegen eine Anwartschaft auf zukünftige Zahlungen und bestehen aus einem Bündel von Rechten und Pflichten.⁵³

⁴⁶ Mit einer Börsennotierung wird nicht nur eine Mindestgröße des Untersuchungsobjekts implizit unterstellt, sondern auch eine kapitalmarkttheoretische Ableitung von Renditeforderungen und die Verwendung der Marktkapitalisierung als marktorientierte Bezugsgröße ermöglicht. Vgl. auch Drukarczyk, Theorie, S. 23.

⁴⁷ Vgl. z. B. Wenger, Verfügungsrechte, Sp. 4502. Siehe auch Abschnitt 2.1.1.3, Disziplinierung der Manager durch Marktwertmaximierung, S. 19-20.

⁴⁸ Einführend zur Trennung von Eigentum und Management vgl. z. B. Gerum, Unternehmensordnung, S. 307 f.; Gerum, Eigentümerführung, Sp. 1457-1468 m. w. N.; Spremann, Investition, S. 673-682; Steinmann/Schreyögg, Management, S. 92 ff. Als Ausgangspunkt dieser These vgl. Berle/Means, Corporation, pp. 66 ff., pp. 117 f. und pp. 352-356. Kritisch dazu vgl. Schauenberg, Unternehmung, Sp. 4175 ff. Für empirische Studien in Deutschland vgl. u. a. Steinmann/Schreyögg, Verfügungsgewalt, S. 533-558; Steinmann/Schreyögg/Düthorn, Managerkontrolle, S. 4-25. Kritisch dazu vgl. Picot/Michaelis, Unternehmensverfassung, S. 252-272; a. A. Steinmann/Schreyögg, Erwiderung, S. 273-283.

⁴⁹ Die Delegation der Leitungsmacht wird bei der Rechtsform der Aktiengesellschaft als „Normalfall“ betrachtet. Vgl. Schmidt/Terberger, Finanzierungstheorie, S. 438.

⁵⁰ Im folgenden werden die Begriffe „Eigentümer“, „Eigenkapitalgeber“, „Aktionäre“, „Anteilseigner“ und „Shareholder“ als Synonyme verwendet.

⁵¹ Vgl. Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 92 f.

⁵² Definitionen und Symbolik erfolgen in Anlehnung an Drukarczyk. Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 54.

⁵³ Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 7-10; Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 30-52.

Sofern Finanzierungskontrakte fungibel und am Kapitalmarkt⁵⁴ standardisiert handelbar sind, werden sie als Effekten bezeichnet.⁵⁵ Aktien sind Effekten und verbriefen Rechte und Pflichten an einer Aktiengesellschaft.⁵⁶

Der Wert eines Gutes stellt allgemein den subjektiv empfundenen Grad der Brauchbarkeit zur Erfüllung eines Zwecks dar,⁵⁷ der als Ergebnis eines Alternativkalküls von Wirtschaftssubjekten individuell ermittelt wird.⁵⁸ Preise hingegen sind Mengenrelationen von tatsächlichen Transaktionsgrößen zur Erfüllung von Verträgen zwischen selbständig vertragsfähigen Personen.⁵⁹ Der Kurs einer Effekte ist ein auf der Basis von Angebot und Nachfrage festgestellter Börsenpreis eines Wertpapiers, zu dem Kapitalmarktteilnehmer an der Börse zu einem bestimmten Zeitpunkt Transaktionen durchführen können.⁶⁰ Während der Marktwert des Eigenkapitals als Berechnung eines Barwertes zukünftiger Einzahlungen auf der Basis von individuellen Zukunftserwartungen eines Investors eine Schätzung ist,⁶¹ entspricht die Börsen- oder Marktkapitalisierung eines Unternehmens als beobachtbare Größe dem Produkt der Anzahl der ausstehenden Aktien eines Unternehmens und des Kurses der Aktie zum Beobachtungszeitpunkt. Auf vollständigen Kapitalmärkten entsprechen sich Marktwert des Eigenkapitals und Marktkapitalisierung.⁶²

Nachdem die für diese Arbeit wesentlichen Begriffe eingegrenzt sind, werden im nächsten Kapitel die theoretischen Grundlagen der modernen Kapitalmarkttheorie und der marktwertorientierten Unternehmensführung erläutert, die die Basis für die Konzeption eines marktwertorientierten Managements von Unternehmensimmobilien bilden.

⁵⁴ Der Kapitalmarkt wird als „Gesamtheit der Möglichkeiten, frühere gegen spätere Zahlungen zu tauschen, wobei eine Zahlung heute den Preis für die zugehörige Gegenleistung in Form zukünftiger Zahlungen angibt“ definiert. Schmidt/Terberger, Finanzierungstheorie, S. 90. Vgl. auch Rudolph, Kapitalmarkttheorie, Sp. 2114 f. Zum Status des Kapitalmarktes vgl. Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 53–70; Loistl, Kapitalmarkttheorie, S. 33–52.

⁵⁵ Zum Begriff vgl. Kolbeck, Effekten, Sp. 1223–1231 m. w. N.; Loistl, Kapitalmarkttheorie, S. 43 f.

⁵⁶ Vgl. z. B. Süchting, Aktien, Sp. 117–126 m. w. N.; Lutter, Aktiengesetz, Sp. 41–55.

⁵⁷ Vgl. Stützel, Wert und Preis, Sp. 4404–4407.

⁵⁸ Vgl. Schmidt/Prigge, Börsenkursbildung, Sp. 312.

⁵⁹ Vgl. Stützel, Wert und Preis, Sp. 4404–4407. Vgl. auch Born, Unternehmensbewertung, S. 21 ff.; Loistl, Kapitalmarkttheorie, S. 7 f.; Schmidt/Terberger, Finanzierungstheorie, S. 199 f.

⁶⁰ Vgl. Schmidt/Prigge, Börsenkursbildung, Sp. 311 f.

⁶¹ Rappaport bezeichnet den Shareholder Value als „economic value of the equity of a business based on forecast data“. Rappaport, Shareholder Value, p. 49. Vgl. auch Günther, Controlling, S. 98. Gomez/Ganz betrachten den Shareholder Value als Hilfsgröße zur Steigerung der Marktkapitalisierung. Vgl. Gomez/Ganz, Diversifikation, S. 52.

⁶² Vgl. z. B. Günther, Controlling, S. 98; Schmidt/Terberger, Finanzierungstheorie, S. 199–204.

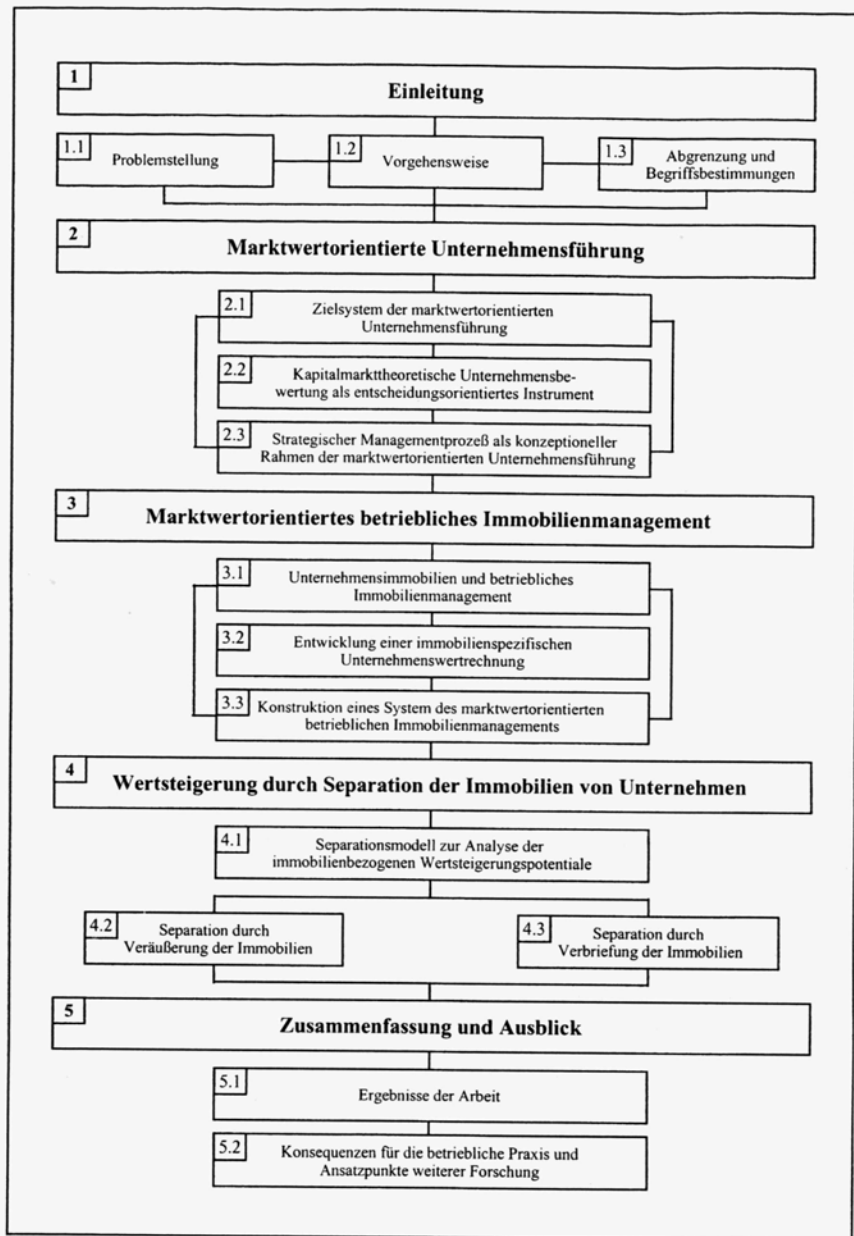


Abbildung 1: Aufbau und Gang der Untersuchung

2 Ziel und Methodik der marktwertorientierten Unternehmensführung

Für die weitere Untersuchung ist es angebracht, zunächst die Konzeption der marktwertorientierten Unternehmensführung in ihren Grundzügen zu skizzieren. Dabei wird in einem ersten Schritt das Zielsystem eines marktwertmaximierenden Unternehmens dargestellt und dessen Konsistenz und Plausibilität kritisch überprüft. Daran schließt sich die Erörterung der Methodik der kapitalmarkttheoretischen Unternehmensbewertung als Analyseinstrument an. Auf dieser Grundlage wird dann ein marktwertorientiertes System der Planung, Steuerung und Kontrolle der Unternehmensaktivitäten vorgestellt, das als Rahmen für das marktwertorientierte Management der Unternehmensimmobilien fungieren soll.

2.1 Zielsystem der marktwertorientierten Unternehmensführung

Zunächst ist es notwendig, das übergeordnete Ziel der marktwertorientierten Unternehmensführung, d. h. die Erfüllung der Interessen der Eigentümer, zu untersuchen und in einem geeigneten Zielsystem zu strukturieren.⁶³ Als Zielmaßstab in der marktwertorientierten Unternehmensführung wird der Marktwert des Eigenkapitals und als extremale Zielfunktion die Maximierungsvorschrift festgelegt.⁶⁴ Im folgenden gilt es nicht nur, die kapitalmarkttheoretische Ableitung der Zielfunktion der Maximierung des Marktwertes des Eigenkapitals und die Änderungen der Argumentation bei Aufgabe von einzelnen Annahmen zu erörtern, sondern auch die Einwände gegen eine Orientierung an den Interessen der Eigentümer zu diskutieren. Dies ist erforderlich, da die Zielfunktion Marktwertmaximierung für die Untersuchung den zentralen Orientierungsmaßstab darstellt.⁶⁵

2.1.1 Maximierung des Marktwertes des Eigenkapitals als Zielfunktion der Investoren und für Unternehmen

2.1.1.1 Marktwertmaximierung zur Erzielung von Konsumeinkommen

Ausgangspunkt für die Ableitung der Zielfunktion sind die subjektiven Präferenzen finanzieller und nichtfinanzieller Art von Individuen, die das Unternehmen im Rahmen unterschiedlicher vertraglicher Beziehungen als Instrument zur Befriedigung individueller Bedürf-

⁶³ Zum Begriff des Zielsystems vgl. Dinkelbach, Ziele, S. 51 ff.; Hamel, Zielsysteme, Sp. 2635–2644.

⁶⁴ Für eine detailliertere Darstellung von marktwertorientierten Zielsystemen vgl. z. B. Brune, Instrument, S. 32–49; Hardtmann, Wertsteigerungsanalyse, S. 177–182. Vgl. auch die Beiträge in Fn. 12, S. 2.

⁶⁵ Im folgenden soll Marktwertmaximierung synonym zur Maximierung des Marktwertes des Eigenkapitals gebraucht werden. An den Stellen, an denen sich die Aussagen auf die Maximierung des Unternehmensgesamtwertes beziehen, wird dies zur eindeutigen Abgrenzung der Zielfunktionen konkretisiert.

nisse nutzen.⁶⁶ Da Präferenzen von Individuen i. d. R. divergieren, ist es notwendig, das Entscheidungskalkül an den Zielvorstellungen einer Gruppe unter Berücksichtigung von weiteren zu diskutierenden Nebenbedingungen auszurichten.⁶⁷ In der Finanzierungstheorie wird dafür die Gruppe der Eigentümer des Unternehmens vorgeschlagen.⁶⁸ Deren finanzielle Ziele lassen sich bei Annahme rationalen nutzenmaximierenden Verhaltens⁶⁹ im Streben nach einem maximalen Nutzen aus dem für Konsumzwecke bereitzustellenden Einkommensstrom konkretisieren, der sich durch Investitions- und Finanzierungsentscheidungen beeinflussen läßt.⁷⁰ Während im Falle eines einzigen Eigentümers die individuelle Gestaltung des Konsumeinkommensstroms grundsätzlich erreichbar erscheint, können bei mehreren Eigentümern nicht alle individuell verschiedenen Präferenzen gleichzeitig erreicht werden.⁷¹ Da eine Lösung des Problems Einstimmigkeit unter den Eigentümern voraussetzt, dies aber aufgrund unterschiedlicher Interessenlagen nicht möglich ist, muß die Entscheidung über die Zielfunktion unabhängig von den individuellen Präferenzen gefällt werden.⁷²

Der Interessenkonflikt zwischen den Eigentümern kann bei sicheren Erwartungen⁷³ in einem einperiodigen Modell durch den Handel von Konsumeinkommensströmen gelöst werden, wodurch eine Trennung von Konsum-, Investitions- und Finanzierungsentscheidungen er-

⁶⁶ Unternehmen werden als Verflechtung von Verträgen einzelner Individuen interpretiert. Grundlegend dazu Alchian/Demsetz, Production, S. 777–795. Vgl. auch Gerum, Unternehmensverfassung, Sp. 2488 f. Jensen/Meckling definieren das Unternehmen als eine „[...] form of legal fiction which serves as a nexus for contracting relationships and which is also characterized by the existence of divisible residual claims on the assets and cash flows of the organization which can generally be sold without permission of the other contracting individuals.“ [kursiv im Original, M.H.]“ und „which serves as a focus for a complex process in which the conflicting objectives of individuals [...] are brought into equilibrium within a framework of contractual relations.“ Jensen/Meckling, Theory of the Firm, p. 311. Vgl. auch Fama, Agency Problems, pp. 289 f.; Fama/Jensen, Ownership and Control, p. 302. Kritisch siehe Gerum, Verfügungsrechte, S. 37 f.

⁶⁷ Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 19.

⁶⁸ Vgl. z. B. Brealey/Myers, Finance, p. 4; Drukarczyk, Theorie, S. 19; Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 1 f.; Schmidt/Terberger, Finanzierungstheorie, S. 44 f.; Van Horne, Management, pp. 3 ff. Kritisch dazu vgl. Damodaran, Finance, pp. 11–14. Die Auswahl stellt formal zunächst eine Annahme dar, die es im weiteren zu diskutieren gilt. Vgl. insb. Abschnitt 2.1.1.4., Marktwertorientierte Erfüllung der Stakeholder-Interessen, S. 20.

⁶⁹ Vgl. einführend Kappler, Rationalität, Sp. 3648–3664 m. w. N.

⁷⁰ Eigentümer des Unternehmens verfolgen als Investoren mit dem Verzicht auf gegenwärtigen Konsum und Überlassung von Kapital zukünftige Einkommensziele und erwarten von der Unternehmensleitung, einen an ihren Wünschen hinsichtlich Breite, zeitlicher Struktur und Grad der Unsicherheit ausgerichteten Konsumeinkommensstrom bereitzustellen. Vgl. Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 12; Schmidt/Terberger, Finanzierungstheorie, S. 50; Wilhelm, Marktwertmaximierung, S. 518.

⁷¹ Einerseits müßten zur Bestimmung der optimalen Struktur des Konsumeinkommensstroms die Präferenzen sämtlicher Eigentümer bekannt sein, was gerade bei Publikumsgesellschaften als nicht realisierbar gelten muß. Andererseits ist es fraglich, ob die Eigentümer sich auf einen Lösungsmechanismus für das Entscheidungsproblem einigen können. Vgl. Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 12 f.

⁷² Vgl. Schmidt/Terberger, Finanzierungstheorie, S. 56.

⁷³ Zur Prämisse sicherer Erwartungen vgl. z. B. Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 147 f.

reicht wird (Separationstheorem von FISHER⁷⁴). Voraussetzung für eine solche Lösung ist die Existenz eines vollständigen und vollkommenen Kapitalmarktes, auf dem zukünftige Zahlungsströme gehandelt werden.⁷⁵ In diesem Fall stehen nicht mehr die zeitlichen Dimensionen des Konsumeinkommensstroms im Vordergrund, sondern allein das gesamte Konsumpotential, dessen Marktwert vom Kapitalmarkt objektiv als Barwert der mit dem Einheitszinssatz diskontierten zukünftigen Einkommensströme ermittelt wird.⁷⁶ Aus dem FISHER-Modell ergibt sich die für die Arbeit zentrale Aussage, daß die Unternehmensleitung unabhängig von den unterschiedlichen Präferenzen der Eigentümer ausschließlich die Maximierung des Marktwertes der Einkommensströme des Eigenkapitals als Unternehmensziel verfolgen soll.⁷⁷

Das Separationstheorem wurde insbesondere um die Einbeziehung unsicherer Erwartungen erweitert.^{78,79} Unter der Annahme, daß auf dem vollständigen und vollkommenen Kapitalmarkt bei Unsicherheit der Handel jedes beliebigen zustandsabhängigen Zahlungsanspruches für jeden möglichen Umweltzustand zu einem festen Preis vor Eintreten möglich ist, kann der Transfer von Zahlungen zwischen „Zeitpunkt-Zustands-Kombinationen“ erfolgen und das Ergebnis des Grundmodells hergestellt werden.⁸⁰ Dasselbe Ergebnis kann auch bei einem unvollständigen Kapitalmarkt erreicht werden, sofern zum einen sichergestellt ist, daß die Realisierung von neuartigen Investitionsprojekten, die den Kapitalmarktteilnehmern neue Möglichkeiten der Risikoallokation bieten, nicht das Bewertungssystem für unsichere Zahlungs-

⁷⁴ Vgl. Fisher, Interest, insb. S. 117–133. Zur Herleitung vgl. z. B. Brealey/Myers, Finance, pp. 17–23; Drukarczyk, Theorie, S. 31–38; Schmidt/Terberger, Finanzierungstheorie, S. 99–114.

⁷⁵ Ein Kapitalmarkt kann dann als vollständig bezeichnet werden, wenn jeder Zahlungsstrom unabhängig von Höhe, zeitlicher Struktur und Grad der Unsicherheit gehandelt werden kann, und er ist als vollkommen anzusehen, wenn für alle Teilnehmer, unabhängig ob Käufer oder Verkäufer, nur ein individuell nicht beeinflussbarer Marktpreis zu einem Zeitpunkt gegeben ist. Vgl. Schmidt/Terberger, Finanzierungstheorie, S. 57. Zum Annahmenkranz vgl. z. B. Drukarczyk, Theorie, S. 31; Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 153; Schmidt/Terberger, Finanzierungstheorie, S. 91. Allgemein zu vollkommenen Märkten vgl. Schumann, Grundzüge, S. 211 ff.

⁷⁶ Vgl. Brealey/Myers, Finance, p. 24; Drukarczyk, Theorie, S. 37 f.; Schmidt/Terberger, Finanzierungstheorie, S. 111 f. Dieser Marktwert ist im vollkommenen Kapitalmarkt auch der Preis für den Zahlungsstrom und stellt so das Vermögen des Investors aus der Beteiligung am Unternehmen dar.

⁷⁷ Brealey/Myers betonen dies in der Aussage: „The remarkable thing is that managers of firms can all be given one simple instruction: Maximize net present value.“ Brealey/Myers, Finance, p. 24. Vgl. Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 158; Stüchtgen, Finanzmanagement, S. 330; Wenger, Theorie, S. 167.

⁷⁸ Für die Darstellung der Modifikationen von Hirshleifer bei Annahme eines beschränkten Kapitalmarktes mit unterschiedlichen Zinssätzen für die Anlage und Aufnahme von Kapital, in der das Ergebnis von Fisher nicht erreicht wird, vgl. Hirshleifer, Decision, pp. 329–352. Vgl. auch Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 158–162; Schmidt/Terberger, Finanzierungstheorie, S. 114–120; Schneider, Investition, S. 118–127.

⁷⁹ Vgl. Rudolph, Separationstheoreme, S. 273 m. w. N.; Schmidt, Finanzierung, Sp. 1041 f.; Wilhelm, Marktwertmaximierung, S. 527. Zum Begriff der unsicheren Erwartungen vgl. z. B. Rudolph, Finanzierungstheorie, S. 286 f.; Schmidt, Finanzierung, Sp. 1039 f.

⁸⁰ Vgl. Rudolph, Separationstheoreme, S. 277 f.; Wilhelm, Marktwertmaximierung, S. 527.

ströme verändert (competitivity assumption).⁸¹ Zum anderen müssen die durch unternehmerische Realinvestitionen hervorgerufenen Zahlungsströme durch bereits auf dem Kapitalmarkt existierende Zahlungsströme duplizierbar sein (spanning property).^{82,83}

Die existierenden Kapitalmärkte erfüllen zwar nicht die strengen Anforderungen des Annahmenkranzes, gelten aber als eine hinreichende Annäherung.⁸⁴ Insbesondere ist die spanning property, die neue Diversifikationsmöglichkeiten eröffnende Investitionsprogramme verbietet, als eine kritische Voraussetzung für die Geltung des Marktwertkriteriums zu betrachten. In der Existenz und im zunehmenden Handel spezieller Finanzierungsinstrumente und bedingter Wertpapiere wird zwar eine partielle Erfüllung der Bedingung gesehen, die gesamte Anzahl möglicher Umweltzustände kann aber nicht durch die derzeit existierenden Finanzierungsverträge dupliziert werden.⁸⁵ Für die überwiegend vorliegenden konventionellen Investitionsentscheidungen, die keine neuen Risikoallokationsmöglichkeiten schaffen, ist die Marktwertmaximierung als Zielfunktion theoretisch gerechtfertigt und bietet eine pragmatische Lösung des Interessenpluralismus der Anteilseigner. Marktwertmaximierung kann so als Zielfunktion für die marktwertorientierte Unternehmensführung postuliert werden, die „zu einem operablen und brauchbaren Kompromiß führt.“⁸⁶

⁸¹ Dies verlangt von den Unternehmen, daß sie sich als Mengenanpasser in bezug auf das Marktbewertungssystem verhalten. Vgl. Franke, Separation, S. 254; Wilhelm, Marktwertmaximierung, S. 528.

⁸² Die möglichen Investitionsprojekte von Unternehmen dürfen keine neuen Möglichkeiten der Risikoallokation bieten, die der Kapitalmarkt nicht schon ohnehin aufweist. Vgl. Wilhelm, Finanzierungstheorie, S. 176 f.; Wilhelm, Marktwertmaximierung, S. 528 f.

⁸³ Für die Geltung der Zielfunktion Marktwertmaximierung müssen weitere Bedingungen erfüllt sein: Ermittlung des Kapitalkostensatz, uneingeschränkter Handel von Anteilscheinen, Realisierbarkeit des Marktwertes auf dem Kapitalmarkt sowie Kenntnis über die Preisbildungsmechanismen auf den Kapitalmärkten. Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 75.

⁸⁴ Vgl. Brealey/Myers, Finance, pp. 22 f.; Schmidt/Terberger, Finanzierungstheorie, S. 64 f.

⁸⁵ Vgl. Wilhelm, Marktwertmaximierung, S. 531.

⁸⁶ Drukarczyk, Theorie, S. 78.

2.1.1.2 Stellung der Fremdkapitalgeber im marktwertmaximierenden Unternehmen

Die Ergebnisse des zentralen Irrelevanztheorems von MODIGLIANI/MILLER⁸⁷ können laut STIGLITZ nur dann erreicht werden, wenn die Fremdfinanzierungskontrakte von Unternehmen frei von Insolvenzzrisiken sind.⁸⁸ Sind die Fremdkapitalpositionen jedoch risikobehaftet, können die Eigentümer in dieser Prinzipal-Agent-Beziehung⁸⁹ mittels Investitions-, Finanzierungs- und Ausschüttungsentscheidungen das Risiko der Position der Fremdkapitalgeber erhöhen.⁹⁰ Dies führt bei konstantem Unternehmensgesamtwert zwingend zu einer Verringerung des Marktwertes des Fremdkapitals und mündet somit in Verschiebungen zwischen den Vermögenspositionen von Fremdkapitalgebern und Aktionären.⁹¹

FAMA zeigt, daß bei Annahme eines für alle Wirtschaftssubjekte gleichen Zugangs zum Kapitalmarkt Investoren nur ausbeutungsoffene Positionen eingehen,⁹² wenn sämtliche bewertungsrelevanten Informationen antizipiert werden können, d. h. wenn vollständige, effiziente Finanzierungskontrakte⁹³ vorliegen.⁹⁴ Da diese Informationen jedoch realiter nur in Verbindung mit hohen Kosten oder gar nicht vorliegen dürften, ist festzuhalten, daß bei Existenz von risikobehafteten Fremdfinanzierungskontrakten die ausbeutungsoffenen Positionen durch zusätzliche Instrumente gesichert sein müssen. Fremdkapitalgeber können sich gegen Vermögenseinbußen durch Wahl der Vertragspartner, Ausgestaltung der Konditionen, „me-first ru-

⁸⁷ Vgl. Modigliani/Miller, *Cost of Capital*, pp. 261–297; Modigliani/Miller, *Dividend Policy*, pp. 411–433; Modigliani/Miller, *Reply*, pp. 592–595. Bei Annahme eines vollkommenen Kapitalmarktes sind Finanzierungsentscheidungen des Unternehmens in einer Welt ohne Steuern irrelevant, da diese Entscheidungen den Marktwert des Unternehmens nicht verändern. Vgl. auch z. B. Brealey/Myers, *Finance*, pp. 448–465; Drukarczyk, *Bemerkungen*, S. 528–544; Van Horne, *Management*, pp. 255–258. Kritisch siehe Schneider, *Investition*, S. 552–555 und S. 568–574.

⁸⁸ Vgl. Stiglitz, *Re-Examination*, pp. 788–792; Stiglitz, *Corporate Financial Policy*, p. 862. Kritisch zu den Erkenntnissen von Stiglitz siehe Schneider, *Investition*, S. 555.

⁸⁹ Der Prinzipal, die Fremdkapitalgeber, schließt mit dem Agenten, dem Eigentümer, einen Finanzierungskontrakt. Vgl. Hax/Hartmann-Wendels/Hinten, *Finanzierungstheorie*, S. 708 ff.; Richter/Furubotn, *Institutionenökonomik*, S. 152 f.; Schmidt, *Finanzierung*, Sp. 1045–1048; Schmidt, *Analysen*, S. 257. Einführend vgl. auch Hartmann-Wendels, *Prinzipal-Agent-Theorie*, S. 714; Hax, *Unternehmung*, S. 58–61; Wenger/ Terberger, *Agent und Prinzipal*, S. 507. Vgl. auch Elschen, *Anwendungsmöglichkeiten*, S. 1002–1012.

⁹⁰ Zu solchen Entscheidungen zählen z. B. eine fremdfinanzierte Ausschüttung, eine nachträgliche, zusätzliche Fremdfinanzierung, Mehrfachbeleihungen, die Erhöhung des Investitionsrisikos nach Abschluß des Fremdfinanzierungskontrakts, die Nichtrealisierung vorteilhafter Investitionsprojekte und die Realisierung suboptimaler Investitionsprojekte. Vgl. Fama/Miller, *Theory*, pp. 179 ff.; Jensen/Meckling, *Theory of the Firm*, pp. 334–337. Vgl. auch Franke, *Kapitalstruktur*, Sp. 1189 f.; Hartmann-Wendels, *Rechnungslegung*, S. 278–299; Schneider, *Investition*, S. 630 f.

⁹¹ Die Tatsache, daß der Marktwert des Unternehmens nicht durch Finanzierungsentscheidungen beeinflusst werden kann, muß nicht notwendigerweise bedeuten, daß diese für die jeweiligen Kapitalgeber irrelevant sind. Vgl. Fama, *Investment and Financing*, pp. 274 f.

⁹² Vgl. Fama, *Investment and Financing*, p. 272 und pp. 274–277.

⁹³ Zum Begriff der effizienten Verträge siehe z. B. Franke, *Kapitalstruktur*, Sp. 1190 f.

⁹⁴ Vgl. Theoreme 2 und 3 bei Fama, *Investment and Financing*, pp. 277–280. Kritisch dazu vgl. Drukarczyk, *Theorie*, S. 313–320.

les⁹⁵, Kreditsicherheiten⁹⁶ und Negativklauseln⁹⁷ schützen.⁹⁸ Zusätzlichen Schutz erhalten Fremdkapitalgeber durch gesetzliche Normen wie z. B. das Insolvenzrecht⁹⁹ und Bestimmungen des Handels- und Gesellschaftsrechts.¹⁰⁰

Unter der Annahme risikobehafteter Fremdfinanzierungskontrakte sind grundsätzlich drei verschiedene Zielsetzungen für Unternehmen möglich: Maximierung des Marktwertes des Eigenkapitals, des Fremdkapitals oder des Unternehmens. Einzig die letztere Zielsetzung ist hier laut FAMA mit einem stabilen Marktgleichgewicht konsistent, da jegliches Abweichen von diesem Ziel durch Transaktionen der Eigen- bzw. Fremdkapitalgeber ausgeglichen wird.¹⁰¹ Die Orientierung am Marktwert des Eigenkapitals als Zielgröße ist nur dann aufrechtzuerhalten, wenn der Marktwert des Unternehmens dem des Eigenkapitals entspricht, also vollständige Eigenkapitalfinanzierung vorliegt, oder wenn der Marktwert des Fremdkapitals sich grundsätzlich nicht verändert und so jede Veränderung des Marktwertes des Unternehmens einer Veränderung des Marktwertes des Eigenkapitals gleichkommt.¹⁰² Dies ist immer dann der Fall, wenn entweder risikofreie Positionen der Fremdkapitalgeber definitiv vorgegeben werden oder wenn von einem ausreichenden Schutz durch die beschriebenen Sicherungsinstrumente ausgegangen werden kann.¹⁰³ Im folgenden wird angenommen, daß die Unternehmensführung die Interessen der Fremdkapitalgeber in Form einer zwingend zu satisfizierenden oder fixierenden Nebenbedingung berücksichtigt, so daß die Fremdfinanzierungskontrakte als quasi-risikolos angesehen werden. Unter dieser Voraussetzung kann an der Maximierung des Marktwertes des Eigenkapitals als Zielfunktion uneingeschränkt festgehalten werden.

⁹⁵ Fama schlägt vor, daß das Unternehmen den Fremdkapitalgebern zum Schutze ihrer Positionen die Selbstbindung anbieten soll, nur die im Finanzierungsvertrag festgelegten Finanzierungsentscheidungen zu treffen. Fama, *Investment and Financing*, p. 275 und p. 284.

⁹⁶ Vgl. Drukarczyk, *Finanzierung*, S. 499–524; Perridon/Steiner, *Finanzwirtschaft*, S. 375–382; Pottschmidt, *Kreditsicherheiten*, Sp. 1290–1304; Rudolph, *Kreditsicherheiten*, S. 19–36; Wöhe/Bilstein, *Unternehmensfinanzierung*, S. 279–296.

⁹⁷ Vgl. Jensen/Meckling, *Theory of the Firm*, pp. 337 ff. Negativklauseln gehen über die oben beschriebenen „Me-first-rules“ hinaus. Vgl. auch Drukarczyk, *Theorie*, S. 328–336; Rudolph, *Kreditsicherheiten*, S. 20 f.

⁹⁸ Für einen Überblick siehe Hax/Hartmann-Wendels/Hinten, *Finanzierungstheorie*, S. 708 f.; Steiner/Kölsch, *Finanzierung*, S. 419 ff. Vertiefend dazu vgl. Hartmann-Wendels, *Rechnungslegung*, S. 300–341.

⁹⁹ Vgl. z. B. Drukarczyk, *Insolvenz*, S. 35–110; Drukarczyk, *Theorie*, S. 351–395.

¹⁰⁰ Vgl. Drukarczyk, *Theorie*, S. 314; Franke/Hax, *Finanzwirtschaft*, S. 500 f.; Löhnert, *Shareholder Value*, S. 109 ff. Zum Vorsichtsprinzip vgl. z. B. Baetge, *Bilanzen*, S. 92 f.; Rückle, *Bewertungsprinzipien*, Sp. 196 ff.; Wagenhofer, *Vorsichtsprinzip*, S. 1051–1074; Wöhe, *Bilanzierung*, S. 346–349.

¹⁰¹ Vgl. Fama, *Investment and Financing*, pp. 282 f. Vgl. auch Hachmeister, *Unternehmenswertsteigerung*, S. 26 f.

¹⁰² Vgl. Franke/Hax, *Finanzwirtschaft*, S. 57 f.

2.1.1.3 Disziplinierung der Manager durch Marktwertmaximierung

Bezug nehmend auf die Theorie der Verfügungsrechte¹⁰⁴ wird von verschiedenen Autoren die Trennung von Eigentum und Unternehmensführung aus einem für die Eigentümer vorteilhaften Nutzenkalkül abgeleitet.¹⁰⁵ Wenn die Interessen der Eigentümer denen der Manager entgegenstehen, folgt aus der Annahme individueller Nutzenmaximierung, daß die von den Eigentümern formulierte Zielfunktion von den Managern nicht uneingeschränkt verfolgt wird.¹⁰⁶ Der aufgrund von Informationsasymmetrien bestehende diskretionäre Handlungsspielraum der Agenten (moral hazard)¹⁰⁷ tritt in vielfältigen Ineffizienzen zutage,¹⁰⁸ die sich laut JENSEN/MECKLING als „Agency Costs“¹⁰⁹ zusammenfassen lassen.

Agenten können intern, d. h. durch Maßnahmen der Prinzipale wie Kontrollen und Anreizsysteme, oder extern durch Märkte bzw. Marktteilnehmer und übergeordnete Institutionen diszipliniert werden.¹¹⁰ Während Anreizsysteme,¹¹¹ wie z. B. Entlohnungssysteme auf Basis des Marktwertes des Eigenkapitals,¹¹² den Agenten in der Verfolgung seiner eigenen nutzenma-

¹⁰³ Vgl. Fama, Investment and Financing, p. 284.

¹⁰⁴ Die Theorie der Verfügungsrechte ist Teil des neoinstitutionellen Ansatzes. Für grundlegende Beiträge vgl. Jensen/Meckling, *Theory of the Firm*, pp. 305–360; Alchian/Demsetz, *Production*, pp. 777–795. Vgl. auch Richter, *Aspekte*, S. 398–419; Richter/Furubotn, *Institutionenökonomik*. Zur Theorie der Verfügungsrechte vgl. Gerum, *Verfügungsrechte*, S. 21–43; Ordelheide, *Unternehmung*, Sp. 1842; Richter/Furubotn, *Institutionenökonomik*, S. 82–196; Wenger, *Verfügungsrechte*, Sp. 4495–4507.

¹⁰⁵ Vgl. Fama, *Agency Problems*, pp. 289 ff.; Franke, *Agency-Theorie*, Sp. 38 f.; Gerum, *Eigentümerführung*, Sp. 1462; Picot/Michaelis, *Unternehmensverfassung*, S. 255–257 und S. 267 f.; Spremann, *Investition*, S. 675 f. Kritisch dazu vgl. Steinmann/Schreyögg, *Verfügungsgewalt*, S. 533–558; Steinmann/Schreyögg/Düthorn, *Managerkontrolle*, S. 4–25; Steinmann/Schreyögg, *Erwiderung*, S. 273–283.

¹⁰⁶ Vgl. insb. Berle/Means, *Corporation*, pp. 118–125; Jensen/Meckling, *Theory of the Firm*, p. 305.

¹⁰⁷ Vgl. Fama/Jensen, *Ownership and Control*, p. 312; Hartmann-Wendels, *Prinzipal-Agent-Theorie*, S. 714 f.; Spremann, *Information*, S. 571 f.; Wilhelm, *Finanzierungstheorie*, S. 190–194.

¹⁰⁸ Diese Interessenverfolgung der Manager äußert sich z. B. im mangelnden Arbeitseinsatz, im Konsum am Arbeitsplatz, in der für die Eigentümer unvorteilhaften Beurteilung von Investitionsobjekten und in einem zu hohen Diversifikationsgrad des Unternehmens. Vgl. Donaldson, *Financial Goals*, pp. 120–127; Fama, *Agency Problems*, pp. 295 ff.; Jensen, *Agency Costs*, pp. 323–329; Jensen/Meckling, *Theory of the Firm*, pp. 312–319. Vgl. auch Drukarczyk, *Theorie*, S. 81 f. und S. 440. Kritisch zur Anwendung der Agency-Theorie bei der Beurteilung der Leistung von Managern siehe Gedenk, *Steuerung*, S. 22–37.

¹⁰⁹ Als Agency Costs lassen sich Monitoring Costs (Überwachungskosten), Bonding Costs (Verhaltenssicherungskosten) und der aus der suboptimalen Entscheidung resultierende Residual Loss (Opportunitätskosten) unterscheiden. Vgl. Jensen/Meckling, *Theory of the Firm*, p. 308. Kritisch dazu vgl. Schneider, *Flops*, pp. 481–494. A. A. Schmidt, *Flop*, pp. 495–504; Schmidt, *Analysen*, S. 261.

¹¹⁰ Vgl. Jensen/Meckling, *Theory of the Firm*, p. 308.

¹¹¹ Vgl. Hungenberg, *Anreizsysteme*, S. 678–693; Laux, *Anreizsysteme*, Sp. 112–122; Laux, *Erfolgsbeteiligung*, S. 1259–1291; Spremann, *Information*, S. 581 ff.

¹¹² Grundlegend dazu vgl. Jensen/Murphy, *Incentives*, pp. 138–149; Rappaport, *Shareholder Value* (1986), pp. 171–197; Stewart, *Value*, S. 223–249. Vgl. auch Bühner, *Management-Wert-Konzept*, S. 123–142; Elschen, *Shareholder Value*, S. 209–220; McTaggart/Kontes/Mankins, *Value Imperative*, pp. 273–286. Empirische Studien zeigen, daß in Deutschland eine leistungsorientierte Vergütung des Managements noch nicht weit verbreitet ist. Vgl. z. B. Backes-Gellner/Geil, *Managervergütung*, S. 468–475 m. w. N.; Schwalbach/Graßhoff, *Managervergütung*, S. 203–217. A. A. Schmid, *Vorstandsbezüge*, S. 67–83.

ximierenden Interessen disziplinieren,¹¹³ folgen aus den Kontrollsystemen u. a. Sanktionen,¹¹⁴ deren Kontrollpotential vor dem Hintergrund des geringen Machteinflusses des einzelnen (Klein-)Aktionärs und der hohen Koordinationskosten der Koalitionsbildung als gering einzuschätzen ist.¹¹⁵ Neben die gesetzlich festgelegten Kontrollregeln¹¹⁶ treten zusätzlich Märkte als externe disziplinierende Institutionen, wie z. B. der Markt für Unternehmenskontrolle,¹¹⁷ Produkt- und Faktormärkte¹¹⁸ und der Markt für Managementleistungen.¹¹⁹

Zusammenfassend kann festgehalten werden, daß, obwohl der Konflikt zwischen Fremdmanager und Eigentümer durch die Verwendung der Marktwertmaximierung und darauf basierender Kontrollmaßnahmen und Anreizsysteme nicht vollständig gelöst wird, der diskretionäre Handlungsspielraum der Manager deutlich begrenzt werden kann.¹²⁰ Die Marktwertmaximierung als Zielfunktion stellt so eine akzeptable Lösung zur Disziplinierung opportunistischer Manager für ein an den Interessen der Eigentümer ausgerichtetes Unternehmen dar.¹²¹

2.1.1.4 Marktwertorientierte Erfüllung der Stakeholder-Interessen

Wesentliche Kritikpunkte an der Zielfunktion der Marktwertmaximierung sind die Orientierung an den Zielen einer einzigen Interessengruppe und die daraus angeblich zwingend resultierende Vernachlässigung wichtiger Stakeholder¹²² sowie die Auswahl der Eigentümer als die

¹¹³ Vgl. z. B. Breid, Erfolgspotentialrechnung, S. 242 f.; Picot/Michaelis, Unternehmensverfassung, S. 260 f.

¹¹⁴ Zu den möglichen Sanktionen gehört der Verkauf („Exit“) der Anteile und der aktive Widerstand („Voice“). Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 442 f. und S. 624 f. In den USA konnte der wertschaffende Einfluß des „Shareholder Activism“ empirisch bestätigt werden. Vgl. Strickland/Wiles/Zenner, Monitoring, pp. 319–338.

¹¹⁵ Vgl. Berle/Means, Corporation, pp. 80–84; Fama/Jensen, Ownership and Control, pp. 322 f. Da Kontrollaktivitäten eines Aktionärs für andere Aktionäre ein öffentliches Gut darstellen und der kontrollierende Aktionär die entstehenden Kosten des positiven externen Effekts nicht internalisieren kann, wird zu wenig Information für eine disziplinierende Kontrolle „produziert“. Vgl. Spremann, Investition, S. 677 f. und S. 689 f. Zum Free Rider-Problem vgl. Holler/Illing, Spieltheorie, S. 8 f.

¹¹⁶ Vgl. dazu z. B. Ballwieser, Rechnungswesen, S. 111–115; Ewert, Rechnungslegung, S. 23–142 und S. 195–365; Hartmann-Wendels, Rechnungslegung, S. 140–190 und S. 214–269.

¹¹⁷ Grundlegend dazu vgl. Jensen/Ruback, Market, pp. 5–50; Manne, Market, pp. 110–120. Der Markt für Unternehmenskontrolle als Regulativ wirkt über die latente Übernahmeforderung und Entlassung der Manager, deren Unternehmen mit hohen Agentenkosten belastet sind. Schneider hält diese Argumentation unter den genannten Annahmen für theoretisch nicht haltbar. Vgl. Schneider, Investition, S. 642–645. Zum Entwicklungsstand des Marktes für Unternehmenskontrolle in Deutschland siehe z. B. Freygang, Kapitalallokation, S. 14–27; Flassak, Unternehmenskontrolle, S. 217–230; Günther, Notwendigkeit, S. 18–28; Löhnert, Shareholder Value, S. 27–41 und S. 107 ff.

¹¹⁸ Vgl. Picot/Michaelis, Unternehmensverfassung, S. 264 f. m. w. N.

¹¹⁹ Vgl. Fama, Agency Problems, pp. 292–295; Picot/Michaelis, Unternehmensverfassung, S. 260 f.

¹²⁰ Vgl. Elschen, Shareholder Value, S. 210 und S. 219; Picot/Michaelis, Unternehmensverfassung, S. 258 f.

¹²¹ Vgl. Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 25 f.; Richter, Konzeption, S. 18 f.

¹²² Freeman definiert den Begriff „Stakeholder“ als „any group or individual who can affect, or is affected by, the achievement of a corporation's purpose.“ Freeman, Management, p. VI, p. 25 und p. 46. Vgl. auch Janisch, Stakeholder Value, S. 127; Steinmann/Schreyögg, Management, S. 75 f.; Wagner, Unternehmensführung, S. 98 f. Als Stakeholder gelten die Eigenkapitalgeber, Fremdkapitalgeber, Manager und weitere Ar-

Anspruchsgruppe, an der die Unternehmensziele ausgerichtet werden sollen.¹²³ Laut des koalitionstheoretischen Stakeholder-Ansatzes¹²⁴ seien die gruppenspezifischen Ziele der Stakeholder, wie z. B. der Mitarbeiter,¹²⁵ zwingend zu berücksichtigen, da sonst die jeweilige Anspruchsgruppe die Koalition sanktioniere oder im Extremfall ganz aus der Koalition ausscheide,¹²⁶ was für die in der Koalition verbleibenden i. d. R. negative Folgen mit sich bringe.¹²⁷ Der Fortbestand der Koalition sei damit die zwingende Voraussetzung für die Erreichung der Individualziele aller Anspruchsgruppen und müsse so gegebenenfalls durch Zugeständnisse an die Stakeholder erreicht werden.¹²⁸ Des weiteren habe das Unternehmen als kollektive Veranstaltung eine gesellschaftliche Verpflichtung zu erfüllen.¹²⁹

Gemäß der Vertragstheorie der Unternehmensverfassung schließen Stakeholder aus individuellen Vorteilsrechnungen Verträge mit dem kapitalgeleiteten Unternehmen,¹³⁰ mittels derer die unterschiedlichen Interessen der am Unternehmen Beteiligten abgestimmt werden. Die Stakeholder können als freie Vertragspartner die Bedingungen der Verträge beeinflussen und, sofern der Vertrag für sie vorteilhaft erscheint, den Vertrag annehmen,¹³¹ so daß sie durchaus über Verhandlungsmacht verfügen. Vielmehr liegt es im Interesse der Eigentümer, zur eigenen Zielerreichung die Ansprüche der Stakeholder zu beachten und marktgerechte Vertrags-

beitnehmer, Lieferanten, Kunden sowie der Staat und die Öffentlichkeit bzw. die Gesellschaft. Vgl. Freeman, Management, pp. 9–27 und pp. 54 f. Vgl. auch Bleicher, Management, S. 159–164; Janisch, Stakeholder Value, S. 147–189; Marr, Betrieb, S. 63. Eigentümer gehören ebenfalls zur Gruppe der Stakeholder, werden zur Eindeutigkeit der Aussagen im folgenden aber nicht den Stakeholdern zugerechnet.

¹²³ Vgl. Janisch, Stakeholder Value, S. 105. Vgl. auch Bleicher, Management, S. 316–321; Gomez, Wertmanagement, S. 102–105; Macharzina, Unternehmensführung, S. 7 ff.

¹²⁴ Zur Kritik am koalitionstheoretischen Stakeholder-Ansatz vgl. Ballwieser, Shareholder Value, S. 1389 f.; Bischoff, Shareholder Value, S. 169–178; Bühner/Tuschke, Shareholder Value, S. 502 ff.; Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 32–35; Wagner, Shareholder Value, S. 487–491.

¹²⁵ Vgl. z. B. Küller, Gewerkschaftsicht, S. 517–531. Kritisch dazu vgl. Wagner, Shareholder Value, S. 489 ff.; Wenger, Theorie, S. 167–171.

¹²⁶ Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 19; Spremann, Investition, S. 483; Wagner, Unternehmensführung, S. 98 f.

¹²⁷ Grundlegend zur Koalitionstheorie vgl. Cyert/March, Theorie, S. 29–50 und S. 114–130. Einführend vgl. Gerum, Unternehmensverfassung, Sp. 2485 f. m. w. N.; Kupsch/Marr, Personalwirtschaft, S. 743–753; Staehle, Management, S. 403–408; Thommen, Führung, S. 34 f.

¹²⁸ Vgl. Wagner, Shareholder Value, S. 487–493.

¹²⁹ Vgl. z. B. Hinterhuber, Denken, S. 138 ff.; Kreikebaum, Unternehmensplanung, S. 145–188; Marr, Betrieb, S. 108 ff.; Steinmann/Schreyögg, Management, S. 75 f.; Ulrich, Gesellschaft, S. 196 f. und S. 203–207. Kritisch dazu vgl. Rappaport, Shareholder Value, pp. 1–12; Wagner, Shareholder Value, S. 490–494; Wenger, Theorie, S. 170 f. Rappaport lehnt eine soziale Gestaltungsaufgabe des Unternehmens kategorisch ab: „In a market-based economy that recognizes the rights of private property, the only social responsibility of business is to create Shareholder Value and to do so legally and with integrity. Critical social issues [...] pose enormous social challenges. Corporate management, however, has neither the political legitimacy nor the expertise to decide what is in the social interest.“ Rappaport, Shareholder Value, p. 5.

¹³⁰ Vgl. auch Abschnitt 2.1.1.1, Marktwertmaximierung zur Erzielung von Konsumeinkommen, S. 13.

¹³¹ Vgl. Hax, Unternehmung, S. 59; Klien, Managementleistungen, S. 216 f.

angebote zu unterbreiten.¹³²

In vollkommenen Märkten kann angenommen werden, daß sämtliche Merkmale der Vertragsbeziehungen ohne Transaktionskosten explizit im Vertrag geregelt werden können und der Marktmechanismus für einen Ausgleich der Interessen von Stakeholdern und Eigentümern sorgt. Bei realiter vorliegenden Bedingungen jedoch können nicht sämtliche Vertragsbedingungen und die für die Vertragsabwicklung wichtigen möglichen Umweltzustände vollständig und transaktionskostenfrei in Verträgen erfaßt werden.¹³³ Stakeholder richten daher auch erhebliche, nicht formal in Verträgen festgehaltene, implizite Ansprüche an das Unternehmen, wie z. B. Arbeitsplatzsicherheit oder die Zusage von Folgeaufträgen, die keine rechtlichen Forderungen an das Unternehmen konstituieren.¹³⁴ Da die Eigentümer im Rahmen ihrer Dispositionshandlungen über die Erfüllung der impliziten Ansprüche entscheiden, ist deren Erfüllung für die Stakeholder unsicher, was eine Verschiebung des Risikos zu Lasten der Stakeholder darstellt.¹³⁵ Dieses Risiko kann von den Stakeholdern im Gegensatz zu den Residualansprüchen der Eigentümer nur eingeschränkt diversifiziert werden.¹³⁶ Die undifferenzierte Nichterfüllung impliziter Ansprüche durch die Eigentümer kann zu einer nicht unerheblichen Minderung der Kooperationsbereitschaft der Anspruchsgruppen führen. Im Extremfall kann dies letztlich das Ausscheiden der Anspruchsgruppe aus der Koalition und längerfristig negative Auswirkungen auf den Marktwert des Eigenkapitals bewirken.¹³⁷

Um die notwendige und zielführende Kooperation und Teilnahme von Stakeholdern am Unternehmen sicherzustellen, sind die unteren Grenzwerte der Erreichung der Interessen der Stakeholder bei Entscheidungen im Unternehmen in Form von satisfizierenden bzw. fixierenden Nebenbedingungen zwingend zu berücksichtigen.¹³⁸ Dabei besitzen die Eigentümer keinen Freiheitsgrad hinsichtlich der Erfüllung expliziter Vertragsbestandteile, können jedoch

¹³² Vgl. Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 2 f.; Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 36; Raster, Management, S. 218; Speckbacher, Shareholder Value, S. 633; Spremann, Investition, S. 487.

¹³³ Vgl. grundlegend dazu Cornell/Shapiro, Stakeholders, pp. 5 ff. Vgl. auch Hax, Unternehmung, S. 61; Spremann, Investition, S. 484.

¹³⁴ Vgl. Cornell/Shapiro, Stakeholders, pp. 6 f. Vgl. auch Atkinson/Waterhouse/Wells, Stakeholder, p. 29; Speckbacher, Shareholder Value, S. 633.

¹³⁵ Vgl. Cornell/Shapiro, Stakeholders, p. 7; Spremann, Investition, S. 485.

¹³⁶ Vgl. Speckbacher, Shareholder Value, S. 634; Spremann, Investition, S. 484.

¹³⁷ Vgl. Bühner/Tuschke, Shareholder Value, S. 502; Speckbacher, Shareholder Value, 633 f.

¹³⁸ Vgl. Atkinson/Waterhouse/Wells, Stakeholder, p. 29; Ballwieser, Shareholder Value, S. 1390; Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 2 f.; Hinterhuber, Denken, S. 4; Kupsch/Marr, Personalwirtschaft, S. 746–750; Speckbacher, Shareholder Value, S. 634 f. Vgl. auch Brune, Instrument, S. 292–395; Löhnert, Shareholder Value, S. 237 f.

bei impliziten Ansprüchen je nach Vorteilhaftigkeit für ihre längerfristigen Interessen disponieren. Als Entscheidungskriterium wird hier das Marktwertkriterium empfohlen: Sofern die Erfüllung der impliziten Ansprüche langfristig marktwert erhöhend oder -neutral ist, sollten diese gewährt werden. Für Stakeholder ist eine Maximierung des Marktwertes des Eigenkapitals ebenfalls erstrebenswert, weil die Durchsetzbarkeit und somit auch der Wert ihrer Ansprüche stark von der Finanzkraft des Unternehmens abhängen.¹³⁹ Ferner wird der Orientierung an den Eigentümern eine makroökonomische Vorteilhaftigkeit als kostengünstigere Form der Unternehmensorganisation und -verfassung beigemessen.¹⁴⁰

Als Fazit dieser Überlegungen kann festgehalten werden, daß die polarisierende Darstellung des Shareholder Value- und des Stakeholder-Ansatzes dem tatsächlichen Problem nicht gerecht wird.¹⁴¹ Deutlich wird weiter, daß die marktwertorientierte Einbeziehung der Stakeholder-Interessen als Nebenbedingung der Zielfunktion eine wichtige Voraussetzung für die Erreichung der Marktwertmaximierung ist.

2.1.1.5 Zusammenfassende kritische Würdigung der Marktwertmaximierung als Unternehmensziel

Die Zielfunktion der Maximierung des Marktwertes des Eigenkapitals gilt als oberstes Unternehmensziel in der neoklassischen Modellwelt und kann unter weniger strengen, die Realität besser beschreibenden Bedingungen in tatsächlichen Wirtschaftssystemen aufrechterhalten werden: Die geäußerte Kritik, daß die Marktwertmaximierung nicht zu einem optimalen Konsumeinkommensstrom für die Eigentümer führt und damit kein einmütiges Ziel aller Eigentümer darstellt, konnte weitgehend entkräftet werden: Unter den als nicht unrealistisch einzuschätzenden Annahmen der *spanning property* und *competitiveness assumption* löst Marktwert-

¹³⁹ Vgl. Hahn, Unternehmensziele, S. 72; Speckbacher, Shareholder Value, S. 634. So sichert ein hoher Marktwert die Arbeitsplätze der Mitarbeiter, verringert das Risiko von Fremdkapitalpositionen, garantiert Lieferanten einen stabilen Absatzmarkt, bietet Abnehmern Liefersicherheit und dem Staat eine hohe Steuerbasis. Vgl. Guatri, Theorie, S. 27–30; Pape, Unternehmensführung, S. 43; Picot/Michaelis, Unternehmensverfassung, S. 265. Copeland/Koller/Murrin schließen aus empirischen Untersuchungen, daß ein steigender Marktwert des Eigenkapitals den langfristigen Interessen anderer Stakeholder nicht entgegensteht, sondern sogar einen Mehrwert für alle Stakeholder schafft. Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Valuation, p. 22; Copeland, Value, pp. 103 f.

¹⁴⁰ Vgl. Bühner/Tuschke, Shareholder Value, S. 499–516; Copeland/Koller/Murrin, Valuation, pp. 9–22 und pp. 28 f.; Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 38; Pape, Unternehmensführung, S. 43; Rumpf, Shareholder Value, S. 132 f.; von Weizsäcker, Macht, S. 15; Wenger, Theorie, S. 167–171.

¹⁴¹ Vgl. Achleitner/Achleitner, Erfolgsstrategien, S. 5 f.; Albach, Editorial, S. 673 f.; Raster, Management, S. 218. Backes-Gellner/Pull schließen aus ihrer Studie zur betrieblichen Sozialpolitik, daß die Gewährung von betrieblichen Sozialleistungen der Marktwertmaximierung nicht entgegensteht, sondern aus wirtschaftlichen Interessen heraus notwendig erscheint. Vgl. Backes-Gellner/Pull, Widerspruch, S. 65.

maximierung die Problematik der Zielkonflikte unter den Eigentümern des Unternehmens auch im unvollkommenen Kapitalmarkt.¹⁴²

Sofern die Fremdfinanzierungskontrakte des Unternehmens durch zugebilligte Sicherungsmaßnahmen als quasi-risikolos gelten können, steht die Zielfunktion nicht im Widerspruch zu den Interessen der Fremdkapitalgeber. Darüber hinaus kann mittels Kontroll- und Anreizsystemen in Hinblick auf die Zielfunktion Marktwertmaximierung der Konflikt zwischen beauftragten Managern und Eigentümern erheblich entschärft werden. Der Vorwurf des Interessenmonismus bei Verfolgung der Marktwertmaximierung kann zurückgewiesen werden, wenn sichergestellt ist, daß alle expliziten Ansprüche der Stakeholder und nur marktwertmaximierende implizite Ansprüche erfüllt werden. Außerdem widerspricht die Zielfunktion Marktwertmaximierung bei zieladäquater Erfüllung der impliziten Ansprüche der Stakeholder nicht deren Interessen, sondern ist sogar Voraussetzung für deren Befriedigung. Die Marktwertmaximierung als Unternehmensziel weist ferner überzeugende Vorteile auf. Im Rahmen einer marktwirtschaftlichen Wirtschaftsordnung führt die Orientierung an den Interessen der Eigentümer oder die Marktwertmaximierung zu einer effizienteren Allokation der Ressourcen einer Volkswirtschaft als alternative Programme und leistet damit einen mikroökonomischen Beitrag zur gesellschaftlichen Wohlfahrt.¹⁴³

Vielfach wird in den Publikationen zum Shareholder Value-Ansatz auf die Darlegung und Begründung der Anwendungsvoraussetzungen der unterstellten Zielfunktion verzichtet.¹⁴⁴ Deutlich ist, daß aus finanzierungstheoretischer Sicht die Marktwertmaximierung als pragmatische Zielsetzung ohne operationale Alternative ist.¹⁴⁵ Grundsätzlich ist allerdings darauf hinzuweisen, daß jede Entscheidung für eine Interessengruppe, an der sich die Ziele des Unternehmens ausrichten sollen, primäre Werturteile impliziert und daher a priori keine Allgemeingültigkeit beanspruchen kann, da primäre Werturteile sich einer letzten rationalen Begründbarkeit entziehen.¹⁴⁶ Es liegt im Sinne der wissenschaftlichen Redlichkeit, primäre Werturteile auch hier als solche kenntlich zu machen.¹⁴⁷ Vor dem Hintergrund des Ziels der

¹⁴² Dennoch ist diese Argumentation mit Vorsicht zu betrachten. Brealey/Myers beschreiben treffend: „[...] having glimpsed the problems of imperfect markets, we shall, like an economist in a shipwreck, simply *assume* [kursiv im Original, M.H.] our life jacket and swim safely to shore.“ Brealey/Myers, Finance, p. 24.

¹⁴³ Vgl. insb. von Weizsäcker, Macht, S. 15.

¹⁴⁴ Vgl. Ballwieser, Shareholder Value, S. 1393 m. w. N.

¹⁴⁵ Vgl. Ballwieser, Shareholder Value, S. 1393 f.

¹⁴⁶ Vgl. Abschnitt, 1.2.1, Theoretischer Bezugsrahmen, S. 4 sowie die Verweise in Fn. 34 ff., S. 5.

¹⁴⁷ Vgl. z. B. Kreikebaum, Unternehmensplanung, S. 162 f.; Wöhe, Betriebswirtschaftslehre, S. 55 f.

vorliegenden Arbeit und im Sinne einer praktisch-normativen Betriebswirtschaftslehre, Handlungsempfehlungen für die Praxis zu entwickeln, kann aber auf primäre Werturteile nicht verzichtet werden.¹⁴⁸

2.1.2 Konzeption eines marktwertorientierten Zielsystems

2.1.2.1 Primäre und sekundäre Ziele der Marktwertmaximierung

In vorherigen Ausführungen wurde deutlich, daß es vor dem Hintergrund der eigenen Zielerreichung in der Absicht der Eigentümer liegt, die Beteiligung der Stakeholder an der unternehmerischen Aktivität sicherzustellen. Daraus resultiert die Notwendigkeit, die expliziten bzw. impliziten Ansprüche der Stakeholder an das Unternehmen, sofern langfristig marktwert erhöhend zu erfüllen.¹⁴⁹ Die Ansprüche gewinnen also nicht per se, sondern erst durch die unterstützende Wirkung der Teilnahme der Anspruchsgruppen bei der Erreichung des primären Unternehmensziels Marktwertmaximierung an Bedeutung. Folglich sind sie als sekundäre Ziele des Unternehmens anzusehen,¹⁵⁰ deren Grad der Erreichung von den Eigentümern vor dem Hintergrund der eigenen Zielfunktion fixiert bzw. satisfiziert wird. Die sekundären Ziele stehen in einem wechselseitigen Verhältnis und wirken indirekt über die Determinanten des Marktwertes des Eigenkapitals auf das primäre Ziel der Marktwertmaximierung. Unter der Annahme der Unternehmensfortführung kann einerseits nur über die Erfüllung der expliziten Ansprüche der Marktwert gesichert bzw. erhöht werden. Andererseits ist die Marktwertmaximierung aber auch die Voraussetzung für die Erreichung von sekundären Zielen, da erstens nur ein finanzstarkes Unternehmen das zu verteilende Nutzenpotential generiert, und da zweitens die Eigentümer bei mangelnder Erfüllung ihrer Interessen im Extremfall die unternehmerische Aktivität einstellen und so eine Zielerreichung der Stakeholder im Unternehmen a priori ausgeschlossen wird. Da für die folgenden Betrachtungen die Erfüllung der sekundären Ziele nicht im Vordergrund der Analyse steht, wird angenommen, daß diese so hinreichend erfüllt werden, daß die Partizipation der Anspruchsgruppen im Unternehmen als gewährleistet angesehen werden kann.

¹⁴⁸ Vgl. Heinen, Betriebswirtschaftslehre, S. 25 ff.

¹⁴⁹ Vgl. auch Atkinson/Waterhouse/Wells, Stakeholder, p. 29; Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 126.

¹⁵⁰ Vgl. Atkinson/Waterhouse/Wells, Stakeholder, p. 29.

2.1.2.2 Integration der Zielfunktion in das Konzept des strategischen Managements

Die Verbindung von Finanzierungstheorie und strategischem Management wird vielfach als unerlässlich betrachtet. Allerdings steht das traditionell pluralistische und koalitionstheoretisch geprägte Zielsystem des strategischen Managements z. T. diametral der marktwertorientierten Unternehmensführung entgegen.¹⁵¹ Einige Konzepte, die eine koalitionstheoretische wertorientierte Unternehmensführung aus dem strategischen Management abzuleiten versuchen, wirken inkonsistent: Zum einen wird eine pluralistische Zielbildung als Ausgangspunkt propagiert,¹⁵² zum anderen wird allerdings eine Orientierung an den Interessen der Eigentümer und der Unternehmenswert als Zielgröße für die Unternehmensführung unter geltenden Rahmenbedingungen als zwingend notwendig erachtet.¹⁵³ Ferner wird in diesen Konzepten als Oberziel des Unternehmens die langfristige Sicherung der Unternehmensexistenz verfolgt.¹⁵⁴ Die Zielfunktion Maximierung des Marktwertes des Eigenkapitals wird in einer dem Oberziel Existenzsicherung untergeordneten Stellung als „oberstes finanzwirtschaftliches Ziel“ betrachtet.¹⁵⁵ Eine solche Zielhierarchie ist jedoch nicht widerspruchsfrei, da durchaus Situationen denkbar sind, in denen der Wert des Unternehmens bei Zerschlagung höher ist als bei Fortführung.¹⁵⁶ Bei Verfolgung der Marktwertmaximierung liegt es dann eindeutig in der Absicht der Eigentümer, das Unternehmen zu liquidieren. Unter den geltenden Rahmenbedingungen haben die Eigentümer aus §§ 262–272 AktG die legale Befugnis zu einer solchen Entscheidung.¹⁵⁷ Wenn auch die Liquidation eines Unternehmens durch Gesellschafterbeschluss selten ist und deren praktische Relevanz bzw. Durchsetzbarkeit z. T. bezweifelt wird,¹⁵⁸ sollte sie dennoch a priori nicht ausgeschlossen werden.

Der in der vorliegenden Arbeit beschriebene Ansatz folgt finanzierungstheoretischen Shareholder Value-Konzepten, die in der Verbindung von kapitalmarkttheoretischer Unternehmensbewertung mit den Instrumenten der strategischen Planung Marktwertmaximierung zu erreichen suchen. Dabei sind die Ergebnisse der i. d. R. qualitativen Analysen der strategi-

¹⁵¹ Vgl. Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 7 ff.

¹⁵² Vgl. Pape, Unternehmensführung, S. 16–20.

¹⁵³ Vgl. Pape, Unternehmensführung, S. 29 ff. und S. 37–44.

¹⁵⁴ Vgl. auch Brune, Instrument, S. 37 f.; Pape, Unternehmensführung, S. 20 und S. 29 m. w. N.; Rumpf, Shareholder Value, S. 132. Zum Fortbestand des Unternehmens als Ziel vgl. z. B. Drucker, Survival, pp. 81–90; Hahn, Unternehmensziele, S. 61 f.; Macharzina, Unternehmensführung, S. 523; Pümpin, Unternehmensziele, S. 275; Trux/Kirsch, Sinn des Fortschritts, S. 477 und S. 484 ff.

¹⁵⁵ Vgl. Hahn, Unternehmensziele, S. 68–77.

¹⁵⁶ Vgl. Günther, Controlling, S. 21.

¹⁵⁷ Vgl. §§ 262–272 AktG. Vgl. vertiefend dazu Henn, Handbuch, S. 701–717; Hüffer, AktG, S. 1112–1141.

¹⁵⁸ Vgl. Steinmann/Schreyögg/Dütthorn, Managerkontrolle, S. 20; a. A. Picot/Michaelis, Unternehmensverfassung, S. 267.

schen Planung die zwingende Grundvoraussetzung für eine quantifizierende Wertsteigerungsanalyse. Um die Zielfunktion Marktwertmaximierung meßbar und damit die Zielerreichung überhaupt erfahrbar zu machen, ist eine weitergehende Operationalisierung der Zielfunktion notwendig.

2.1.2.3 Operationalisierung der Marktwertmaximierung und Ableitung von grundsätzlichen Entscheidungsregeln

Nachdem die Marktwertmaximierung als pragmatische Zielfunktion für eine eigentümerorientierte Unternehmensführung hergeleitet wurde, ist zu fragen, wie die Zielgröße Marktwert des Eigenkapitals ermittelt werden kann und welche grundsätzlichen Entscheidungsregeln für die marktwertorientierte Unternehmensführung aus einem elementaren Bewertungsmodell gewonnen werden können. Die zentralen Annahmen für die folgenden Überlegungen sind ein vollkommener Kapitalmarkt bei Unsicherheit und unendliche Teilbarkeit von Wertpapieren. Ferner existieren weder Steuern, Transaktionskosten, Informationskosten noch Illiquiditätsrisiken. Die Anleger nehmen unsichere Zahlungsströme in Form von Wahrscheinlichkeitsverteilungen wahr, die sie in Risikoklassen anhand von Substituten einordnen können.¹⁵⁹ Außerdem sind sie risikoscheu, d. h. für das Eingehen von höherem Risiko verlangen sie höhere Renditen.¹⁶⁰ Unter diesen Annahmen entspricht der Marktwert eines Finanzierungscontractes dem Kapitalwert des mit dem Kapitalkostensatz diskontierten, zukünftig erwarteten Zahlungsstroms.¹⁶¹ Bei Unsicherheit sind Zahlungen von dem Eintreten zukünftiger Zustände abhängig, so daß der Marktwert eines zustandsabhängigen, d. h. unsicheren Zahlungsstroms durch die Diskontierung der Erwartungswerte $E[X_t]$ ¹⁶² mit dem als nicht stochastisch abhängig und einheitlich angenommenen Kapitalkostensatz k ermittelt werden kann.¹⁶³⁻¹⁶⁴

¹⁵⁹ Unternehmen gehören der gleichen Risikoklasse an, wenn ihre Nettoeinzahlungen X bzw. die Investitionsauszahlungen I jeweils vollständig korrelieren, d. h., wenn für zwei Unternehmen U_1 und U_2 gilt: $X^U_1 = aX^U_2$ und $I^U_1 = aI^U_2$. Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 131 f.

¹⁶⁰ Weitere Annahmen sind die Unabhängigkeit der Investitionsprogramme von der Kapitalstruktur des Unternehmens, Indifferenz der Marktteilnehmer hinsichtlich der Herkunft der Zahlungsströme und Haftungsbeschränkungen von Individuen auf die Wahrscheinlichkeitsverteilung der von ihnen zu leistenden Zahlungsströme. Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 131 f.

¹⁶¹ Einführend zum Kapitalwertkriterium vgl. Blohm/Lüder, Investition, S. 58–82; Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 166–169; Schneider, Investition, S. 74–79; Schmidt/Terberger, Finanzierungstheorie, S. 128–138 und S. 152–166; Schulte, Wirtschaftlichkeitsrechnung, S. 21–32 und S. 64–72; Spremann, Investition, S. 372–387. Die Kapitalwertmethode basiert auf der Annahme eines vollkommenen Marktes. Vgl. z. B. Blohm/Lüder, Investition, S. 74 f.

¹⁶² Die Erwartungswerte der Zahlungen in jedem Zeitpunkt werden aus den $n(t)$ Zuständen z der unsicheren Zahlungen X_{tz} und den Eintrittswahrscheinlichkeiten der Zustände gebildet. Siehe hierzu Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 340 f.

¹⁶³ Der Marktwert kann bei Unsicherheit alternativ mit Sicherheitsäquivalenten ermittelt werden. Siehe dazu z. B. Brealey/Myers, Finance, pp. 224–230; Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 67 ff.

$$V_j(E) = \sum_{t=0}^T E[\tilde{X}_t] \cdot (1+k)^{-t} \quad (1)$$

Unter der vereinfachenden Annahme, daß der Erwartungswert der unsicheren zukünftigen Einzahlungen eines Finanzierungscontractes vom Typ j vereinfachend einer ewigen Rente X_j entspricht, berechnet sich der Marktwert V_j unter Annahme von Arbitragefreiheit¹⁶⁵ aus Gleichung (2):¹⁶⁶

$$V_j = \frac{X_j}{k_j} \quad \text{bzw.} \quad k_j = \frac{X_j}{V_j} \quad (2)$$

Diese Beziehung gilt nicht nur für einzelne Finanzierungscontracte, sondern auch für einzelne Investitionsprojekte und das gesamte Unternehmen,¹⁶⁷ so daß der Marktwert des Unternehmens unter den gegebenen Annahmen gleich der Summe der Marktwerte der n emittierten Finanzierungscontracte j (V_j) und zugleich der Summe der Marktwerte der m Investitionsprojekte y (V_y) ist.¹⁶⁸

$$V = \frac{X}{k} = \sum_{j=1}^n V_j = \sum_{y=1}^m V_y \quad \text{wobei} \quad \sum_{y=1}^m V_y = \sum_{y=1}^m \frac{X_y}{k_y} \quad \text{und} \quad \sum_{j=1}^n V_j = \sum_{j=1}^n \frac{X_j}{k_j} \quad (3)$$

Der in Gleichung (3) verwendete Diskontierungszinssatz stellt den mit den Marktwerten der Finanzierungscontracte gewichteten Durchschnitt der für die einzelnen Typen der Finanzierungscontracte geltenden Kapitalkostensätze dar.

¹⁶⁴ Im folgenden wird der erwartete Kapitalwert vereinfacht als V dargestellt. Da nur Definitionen erörtert werden, unterbleiben die gewöhnlich zur Kennzeichnung von unsicheren Zahlungen verwendeten Tilden (~).

¹⁶⁵ Beim Vorliegen von Arbitragefreiheit kann auf einem Markt bei gegebenen Preisen durch Kauf oder Verkauf von Finanzierungspositionen risikolos kein sicherer Gewinn erzielt werden. Arbitragefreiheit ist Voraussetzung für ein Marktgleichgewicht. Vgl. einführend Hax, Finanzierungstheorie, Sp. 1083 f.; Hering, Arbitragefreiheit, S. 166–175; Rudolph, Kapitalmarkttheorie, Sp. 2122; Wilhelm, Arbitragefreiheit, S. 891–905. Illustrativ („There is no such thing as a money machine!“) siehe Brealey/Myers, Finance, pp. 35 f.

¹⁶⁶ Vgl. auch grundlegend dazu Hax, Finanzierungstheorie, Sp. 1079 ff.

¹⁶⁷ Voraussetzung für diese Überlegungen ist die Geltung des Wertadditivitätstheorems, das eine Zerlegung der Entscheidung über das gesamte Investitionsprogramm in Kalküle über einzelne Investitionsprojekte gestattet, sofern die Projekte technisch-organisatorisch getrennt realisierbar und ökonomisch unabhängig voneinander sind, d. h. keine Synergieeffekte zwischen den Projekten existieren. Vgl. Brealey/Myers, Finance, pp. 516 f.; Copeland/Weston, Theory, pp. 25 ff. und pp. 32 f.; Drukarczyk, Theorie, S. 68 f., S. 72 ff. und S. 125–130; Franke, Kapitalstruktur, Sp. 1184 f.; Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 329 ff. und S. 341–351; Hax/Hartmann-Wendels/Hinten, Finanzierungstheorie, S. 702 ff.; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 22 f. und S. 503–506.

¹⁶⁸ Voraussetzung für die Geltung von Gleichung (3) ist, daß für die sicheren bzw. unsicheren Zahlungen X_{ij} , die den Inhabern der Finanzierungscontracte aus dem Unternehmen zufließen, gilt, daß sie unter dem Ausschluß von Kassenhaltung im Unternehmen in jeder Periode t mit der Summe der aus den in Periode t resultierenden unsicheren Zahlungen der Investitionsprojekte X_{it} übereinstimmen. Ferner muß gelten, daß alle Investitionsobjekte die gleichen Risikocharakteristika aufweisen und so in eine Risikoklasse eingeordnet werden können. Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 129 f.

$$k = \frac{X}{V} = \frac{\sum_{j=1}^n k_j \cdot V_j}{\sum_{j=1}^n V_j} \quad (4)$$

Aus diesen Überlegungen folgt, daß Projekte gleicher Risikoklasse nur dann vorteilhaft sind und den Unternehmenswert erhöhen, wenn sie einen positiven Kapitalwert ($V \geq 0$) aufweisen, d. h., wenn ihre interne Verzinsung den Kapitalkostensatz übersteigt.¹⁶⁹

Neben der Neutralisierung der zeitlichen Dimension von Zahlungsströmen operationalisiert der Kapitalkostensatz die erwarteten risikoäquivalenten Opportunitätskosten bzw. Renditeforderungen der Kapitalgeber für die Bereitstellung von Kapital und stellt somit den wesentlichen Maßstab für die Beurteilung der Vorteilhaftigkeit von Projekten dar.¹⁷⁰ Daraus folgt, daß der Kapitalkostensatz das Investitionsprogramm und darüber hinaus auch die Ausschüttungspolitik des Unternehmens bestimmt.¹⁷¹ Um das Vermögen der Eigentümer zu maximieren, sind wertvernichtende Projekte, also solche mit einer internen Verzinsung unterhalb des Diskontierungszinssatzes, zu unterlassen bzw. abzuberechnen. Kann die Unternehmensleitung keine zusätzlichen Projekte mit positivem Kapitalwert realisieren, sind aus kapitalmarkttheoretischer Sicht die nicht für Wertsteigerungen verwertbaren Kapitalbestände an die Kapitalgeber ihren Finanzierungsverträgen entsprechend auszuschütten.¹⁷² Im Extremfall kann aus dieser Handlungsanleitung für die marktwertorientierte Unternehmensführung die sofortige Liquidation des Unternehmens erfolgen, wenn die Projekte des Unternehmens die jeweiligen Kapitalkosten¹⁷³ nicht erwirtschaften können.¹⁷⁴ Das Ziel der Marktwertmaximierung entscheidet

¹⁶⁹ Vgl. Brealey/Myers, Finance, p. 24.

¹⁷⁰ Vgl. Schulte, Wirtschaftlichkeitsrechnung, S. 66 f. Der Kapitalkostensatz gibt die im Kapitalwertkalkül implizit angenommenen Renditen für Wiederanlage von Einzahlungsüberschüssen und/oder Kreditaufnahme bei Auszahlungsüberschüssen an. Vgl. Blohm/Lüder, Investition, S. 74 f.; Schulte, Wirtschaftlichkeitsrechnung, S. 68 ff.

¹⁷¹ Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 48 f.; Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 154 f.; Rudolph, Separationstheoreme, S. 269 f.; Schmidt/Terberger, Finanzierungstheorie, S. 120–124; Schneider, Investition, S. 636–642. Vertiefend zur Ableitung einer Ausschüttungsregel aus dem Kapitalkostensatz siehe z. B. Drukarczyk, Theorie, S. 70–73.

¹⁷² Jensen fordert die Ausschüttung der nicht für wertsteigernde Projekte verwendbare Cash-flows und leitet daraus eine Definition des entziehbaren Zahlungsüberschusses ab: „Free cash flow is cash-flow in excess of that required to fund all projects that have positive net present values when discounted at the relevant cost of capital.“ Jensen, Agency Costs, p. 323.

¹⁷³ Zum Begriff der Kapitalkosten vgl. z. B. Drukarczyk, Kapitalkosten, S. 404–407; Freygang, Kapitalallokation, S. 174–196; Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 155–158; Knop, Kapitalkosten, S. 28–32; Sach, Kapitalkosten, S. 97–102; Schulze, Kapitalkosten, S. 10–36. Kritisch zum Kapitalkostenbegriff siehe Schneider, Investition, S. 523–526. Im folgenden werden Kapitalkosten allgemein als Renditeforderung der Kapitalgeber definiert. Vgl. auch Eisele, Kapital, Sp. 1071 ff.; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 485.

¹⁷⁴ Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 72 ff.; Wenger, Theorie, S. 167.

damit auch über den Fortbestand des Unternehmens.¹⁷⁵

2.1.3 Bestimmung der Renditeforderung der Eigentümer

In den vorhergehenden Abschnitten wurde deutlich, daß Kapitalkosten eine wesentliche Stellung in der marktwertorientierten Unternehmensführung einnehmen. Zur Bestimmung der risikoäquivalenten Renditeforderung der Eigenkapitalgeber werden insbesondere kapitalmarkttheoretische Erklärungsmodelle herangezogen,¹⁷⁶ mittels derer die Preisbildung auf Kapitalmärkten unter Berücksichtigung unsicherer Erwartungen analysiert und Renditeforderungen deduziert werden können.¹⁷⁷ In diesem Abschnitt werden das Capital Asset Pricing Modell (CAPM) von SHARPE, LINTNER und MOSSIN¹⁷⁸ und die Arbitrage Pricing Theory (APT) von ROSS¹⁷⁹ kurz skizziert und kritisch gewürdigt.

2.1.3.1 Capital Asset Pricing Model

Grundlage für das CAPM ist die Portfolio Selection-Theory von MARKOWITZ,¹⁸⁰ die die Vorteilhaftigkeit der Mischung von Investitionsvorhaben unter Risikogesichtspunkten untersucht und als normative Theorie bei gegebenen Erwartungen auf der Basis der individuellen Risikopräferenz eines Investors Handlungsempfehlungen für die effiziente Strukturierung eines Wertpapierportfolios postuliert.¹⁸¹ Im folgenden wird angenommen, daß Investoren risikoavers sind und sich rational, d. h. erwartungsnutzenmaximierend, in dem Sinne verhalten, daß sie effiziente Portfolios¹⁸² ineffizienten vorziehen, d. h., bei gleichem Risiko präferieren Anleger ein Portfolio mit höherer erwarteter Rendite bzw. wählen bei gleicher Rendite eine Position mit niedrigerem Risiko.¹⁸³ Investoren treffen ihre Anlageentscheidungen auf der Grundlage

¹⁷⁵ Vgl. Wenger, Theorie, S. 167.

¹⁷⁶ Auf eine Darstellung von traditionellen Methoden zur Bestimmung der Renditeforderung der Eigentümer wird verzichtet. Weiterführend dazu z. B. Brealey/Myers, Finance, pp. 59–73; Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 158–162; Hax, Investitionstheorie, S. 153 ff.; Rudolph, Klassische Kapitalkostenkonzepte, S. 611–614.

¹⁷⁷ Vgl. Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 345.

¹⁷⁸ Vgl. Sharpe, Equilibrium, pp. 425–442; Lintner, Valuation, pp. 13–37; Mossin, Equilibrium, pp. 768–783. Für eine Darstellung und Diskussion der Ansätze siehe Rudolph, Kapitalkosten, S. 84–125.

¹⁷⁹ Vgl. Ross, Arbitrage Theory, pp. 341–360.

¹⁸⁰ Grundlegend dazu vgl. Markowitz, Selection, pp. 77–91; Markowitz, Efficient Diversification. Für eine Darstellung und Herleitung der Aussagen der Portfolio Selection siehe z. B. Brealey/Myers, Finance, pp. 148–166; Copeland/Weston, Theory, pp. 144–188; Drukarczyk, Theorie, S. 225–233; Elton/Gruber, Theory, pp. 46–95; Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 309–323; Schmidt/Terberger, Finanzierungstheorie, S. 311–338; Spremann, Investition, S. 499–526.

¹⁸¹ Vgl. Markowitz, Efficient Diversification, pp. 3–7. Vgl. auch Rudolph, Kapitalkosten, S. 1–3.

¹⁸² Zur Ermittlung eines effizienten Portfolios siehe Markowitz, Efficient Diversification, pp. 129–187. Vgl. Sharpe, Theory, pp. 58–73.

¹⁸³ Vgl. Markowitz, Efficient Diversification, pp. 6 f. und pp. 129 f. Zu den Annahmen des CAPM vgl. Copeland/Weston, Theory, p. 194; Drukarczyk, Theorie, S. 226; Elton/Gruber, Theory, pp. 294 ff.; Hachmei-

des Erwartungswertes der Rendite¹⁸⁴ $E[r_t] = (\mu)$ und dem Risiko des Wertpapiers, das als Streuung der möglichen Renditen um den Erwartungswert¹⁸⁵ σ bzw. σ^2 gemessen wird.¹⁸⁶ Investoren verfügen auf einem vollkommenen und informationseffizienten¹⁸⁷ Kapitalmarkt über kostenlose Informationen. Auf dem sich im Gleichgewicht befindenden Kapitalmarkt können Investoren unbeschränkt Kapital zum im Betrachtungszeitraum konstanten, risikolosen Zinssatz i aufnehmen und anlegen. Sie können ferner beliebig teilbare Wertpapiere als Mengenanpasser ohne Transaktionskosten und Steuern handeln und unbeschränkt Leerverkäufe tätigen. Die Entscheidung des Investors bezieht sich auf eine Periode, d. h., das hier zu untersuchende Kalkül versucht zu klären, wie ein Investor im Zeitpunkt t eine (μ, σ) -effiziente Anlageentscheidung bei Erwartungen über Ausschüttungen und Aktienkurse zum Zeitpunkt $t+1$ treffen kann.¹⁸⁸

Bei Geltung dieser Annahmen wird ein Investor in mehrere Wertpapiere investieren, um eine Risikomischung zu erzielen.¹⁸⁹ Dabei wird der Investor die Wertpapiere so auswählen, daß durch einen Diversifikationseffekt eine Verringerung des Portfoliorisikos im Vergleich zu der

ster, Unternehmenswertsteigerung, S. 162; Rudolph, Kapitalkosten, S. 4–7; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 250; Schneider, Investition, S. 506 f.

¹⁸⁴ Die Rendite eines Portfolios ergibt sich aus der linearen Kombination der erwarteten Renditen der im Portfolio enthaltenen Wertpapiere und deren wertmäßigen Anteil am Portfolio. Vgl. z. B. Markowitz, Selection, p. 78; Markowitz, Efficient Diversification, pp. 14–17 und pp. 37–71; Elton/Gruber, Theory, pp. 47 f.

¹⁸⁵ Das Risiko eines Portfolios entspricht nur ausnahmsweise dem Durchschnittsrisiko der einzelnen Wertpapiere, da über das durch die Varianz bzw. Standardabweichung erfaßte Einzelrisiko hinaus die stochastische Abhängigkeit der erwarteten Renditen zwischen den Wertpapieren berücksichtigt werden muß. Diese Abhängigkeit wird durch die Kovarianz oder den Korrelationskoeffizienten der Renditen gemessen. Vgl. Markowitz, Selection, pp. 79 ff.; Markowitz, Efficient Diversification, pp. 17 ff. und pp. 72–101; Elton/Gruber, Theory, pp. 55–62. Bei Vorliegen eines Korrelationskoeffizienten $\rho < 1$ kann durch Mischung der Wertpapiere Risiko eliminiert werden. In einem Portfolio mit n Wertpapieren bestehen n Varianzen und $n^2 - n$ Kovarianzen. Bei größerer Anzahl von Wertpapieren bestimmen folglich vor allem die Kovarianzen der Wertpapierrenditen das Portfoliorisiko. Vgl. Markowitz, Efficient Diversification, pp. 109–112. Vgl. auch Drukarczyk, Theorie, S. 226–230; Hax, Finanzierungstheorie, Sp. 1084.

¹⁸⁶ Mit dieser Annahme werden quadratische Risikonutzenfunktionen oder eine Normalverteilung der Rendite unterstellt. Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 226; Gerke, Portefeuille-Theorie, Sp. 3267; Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 163.

¹⁸⁷ Fama unterscheidet drei Arten der Informationseffizienz: Sofern die Kurse von Aktien zu jedem Zeitpunkt sämtliche Informationen, die auf der Grundlage der technischen Aktienanalyse der historischen Kursverläufe gewonnen werden können, widerspiegeln, liegt Informationseffizienz der schwachen Form vor. Informationseffizienz der halbstrengen Form kann attestiert werden, wenn die fundamentale Analyse aller öffentlich zugänglichen Informationen in den Kursen der Aktien enthalten sind. Der Grenzfall der strengen Form der Informationseffizienz liegt vor, wenn alle existenten Informationen in den Kursen der Aktien eingeschlossen sind. Vgl. grundlegend dazu Fama, Efficient Capital Markets, pp. 383–417; Fama, Efficient Capital Markets: II, pp. 1575–1617; Fama, Foundations, pp. 134–137. Empirisch ist die These der Informationseffizienz noch nicht hinreichend verifiziert. Vgl. Fama, Market, pp. 283–306. Vgl. zur These der Informationseffizienz auch Elton/Gruber, Theory, pp. 406–410; Möller, Informationseffizienz, S. 500–518; Müller, Aktienbewertung, S. 11–33; Schneider, Investition, S. 541–545. Für einen Überblick über empirische Studien zur Informations-effizienz des deutschen Kapitalmarktes siehe May, Informationsverarbeitung, S. 313–335.

¹⁸⁸ Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 226.

Gesamtheit der Einzelrisiken der Wertpapiere erzielt wird.¹⁹⁰ Bei rationalem Verhalten wird der Anleger vor dem Hintergrund seines individuellen Grades der Risikoaversion nur ein effizientes Portfolio strukturieren, das alle anderen Kombinationsmöglichkeiten von Wertpapieren bei gegebener Risikopräferenz oder bei gegebener Renditeerwartung in der Weise dominiert, daß das gewählte Portfolio bei gleicher Standardabweichung einen höheren Erwartungswert oder bei gleichem Erwartungswert eine niedrigere Standardabweichung aufweist.¹⁹¹ Alle möglichen effizienten Portfolios liegen im (μ, σ) -Raum, wie Abbildung 2 darstellt, auf einer hyperbelförmigen „efficient frontier“, die so alle effizienten Kombinationsmöglichkeiten von Wertpapieren graphisch abbildet.¹⁹²

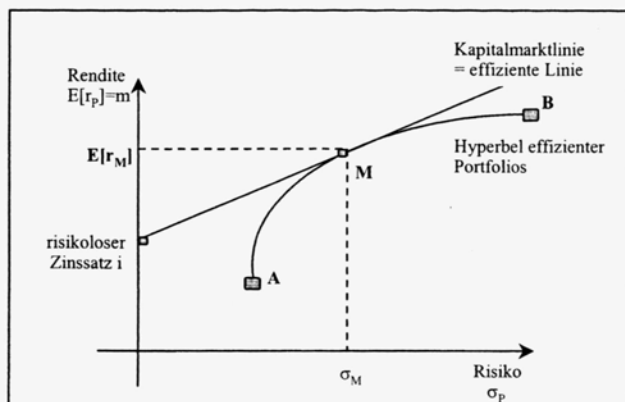


Abbildung 2: Effiziente Portfolio- und Kapitalmarktlinie¹⁹³

TOBIN zeigt mit seinem Separationstheorem,¹⁹⁴ daß bei Existenz einer risikolosen Anlage- und Verschuldungsmöglichkeit die Zusammensetzung des optimalen Portfolios unabhängig von der Risikoneigung des individuellen Investors ist. Der Investor wird zur Herstellung seiner gewünschten Risikoposition eine Kombination der Geldanlage bzw. Verschuldung zum sicheren Zinssatz i und der Anlage in das risikobehaftete Tangentialportfolio M , das strukturgleich

¹⁸⁹ Vgl. Schneider, Investition, S. 473–480.

¹⁹⁰ Vgl. Schmidt/Terberger, Finanzierungstheorie, S. 312 f.

¹⁹¹ Vgl. Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 309–316.

¹⁹² Vgl. Sharpe, Equilibrium, pp. 425–442. Vgl. auch Elton/Gruber, Theory, pp. 82–91; Rudolph, Theorie, S. 1040; Rudolph, Kapitalkosten, S. 37–43; Schmidt/Terberger, Finanzierungstheorie, S. 325–332; Spremann, Investition, S. 525. Zur Berechnung der Efficient Frontier vgl. Elton/Gruber, Theory, pp. 97–124.

¹⁹³ Vgl. z. B. Copeland/Weston, Theory, p. 196; Drukarczyk, Theorie, S. 235.

¹⁹⁴ Vgl. Tobin, Preference, pp. 65–86. Vgl. auch Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 316–319; Rudolph, Kapitalkosten, S. 47–59; Rudolph, Separationstheoreme, S. 263 f.; Rudolph, Theorie, S. 1043; Schmidt/Terberger, Finanzierungstheorie, S. 332–338; Schneider, Investition, S. 493–496; Spremann, Investition, S. 526–530.

zum effizienten Marktportfolio¹⁹⁵ ist, wählen.¹⁹⁶ Die Kombinationsmöglichkeiten des Investors liegen auf der Kapitalmarktklinie, die den linearen Zusammenhang zwischen der gewählten Risikomenge σ_P eines Portfolios P und der aus P zu erwartenden Rendite r_P abbildet:¹⁹⁷

$$r_P = i + \frac{(r_M - i)}{\sigma_M} \sigma_P \quad (5)$$

Im Kapitalmarktgleichgewicht existiert demnach ein bestimmter, sich aus der erwarteten Rendite des Marktportfolios r_M , der sicheren Verzinsung i und dem Risiko des Marktportfolios σ_M zusammensetzender, markteinheitlicher Preis $(r_M - i)/\sigma_M$ für eine Einheit des übernommenen systematischen, d. h. durch weitere Diversifizierung nicht reduzierbaren Risikos.¹⁹⁸ Da im Marktportfolio sämtliche Wertpapiere enthalten sind und einzelne Wertpapiere so als Relation zum Marktportfolio ausgedrückt werden können, kann nun auf der Grundlage der Kapitalmarktklinie die Renditeforderung von Investoren für ein einzelnes risikobehaftetes Wertpapier abgeleitet werden.¹⁹⁹ Besteht ein Portfolio zu a Teilen aus einem einzelnen Wertpapier j und zu $1-a$ Teilen aus dem Marktportfolio, ergeben sich Rendite und Risikoposition wie folgt:²⁰⁰

¹⁹⁵ Das Tangentialportfolio eines Investors ergibt sich in der graphischen Darstellung der effizienten Portfolios in einem (μ, σ) -Koordinatensystem als das alle anderen effizienten Portfolios dominierende Portfolio, das im Tangentialpunkt der von der Rendite des risikolosen Wertpapiers r_f auf der μ -Achse ausgehenden Tangente an der Hyperbel effizienter Portfolios liegt. Nicht nur einzelne Investoren, sondern alle Investoren halten bei homogenen Erwartungen dem Tangentialportfolio strukturgleiche, effiziente Portfolios. Da sämtliche am Markt gehandelten risikobehafteten Wertpapiere einen Eigentümer haben müssen, sind im Tangentialportfolio auch sämtliche risikobehafteten Wertpapiere mit ihren Marktwertgewicht enthalten, so daß die aggregierten strukturgleichen Tangentialportfolios als Marktportfolios bezeichnet werden können. Tobin beschreibt ein Tangentialportfolio als „a composite formed by combining the multitude of actual non-cash assets in fixed proportions“. Tobin, Preference, p. 84. Sind alle Portfolios der Investoren effizient und befindet sich der Kapitalmarkt im Gleichgewicht, ist das Marktportfolio ebenfalls effizient. Vgl. z. B. Elton/Gruber, Theory, pp. 88–91; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 259.

¹⁹⁶ Der Investor bestimmt seine Gesamtposition in zwei separaten Schritten. Zunächst wird unabhängig vom Grad der Risikoaversion des Investors das optimale Portfolio bestimmt. Danach legt der Anleger die Risikomenge fest, indem er die Mittel auf die sichere Anlage und auf das optimale Portfolio verteilt bzw. zusätzliche Mittel für Investitionen ins Portfolio aufnimmt. Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 233; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 259; Schmidt/Terberger, Finanzierungstheorie, S. 332–338.

¹⁹⁷ Vgl. Elton/Gruber, Theory, pp. 296 f.; Rudolph, Kapitalkosten, S. 54; Rudolph, Theorie, S. 1045 ff.; Schneider, Investition, S. 507–511; Weber/Schiereck, Kapitalkosten, S. 136.

¹⁹⁸ Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 235 f.; Elton/Gruber, Theory, p. 298; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 260 ff. Der Risikopreis stellt graphisch die Steigung der Kapitalmarktklinie dar. Vgl. Abbildung 2: Effiziente Portfolio- und Kapitalmarktklinie, S. 32.

¹⁹⁹ Vgl. Copeland/Weston, Theory, p. 195; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 263.

²⁰⁰ Die folgende Herleitung des CAPM geht auf Sharpe zurück. Vgl. Sharpe, Theory, pp. 77–103 insb. pp. 86–91. Vgl. Copeland/Weston, Theory, p. 195; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 263; Schneider, Investition, S. 512 f. Das CAPM läßt sich auf vielfältige Weise herleiten. Drukarczyk und Elton/Gruber z. B. argumentieren mit im Kapitalmarktgleichgewicht gleichen Risikopreisen; Elton/Gruber bieten einen weiteren Ansatz bei Nutzung von Arbitrageüberlegungen; Sharpe und Franke/Hax leiten das CAPM aus dem State-Preference-Ansatz her; Loistl verwendet einen Lagrange-Ansatz. Vgl. dazu Drukarczyk, Theorie, S. 236 ff.; Elton/Gruber, Theory, pp. 298–304; Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 378–382; Loistl, Kapitalmarkttheorie, S. 248 f.; Sharpe, Theory, pp. 202–220.

$$r_p = ar_j + (1-a)r_M \text{ bzw. } \sigma_p = \sqrt{a^2\sigma_j^2 + (1-a)^2\sigma_M^2 + 2a(1-a)\sigma_{j,M}} \quad (6)$$

Wie im grundsätzlichen Fall zweier Wertpapiere kann der Investor entlang der Linie AMB in Abbildung 2 das Marktportfolio und das Wertpapier j kombinieren, wobei das Wertpapier j mit seinem Marktwert gewichtet ebenfalls im Marktportfolio enthalten ist. Zur Erfassung des Erwartungswerts der Rendite und der Risikoposition bei einer marginalen Veränderung von a auf der Linie AMB bildet man die partiellen Ableitungen $\delta E[r_p]/\delta a$ und $\delta \sigma_p/\delta a$.²⁰¹ Werden die partiellen Ableitungen bei einem Nachfrageüberschuß von $a = 0$ bewertet,²⁰² kann die Steigung des Rendite-/Risikokalküls im Kapitalmarktgleichgewicht im Punkt M bestimmt werden, die der Steigung der Kapitalmarktlinie im Punkt M entsprechen muß:²⁰³

$$\left. \frac{\partial E[r_j]/\partial a}{\partial \sigma_p/\partial a} \right|_{a=0} = \frac{E[r_j] - E[r_M]}{(\sigma_{jM} - \sigma_M^2)/\sigma_M} = \frac{E[r_j] - r^f}{\sigma_M} \quad (7)$$

Durch Auflösung dieser Gleichung nach der erwarteten Rendite des Wertpapiers j ergibt sich die Wertpapierlinie, die darlegt, daß die risikoäquivalente Renditeforderung für jedes risikobehaftete Wertpapier gleich der Summe von risikolosem Zinssatz und der Risikoprämie ist. Die Risikoprämie ergibt sich aus der Multiplikation des für alle Wertpapiere gleichen Marktpreises für das Risiko nicht voll diversifizierter Positionen $E[r_M - i]/\sigma_M^2$ mit der Risikomenge σ_{jM} , d. h. dem Risikobeitrag einer Anlage zu einem voll diversifizierten Portfolio.²⁰⁴

$$E[r_j] = i + \frac{E[r_M] - i}{\sigma_M^2} * \sigma_{jM} \quad (8)$$

Definiert man den Betafaktor des Wertpapiers j mit

$$\beta_j = \frac{\sigma_{jM}}{\sigma_M^2} \quad \text{bzw.} \quad \beta_j = \rho_{jM} * \frac{\sigma_j}{\sigma_M}, \quad (9)$$

erhält man die Risikoprämie aus der Multiplikation der Überrendite²⁰⁵ $r^M - i$ und dem Betafaktor β_j , der das marktbezogene relative Risiko des Wertpapiers j ausdrückt.²⁰⁶ Der unternehmens- bzw. projektspezifische Betafaktor mißt die Volatilität des Wertpapiers zum Marktport-

²⁰¹ Für die Darstellung der Gleichungen siehe Copeland/Weston, Theory, p. 197; Rudolph, Kapitalkosten, S. 93–96; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 263; Schneider, Investition, S. 512 f.

²⁰² Da bereits das Wertpapier j marktwertgewichtet im Marktportfolio enthalten ist, stellt der Anteil a einen Nachfrageüberschuß $a > 0$ nach diesem Wertpapier dar. Bei Vorliegen eines Kapitalmarktgleichgewichts ist aber ein Nachfrageüberschuß ausgeschlossen und führt somit vom Optimum weg.

²⁰³ Vgl. Copeland/Weston, Theory, pp. 197 f.; Rudolph, Kapitalkosten, S. 96; Schneider, Investition, S. 513.

²⁰⁴ Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 238; Schneider, Investition, S. 513.

²⁰⁵ Der in Gleichung (8) dargestellte Erwartungsoperator unterbleibt im folgenden.

²⁰⁶ Vgl. Copeland/Weston, Theory, pp. 197 f.; Drukarczyk, Theorie, S. 236–243. Auf die Erwartungswertoperatoren wird im folgenden verzichtet.

folio.²⁰⁷ Anhand der Wertpapierlinie des CAPM kann nun gemäß Gleichung (10) die Renditeforderung der Eigenkapitalgeber aus einem das Risiko des Unternehmens abbildenden Faktor bestimmt werden:²⁰⁸

$$k^E = i + (r_M - i)\beta_j \quad (10)$$

2.1.3.2 Arbitrage Pricing Theory

Die alternativ zum CAPM vorgeschlagene APT geht davon aus, daß sich die Ausprägung unterschiedlich hoher erwarteter Renditen von risikobehafteten Wertpapieren auf den Einfluß einer endlichen Zahl mikro- und makroökonomischer Ursachen zurückführen läßt.²⁰⁹ Diese werden im Gegensatz zum CAPM nicht in einer einzigen verdichteten Risikokennzahl β ,²¹⁰ sondern in h verschiedenen Risikofaktoren Y ²¹¹ explizit abgebildet.²¹² Neben dem grundlegenden kapitalmarkttheoretischen Annahmenkranz²¹³ sind zwei spezielle Prämissen wesentliche Voraussetzung für die Gültigkeit der APT:²¹⁴ Arbitragefreiheit²¹⁵ und die Faktormodellannahme. Letztere besagt, daß die erwarteten Renditen der Wertpapiere $E[r_j]$ durch ein lineares Mehrfaktorenmodell mit verschiedenen, endlich vielen Faktoren, Faktorsensitivitäten b_{jh} ²¹⁶ und einem Störterm ε_j ²¹⁷ beschrieben werden können:²¹⁸

²⁰⁷ Das Marktportfolio weist einen Betafaktor von 1 auf. Wertpapiere, die eine höhere Volatilität bzw. ein höheres Risiko haben, realisieren Betafaktoren $\beta > 1$, solche mit geringerem Risiko $\beta < 1$. Anlagen mit einem $\beta = 0$ sind risikolos. Vgl. z. B. Spremann, *Investition*, S. 541.

²⁰⁸ Die Berücksichtigung des Einflusses der Finanzierung und der Steuern auf die Bewertungsgleichungen des CAPM werden im Abschnitt 3.2.4.2.2, Schätzung der Eigenkapitalkosten, S. 148 thematisiert.

²⁰⁹ Vgl. Perridon/Steiner, *Finanzwirtschaft*, S. 273.

²¹⁰ Vgl. Copeland/Weston, *Theory*, p. 219.

²¹¹ Der Risikofaktor Y_h wird definiert als ein unsicherer, die Aktienrendite beeinflussender, fundamentaler Faktor (Zufallsvariable) mit einem Erwartungswert von $E(Y_h) = 0$ und einer Kovarianz von $\text{Cov}(Y_h, Y_j) = 0 \forall h \neq j$.

²¹² Unter der Annahme normalverteilter Renditen und bei einer linearen Transformation der Risikofaktoren kann das CAPM als Spezialfall der APT interpretiert werden. Vgl. Copeland/Weston, *Theory*, p. 222.

²¹³ Wie das CAPM geht die APT von einem vollkommenen und friktionslosen Kapitalmarkt aus, auf dem Investoren mit homogenen Erwartungen hinsichtlich der Erwartungswerte der Renditen der betrachteten Investitionsalternativen als Mengenanpasser ohne Transaktionskosten, Steuern und Leerverkaufsbeschränkungen mit unendlich teilbare Wertpapiere handeln. Es wird weiterhin angenommen, daß die Zahl der Wertpapiere n hinreichend groß ist und die Anzahl der Risikofaktoren erheblich übersteigt und daß die Varianz der Wertpapierrenditen endlich ist. Vgl. Copeland/Weston, *Theory*, p. 219; Perridon/Steiner, *Finanzwirtschaft*, S. 275 f.

²¹⁴ Bei der nachfolgenden Darstellung der APT wird der Vorgehensweise von Roll/Ross und Copeland/Weston im wesentlichen gefolgt. Vgl. Roll/Ross, *Investigation*, pp. 1073–1103; Copeland/Weston, *Theory*, pp. 219 ff.

²¹⁵ Vertiefend zur Arbitragefreiheitsbedingung der APT vgl. Wilhelm, *Arbitragefreiheit*, S. 899 ff.

²¹⁶ Diese Variable beschreibt die Sensitivität des j -ten Wertpapiers bezüglich des h -ten Faktors.

²¹⁷ Der Störterm ε_j wird als wertpapierspezifische Störgrößen definiert, die einen Erwartungswert von $E(\varepsilon_j) = 0$ aufweisen und untereinander nicht korrelieren, d. h. $\text{Cov}(\varepsilon_h, \varepsilon_j) = 0 \forall h \neq j$ gilt, sowie unabhängig von den Faktoren h sind, d. h. $\text{Cov}(\varepsilon_j, F_h) = 0$ gilt.

²¹⁸ Vgl. Copeland/Weston, *Theory*, p. 219; Elton/Gruber, *Theory*, p. 369; Perridon/Steiner, *Finanzwirtschaft*, S. 274; Steiner/Nowak, *Risikofaktoren*, S. 348. Faktorenmodelle basieren nicht auf einer Theorie, sondern auf der empirischen Beobachtung, daß Aktienrenditen verschiedener Wertpapiere i. d. R. nicht unabhängig

$$r_j = E[r_j] + b_{j1}Y_1 + b_{j2}Y_2 + \dots + b_{jh}Y_h + \varepsilon_j \quad (11)$$

Bei Vorliegen von Arbitragefreiheit weisen alle Arbitrageportfolios²¹⁹, die aus den in der Betrachtung stehenden Wertpapieren gebildet werden und weder einen Kapitaleinsatz noch das Eingehen von Risiken verlangen, eine Rendite von null auf: Wenn w_j die monetäre Veränderung des im Wertpapier j investierten Kapitals als einen prozentualen Anteil am Wert des Portfolios darstellt,²²⁰

$$\sum_{j=1}^n w_j = 0 \quad (12)$$

ergibt sich die zusätzliche Rendite aus der Transaktion aus

$$r_j = \sum_{j=1}^n w_j r_j = \sum_{j=1}^n w_j E[r_j] + \sum_{j=1}^n w_j b_{j1}Y_1 + \dots + \sum_{j=1}^n w_j b_{jh}Y_h + \sum_{j=1}^n w_j \varepsilon_j \quad (13)$$

Für die Strukturierung eines Arbitrageportfolios sind sämtliche systematischen und unsystematischen Risikokomponenten auszuschalten,²²¹ so daß

$$\sum_{j=1}^n w_j \varepsilon_j \approx 0 \quad (14)$$

und²²²

$$\sum_{j=1}^n w_j b_{jh} = 0 \quad \forall j \in \{1; 2; \dots; n\} \quad (15)$$

gelten. Bei Vorliegen von Arbitragefreiheit weisen Arbitrageportfolios daher eine Rendite von null auf:²²³

voreinander sind, sondern korrelieren, da sie von identischen Industrieinflüssen und sonstigen Faktoren beeinflusst werden. Vgl. Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 169 m. w. N.

²¹⁹ Ein solches vermögensneutrales und risikofreies Arbitrageportfolio besteht aus n Wertpapieren und weist einen Anfangswert von null auf, d. h., der Investor verkauft Wertpapiere (Verkauf von Wertpapieren im Besitz oder Leerverkäufe) und erwirbt mit den Verkaufserlös andere Wertpapiere, so daß die Summe aller Verkäufe der aller Käufe entspricht. Vgl. Copeland/Weston, Theory, pp. 219 f.

²²⁰ Richter bietet ein eingängiges Beispiel zur Illustration dieser Definition an: Besteht ein Portfolio aus drei Wertpapieren ($j = 1, 2, 3$) mit den prozentualen Anteilen a_j ($a_1 = 33\%$; $a_2 = 33\%$; $a_3 = 33\%$) und ist eine Zielstruktur a_j' ($a_1' = 0\%$; $a_2' = 100\%$; $a_3' = 0\%$) angestrebt, dann gilt für w_j entsprechend: $w_1 = -33\%$; $w_2 = +66\%$; $w_3 = -33\%$. Vgl. Richter, Konzeption, S. 50. Deutlich wird, daß die Summe der Veränderungen null ergibt, also keine Änderung der Gesamtposition erwirkt wurde.

²²¹ Das unsystematische Risiko wird durch die Annahme relativiert, daß ein sehr gut diversifiziertes Portfolio mit einer hohen Anzahl von Wertpapieren vorliegt, die nur jeweils einen kleinen Anteil am Portfolio ausmachen.

²²² Zur Eliminierung des systematischen Risikos sind die relativen Veränderungen der Wertpapiere so zu variieren, daß die gewichtete Summe der systematischen Risikofaktoren für jeden Faktor h null wird, m. a. W. die Rendite des Arbitrageportfolios darf gegenüber den Ausprägungen der Risikofaktoren nicht sensibel, sondern muß sicher sein.

²²³ Diese Aussage ist intuitiv einsichtig: Da ein Arbitrageportfolio weder Risiko- noch Kapitaleinsatz erfordert, stellt jede von null abweichende Rendite eine sichere unendliche Verzinsung dar, die nicht mit Arbitragefreiheit oder mit einem Kapitalmarktgleichgewicht vereinbar ist. Vgl. Copeland/Weston, Theory, p. 220.

$$r_j = \sum_{j=1}^n w_j E[r_j] = 0 \quad (16)$$

Aus diesen Zusammenhängen kann die APT-Grundgleichung hergeleitet werden,²²⁴ nach der der Erwartungswert der Rendite eines Wertpapiers j aus einer Konstanten λ_0 und den Linearkombinationen der Faktorsensitivitäten mit den faktorbezogenen Risikoprämien λ_h ermittelt werden kann:

$$E[r_j] = \lambda_0 + \lambda_1 b_{j,1} + \lambda_2 b_{j,2} + \dots + \lambda_h b_{j,h} \quad (17)$$

Bei Vorliegen eines risikolosen Wertpapiers mit der sicheren Verzinsung i gilt: $b_{0,h} = 0$ und $i = \lambda_0$. Wenn die Risikoprämien λ_h durch $\delta_h - i$ ersetzt werden, kann eine praktikable APT-Bewertungsgleichung formuliert werden:

$$E[r_j] = i + \sum_{h=1}^m (\delta_h - i) * b_{j,h} \quad (18)$$

In Gleichung (18) gibt δ_h die erwartete Rendite in einem Portfolio mit einer Einheit Sensitivität zum h -ten Faktor und null Einheiten Sensitivität zu allen anderen Faktoren an.²²⁵ Nach der APT ergibt sich die erwartete Rendite eines Wertpapiers innerhalb eines diversifizierten Portfolios additiv aus einer Linearkombination der Sensitivitätskoeffizienten der Risikofaktoren und dem risikolosen Zinssatz.²²⁶ In dieser Darstellung ist die APT ein approximatives Bewertungsmodell, weil bei der Herleitung implizit angenommen wurde, daß auch für nicht vollständig diversifizierte, „unechte“ Arbitrageportfolios Gleichung (16) uneingeschränkt gilt, was unterstellt, daß sich stets Investoren finden, die für die Übernahme von einem unsystematischen Restrisiko keine Risikoprämie fordern.²²⁷ Für die Herleitung der APT ist die Identifikation und Quantifizierung der im Mittelpunkt der Analyse stehenden Risikofaktoren nicht notwendig; die APT trifft bezüglich der Auswahl und Anzahl der zu bestimmenden Faktoren keine Aussagen.²²⁸ Während beim CAPM mit dem Marktportfolio ein aggregierter Faktor vorgegeben wird, werden die Faktoren der APT rein statistisch oder auf der Grundlage vorge-

²²⁴ Wenn aus Gleichung (12) und Gleichung (15) stets die Gültigkeit von Gleichung (16) folgt, dann gibt es $h+1$ Koeffizienten $\lambda \in \{\lambda_0, \lambda_1, \dots, \lambda_h\}$, so daß (17) erfüllt ist. Vgl. dazu Copeland/Weston, Theory, p. 221; Freygang, Kapitalallokation, S. 234; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 276, Fn. 34.

²²⁵ Vgl. Copeland/Weston, Theory, p. 221. Vgl. auch Freygang, Kapitalallokation, S. 235.

²²⁶ Vgl. Kosfeld, Kapitalmarktmodelle, S. 74.

²²⁷ Vgl. Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 276. Vgl. auch Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 171 m. w. N. Für eine vertiefende, formale Darstellung vgl. Wallmeier, Aktienrenditen, S. 73 ff.

²²⁸ Festgelegt ist lediglich, daß mindestens ein Faktor verwendet wird. Vgl. Richter, Konzeption, S. 51. Zur Methodik der Faktorenanalyse siehe z. B. Elton/Gruber, Theory, pp. 375–380.

gebener, ökonomisch sinnvoller Variablen aus erklärenden Modellen empirisch gewonnen.²²⁹

2.1.3.3 Kritische Würdigung der kapitalmarkttheoretischen Methoden zur Bestimmung der Renditeforderung der Anteilseigner

Der wissenschaftliche Wert des CAPM für die Finanzierungstheorie und die Relevanz für die praktische Anwendung sind heftig umstritten. Die Kritik nährt sich zum einen aus theoretischen Einwänden und zum anderen aus der (bisher) nicht eindeutigen empirischen Verifizierung. Die theoretische Kritik gegen das CAPM zielt vor allem auf den als zu eng bezeichneten Annahmenkranz.²³⁰ SCHNEIDER kritisiert insbesondere die grundlegende Annahme eines Kapitalmarktgleichgewichts, die weder empirisch beobachtbar noch inhaltlich haltbar sei.²³¹ Andere Kritikpunkte an den restriktiven Annahmen wie Einperiodigkeit des Kalküls oder mangelnde Berücksichtigung von Steuern auf Anteilseignerseite können durch Modifikationen des Ansatzes partiell zurückgewiesen werden.²³²

Die fehlende eindeutige Nachprüfbarkeit des CAPM wird häufig als Grund für seine Irrelevanz angeführt.²³³ So mußten auch wesentliche Verfechter des CAPM wie FAMA/FRENCH feststellen, daß die Betafaktoren für den Zeitraum 1969–1990 keinen signifikanten Beitrag zur Erklärung der durchschnittlichen Renditen liefern.²³⁴ Umstritten ist jedoch, ob das CAPM

²²⁹ Vgl. Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 276 f.; Steiner/Nowak, Mehrfaktorenmodelle, Sp. 1441; Steiner/Nowak, Risikofaktoren, S. 351–354; Wallmeier, Aktienrenditen, S. 27–39 m. w. N. Zum Design der Tests des APT vgl. z. B. Müller, Aktienbewertung, S. 114–122.

²³⁰ Auf die Darstellung der Annahmenkritik wird verzichtet. Siehe dazu z. B. Copeland/Weston, Theory, pp. 205–212; Elton/Gruber, Theory, pp. 302–321; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 256–258; Rudolph, Theorie, S. 1049–1053; Schneider, Investition, S. 531–546.

²³¹ Vgl. Schneider, Investition, S. 568–574.

²³² Auf eine Darstellung und Diskussion der vielfältigen Varianten und Erweiterungen des CAPM zur Entkräftung der (zu Recht) geäußerten Kritik wird hier nicht eingegangen. Vgl. dazu z. B. Copeland/Weston, Theory, pp. 205–212; Elton/Gruber, Theory, pp. 311–335; Rudolph, Theorie, S. 1049–1053; Zimmermann, Prognose, S. 24–34.

²³³ Vor dem Hintergrund der Vielzahl der empirischen Untersuchungen des CAPM soll hier nur auf die wesentlichen Studien verwiesen werden. Aus den Ergebnissen der amerikanischen Tests kann das CAPM weder klar abgelehnt werden, noch kann es als vollständig belegt gelten. Vgl. Black/Jensen/Scholes, Tests, pp. 79–121; Fama/McBeth, Equilibrium, pp. 607–636; Fama/French, Cross-Section, pp. 427–465; Fama/French, dead or alive, pp. 1947–1958; Roll/Ross, Relation, pp. 101–121. Für Untersuchungen in Deutschland vgl. z. B. Kosfeld, Kapitalmarktmodelle, S. 150–187; Wallmeier, Aktienrenditen, S. 290–308; Warfsmann, Kapitalmarkt, S. 110–124 und S. 149–154. Für einen Überblick siehe z. B. Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 190–198 m. w. N.; Kosfeld, Kapitalmarktmodelle, S. 144–150; Möller, Informationseffizienz, S. 512 m. w. N.; Möller, Bewertung, S. 783 m. w. N.; Müller, Aktienbewertung, S. 109 f.; Schneider, Investition, S. 536–541; Spremann, Investition, S. 545–550 und S. 552 f.; Wallmeier, Aktienrenditen, S. 68 ff.; Zimmermann, Prognose, S. 41–44.

²³⁴ Vgl. Fama/French, Cross-Section, pp. 427–465. Fama/French fassen das Ergebnis ihrer Studie zu einem ablehnenden Urteil über das CAPM zusammen: „In short, our tests do not support the central prediction of the SLB [Sharpe, Lintner, Black = CAPM, M.H.] – model, that average stock returns are positively related to market β .“ Fama/French, Cross-Section, p. 449.

überhaupt empirisch testbar und somit grundsätzlich verifizierbar ist und mit welchen Methoden dessen empirischer Nachweis geführt werden kann bzw. nicht geführt werden darf.²³⁵ Fragwürdig erscheinen über die unvollständige, rein statistische Validierung hinaus vor allem die Ermittlung bzw. die Existenz eines risikolosen Zinssatzes, der Nachweis einer systematischen Risikoprämie, das Vorliegen eines Zusammenhangs von fundamentalen Unternehmensdaten und Betafaktoren, die Stabilität der Betafaktoren und das Vorliegen von Anomalien in den Renditen auf den Aktienmärkten.²³⁶ Grundsätzlich bestehen ferner logische Probleme der Übertragbarkeit des CAPM in die Investitionsrechnung, da Rückwirkungen der Investitionen auf das Marktportfolio ausgeblendet werden.²³⁷

Die APT wird häufig als das überlegene Modell zur Ermittlung der Renditeforderung vorgeschlagen.²³⁸ Die Prämissen der APT erscheinen weniger restriktiv als die des CAPM, da Annahmen über die Renditeverteilung und das Anlegerverhalten bei der APT nicht benötigt werden. Allerdings unterstellt die APT mit der Annahme des Mehrfaktorenmodells eine einschränkende Prämisse, wie Aktienrenditen bestimmt werden, auf die das CAPM verzichten kann.²³⁹ Die Annahmenkränze beider Modelle sind daher nur bedingt vergleichbar.²⁴⁰ Als kritisch ist bei der APT die mangelnde theoretische Fundierung der Auswahl und des Inhalts der Risikofaktoren zu beurteilen. Während das CAPM mit dem Marktportfolio eindeutig einen Risikofaktor bestimmt, stellt die APT vielmehr eine Bewertungsstruktur dar, die keine ein-

²³⁵ Grundlegend dazu vgl. Roll, *Asset Pricing*, pp. 129–176; Roll/Ross, *Reexamination*, pp. 347–350. Vgl. auch Brealey/Myers, *Finance*, pp. 184–188; Hamerle/Rösch, *Surrogatproblem*, S. 858–876; Hamerle/Ulschmid, *Performance*, S. 305–326; Steiner/Kleeberg, *Indexauswahl*, S. 171–182. Ein Test der Modellaussagen des CAPM stellt letztlich ein Test der Hypothese dar, daß das Marktportfolio effizient ist. Aufgrund fehlender Verfügbarkeit von Marktpreisen für verschiedene Anlageformen (z. B. Immobilien) kann dieser Test nur mit der Konstruktion eines Stellvertreters des Marktportfolio erfolgen. Vgl. z. B. Kosfeld, *Kapitalmarktmodelle*, S. 78–82; Steiner/Kleeberg, *Indexauswahl*, S. 173–180. Ein weiteres Problem besteht darin, daß das CAPM Aussagen über die erwartete Rendite trifft. In der Realität sind aber nur tatsächliche Renditen beobachtbar, die durch aus Unvollkommenheiten des Marktes resultierende Anomalien verzerrt sein können. Vgl. z. B. Brealey/Myers, *Finance*, pp. 187 ff. Für einen Überblick über die Testverfahren siehe z. B. Elton/Gruber, *Theory*, pp. 342–362.

²³⁶ Zu diesen Kritikpunkten m. w. N. vgl. Freygang, *Kapitalallokation*, S. 225–231; Günther, *Controlling*, S. 167 ff.; Hachmeister, *Unternehmenswertsteigerung*, S. 188–198; Richter, *Konzeption*, S. 46 f.; Zimmermann, *Prognose*, S. 44–48.

²³⁷ Sofern das Investitionsprojekt im Verhältnis zum Marktportfolio sehr klein ist, ist der Ausschluß der Rückwirkungen auf das Marktportfolio vertretbar. Vgl. dazu Franke/Hax, *Finanzwirtschaft*, S. 350; Hachmeister, *Unternehmenswertsteigerung*, S. 174 f.; Schmidt/Terberger, *Finanzierungstheorie*, S. 366.

²³⁸ Vgl. Copeland/Weston, *Theory*, p. 222. Vgl. auch Freygang, *Kapitalallokation*, S. 236; Kosfeld, *Kapitalmarktmodelle*, S. 225.

²³⁹ Vgl. Perridon/Steiner, *Finanzwirtschaft*, S. 274 f.; Wallmeier, *Aktienrenditen*, S. 308. So entfallen zum Beispiel die Annahme quadratischer Risikonutzenfunktionen bzw. die Normalverteilung der Wertpapierrenditen wie auch das Streben nach Erwartungsnutzenmaximierung nach dem Bernoulli-Prinzip. Vgl. dazu auch Fn. 186, S. 31.

deutigen Sensitivitäten oder Risikofaktoren vorschreibt.²⁴¹ Die empirischen Nachweise der APT weisen eine höhere Signifikanz als die des CAPM auf und reagieren weniger auf Renditeanomalien, so daß die APT als empirisch besser fundierte Kapitalmarkttheorie zur Erklärung der Marktbewertung von Aktien angesehen wird.²⁴² LOISTL zeigt allerdings, daß sich der Renditeverlauf einer Aktie aus zehn beliebig ausgewählten Aktien fast vollständig erklären läßt,²⁴³ und schließt daraus, daß der Wert einer empirischen Validierung eines Mehrfaktorenmodells ohne die Begründung ökonomisch kausaler Faktoren einen Rückschritt im Verhältnis zum CAPM darstelle.²⁴⁴ Bisherige empirische Studien konnten weder die Anzahl noch die Risikofaktoren eindeutig bestimmen.²⁴⁵ Für den deutschen Aktienmarkt werden in verschiedenen Studien drei bis zehn relevante Faktoren identifiziert,²⁴⁶ wobei die Ergebnisse allerdings im Zeitablauf nicht stabil sind und von der Zusammensetzung der Untersuchungsgruppe abhängen.²⁴⁷ Problematisch bei der Bestimmung der Faktoren ist weiter, daß sich im Bewertungsmodell der APT ein eindeutiger Einfluß des unternehmensspezifischen Risikos auf die Renditeerwartung empirisch nicht nachweisen läßt.²⁴⁸

Zusammenfassend ist festzuhalten, daß die praktische Relevanz der APT und mögliche Superiorität gegenüber dem CAPM insbesondere von der theoretischen Fundierung und ökonomisch sinnvollen Kausalität der Risikofaktoren abhängt. Solange hierzu keine eindeutigen und überzeugenden Ergebnisse geboten werden, erscheint die Verwendung eines aggregierten Risikofaktors wie beim CAPM vorteilhafter.²⁴⁹ Die Möglichkeiten einer eindeutigen empirischen Validierung der Kapitalmarktmodelle relativieren sich jedoch vor dem Hintergrund des

²⁴⁰ Vgl. Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 274 f. Nicht unerwähnt bleiben darf, daß die Ansätzen größtenteils von gleichen Annahmen ausgehen. Vgl. z. B. Lockert, Risikofaktoren, S. 45 f.

²⁴¹ Vgl. Freygang, Kapitalallokation, S. 237; Lockert, Risikofaktoren, S. 47; Müller, Aktienbewertung, S. 128.

²⁴² Für einen Überblick vgl. Copeland/Weston, Theory, pp. 228 ff. Vgl. auch Kosfeld, Kapitalmarktmodelle, S. 224 f.; Müller, Aktienbewertung, S. 218.

²⁴³ Vgl. Loistl, Kapitalmarkttheorie, S. 292.

²⁴⁴ Vgl. Loistl, Kapitalmarkttheorie, S. 292.

²⁴⁵ Vgl. Freygang, Kapitalallokation, S. 237 ff. m. w. N.; Lockert, Risikofaktoren, S. 97 m. w. N.

²⁴⁶ Vgl. z. B. Frantzmänn, Saisonalitäten, S. 182 f.; Müller, Aktienbewertung, S. 115 ff. Für einen umfassenden Überblick über die empirischen Studien zur APT und ihren Ergebnissen siehe Lockert, Risikofaktoren, S. 53–99, insb. die tabellarischen Übersichten auf S. 77 ff., S. 81 f. und S. 86 ff.

²⁴⁷ Vgl. Steiner/Nowak, Risikofaktoren, S. 355.

²⁴⁸ Vgl. Kosfeld, Kapitalmarktmodelle, S. 225. Zu den Ergebnissen fundamentaler unternehmensspezifischen Risikofaktoren siehe bspw. Müller, Aktienbewertung, S. 218 f. Mit Hilfe des CAPM kann ein theoretischer Zusammenhang hergeleitet werden, der sich zumindest teilweise empirisch bestätigen läßt. Vgl. Bauer, Aktienanlagen, S. 252 f.; Steiner/Bauer, Analyse, S. 347–368. Winkelmann und Müller stellen eine Überlegenheit der APT bei der fundamentalen Prognose der Beta- bzw. Risikofaktoren gegenüber dem CAPM fest. Vgl. Winkelmann, Aktienbewertung, S. 220–230 insb. S. 227; Müller, Aktienbewertung, S. 218 f.; a. A. Frantzmänn, Saisonalitäten, S. 220 f.

²⁴⁹ Vgl. Frantzmänn, Saisonalitäten, S. 220 f.

Entwicklungsstands und der Friktionen real existierender Kapitalmärkte.²⁵⁰ Solange kein Modell existiert, das diese Unvollkommenheiten ex ante im Modellaufbau berücksichtigt, kann die empirische Validierung eines auf restriktiven Annahmen basierenden Kapitalmarktmodells in realiter vorliegenden Bedingungskomplexen nicht als rein zufällig ausgeschlossen werden. Da keine ausgereiften, objektivierten, analytisch-deduktiven Alternativen zum CAPM zur Verfügung stehen, die unternehmensspezifische Risikofaktoren berücksichtigen, findet das CAPM weitläufig Verwendung und wird auch hier im folgenden zur Bestimmung der Renditeforderungen herangezogen.²⁵¹

2.2 Kapitalmarkttheoretische Unternehmensbewertung als entscheidungsorientiertes Instrument der Unternehmensführung

Wenn die Unternehmensführung die Zielfunktion der Marktwertmaximierung verfolgen soll, benötigt sie eine die Komplexität adäquat abbildende Methodik zur Berechnung des Marktwertes des Eigenkapitals, um die Wirkung der unternehmerischen Maßnahmen zielgerecht planen, steuern und kontrollieren zu können. In diesem Abschnitt wird die kapitalmarkttheoretische Unternehmensbewertung als entscheidungsorientiertes Analyseinstrument der marktwertorientierten Unternehmensführung vorgestellt und ihre Anwendungsvorteile und Grenzen kritisch untersucht.²⁵²

2.2.1 Grundlegende Annahmen und wesentliche Merkmale

Die Verfahren zur kapitalmarkttheoretischen Unternehmensbewertung basieren auf dem Annahmenkranz²⁵³ des Modells von MODIGLIANI/MILLER. Bei Erweiterung um ein einfaches Steuersystem kann gezeigt werden, daß die Finanzierung einen wertbestimmenden Einfluß auf den Unternehmensgesamtwert und auf den Marktwert des Eigenkapitals hat.²⁵⁴ In einem solchen Steuersystem²⁵⁵ wird die Steuerbemessungsgrundlage der Unternehmen mit dem li-

²⁵⁰ Vgl. auch Steiner/Nowak, Risikofaktoren, S. 357; Zimmermann, Prognose, S. 376 f.

²⁵¹ Vgl. Brealey/Myers, Finance, p. 188; Copeland/Koller/Murrin, Valuation, pp. 265–274; Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 246.

²⁵² Auf eine Darstellung traditioneller Methoden der Unternehmensbewertung wird verzichtet. Einführend vgl. dazu z. B. Ballwieser, Unternehmensbewertung, S. 152–162 und S. 167–171; Sieben, Unternehmensbewertung, Sp. 4322–4329.

²⁵³ Vgl. Abschnitt 2.1.3, Bestimmung der Renditeforderung der Eigentümer, S. 30.

²⁵⁴ Vgl. z. B. Brealey/Myers, Finance, pp. 448–450; Drukarczyk, Theorie, S. 135–196; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 494–500; Schmidt/Terberger, Finanzierungstheorie, S. 253–258.

²⁵⁵ Dieses Steuersystem entspricht dem Steuersystem 1 von Drukarczyk. Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 151–162. Dieses Steuersystem ist die Grundlage der meisten, anglo-amerikanisch geprägten Shareholder Value-Ansätze und wird zunächst für die grundsätzliche Darstellung der Methoden genutzt. Vgl. Rappaport, Shareholder Value; Copeland/Koller/Murrin, Valuation; Damodaran, Valuation, pp. 144–166; Weston/Chung/Siu, Takeovers, pp. 176–189.

nearen, einheitlichen und über die Perioden konstanten Steuersatz s^U ($0 < s^U < 1$) belastet. Zinszahlungen mindern die Steuerbemessungsgrundlage des Unternehmens, die vereinfachend dem Einzahlungsüberschuß vor Steuern gleichgesetzt wird.²⁵⁶ Dividenden oder Kursgewinne auf Ebene der Anteilseigner werden nicht besteuert. Ferner wird unterstellt, daß die nach Besteuerung, Zinsen und Auszahlungen für Erweiterungsinvestitionen verbleibenden Überschüsse voll ausgeschüttet werden. Die Discounted Cash-flow-Methoden verwenden das Kapitalwertkriterium auf Basis zukünftiger unsicherer Zahlungsströme, die mittels eines risikoäquivalenten Kapitalkostensatzes auf den Bewertungsstichtag diskontiert werden. Wie in Abbildung 3 dargestellt, lassen sich mehrere grundlegende Methoden unterscheiden.

Sowohl bei der Entity- als auch bei der APV-Methode wird ein Unternehmensgesamtwert ermittelt. Dies erfolgt bei der Entity-Methode in einem Schritt mittels eines gewogenen Kapitalkostensatzes, während bei der APV-Methode zunächst der Wert des eigenfinanzierten Unternehmens und dann der Wert des Steuerschilts der Fremdfinanzierung berechnet werden. Vom Unternehmensgesamtwert wird dann der Marktwert des Fremdkapitals subtrahiert, um den Marktwert des Eigenkapitals zu bestimmen. Die Equity-Methode ermittelt den Marktwert des Eigenkapitals direkt aus den Zahlungen, die den Eigentümern zufließen. Bei der Residualgewinnmethode wird der Marktwert des Eigenkapitals aus der Addition des Buchwertes des investierten Kapitals und der diskontierten Übergewinne berechnet. Die Methoden lassen sich grundsätzlich bei bestimmten Annahmen ineinander überführen.²⁵⁷ Allerdings ergeben sich je nach Fragestellung und Anwendungsfall formale Vereinfachungen und inhaltliche Vorzüge, die der Verwendung einer bestimmten Methode Vorrang gibt.²⁵⁸

²⁵⁶ Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 151 f.

²⁵⁷ Die Identität der Methoden ist nicht unumstritten. Zur Diskussion vgl. z. B. Copeland/Koller/Murrin, Valuation, p. 133; Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 178; Hachmeister, Finanzierung, S. 251–277; Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 111–124 und S. 135; Richter, Finanzierungsprämissen, S. 1076–1097; Richter, Konzeption, S. 131; Ross/Westerfield/Jaffe, Finance, p. 499.

²⁵⁸ Zur Diskussion der Vorteilhaftigkeit der Methoden siehe 2.2.3, Anwendungsvorteile und Grenzen der kapitalmarkttheoretischen Methoden zur Unternehmensbewertung, S. 51.

DCF - Methoden

Residualgewinnmethoden		
Komponentenweise Ermittlung des Unternehmensgesamtwertes (V)		
Entity - Methode	APV - Methode	Equity - Methode
<p>Komponentenweise Ermittlung des Unternehmensgesamtwertes (V)</p> <p>1. Schritt: Ermittlung des Unternehmensgesamtwertes (V)</p> <ul style="list-style-type: none"> Ermittlung des entziehbaren Cash-flows des Unternehmens bei fingierter Eigenfinanzierung Diskontierung mit durchschnittlich gewogenen Kapitalkosten (WACC) <p>2. Schritt: Ermittlung des Wertes des Eigenkapitals (E), indem (V) um den Wert des Fremdkapitals reduziert wird.</p>	<p>Komponentenweise Ermittlung des Unternehmensgesamtwertes (V)</p> <p>1. Schritt:</p> <ul style="list-style-type: none"> Ermittlung des entziehbaren Cash-flows des Unternehmens bei fingierter Eigenfinanzierung Diskontierung mit den Kosten des Eigenkapitals; Ergebnis: V_E <p>2. Schritt: Ermittlung der Vor- bzw. Nachteile aus der realisierten Kapitalstruktur bzw. aus Innenfinanzierungseffekten Ergebnis aus 1. und 2. ergibt den Unternehmensgesamtwert (V)</p> <p>3. Schritt: Ermittlung des Wertes des Eigenkapitals (E), indem (V) um den Wert des Fremdkapitals reduziert wird.</p>	<p>Direkte Ermittlung des Wertes des Eigenkapitals</p> <ul style="list-style-type: none"> Ermittlung des entziehbaren, den Eigentümern zustehenden Cash-flows unter Beachtung der vom Unternehmen realisierten Kapitalstruktur (Fremdkapital, Pensionsrückstellungen etc.) Diskontierung mit den Kosten des Eigenkapitals
Entity - Methode	APV - Methode	Equity - Methode
<p>1. Schritt: Ermittlung des Wertes des investierten Kapitals</p> <p>2. Schritt: Ermittlung des Barwertes der Residualgewinne</p> <ul style="list-style-type: none"> Ermittlung des entziehbaren Residualgewinns (Kapitalkosten $= k^d \cdot IK$) Diskontierung mit durchschnittlich gewogenen Kapitalkosten (WACC) <p>Ergebnis aus 1. und 2. ergibt den Unternehmensgesamtwert</p> <p>3. Schritt: Ermittlung des Wertes des Eigenkapitals (E), indem (V) um den Wert des Fremdkapitals reduziert wird.</p>	<p>1. Schritt: Ermittlung des Wertes des investierten Kapitals</p> <p>2. Schritt: Ermittlung des Barwertes der Residualgewinne</p> <ul style="list-style-type: none"> Ermittlung des entziehbaren Residualgewinns (Kapitalkosten $= k^E \cdot IK$) Diskontierung mit den Kosten des Eigenkapitals (k^E) <p>3. Schritt: Ermittlung der Vor- bzw. Nachteile aus der realisierten Kapitalstruktur bzw. aus Innenfinanzierungseffekten</p> <p>Ergebnis aus 1., 2. und 3. ergibt den Unternehmensgesamtwert</p> <p>4. Schritt: Ermittlung des Wertes des Eigenkapitals (E), indem (V) um den Wert des Fremdkapitals reduziert wird.</p>	<p>1. Schritt: Ermittlung des Wertes des investierten Kapitals</p> <p>2. Schritt: Ermittlung des Barwertes des Residualgewinns</p> <ul style="list-style-type: none"> Ermittlung des entziehbaren, den Eigentümern zufließenden Residualgewinns (Kapitalkosten $= k^{E,F} \cdot EK$) Diskontierung mit den Kosten des Eigenkapitals ($k^{E,F}$) <p>Ergebnis aus 1. und 2. ergibt den Unternehmensgesamtwert (V)</p> <p>3. Schritt: Ermittlung des Wertes des Eigenkapitals (E), indem (V) um den Wert des Fremdkapitals reduziert wird</p>

Abbildung 3: Discounted Cash-flow Methoden²³⁹

²³⁹ Eigene Darstellung in Anlehnung an Drukarczyk und Richter. Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 178 und Richter, Konzeption, S. 31–38.

2.2.2 Methoden der kapitalmarkttheoretischen Unternehmensbewertung

2.2.2.1 Entity-Methode

Bei der Entity-Methode²⁶⁰, die in der internationalen Bewertungspraxis weite Verbreitung erlangt hat,²⁶¹ wird in einem ersten Schritt der Zahlungsstrom des fiktiv rein eigenkapitalfinanzierten Unternehmens aus der Differenz von jeweils hier annahmegemäß einzahlungsgleichen Umsatzerlösen U_t und auszahlungsgleichen betrieblichen Aufwendungen BA_t bestimmt. Um eine reine Eigenkapitalfinanzierung zu gewährleisten, ist der Zahlungsstrom um etwaige Zinszahlungen an Fremdkapitalgeber zu bereinigen²⁶²

$$X_t = U_t - BA_t \quad (19)$$

und mit dem einheitlichen Steuersatz zu belegen.

$$X_t \cdot (1 - s^U) \quad (20)$$

Bei dieser Konstruktion werden die Zinszahlungen in der Diskontierungsgröße als fiktiv besteuert ausgewiesen. Neben den Renditeforderungen von Eigentümern und Fremdkapitalgebern werden die Finanzierungsentscheidungen und der aus der Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen resultierende Steuerschild der Fremdfinanzierung im gewogenen Kapitalkostensatz abgebildet,²⁶³ indem der Fremdkapitalzinssatz nach Steuern angesetzt wird,²⁶⁴ der den Kapitalkostensatz gemäß Gleichung (21) verringert.²⁶⁵

$$k^{WACC} = k^{E,F} \cdot \frac{E}{V} + i \cdot (1 - s^U) \cdot \frac{F}{V} \quad (21)$$

²⁶⁰ Die Entity-Methode wird auch als Weighted Average Cost of Capital-Methode, Methode der durchschnittlichen Kapitalkosten oder Brutto-Ansatz bezeichnet. Vgl. jeweils Ross/Westerfield/Jaffe, Finance, p. 497 und Richter, Finanzierungsprämissen, S. 1076; Ballwieser, Aktuelle Aspekte, S. 121.

²⁶¹ Vgl. Brealey/Myers, Finance, p. 517; Hafner, Unternehmensbewertung, S. 81 und S. 83 f.; Peemöller/Bömelburg/Denkman, Unternehmensbewertung, S. 741–749; Prietze/Walker, Kapitalisierungszinsfuß, S. 205.

²⁶² Vgl. auch Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 98. Von sonstigen Erträgen und Aufwendungen wird hier vereinfachend abgesehen. Weiterhin wird unterstellt, daß in den betrieblichen Aufwendungen auch die notwendigen Ersatzinvestitionen enthalten sind und daß keine Erweiterungsinvestitionen getätigt werden. Diese Annahmen sind beim später unterstellten Rentenfall nicht kritisch. Zur Berücksichtigung von Ersatzinvestitionen im Nicht-Rentenfall siehe Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 98 f. und Richter, Konzeption, S. 30 f.

²⁶³ Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Valuation, pp. 113 ff. In diesem Abschnitt wird die Prämisse jeweils eines Finanzierungskontraktes für Beteiligungs- und Fremdfinanzierung beibehalten. Das Kalkül läßt sich jedoch auf weitere Arten von Eigenkapitalpositionen wie z. B. Vorzugsaktien sowie Fremdfinanzierungsverträge wie z. B. Pensionsrückstellungen und Leasingfinanzierungen erweitern. Vgl. dazu Brealey/Myers, Finance, pp. 521 ff.; Copeland/Koller/Murrin, Valuation, pp. 248–281; Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 201–207. Grundsätzlich ist ausschließlich zinstragendes Fremdkapital zu berücksichtigen, d. h., Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen und zu zahlende Steuern entfallen bei der Berechnung der Kapitalkosten. Vgl. Richter, Finanzierungsprämissen, S. 1090; a. A. Bühner, Management-Wert-Konzept, S. 769; Süchting, Finanzmanagement, S. 441.

²⁶⁴ Diese Darstellung des k^{WACC} wird als „textbook-formula“ bezeichnet. Vgl. Brealey/Myers, Finance, pp. 517 ff. Vgl. auch Drukarczyk/Richter, Unternehmensgesamtwert, S. 561.

²⁶⁵ Vgl. Brealey/Myers, Finance, pp. 518 f.

Die Renditeforderung der Eigentümer ist ebenfalls gemäß Gleichung (22) um das aus der Fremdfinanzierung resultierende Risiko anzupassen. Die Renditeforderung steigt dabei c. p. bei steigendem Verschuldungsgrad, sinkendem Steuersatz und bei sinkendem risikolosen Zinssatz.²⁶⁶

$$k^{E,F} = k^E + (k^E - i) * (1 - s^U) * \frac{F}{E^F} \quad (22)$$

Der Unternehmensgesamtwert ergibt sich dann bei vereinfachender Annahme des Rentenfalls mit uniformem Zahlungsstrom aus Gleichung (23):²⁶⁷

$$V = \frac{X * (1 - s^U)}{k^{WACC}} \quad (23)$$

In der Bewertungspraxis wird i. d. R. bei Annahme einer unendlichen Unternehmensexistenz von zwei Zeiträumen mit unterschiedlichem Detaillierungsgrad der Prognose ausgegangen.²⁶⁸ In einem solchen Fall berechnet sich üblicherweise der Restwert als ewige Rente eines nachhaltig erzielbaren Zahlungsstroms und wird zusätzlich in die Bewertungsgleichung aufgenommen.²⁶⁹

$$V = \sum_{t=1}^T \frac{X_t * (1 - s^U)}{(1 + k^{WACC})^t} + \left[\frac{X_{T+1} * (1 - s^U)}{k^{WACC}} * (1 + k^{WACC})^{-T} \right] \quad (24)$$

Vom Unternehmensgesamtwert wird der Marktwert des Fremdkapitals subtrahiert, um den Marktwert des Eigenkapitals zu ermitteln.²⁷⁰

$$E^F = V - F \quad (25)$$

Der Marktwert des Fremdkapitals wird dabei als der mit dem risikolosen Zinssatz i berechnete Barwert der als sicher angenommenen, zukünftigen Zins- und Tilgungszahlungen ermittelt.²⁷¹

²⁶⁶ Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 160 f. Der Kapitalkostensatz k^E stellt die von den Eigentümern geforderte, dem Risiko des Zahlungsstroms äquivalente Renditeforderung nach Steuern dar. Diese Interpretation der steigenden Renditeforderung bei ansteigender Verschuldung wird als Netto-Ansatz bezeichnet. Vgl. dazu z. B. Rudolph, Klassische Kapitalkostenkonzepte, S. 615 f.; Süchting, Finanzmanagement, S. 387 f.

²⁶⁷ Vgl. Drukarczyk/Richter, Unternehmensgesamtwert, S. 561.

²⁶⁸ Vgl. Rappaport, Shareholder Value, p. 33; Copeland/Koller/Murrin, Valuation, pp. 139 ff.

²⁶⁹ Vgl. Rappaport, Shareholder Value, pp. 40–47. Copeland/Koller/Murrin zeigen verschiedene Möglichkeiten der Berechnung dieses Endwertes auf. Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Valuation, pp. 285–311. Zu den weiteren Annahmen bezüglich Cash-flow-Abgrenzung und Veränderung des investierten Kapitals siehe Richter, Konzeption, S. 30 f. und Abschnitt 3.2.3.2, Bestimmung des Planungshorizonts, S. 127.

²⁷⁰ Vgl. Rappaport, Shareholder Value, pp. 33–47; Copeland/Koller/Murrin, Valuation, pp. 135–141; Bühner, Management-Wert-Konzept, S. 35–40; Spremann, Investition, S. 470. Auf die Herleitung der Entity-Methode aus Arbitragebeweisen wird hier verzichtet. Vgl. dazu z. B. Copeland/Weston, Theory, pp. 443 ff.; Drukarczyk, Theorie, S. 151–162.

²⁷¹ Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Valuation, p. 136; Rappaport, Shareholder Value, p. 33; Richter, Konzeption, S. 134 f.

Das Zirkularitätsproblem²⁷² bei der Entity-Methode kann durch Iteration²⁷³ oder durch die Festlegung einer marktwertorientierten Kapitalstruktur gelöst werden.²⁷⁴ In praxi wird häufig auf der Basis der Annahme einer im Zeitablauf konstanten Kapitalstruktur θ ein einziger Kapitalkostensatz bestimmt,²⁷⁵ wobei sich die Aufteilung der Finanzierung in Eigen- und Fremdkapital nicht an der Investitionsauszahlung, sondern am Marktwert des Projektes orientiert, um die Kapitalstruktur des Unternehmens insgesamt unbeeinflusst zu lassen.²⁷⁶ Der Wert des Fremdkapitals ist dann bereits durch die unterstellte Finanzierungsprämisse bestimmt und errechnet sich aus der Multiplikation des Unternehmensgesamtwertes mit dem unterstellten Verschuldungsgrad:²⁷⁷

$$F = V * \left(\frac{F}{V} \right)^{\theta} \text{ bzw. } E^F = V * \left(\frac{E^F}{V} \right)^{\theta} \quad (26)$$

Damit unverzerrte Ergebnisse erzielt werden, muß der real vorliegende Bestand an Fremdkapital in den betrachteten Perioden dem der unterstellten Kapitalstruktur entsprechen. Wenn dies nicht näherungsweise gewährleistet werden kann, sollte bei Verwendung einer konstanten Kapitalstruktur von einer Zielkapitalstruktur ausgegangen werden,²⁷⁸ da der systematische Fehler hier kleiner als bei einer im Bewertungszeitpunkt vorliegenden Ist-Kapitalstruktur ausfällt.²⁷⁹ Zur Berechnung des Marktwertes des Eigenkapitals sollte als Näherungslösung vom Unternehmensgesamtwert dann der Marktwert der Ist-Verschuldung im Zeitpunkt 0 F_0 subtrahiert werden.²⁸⁰ Dieser grundsätzliche methodische Fehler bei Nichtrealisierung der unterstellten Kapitalstruktur kann durch den Ansatz periodenspezifischer Kapitalkostensätze ver-

²⁷² Dieser zirkuläre Zusammenhang kann wie folgt verdeutlicht werden: Zur Ermittlung des Unternehmensgesamtwertes ist der Kapitalkostensatz k^{WACC} zu berechnen; für dessen Bestimmung ist jedoch der Unternehmensgesamtwert heranzuziehen. Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 262 f.

²⁷³ Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Valuation, p. 250; Weber, Akquisitionen, S. 231.

²⁷⁴ Vgl. Ballwieser, Unternehmensbewertung, S. 165 ff.; Bühner, Management-Wert-Konzept, S. 41; Copeland/Koller/Murrin, Valuation, pp. 250 f.; Drukarczyk, Theorie, S. 159 f. und S. 206 f.; Rappaport, Shareholder Value, pp. 37 ff. Für grundsätzliche Kritik an der Konzeption gewogener Kapitalkosten siehe Schneider, Investition, S. 525.

²⁷⁵ Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 197; Richter, Finanzierungsprämissen, S. 1090.

²⁷⁶ Vgl. Brealey/Myers, Finance, pp. 531 f.; Hachmeister, Finanzierung, S. 257; Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 107 ff.

²⁷⁷ Vgl. Günther, Controlling, S. 198f; Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 123.

²⁷⁸ Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Valuation, pp. 250 f.; Rappaport, Shareholder Value, p. 37. Für eine systematische Herleitung einer Zielkapitalstruktur siehe Copeland/Koller/Murrin, Valuation, pp. 248–281. Für eine detailliertere Diskussion der Problematik einer Zielkapitalstruktur und möglichen Anpassungen zur Verbesserung der Exaktheit des Kalküls siehe Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 187–199. Sind im Zeithorizont nur wenige Ausschläge in der Kapitalstruktur zu erwarten, erscheint es plausibler, mit einer Zielkapitalstruktur als mit einem festen Fremdkapitalbestand zu rechnen. Vgl. Hachmeister, Finanzierung, S. 265.

²⁷⁹ Vgl. auch Richter, DCF-Methoden, S. 230.

²⁸⁰ Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 199; Günther, Controlling, S. 198; Richter, DCF-Methoden, S. 235 f.

mieden werden:²⁸¹

$$V = \sum_{t=1}^T \frac{X_t * (1 - s^U)}{\prod_{t'=1}^t (1 + k_{t'}^{WACC})} \quad (27)$$

Auch dieser Lösungsansatz birgt Anwendungsprobleme, da in jeder Periode das Zirkularitätsproblem durch Iteration oder durch die Annahme von periodenspezifischen Kapitalstrukturen gelöst werden muß. Das Modell verliert an Übersichtlichkeit und Praktikabilität.²⁸²

2.2.2.2 Adjusted Present Value-Methode

Auf der Grundlage des Wertadditivitätsprinzips²⁸³ wird bei der APV-Methode²⁸⁴ zunächst von der tatsächlich realisierten Kapitalstruktur abgesehen und eine reine Eigenkapitalfinanzierung des Unternehmens unterstellt.²⁸⁵ Im vorliegenden Steuersystem wird folglich der gleiche Zahlungsstrom wie bei der Entity-Methode als Diskontierungsgröße festgelegt:²⁸⁶

$$X_t * (1 - s^U) \quad (20)$$

Im Gegensatz zur Entity-Methode wird jedoch nicht ein gewogener Kapitalkostensatz, sondern die risikoäquivalente Renditeforderung der Eigenkapitalgeber nach Steuern bei reiner Eigenfinanzierung als Diskontierungsgröße verwendet.²⁸⁷ Im Rentenfall kann der Wert der operativen Aktivitäten V^E des eigenkapitalfinanzierten Unternehmens wie folgt ermittelt werden:

$$V^E = \frac{X_t * (1 - s^U)}{k^E} \quad (28)$$

Im zweiten Schritt sind gegebenenfalls vorliegende Vor- und Nachteile aus einer Fremdfinanzierung zu bewerten.²⁸⁸ Unter der getroffenen Annahme sind die Fremdkapitalzinsen auf den Fremdkapitalbestand der Vorperiode bei der Berechnung der Steuerbemessungsgrundlage

²⁸¹ Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 237–241.

²⁸² Vgl. Hachmeister, Finanzierung, S. 266.

²⁸³ Siehe Ausführungen in Fn. 167, S. 28.

²⁸⁴ Vgl. grundlegend dazu Myers, Interactions, pp. 1–25. Vgl. auch Brealey/Myers, Finance, pp. 525–536; Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 229–233; Ross/Westerfield/Jaffe, Finance, pp. 493 ff.; Stewart, Value, pp. 261 ff.; Van Horne, Management, pp. 213–216.

²⁸⁵ Vgl. Brealey/Myers, Finance, p. 526.

²⁸⁶ Zur Definition von X_t siehe Gleichung (19).

²⁸⁷ Vgl. Brealey/Myers, Finance, p. 526; Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 209 f.; Hachmeister, Finanzierung, S. 255; Richter, Konzeption, S. 25 ff.; Richter, Finanzierungsprämissen, S. 1078. Für die Herleitung der Renditeforderung vgl. Drukarczyk/Richter, Unternehmensgesamtwert, S. 562; Richter, Finanzierungsprämissen, S. 1081. Grundsätzlich muß bei einem solchen Vorgehen eine Reaktionshypothese (hier: Bruttogewinn-Ansatz) unterstellt werden, die es erlaubt, die Eigenkapitalkosten bei (fiktiver) vollständiger Eigenkapitalfinanzierung zu „berechnen“. Vgl. Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 111 f. und S. 128 ff.

²⁸⁸ Vgl. Brealey/Myers, Finance, p. 526; Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 208 und S. 214–233.

abzugsfähig,²⁸⁹ so daß sich pro Periode eine verminderte Steuerzahlung in Höhe von

$$s^U * i * F_{t-1} \quad (29)$$

ergibt. Diese Steuervergünstigung ist als risikolos anzusehen und daher mit dem risikolosen Zinssatz i bewertet.²⁹⁰ Der Wert des Steuerschildes der abzugsfähigen Fremdkapitalzinsen auf Unternehmensebene V^{US} beläuft sich also im Rentenfall auf:

$$V^{US} = \frac{s^U * i * F}{i} = s^U * F \quad (30)$$

Der Unternehmensgesamtwert entspricht dann der Summe des eigenkapitalfinanzierten Unternehmens und des Steuerschildes,²⁹¹ der als Unternehmensteuereffekt bezeichnet wird und den maximalen Wert erreicht, wenn c. p. die Verschuldung maximiert wird:²⁹²

$$V^F = V^E + V^{US} \quad (31)$$

Der Marktwert des Eigenkapitals bei anteiliger Fremdfinanzierung wird dann, wie in Gleichung (25) dargelegt, als Differenz aus Unternehmensgesamtwert und Marktwert des Fremdkapitals ermittelt. Im Fall einer Teilung in eine Detailprognoseperiode und Periode einer unendlichen Rente kann das Kalkül wie folgt dargestellt werden:²⁹³

$$V = \sum_{t=1}^T \frac{X_t * (1-s^U)}{(1+k^E)^{-t}} + \left[\frac{X_{T+1} * (1-s^U)}{k^E} * (1+k^E)^{-T} \right] + \sum_{t=1}^T \frac{s^U * i * F_{t-1}}{(1+i)^{-t}} + \left[\frac{s^U * i * F_T}{i} * (1+i)^{-T} \right] \quad (32)$$

²⁸⁹ Vgl. Drukarczyk/Richter, Unternehmensgesamtwert, S. 560.

²⁹⁰ Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 153; Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 152 ff.; Drukarczyk/Richter, Unternehmensgesamtwert, S. 561; Richter, Finanzierungsprämissen, S. 1083; Stewart, Value, p. 262. Es muß darauf hingewiesen werden, daß die Steuervorteile aus der Fremdfinanzierung nur mit dem relevanten, risikoäquivalenten Zinssatz des Fremdkapitals diskontiert werden dürfen. Da in diesem hier aufgezeigten Fall die Fremdfinanzierungskontrakte als risikolos gelten, fällt der Diskontierungssatz für die Steuervorteile mit dem risikolosen Zinssatz des Kapitalmarktes zusammen. Sofern das Fremdkapital als quasi-risikolos gilt, ist der unternehmensspezifische Zinssatz für z. B. Industrieobligationen oder für Bankkreditfazilitäten zu wählen. Für unternehmensspezifische Zinssätze vgl. z. B. Brealey/Myers, Finance, p. 476; Van Horne, Management, p. 214. Eine wichtige Voraussetzung für die Bewertung des Steuerschildes ist die Möglichkeit des unbegrenzten Verlustrücktrages. Vgl. Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 130.

²⁹¹ Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 223 f. Von anderen Aktivitäten wie z. B. der Finanzanlage und nichtoperativen Geschäftseinheiten, die Zahlungsüberschüsse generieren, wird abgesehen. Vgl. Richter, Finanzierungsprämissen, S. 1077. Der Einkommensteuereffekt nach Drukarczyk/Richter wird im Abschnitt 3.2.4.2, Bewertung der operativen Free Cash-flows, S. 138 näher erläutert. Vgl. dazu Drukarczyk/Richter, Unternehmensgesamtwert, S. 573.

²⁹² Grundsätzlich ist festzuhalten, daß natürlich durch die Besteuerung von Zahlungen der Wert eines Unternehmens geringer ist als derjenige in einer Welt ohne jegliche Besteuerung. Hier wird auf den relativen Mehrwert des Unternehmens bei anteiliger Fremdfinanzierung im Vergleich zu einer reinen Eigenkapitalfinanzierung im gegebenen Steuersystem hingewiesen. Vgl. dazu Drukarczyk, Theorie, S. 152 f.

²⁹³ Vgl. Drukarczyk/Richter, Unternehmensgesamtwert, S. 561.

2.2.2.3 Equity-Methode

Bei der Equity-Methode²⁹⁴ wird der Marktwert des Eigenkapitals in einem Schritt berechnet.²⁹⁵ Ähnlich wie bei der methodisch verwandten Ertragswertmethode²⁹⁶ deutscher Wirtschaftsprüfungspraxis wird dazu der Zahlungsstrom ermittelt, der den Eigentümern aus dem Unternehmen direkt zufließt. Von den Überschüssen aus der operativen Geschäftstätigkeit sind die Zahlungen für die Bedienung der Ansprüche der Fremdkapitalgeber sowie die Steuern auf den verbleibenden Überschuß und die Erweiterungsinvestitionen zu subtrahieren.

$$(X_t - i * F) * (1 - s^U) \quad (33)$$

Dieser Zahlungsstrom wird dann mit der das operative Risiko und das durch die Kapitalstruktur gewählte Finanzierungsrisiko abbildenden Renditeforderung nach Steuern der Eigentümer $k^{E,F}$ diskontiert:²⁹⁷

$$k^{E,F} = k^E + (k^E - i) * (1 - s^U) * \frac{F}{E^F} \quad (22)$$

Auch hier besteht eine zirkuläre Beziehung zwischen den Parametern, die eine Iterationslösung oder weitere Annahmen notwendig macht.²⁹⁸ Im Falle der ewigen Rente kann der Marktwert des Eigenkapitals direkt berechnet werden:²⁹⁹

$$E^F = \frac{(X_t - i * F) * (1 - s^U)}{k^{E,F}} \quad (34)$$

2.2.2.4 Residualgewinnmethode

Die Residualgewinnmethode³⁰⁰ zielt auf die periodenspezifische Bestimmung des geschaffenen Wertes in monetären Größen für die Eigentümer auf der Basis von Buchwerten und einem quasi-pagatorischen Verständnis der Kapitalkosten. Es läßt sich je nach Verrechnung der Kapitalkosten die Residualgewinnmethode auf Basis der Entity-, APV- und Equity-Methode unterscheiden.³⁰¹ Bei der hier exemplarisch zu erläuternden Residualgewinnmethode auf Basis

²⁹⁴ Die Equity-Methode wird auch als Flow-to-Equity-Methode oder Netto-Ansatz bezeichnet. Vgl. Ballwieser, Aktuelle Aspekte, S. 121 f.; Hachmeister, Finanzierung, S. 251 ff.; Ross/Westerfield/Jaffe, Finance, pp. 496 f.

²⁹⁵ Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Valuation, p. 104; McTaggart/Kontes/Mankins, Value Imperative, p. 301; Ross/Westerfield/Jaffe, Finance, pp. 496 f.

²⁹⁶ Vertiefend zur Ertragswertmethode siehe z. B. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 285–355. Für einen Vergleich der Ertragswertmethode mit den DCF-Methoden siehe z. B. Ballwieser, Aktuelle Aspekte, S. 123 f.; Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 257–268.

²⁹⁷ Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 244 f.

²⁹⁸ Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 244.

²⁹⁹ Vgl. Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 101. Vgl. auch Richter, Konzeption, S. 30.

³⁰⁰ Die Residualgewinnmethode wurde insb. von Stewart geprägt. Vgl. Stewart, Value.

³⁰¹ Der Unternehmensgesamtwert kann auch mit den anderen Verfahren der Residualgewinnmethoden berechnet werden, auf deren detaillierte Darstellung verzichtet wird.

der Entity-Methode werden die quasi-pagatorischen Kapitalkosten durch Multiplikation des Buchwertes des investierten Kapitals zu Beginn der Periode mit einem anhand der Buchwerte der Finanzierungskontrakte gewogenen Kapitalkostensatz³⁰² berechnet. Der Buchwert des investierten Kapitals besteht aus dem Sachanlagevermögen SAV und dem Nettoumlaufvermögen NUV³⁰³ und ist gleich der Summe des Buchwertes des Eigenkapitals EK und des hier als vollständig zinspflichtig unterstelltem Fremdkapitals FK.³⁰⁴

$$IK = SAV + NUV = EK + FK \quad (35)$$

Zur Ermittlung des Residualgewinns (Economic Value Added (EVA))³⁰⁵ ist der Überschuß der Einzahlungsüberschüsse der operativen Leistung nach Steuern und vor jeglicher Kapitalbedienung über die anzusetzenden Kapitalkosten in der Betrachtungsperiode zu bestimmen.³⁰⁶

$$RG_t^{Entity} = EVA_t = X_t \cdot (1 - s^U) - k^{WACC} \cdot IK_{t-1} \quad (36)$$

Die Residualgewinne der Perioden werden zur Ermittlung des Market Value Added (MVA),³⁰⁷ also des Barwertes der Überrenditen aller zukünftigen Perioden, mit dem gewogenen Kapitalkostensatz diskontiert.

$$MVA = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1 + k^{WACC})^t} \quad (37)$$

Der Unternehmensgesamtwert entspricht der Summe aus dem Barwert der Überrenditen und dem Buchwert des investierten Kapitals am Bewertungsausgangspunkt,³⁰⁸

$$V^{RG_{Entity}} = MVA + IK_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1 + k^{WACC})^t} + IK_0 \quad (38)$$

von dem zur Berechnung des Marktwertes des Eigenkapitals derjenige des Fremdkapitals abzuziehen ist.

³⁰² Der Kapitalkostensatz wird hier auf Basis von Buchwerten berechnet. Vgl. Richter, Konzeption, S. 31.

³⁰³ Das Net Working Capital errechnet sich aus der Summe des operativen Umlaufvermögens abzüglich nicht zinstragendem Fremdkapital. Vgl. z. B. Coenenberg, Jahresabschluß, S. 515; Stewart, Value, pp. 92 f.

³⁰⁴ Vgl. Stewart, Value, pp. 92–95; Vgl. auch Hostettler, EVA, S. 50 ff.; Richter, Konzeption, S. 34.

³⁰⁵ Vgl. Stewart, Value, pp. 136 ff.

³⁰⁶ Vgl. Hostettler, EVA, S. 53 f. Richter unterscheidet zwischen einer Gewinngröße G und einem im Rentenfall aus G resultierenden, erzielbaren Zahlungsüberschuß X, um für den Nicht-Rentenfall über die Abschreibungen hinausgehende Investitionen zuzulassen. Wenn Erweiterungsinvestitionen ausgeschlossen werden, kann auf diese Differenzierung verzichtet werden. Vgl. Richter, Konzeption, S. 31.

³⁰⁷ Vgl. Stewart, Value, pp. 153 ff.

³⁰⁸ Vgl. Stewart, Value, pp. 153 ff. Vgl. auch Richter, Konzeption, S. 31.

2.2.3 Anwendungsvorteile und Grenzen der kapitalmarkttheoretischen Methoden zur Unternehmensbewertung

Aus den Eigenschaften der Methoden resultieren Anwendungsvorteile und -nachteile für einzelne Methoden: Die Entity-Methode ermöglicht die finanzierungsneutrale Planung und Prognose der Diskontierungsgröße, d. h., der Zahlungsstrom kann durch die so erreichte Trennung von Leistungs- und Finanzierungsbereich unabhängig von der Finanzierungspolitik und ihrer Steuervirkung projiziert werden,³⁰⁹ was die Anwendung der Methode insbesondere bei dezentralen Investitionsentscheidungen erleichtert.³¹⁰ Dem Zirkularitätsproblem mit Iterationen zu begegnen kann zwar mit Standardsoftware gelöst werden, die Berechnungsalgorithmen werden allerdings komplizierter. Die Annahme einer konstanten Zielkapitalstruktur ist bei Fragestellungen der unternehmensinternen operativen Steuerung und der strategischen Planung von Teileinheiten mit einem zentral vorgegebenen Kapitalkostensatz vertretbar.³¹¹ Bei solchen Fragestellungen steht die Vorteilhaftigkeit von Strategiealternativen im Vordergrund, die durch relative Marktwertveränderungen angezeigt werden sollen. Für die Ermittlung eines Grenzpreises jedoch kann die Entity-Methode nur bedingt verwendet werden, da sie bei Abweichungen der tatsächlich realisierten Kapitalstruktur von den strikten Finanzierungsprämissen zu verzerrten Unternehmenswerten führt.³¹² Voraussetzung für eine korrekte Lösung ist die tatsächliche Realisierung der Zielkapitalstruktur. Es ist aber fragwürdig, ob das betriebliche Finanzmanagement überhaupt eine einmal bestimmte Zielkapitalstruktur auf Marktwertbasis für das Unternehmen oder einzelne Projekte tatsächlich erreichen oder auf Dauer aufrechterhalten kann. Weiterhin können Gründe wie z. B. Änderungen der Renditestrukturen auf den Kapitalmärkten, der Steuersysteme, der operativen Risiken im Geschäftsbereich etc. bestehen, die die Optimalität der für den gesamten Zeithorizont festgelegten Kapitalstruktur in Frage stellen.³¹³ Außerdem können mit dem Entity-Ansatz unterschiedliche Ausschüttungspolitiken nicht verglichen werden.³¹⁴ Die Entity-Methode ist zwar einfach anzuwenden, aber es werden weder die einzelnen Bestandteile des Unternehmensgesamtwertes separiert ausgewiesen noch der erhebliche Einfluß von Finanzierungsentscheidungen und Steuern deutlich, so daß die Methode insgesamt als intransparent anzusehen ist.³¹⁵ Sofern al-

³⁰⁹ Vgl. Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 98.

³¹⁰ Vgl. Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 127; Richter, Konzeption, S. 131.

³¹¹ Vgl. Richter, Finanzierungsprämissen, S. 1093; Richter, Konzeption, S. 131.

³¹² Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 234; Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 127 und S. 131; Richter, Finanzierungsprämissen, S. 1093.

³¹³ Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 207.

³¹⁴ Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 234.

lerdings Gründe für eine annähernd konstante Zielkapitalstruktur vorliegen, ist der Ansatz einer Zielkapitalstruktur praktikabel und liefert übersichtlich befriedigende Ergebnisse.³¹⁶

Die APV-Methode zeichnet sich dadurch aus, daß sie durch die Bewertung des fiktiv rein eigenkapitalfinanzierten Unternehmens wie die Entity-Methode die Prognose der operativen Zahlungsüberschüsse finanzierungsneutral ermöglicht.³¹⁷ Da die APV-Methode weiterhin auf die impliziten Finanzierungsprämien verzichten kann und Auswirkungen der Verschuldung und der Steuern in einem gesonderten Kalkül untersucht, ist der Ansatz übersichtlich und bietet dem Anwender höhere Flexibilität.³¹⁸ Mittels der APV-Methode können Marktwertvorsprünge partiell fremdfinanzierter Unternehmen korrekt und transparent in komplexeren Steuersystemen abgebildet werden.³¹⁹ Wenn für die Bewertung des Steuerschilts der Bestand des Fremdkapitals untersucht oder ein bestimmter Fremdkapitalbestand angestrebt wird, ist der Ansatz einfacher als die an einer marktwertbasierten Zielkapitalstruktur orientierte Finanzierung für das Finanzmanagement zu operationalisieren.³²⁰ Trotz dieses operativen Vorteils ist BREALEY/MYERS zuzustimmen, daß die Verfolgung einer einmalig vorgegebenen Zielkapitalstruktur und damit einer am Wert des Projektes bzw. des Unternehmens orientierten Fremdfinanzierung eine sinnvollere Finanzierungsregel als die einmalige Vorgabe eines absoluten Fremdkapitalbestands darstellt, der bei Änderungen des Wertes des Projektes nicht angepaßt wird.³²¹

Bei der Equity-Methode verlangt die Bestimmung der Diskontierungsgröße u. a. eine detaillierte Planung des Fremdkapitalbestands, was direkt oder auf Basis einer Zielkapitalstruktur erfolgen kann. In beiden Fällen besteht ein Zirkularitätsproblem: Bei der direkten Bestimmung müssen die Eigenkapitalkosten an wechselnde Kapitalstrukturen angepaßt werden. Kapitalstrukturen können aber erst ermittelt werden, wenn der Marktwert des Eigenkapitals bereits bekannt ist. Bei der Annahme einer Zielkapitalstruktur muß sichergestellt werden, daß

³¹⁵ Brealey/Myers führen aus: „The weighted average cost of capital is a bit of a black box – when it works, it's great; when it doesn't, most managers don't know how to adjust it. Too much is rolled into a (deceptively simple) tax adjustment to the 'cost of debt'.“ Brealey/Myers, Finance, p. 525.

³¹⁶ Vgl. Hachmeister, Finanzierung, S. 266; Richter, Finanzierungsprämien, S. 1092 f.

³¹⁷ Vgl. Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 127; Stewart, Value, pp. 261 f.

³¹⁸ Vgl. Drukarczyk/Richter, Unternehmensgesamt看, S. 561; Hachmeister, Finanzierung, S. 267; Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 127.

³¹⁹ Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 231; Richter, Konzeption, S. 30. Brealey/Myers führen illustrativ aus: „Instead of messing around with the discount rate, we explicitly adjust cash flows and present values for cost or benefits of financing.“ Vgl. Brealey/Myers, Finance, p. 525.

³²⁰ Vgl. Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 131; Richter, Konzeption, S. 131.

³²¹ Vgl. Brealey/Myers, Finance, p. 532.

Fremdkapitalbestand und –quote miteinander vereinbar sind. Dies ist aber erst nach Bestimmung des Unternehmensgesamtwertes möglich.³²² Sofern eine Zielkapitalstruktur unterstellt wird, bestehen ähnliche Probleme wie bei der Entity-Methode. Die Equity-Methode ist aber weniger praktikabel, da die Einflüsse der Verschuldungspolitik in der Diskontierungsgröße explizit erfaßt werden müssen.

Die Residualgewinnmethode ist aufgrund ihrer grundsätzlichen Orientierung an Buchwerten zur Bestimmung von Grenzpreisen und für die strategische Planung der Unternehmensaktivitäten nur bedingt geeignet. Der Vorteil des Ansatzes besteht insbesondere in der Möglichkeit, mittels der Daten der Bilanzen und Gewinn- und Verlustrechnungen eine periodenbezogene Erfolgsmessung durchzuführen.³²³

Zusammenfassend ist festzuhalten, daß, wenn Gründe für eine konstante oder nur wenig schwankende Kapitalstruktur vorliegen oder unternehmensinterne Planungen im Vordergrund stehen, die Entity-Methode anzuwenden ist.³²⁴ Wenn von einem bestimmten Fremdkapitalbestand auszugehen ist oder ein Grenzpreis Ziel der Berechnung ist, sollte die APV-Methode verwendet werden.³²⁵ Entscheidend für die Vorteilhaftigkeit der Anwendung einer Methode ist neben der korrekten Abbildung der Finanzierungsentscheidungen insbesondere die adäquate Einbeziehung steuerlicher Rahmenbedingungen. Bei der Approximation des deutschen Steuersystems ist später zu überprüfen, inwieweit einzelne DCF-Methoden spezifische Anwendungsvorteile aufweisen.³²⁶

2.3 Strategischer Managementprozeß als konzeptioneller Rahmen der marktwertorientierten Unternehmensführung

Zielsetzung des folgenden Abschnitts ist die Einbindung der Unternehmenswertrechnung in das strategische Management, das den Rahmen für die Gestaltung der Unternehmensaktivitäten bildet. Nach einer kurzen Darstellung der konstituierenden Merkmale des Konzepts des strategischen Managements in einer funktionalen, phasenspezifischen Interpretation steht zunächst die Entwicklung marktwertorientierter strategischer Pläne im Vordergrund der Betrachtung. Danach schließt sich die Erläuterung der Steuerung und Kontrolle der Unterneh-

³²² Vgl. Hachmeister, Finanzierung, S. 266.

³²³ Vgl. Richter, Konzeption, S. 38.

³²⁴ Vgl. Hachmeister, Finanzierung, S. 265; Ross/Westerfield/Jaffe, Finance, p. 500.

³²⁵ Vgl. Richter, Finanzierungsprämissen, S. 1092.

³²⁶ Vgl. dazu Abschnitt 3.2.1.4, Berücksichtigung der steuerrechtlichen Rahmenbedingungen, S. 105.

mensaktivitäten auf der Grundlage der Unternehmenswertrechnung an. Das Kapitel schließt mit einer kritische Würdigung der marktwertorientierten Unternehmensführung.

2.3.1 Strategisches Management als Grundlage der marktwertorientierten Unternehmensführung

Das Konzept des strategischen Managements wird als ein ganzheitlicher Ansatz der Unternehmensführung definiert, der die gezielte Planung, Steuerung und Kontrolle der Unternehmensentwicklung ins Zentrum der Betrachtung stellt.³²⁷ Ziel des strategischen Managements ist es, das System „Unternehmen“ im Verhältnis zu den Subsystemen der Umwelt derart zu positionieren, daß der langfristige Erfolg des Unternehmens durch die frühzeitige Suche nach Erfolgspotentialen³²⁸ und deren systematischer Auf- und Ausbau bzw. Erhalt bei minimaler Sensitivität auf unerwartete, diskontinuierliche Veränderungen der Umwelt sichergestellt wird.³²⁹ Externe und interne Erfolgspotentiale³³⁰ als zukunftsgerichtete, den bilanziellen Größen zeitlich vorgelagerte, qualitative Maßgrößen bilden dabei nach GÄLWEILER die Gesamtheit aller Voraussetzungen ab, die das langfristige Spektrum der möglichen Ausprägungen des Unternehmenserfolges bestimmen.³³¹ Als wesentliche, konzeptionell verbundene Elemente einer prozessualen Interpretation des strategischen Managements gelten zum einen die Planungs- und Entscheidungsprozesse hinsichtlich der zu verfolgenden Strategien (Willensbildung) und zum anderen sich anschließende Anordnungs- und Steuerungsprozesse der Strategieimplementierung sowie die Kontrolle der Strategieerreichung (Willensdurchsetzung).³³² Grundlegendes Merkmal des in Abbildung 4 dargestellten Prozesses des strategischen Managements ist die „Verzahnung“ der einzelnen Phasen durch eine regelkreisähnliche Anord-

³²⁷ Vgl. Kirsch, Unternehmensführung, Sp. 4105 f.; Kreikebaum, Führung, Sp. 2006; Welge/Al-Laham, Management, Sp. 2356.

³²⁸ Vgl. Gälweiler, Unternehmensführung, S. 26 ff.; Gälweiler, Unternehmensplanung, S. 54 f. und S. 148 f. Im folgenden wird das Adjektiv „strategisch“ in Anlehnung an Kirsch als „die Entfaltung von Erfolgspotentialen betreffend“ verwendet. Vgl. Kirsch, Unternehmensführung, Sp. 4097.

³²⁹ Vgl. Ansoff, Discontinuity, S. 129–152; Ansoff, Implanting, pp. 13–28. Vgl. auch Hopfenbeck, Managementlehre, S. 528 f.; Kirsch/Roventa, Management, S. 13 f.; Macharzina, Unternehmensführung, S. 231; Welge/Al-Laham, Management, Sp. 2356.

³³⁰ Vgl. Breid, Erfolgspotentialrechnung, S. 34–45; Hopfenbeck, Managementlehre, S. 545. Kirsch betrachtet die Erfolgspotentiale aus vier verschiedenen Perspektiven, die sich jeweils auf die Produkt-/Marktkombinationen, auf Ressourcen, auf die Führung und Organisation sowie auf die „Standortbestimmungen“ im sozio-ökonomischen Feld beziehen. Vgl. Kirsch, Management, S. 283–288; Kirsch, Unternehmensführung, Sp. 4106.

³³¹ Vgl. Gälweiler, Unternehmensführung, S. 26 ff.; Gälweiler, Unternehmensplanung, S. 147 und S. 246 f. Vgl. auch Hopfenbeck, Managementlehre, S. 544 f.; Kirsch, Grundzüge, S. 17–20; Kreikebaum, Unternehmensplanung, S. 19; Macharzina, Unternehmensführung, S. 231; Ulrich/Fluri, Management, S. 20 f.; Welge/Al-Laham, Management, Sp. 2356.

nung der Elemente in einer präskriptiven, systematischen Abfolge³³² mit kontinuierlichen Prozeßdurchläufen und Vor- und Rückkopplungsschleifen.³³⁴

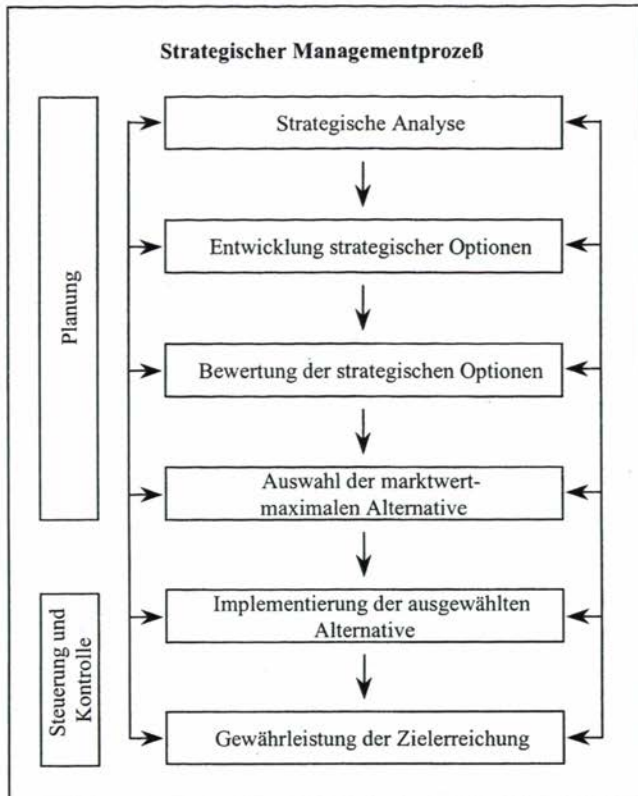


Abbildung 4: Strategischer Managementprozeß

Die strategische Planung stellt dabei den Kern des strategischen Managements dar, in dem

³³² Vgl. Heinen, Betriebswirtschaftslehre, S. 19 ff. Vgl. auch Bleicher, Führung, Sp. 1272 f.; Hahn, Unternehmensführung, S. 160; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 30 f.; Thommen, Führung, S. 225 f.; Wild, Unternehmensplanung, S. 38 ff. und S. 42 ff.

³³³ In der Unternehmensplanung konnte eine typische phasendeterminierte Folge von Aktivitäten empirisch nicht nachgewiesen werden. Aus präskriptiver Sicht erscheint aber die Unterstellung einer zeitlichen und sachlogischen Struktur des Management- und Planungsprozesses angezeigt. Vgl. auch Hahn, Unternehmensführung, S. 159 f.; Hinterhuber, Denken, S. 39–52; Kreilkamp, Management, S. 60–67; Kolks, Strategieimplementierung, S. 56 f.; Mintzberg, Planning, p. 107; Steinmann/Hasselberg, Managementprozeß, S. 205–210; Welge/Al-Laham, Planung, S. 196. Ähnlich zum Prozeß der Unternehmensplanung siehe Kreikebaum, Unternehmensplanung, S. 37 ff.

³³⁴ Vgl. z. B. Kreilkamp, Management, S. 60–67; Wild, Unternehmensplanung, S. 33–40.

neben der strategischen Analyse die Strategieentwicklung, -bewertung und -auswahl und damit die Entscheidung für eine Strategiealternative die wesentlichen Aufgabenkomplexe darstellen.³³⁵ Die strategische Steuerung beinhaltet die Initiierung und Koordination der Implementierung selektierter Strategien.³³⁶ Durch eine bei Beginn einsetzende, kontinuierliche Überprüfung der Prämissen, Methoden und Ergebnisse bietet die strategische Kontrolle Ansatzpunkte für gegebenenfalls zu ergreifende Revisionen der ausgewählten Alternative und/oder Steuerungsmaßnahmen und gewährleistet so die Zielerreichung.³³⁷

Die marktwertorientierte Unternehmensführung baut auf dem grundlegenden Konzept des strategischen Managements auf und erweitert es um die finanzierungstheoretische Dimension.³³⁸ Allerdings sind fundamentale Unterschiede zu überwinden:³³⁹ Während das strategische Management einen koalitionstheoretischen Zielbildungsprozeß unterstellt, setzt die marktwertorientierte Unternehmensführung als oberstes Ziel die Erfüllung der Interessen der Eigentümer des kapitalgeleiteten Unternehmens und operationalisiert dieses in der Zielfunktion der Marktwertmaximierung. Die hier vorgestellte Konzeption orientiert sich an den traditionellen Shareholder Value-Ansätzen und ist gegenüber alternativen Konzeptionen des marktwertorientierten Managements, die eine pluralistische Zielbildung unterstellen, abzugrenzen.³⁴⁰

Aus der Zielfunktion Marktwertmaximierung folgt die Aufgabe des Managements, Wertsteigerungspotentiale zu identifizieren und zu realisieren. Wertsteigerungspotentiale bzw. Wertlücken stellen Differenzen des Marktwertes des Eigenkapitals zwischen der gegenwärtigen und einer angestrebten Situation dar und weisen auf einen strategischen Handlungsbedarf hin.³⁴¹ Je nach Vergleichsbasis lassen sich verschiedene Typen von Wertlücken unterscheiden: Wird ein subjektiver Ist-Marktwert für das Unternehmen im gegenwärtigen Zustand mit der

³³⁵ Vgl. Hopfenbeck, Managementlehre, S. 528; Kreikebaum, Führung, Sp. 2007; Steinmann/Schreyögg, Management, S. 121–126; Welge/Al-Laham, Prozeß, S. 196.

³³⁶ Vgl. Pape, Unternehmensführung, S. 24 f.; Steinmann/Schreyögg, Management, S. 157.

³³⁷ Vgl. Steinmann/Schreyögg, Management, S. 157.

³³⁸ Vgl. z. B. Pape, Unternehmensführung, S. 137.

³³⁹ Vgl. Abschnitt 2.1.2, Konzeption eines marktwertorientierten Zielsystems, S. 25.

³⁴⁰ Zu den koalitionstheoretisch geprägten Ansätzen der wertorientierten Unternehmensführung vgl. Pape, Unternehmensführung, S. 137 ff. Vgl. auch Abschnitt 2.1.2.2, Integration der Zielfunktion in das Konzept des strategischen Managements, S. 26.

³⁴¹ Vgl. z. B. Günther, Controlling, S. 8 ff.; Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 49 ff.; Hardtmann, Wertsteigerungsanalyse, S. 182 f. Das Konzept der Wertlücke basiert auf der aus der strategischen Planung bekannten Potential- bzw. Lückenanalyse. Vgl. Ansoff, Implanting, pp. 15 ff. Vgl. auch Kreikebaum, Unternehmensplanung, S. 133–136.

Marktkapitalisierung verglichen, bildet die Differenz eine Wahrnehmungswertlücke³⁴² ab.³⁴³

Aus dem Vergleich der Marktkapitalisierung oder eines subjektiven Ist-Marktwertes mit einem potentiell erreichbaren Soll-Marktwert lassen sich Wertlücken i. e. S. identifizieren.³⁴⁴ Diese Wertlücken resultieren aus nichtrealisierten Wettbewerbsvorteilen bzw. aus dem mangelnden Aufbau von Erfolgspotentialen.³⁴⁵ Ein Unternehmen, das keine Wettbewerbsvorteile generieren kann, erwirtschaftet maximal nur die Kapitalkosten und schafft so keinen (zusätzlichen) Wert für die Eigentümer.³⁴⁶ Als zentrale Denkmuster zur Generierung von Wettbewerbsvorteilen gelten der marktorientierte und der ressourcenbasierte Ansatz. Beim marktorientierten Ansatz stehen externe Produkt/Marktpotentiale, die Wahl der Branche und die Positionierung des Unternehmens auf dem Markt im Vordergrund der Betrachtung,³⁴⁷ während beim ressourcenbasierten Ansatz Wettbewerbsvorteile aus dem Aufbau und Erhalt interner Ressourcen dann für realisierbar gehalten werden, wenn diese einmalig bzw. bedingt transferierbar, eingeschränkt imitierbar, nicht substituierbar und wertvoll sind.³⁴⁸

³⁴² Copeland/Koller/Murrin bezeichnen dies als „Current Perceptions Gap“. Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Valuation, p. 37. Vgl. auch Günther, Controlling, S. 250. Aufgrund nicht homogener Erwartungen der Anleger kann die Wahrnehmungswertlücke auch bei vollständiger Informationspolitik i. d. R. nicht vollständig eliminiert werden. Wenn jedoch die für die Realisierung von Wertsteigerungspotentialen entscheidenden Informationen unfreiwillig an Wettbewerber weitergegeben werden, kann dies aber zur vorzeitigen Erosion von Wettbewerbsvorteilen und damit zu Wertvernichtungen führen.

³⁴³ Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Valuation, p. 37; Günther, Controlling, S. 26–33; Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 51.

³⁴⁴ Vgl. Fruhan, Value Gap, p. 63. Vgl. auch Bühner, Strategie, S. 243; Copeland/Koller/Murrin, Valuation, p. 37; Gaitanides/Raster, Anmerkungen, S. 261; Günther, Controlling, S. 8 und S. 16–26; Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 50 m. w. N. Während die Wertlücken i. e. S. grundsätzlich zu eliminieren sind, ist die Wahrnehmungswertlücke einem Optimierungskalkül zu unterziehen, in dem die Kosten der Erosion der externen Erfolgspotentiale bei Informationsweitergabe den Kosten der Wahrnehmungslücke, die sich z. B. in relativ höheren Kapitalkosten und höheren Kosten der Vorsorge gegen feindliche Übernahmen widerspiegeln können, gegenüberzustellen sind. Vgl. Klien, Managementleistungen, S. 220.

³⁴⁵ Day/Fahey beschreiben den Zusammenhang zwischen Wettbewerbsvorteil und Wertsteigerung wie folgt: „A sound strategy generates both: for a strategy to win in the marketplace, it must create sustainable advantage; only when a strategy wins in the marketplace can it generate sustained shareholder value“. Day/Fahey, Strategy, p. 157. Vgl. auch Richter, Konzeption, S. 61.

³⁴⁶ Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 225.

³⁴⁷ Stellvertretend zur marktorientierten Unternehmensführung auf der theoretischen Basis des „Struktur-Verhalten-Leistungsfähigkeit-Paradigmas“ siehe z. B. Porter, Wettbewerbsstrategie; Porter, Wettbewerbsvorteile. Einführend vgl. z. B. Kirsch/Habel, Manövrieren, S. 428–434.

³⁴⁸ Grundlegend dazu siehe bspw. Peteraf, Resource-Based View, pp. 179–191. Vgl. auch Stalk/Evans/Shulman, Capabilities, pp. 57–69. Für einen Überblick siehe Bamberger/Wrona, Ressourcenansatz, S. 130–153; Hinterhuber/Friedrich, Steigerung, S. 992–999; Knyphausen, Firms, S. 774–781; Raster, Management, S. 168–173; Rühli, Strategy, S. 42–57; Steinmann/Schreyögg, Management, S. 185 ff. Der ressourcenorientierte Ansatz wird häufig als Gegenstück zum marktorientierten Ansatz betrachtet. Dieser Auffassung wird hier nicht gefolgt. Vielmehr kann gerade durch die Integration beider Konzepte der Erklärungsgehalt für das Vorliegen von Wettbewerbsvorteilen gesteigert werden. Vgl. Hinterhuber/Friedrich, Steigerung, S. 999 ff.; Knyphausen, Firms, S. 785 f.; Pape, Unternehmensführung, S. 11 f.; Rühli, Strategy, S. 49–54.

Im Rahmen des marktwertorientierten Managements sind daher zunächst Kenntnisse über diejenigen Faktoren zu erlangen, die es dem Unternehmen erlauben, Erfolgspotentiale aufzubauen und Wettbewerbsvorteile zu erzielen. Sind diese identifiziert und strategische Optionen zu ihrer Realisierung entwickelt, können sie auf ihr Wertsteigerungspotential hin überprüft werden. Die Unternehmenswertrechnung als Instrument der marktwertorientierten Unternehmensführung kann eo ipso keine wertschaffenden Strategien entwickeln, sondern ausschließlich das Wertsteigerungspotential einzelner Strategien anzeigen:

„After all, SVA [Shareholder Value Analysis, M.H.] is only a tool. It can analyze options, but it cannot create them.“³⁴⁹

Das marktwertorientierte Management muß daher in erheblichem Ausmaß auf die Methoden des strategischen Managements Bezug nehmen. Im folgenden wird zunächst die Phase der marktwertorientierten strategischen Unternehmensplanung erläutert, ehe ein System der marktwertorientierten Steuerung und Kontrolle vorgestellt wird.

2.3.2 Marktwertorientierte strategische Unternehmensplanung

2.3.2.1 Planung der Unternehmensaktivitäten als selektiver Prozeß

In einem dynamischen, von Diskontinuitäten geprägten Umfeld muß eine zielführende Unternehmensplanung zukunftsgerichtet sein.³⁵⁰ Damit gewinnt die Antizipation zukünftiger relevanter Entwicklungen inner- und außerhalb des Unternehmens sowie die Prognose³⁵¹ von Umweltzuständen als Basis für die Planung der Geschäftsaktivitäten und des Unternehmenserfolges zentrale Bedeutung.³⁵² Eine auf ein quantitatives Kalkül abzielende Unternehmensplanung ist aufgrund der Komplexität der Umwelt nicht in der Lage, sämtliche Einflußfaktoren abzubilden, sondern reduziert die Komplexität durch Selektion einzelner wertbestimmender Faktoren.³⁵³ Mit der Komplexitätsreduktion wird zwar einerseits ein transparentes und damit operables Planungssystem geschaffen, andererseits verbleibt eine modellimmanente Unsicherheit der Fehlselektion.³⁵⁴ Der Anspruch einer exakten und vollständigen Abbil-

³⁴⁹ Day/Fahey, Strategy, p. 160.

³⁵⁰ Vgl. Bea/Haas, Management, S. 254 f.

³⁵¹ Zum Begriff der Prognose vgl. Macharzina, Unternehmensführung, S. 335–338; Ulrich/Fluri, Management, S. 107. Siehe auch Abschnitt 2.3.2.4, Bewertung strategischer Optionen und Auswahl wertsteigernder Strategien, S. 63.

³⁵² Vgl. Richter, Konzeption, S. 57.

³⁵³ Vgl. grundlegend dazu Ballwieser, Komplexitätsreduktion, S. 8–11. Vgl. auch Steinmann/Schreyögg, Management, S. 127–130.

³⁵⁴ Vgl. Steinmann/Schreyögg, Management, S. 127 f. Wichtig ist festzuhalten, daß durch die Komplexitätsreduktion keine Reduktion der Unsicherheit erreicht wird. Die Unsicherheit bleibt völlig unabhängig von jed-

dung der Umwelt in einem Modell ist zu relativieren; eine objektive Lösung des Entscheidungsproblems ist a priori nicht möglich.³⁵⁵

2.3.2.2 Strategische Analyse als Ausgangspunkt für die Identifikation von Wertsteigerungspotentialen

Logischer Ausgangspunkt für die Identifikation von Wertsteigerungspotentialen ist die Entwicklung strategischer Optionen, für die in einem ersten Schritt mittels der strategischen Analyse eine hinreichende informatorische Basis zu schaffen ist.³⁵⁶ Die strategische Analyse gliedert sich in die Umweltanalyse, die Unternehmensanalyse und die Zusammenführung der Ergebnisse zur Ermittlung der erfolgsrelevanten Schlüsselfaktoren.³⁵⁷ Die Umweltanalyse zielt auf die Identifikation von möglichen Chancen und Risiken und untersucht das globale Umfeld³⁵⁸ und das wettbewerbsbezogene Geschäftsumfeld³⁵⁹⁻³⁶⁰. Die Unternehmensanalyse versucht die Stärken und Schwächen des Unternehmens durch eine objektive Bewertung der Ressourcen und Potentiale aufzudecken. Dazu werden anhand von umfangreichen Checklisten zur Analyse der Funktionsbereiche³⁶¹ und mittels systematischer Analysekonzepte wie z. B. der Funktions-/Ressourcen-Matrix³⁶² und der Wertkette³⁶³ Potentiale identifiziert und in Zeit-, Konkurrenten- und Branchenvergleichen („Benchmarking“³⁶⁴) bewertet. Die Ergebnisse

weder modelltechnischen Konstruktion erhalten, wird jedoch durch das Modell und der bewirkten Komplexitätsreduktion für den Entscheidungsträger in der Struktur deutlicher und somit beherrschbarer. Vgl. Bretzke, Prognoseproblem, S. 208 f. und S. 229 ff.; Hardtmann, Wertsteigerungsanalyse, S. 27.

³⁵⁵ Vgl. Hardtmann, Wertsteigerungsanalyse, S. 182; Richter, Konzeption, S. 59. Nicht unerwähnt bleiben darf, daß die in der wertorientierten Unternehmensführung unterstellte Zielfunktion Marktwertmaximierung zwar erst eine Entscheidungsfähigkeit herstellt, aber selbstverständlich auch schon einer Form der Komplexitätsreduktion entspricht. Vgl. Richter, Konzeption, S. 61.

³⁵⁶ Vgl. z. B. Kreilkamp, Management, S. 568; Schreyögg, Unternehmensstrategie, S. 89.

³⁵⁷ Vgl. Hinterhuber, Denken, S. 113–116; Ulrich/Fluri, Management, S. 117.

³⁵⁸ Vgl. vertiefend dazu Hinterhuber, Denken, S. 116–121; Kreikebaum, Unternehmensplanung, S. 40–46; Kreilkamp, Management, S. 75–84; Steinmann/Schreyögg, Management, S. 159–166; Welge/Al-Laham, Planung, S. 84–92. Für eine Checkliste siehe Macharzina, Unternehmensführung, S. 243.

³⁵⁹ Im Rahmen des Wettbewerbsumfeldes steht die Analyse der Branchenstruktur (z. B. Branchenstrukturmodell), die brancheninternen Analyse (z. B. Konzept strategischer Gruppen), der Konkurrenten und der relevanten Märkte in qualitativer und quantitativer Hinsicht im Vordergrund. Vgl. grundlegend dazu Porter, Wettbewerbsstrategie, S. 25–61, S. 78–109 und S. 173–207. Vgl. auch z. B. Kreikebaum, Unternehmensplanung, S. 118 ff.; Kreilkamp, Management, S. 89–207; Welge/Al-Laham, Planung, S. 98–107.

³⁶⁰ Vgl. Bea/Haas, Management, S. 74–95; Hinterhuber, Denken, S. 121 f.; Schreyögg, Unternehmensstrategie, S. 100–111; Steinmann/Schreyögg, Management, S. 155 und S. 158–177; Ulrich/Fluri, Management, S. 117.

³⁶¹ Vgl. z. B. Macharzina, Unternehmensführung, S. 244; Ulrich/Fluri, Management, S. 118.

³⁶² Vgl. Hofer/Schendel, Strategy, p. 149. Vgl. auch Schreyögg, Unternehmensstrategie, S. 113; Ulrich/Fluri, Management, S. 118; Welge/Al-Laham, Planung, S. 112.

³⁶³ Vgl. Porter, Wettbewerbsvorteile, S. 59–92. Vgl. auch Esser/Ringlstetter, Wertschöpfungskette, S. 511–537; Macharzina, Unternehmensführung, S. 245–250.

³⁶⁴ Als Benchmarking wird der Vergleich von Produkten und Dienstleistungen sowie Methoden und Prozesse zwischen Unternehmen mit dem Ziel bezeichnet, erfolgskritische Unterschiede zu identifizieren und wettbewerbsorientierte Zielvorgaben zu ermitteln. Vgl. Macharzina, Unternehmensführung, S. 264–267 m. w. N.

der Analysen lassen sich in einer SWOT-Matrix³⁶⁵ systematisieren.³⁶⁶

Die Erklärung und Analyse von erfolgsrelevanten Faktoren sind Gegenstand der empirischen Strategieforschung.³⁶⁷ Auf dieser Basis entworfene Erklärungsmodelle, wie z. B. das Erfahrungskurvenkonzept, die Resultate des PIMS-Programms³⁶⁸ und das Konzept des Lebenszyklus, bieten Ansatzpunkte für die Strategieentwicklung.³⁶⁹ Erste Hinweise auf strategische Grundverhaltensweisen können auch aus den Normstrategien der vielfältigen Portfolioanalysen gewonnen werden.³⁷⁰ Aufgrund der Vergangenheitsorientierung der Situationsanalyse ist die strategische Analyse für die Formulierung zukünftiger Strategien um eine zukunftsbezogene Betrachtung mit Hilfe der quantitativen und qualitativen Prognose und der strategischen Frühaufklärung³⁷¹ zu ergänzen.³⁷² Das Ergebnis der strategischen Analyse ist ein umfassendes Bild über die derzeitige und zukünftige strategische Situation des Unternehmens, auf dessen Basis strategische Optionen zum Auf- und Ausbau sowie zum Erhalt von Erfolgspotentialen identifiziert werden können, die zu Wertsteigerungen führen.³⁷³

2.3.2.3 Entwicklung wertsteigernder strategischer Optionen

WELGE/AL-LAHAM schlagen drei zentrale Grundprinzipien für die Entwicklung strategischer Optionen vor:³⁷⁴ In Anlehnung an die militärische Interpretation des Strategiebegriffs sind als Kernphilosophie grundsätzlich Stärken aufzubauen und Schwächen zu vermeiden. Diese For-

³⁶⁵ Vgl. einführend Macharzina, Unternehmensführung, S. 276 f. m. w. N.; Welge/Al-Laham, Planung, S. 172.

³⁶⁶ Vgl. Kreikebaum, Unternehmensplanung, S. 50; Kreilkamp, Management, S. 232–241; Schreyögg, Unternehmensstrategie, S. 111–114; Welge/Al-Laham, Planung, S. 118–127.

³⁶⁷ Vgl. Kreikebaum/Grimm, Faktoren, S. 6–12.

³⁶⁸ Vgl. umfassend dazu z. B. Kreilkamp, Management, S. 369–445; Neubauer, PIMS-Programm, S. 436–463. Vgl. auch Hopfenbeck, Managementlehre, S. 561–576; Kreikebaum, Unternehmensplanung, S. 113–117.

³⁶⁹ Für einen Überblick vgl. z. B. Bea/Haas, Management, S. 105–121. Vgl. vertiefend dazu z. B. Hax/Mailuf, Management, S. 133–225; Hopfenbeck, Managementlehre, S. 550–576.

³⁷⁰ Für eine Darstellung der Varianten der Portfolioanalyse siehe Hahn, Portfolio-Konzepte, S. 372–406; Hinterhuber, Denken, S. 146–173; Kreilkamp, Management, S. 445–562; Mauthe/Roventa, Portfolio-Analyse, S. 109–139. Einführend Sabel, Kontrollinstrumente, Sp. 4080–4088 m. w. N.

³⁷¹ Die Konzepte der strategischen Frühaufklärung basieren auf dem „Strategic Issue Management“, das davon ausgeht, daß Diskontinuitäten sich durch „schwache Signale“ ankündigen und ihnen durch proaktives Management erfolgreich begegnet werden kann. Vgl. Ansoff, Discontinuity, S. 130–143; Ansoff, Implanting, pp. 20 f. und pp. 337–368. Vgl. einführend Kreikebaum, Analysis, Sp. 1878–1884. Vertiefend zu Frühaufklärungssystemen vgl. Bea/Haas, Management, S. 270–286; Hopfenbeck, Managementlehre, S. 533–537; Kirsch/Trux, Frühaufklärung, S. 225–236; Kreilkamp, Management, S. 254–313; Krystek/Müller-Stewens, Frühaufklärung, S. 913–933.

³⁷² Vgl. Kreikebaum, Unternehmensplanung, S. 52 f.; Welge/Al-Laham, Prozeß, S. 198. Vertiefend dazu vgl. Welge/Al-Laham, Planung, S. 132–164.

³⁷³ Day/Fahey beschreiben den Zusammenhang zwischen Wettbewerbsvorteil und Wertsteigerung wie folgt: „A sound strategy generates both: for a strategy to win in the marketplace, it must create sustainable advantage; only when a strategy wins in the marketplace can it generate sustained shareholder value“. Day/Fahey, Strategy, p. 157.

derung bezieht sich direkt auf in der SWOT-Matrix systematisierte Stärken-Schwächen- und Chancen-Risiken-Profile. Das zweite Grundprinzip stellt die Konzentration der Kräfte dar. Angesichts knapper Ressourcen ist die Unternehmensleitung gezwungen, Strategien in einer an den Erfolgspotentialen gemessenen Rangfolge zu realisieren. Gemäß der dritten Leitlinie sollen durch die Nutzung der Synergien³⁷⁵, die aus Interdependenzen der strategischen Geschäftsbereiche resultieren, Erfolgspotentiale aufgebaut werden. Über diese Grundprinzipien hinaus ist auch insbesondere den qualitativen Ansätzen, in deren Mittelpunkt das schöpferische Denken und die Intuition und Kreativität der handelnden Personen stehen, eine nicht unbedeutende Rolle beim Entwurf und bei der Gestaltung innovativer Strategien zuzuschreiben.³⁷⁶

Wertsteigerungspotentiale und auf deren Realisierung abzielende Wertsteigerungsstrategien lassen sich auf verschiedene Weise katalogisieren: Neben einmaligen, eher kurzfristig wirkenden Strategien, wie z. B. Akquisitionen und Desinvestitionen, existieren an langfristigen Erfolgspotentialen ausgerichteten Strategien. Je nach Wirkungsbereich können leistungs- und finanzwirtschaftliche Wertsteigerungsstrategien unterschieden werden.³⁷⁷ Finanzwirtschaftliche Strategien zielen auf die Senkung der Kapitalkosten und des Kapitaleinsatzes – zum einen durch den Aufbau von finanziellen Wettbewerbsvorteilen (z. B. Nutzung innovativer Finanzinstrumente, professionelle Steuerung der Zahlungsströme, Optimierung der Kapitalbeschaffung) und zum anderen durch ein marktwertorientiertes Risikomanagement (gesamtunternehmensbezogenes Portfoliomanagement³⁷⁸, Informationspolitik gegenüber Anteilseignern und Kapitalmarkt).³⁷⁹

Während finanzwirtschaftliche Strategien aufgrund der originären gesamtunternehmensbezogenen Funktion des Finanzmanagements ausschließlich auf Unternehmensebene existieren,

³⁷⁴ Für die folgenden Ausführungen vgl. Welge/Al-Laham, Planung, S. 170–178.

³⁷⁵ Vgl. z. B. Gälweiler, Unternehmensführung, S. 85–94.

³⁷⁶ Vgl. Feider/Schoppen, Management, S. 677 f.; Gälweiler, Unternehmensführung, S. 225–240; Kreikebaum, Unternehmensplanung, S. 70; Mintzberg, Planning, pp. 107 ff.

³⁷⁷ Vor allem den leistungswirtschaftlichen Wertsteigerungsstrategien wird ein hoher Wirkungsgrad auf den Marktwert des Eigenkapitals bescheinigt. Empirische Studien von McKinsey zeigen, daß 84 % der beobachtbaren Wertsteigerungen bei Übernahmen auf leistungswirtschaftliche Verbesserungen zurückführbar sind und finanzwirtschaftliche Strategien dort mit 16 % eher eine untergeordnete Rolle spielen. Vgl. auch Bühner, Raider, S. 38; Bühner, Management-Wert-Konzept, S. 68.

³⁷⁸ Die Bestimmung des Portfolios der Geschäftstätigkeit wird hier als eine die leistungs- und finanzwirtschaftliche Sphäre betreffende Fragestellung aufgefaßt.

³⁷⁹ Vertiefend dazu siehe Brune, Instrument, S. 137–141; Bühner, Raider, S. 41; Hardtmann, Wertsteigerungsanalyse, S. 211 ff.; Pape, Unternehmensführung, S. 230–247; Raster, Management, S. 124–140.

bestehen leistungswirtschaftliche Wertsteigerungsstrategien sowohl auf Unternehmensebene als auch auf Geschäftsfeldebene.³⁸⁰ Auf Unternehmensebene stehen umfassende, das Unternehmen in seiner Gesamtheit berührende Fragestellungen wie die Positionierung des Unternehmens und die Effizienz der übergreifenden Geschäftsprozesse im Vordergrund.³⁸¹ Auf Geschäftsfeldebene ist der Aufbau von extern und intern gerichteten Erfolgspotentialen von zentraler Relevanz. Bei der marktorientierten Strategieformulierung für Geschäftsfelder ist festzulegen, auf welchen konkreten Marktsegmenten (Kernmarkt/Nische) mit welcher strategischen Ausrichtung (Kostenführerschaft/Differenzierung)³⁸² und mit welchen Teilzielen (Wachstum/Stabilität/Schrumpfung)³⁸³ operiert werden soll.³⁸⁴ Die Optimierung des Bestands und eine effiziente Allokation der verfügbaren Ressourcen innerhalb der Geschäftseinheiten stehen im Vordergrund der ressourcenbasierten Strategien.³⁸⁵ Wertsteigerungen resultieren hier v. a. aus der positiven Wirkung der Verminderung des Kapitaleinsatzes, aus der Reduktion der Kosten im operativen Geschäftsbereich sowie aus der Freisetzung von Kapital durch Liquidierung des nichtbetriebsnotwendigen Vermögens auf Zahlungsströme und Kapitalkosten.³⁸⁶

³⁸⁰ Vgl. auch Pape, Unternehmensführung, S. 203. Pümpin/Pritzl und nachfolgend Gomez schlagen eine Erweiterung um die Ebene der Eignerstrategien vor, die sie als diejenigen Strategien bezeichnen, die ausschließlich dem Eigner und nicht dem Management offenstehen und „im Hinblick auf das Überleben des Unternehmens ungünstig“ sein können, und meinen damit z. B. Strategien der Zerschlagung oder Veräußerung wesentlicher Teile des Unternehmens. Diese Erweiterung wird hier abgelehnt, da die Unterscheidung zwischen Unternehmens- und Eignerstrategien bei einer wertorientierten Unternehmensführung im Sinne der Anteilseigner bei Geltung der hier unterstellten Annahmen überflüssig ist: Alle Entscheidungen des Managements decken sich mit denen der Anteilseigner, sofern sie marktwertmaximierend sind. Grundsätzlich ist bei der in dieser Arbeit unterstellten börsennotierten Publikumsgesellschaft das Konzept der Eignerstrategien, das von individuellen Zielen der Eigner ausgeht, nicht praktikabel. Vgl. Pümpin/Pritzl, Unternehmensseigner, S. 44–50; Gomez, Wertmanagement, S. 83–87. Vgl. auch Günther, Controlling, S. 338 f.

³⁸¹ Vgl. Pape, Unternehmensführung, S. 203; Raster, Management, S. 119 ff. Bei der Positionierung können Strategien wie z. B. die Diversifikation in neue Geschäftsfelder, Akquisitionen und Desinvestitionen von Geschäftseinheiten, die Bildung von strategischen Allianzen und Internationalisierung der Geschäftstätigkeit formuliert werden. Vgl. Günther, Controlling, S. 341–348; Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 52 f. m. w. N.; Hardtmann, Wertsteigerungsanalyse, S. 195 ff.; Raster, Management, S. 140–167; Steinmann/Schreyögg, Management, S. 200–220; Welge/Al-Laham, Planung, S. 295–328. Auf die Verbesserung der Effizienz der Geschäftsprozesse und die Optimierung des Einsatzes der Ressourcen abzielende Strategien sind z. B. die Schaffung einer effizienten Organisationsstruktur, die Konzentration auf Kernkompetenzen, die Realisierung von Synergiepotentialen sowie weitere Restrukturierungsstrategien. Vgl. Brune, Instrument, S. 131–137; Bühner, Lean Management, S. 145–167; Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 52 f. m. w. N.; Pape, Unternehmensführung, S. 222; Raster, Management, S. 173–206.

³⁸² Vgl. Porter, Wettbewerbsstrategie, S. 62–77; Porter, Wettbewerbsvorteile, S. 31–38 und vertiefend S. 93–218. Die von Porter ebenfalls genannte Fokussierungsstrategie wird hier nicht weiter betrachtet, da sie auf der Differenzierung bzw. Kostenführerschaft aufbaut. Vgl. Porter, Wettbewerbsstrategie, S. 67 ff.

³⁸³ Vgl. Welge/Al-Laham, Planung, S. 292–351. Vgl. auch Schreyögg, Unternehmensstrategie, S. 114–121.

³⁸⁴ Vgl. Emans, Planung, S. 123–128; Günther, Controlling, S. 380 f.; Steinmann/Schreyögg, Management, S. 191–200.

³⁸⁵ Vgl. Hardtmann, Wertsteigerungsanalyse, S. 213.

³⁸⁶ Vgl. Bühner, Raider, S. 38 ff.; Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 53 m. w. N.; Pape, Unternehmensführung, S. 228 f.

2.3.2.4 Bewertung strategischer Optionen und Auswahl wertsteigernder Strategien

Der Ausrichtung der Unternehmensführung an den Interessen der Eigentümer wird insbesondere dadurch Rechnung getragen, daß die Vorteilhaftigkeit strategischer Optionen am Wertsteigerungspotential zu messen ist.³⁸⁷ Um ein solches quantitatives Kalkül anhand der Unternehmenswertrechnung zu ermöglichen und damit die Vorteilhaftigkeit einzelner Strategien in monetären Größen zu beziffern, sind detaillierte Prognosen über die zukünftigen Ausprägungen der durch die Realisierung der jeweiligen Strategien ausgelösten, zukünftigen Zahlungsströme und Kapitalkosten zu erstellen.³⁸⁸ Die Prognose der quantitativen Entwicklung der wertbestimmenden Faktoren basiert auf kausalen qualitativen Aussagen, die für jede Strategiealternative für die selektierten, zukünftigen Umweltzustände zu treffen und in konsistenten Szenarien zu verdichten sind.³⁸⁹ In der Transformation der qualitativen Aussagen in quantitative Daten liegt die besondere Anforderung an die quantitative Bewertung von Strategien mittels der Unternehmenswertrechnung.³⁹⁰

„The critical link between strategy analysis and value analysis is the transformation of the hopes, fears, and expectations of competitive advantage in the verbal statement of a strategy into cash flows.“³⁹¹

Um das Transformationsproblem zu überwinden, liegen verschiedene Verfahren zur Prognose der quantitativen Entwicklung der wertbestimmenden Faktoren vor.³⁹² Neben dem mathematisch-statistischen Prognoseverfahren³⁹³ im Rahmen der Finanzplanung kommen in der Praxis vor allem auch an die Kosten- und Leistungsrechnung angelehnte Methoden zur Planung der wertbestimmenden Faktoren zur Anwendung.³⁹⁴ Zur besseren Verbindung der Prognose mit der strategischen Planung werden auch empirische Erklärungsmodelle der Strategieforschung,

³⁸⁷ Vgl. Rappaport, *Selecting*, p. 139; Blyth/Friskey/Rappaport, *Implementing*, pp. 50 f.; Copeland/Koller/Murrin, *Valuation*, pp. XI. Vgl. auch z. B. Börsig, *Unternehmenswert*, S. 89; Bühner, *Führung*, S. 56 f.; Dirrigl, *Konzepte*, S. 418; Gomez, *Strategieplanung*, S. 559; Günther, *Notwendigkeit*, S. 51 f.; Hagemann/Meyersiek, *Vorwort*, S. 12 f.; Timmermann, *Evolution*, S. 95.

³⁸⁸ Für die Prognose in der Unternehmensbewertung vgl. umfassend Bretzke, *Prognoseproblem*. Vgl. auch Breid, *Erfolgspotentialrechnung*, S. 164 ff.; Brealey/Myers, *Finance*, pp. 794–808; Dörner, *Unternehmensbewertung*, S. 53–57, Rz. 103–113; Hardtmann, *Wertsteigerungsanalyse*, S. 25 ff.

³⁸⁹ Für ein einfaches Modell der Geschäftsfeldsimulation vgl. z. B. Welge/Al-Laham, *Planung*, S. 379–382.

³⁹⁰ Vgl. Hachmeister, *Unternehmenswertsteigerung*, S. 74; Schmidt, *Unternehmensbewertung*, S. 298 f.

³⁹¹ Day, *Value*, p. 349.

³⁹² Für einen Überblick über die vorgeschlagenen Verfahren zur Unterstützung der quantitativen Prognose vgl. z. B. Macharzina, *Unternehmensführung*, S. 630–634; Perridon/Steiner, *Finanzwirtschaft*, S. 609–624.

³⁹³ Einführend vgl. Perridon/Steiner, *Finanzwirtschaft*, S. 609–624. Die Verwendung von mathematisch-statistischen Projektionsmodellen ist abzulehnen, da diese weder die Verbindung von Planung und Prognose herstellen noch Strukturbrüche abbilden und die Determinanten des Unternehmenswertes offenlegen können. Vgl. Hachmeister, *Unternehmenswertsteigerung*, S. 74 f.

³⁹⁴ Vgl. z. B. Perridon/Steiner, *Finanzwirtschaft*, S. 625–636.

wie z. B. die Industriekostenkurve, als Prognoseinstrumente vorgeschlagen,³⁹⁵ mittels derer auf der Grundlage der Branchenstrukturanalyse die Auswirkungen der Strategie auf das Ergebnispotential des Unternehmens abgebildet werden können.³⁹⁶ Eine enge Verzahnung von strategischer Planung und Prognose der wertbestimmenden Faktoren liefert der systematische Prognoseprozeß auf Basis des ressourcenorientierten Ansatzes von SCHMIDT,³⁹⁷ der in fünf Schritten die internen strategischen Erfolgsfaktoren Technologie, Personal und Organisation sowie die Umweltentwicklungen prognostiziert.³⁹⁸ Trotz der weitreichenden Vorschläge zur Planung und Prognose der Geschäftsentwicklung sind schlußendlich die subjektiven Einschätzungen der planenden Personen für die Transformation entscheidend.³⁹⁹

Für eine vollständige Prognose der in die Unternehmenswertrechnung eingehenden Daten werden Plan-Bilanzen und Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen für den Betrachtungszeitraum für die verschiedenen Strategien erstellt. Grundlage für diese Prognosen ist eine detaillierte Analyse der Bilanzen und der Gewinn- und Verlustrechnungen der Vergangenheit.⁴⁰⁰ Ziel dieser Analyse ist nicht die Fortschreibung von Trends, sondern die Identifikation von bewertungsrelevanten Faktoren, die den größten Einfluß auf die Zielgrößen aufweisen, um so Fehlerquellen, insbesondere unrealistische Annahmen und daraus resultierende „hockey stick“- und „slack“-Effekte⁴⁰¹, auszuschalten. Nach Erstellung der Prognose werden die ermittelten Daten analysiert und im Vergleich mit den Ergebnissen der Vergangenheitsanalyse

³⁹⁵ Vgl. Hanssmann/Meyersiek, EDV-Einsatz, S. 727 f.; Meyersiek, Unternehmenswert, S. 236–240. Vgl. auch Brune, Instrument, S. 105 ff.; Richter, Konzeption, S. 74 ff.

³⁹⁶ Aufbauend auf den Wirkungszusammenhängen der Industriekostenkurve werden dann die die Gesamtnachfrage determinierenden, voneinander unabhängigen Faktoren bestimmt und für den Zeithorizont der Strategie unter Beachtung möglicher Strukturbrüche prognostiziert und zur zukünftig zu erwartenden Gesamtnachfrage auf Mengenbasis aggregiert. Werden weiterhin Prognosen über die Entwicklung des Marktanteils, des Preisniveaus und der Kosten unter Berücksichtigung der in der Industriekostenkurve ermittelten Abhängigkeiten erstellt, lassen sich der auf das Unternehmen entfallende Umsatz und die Erfolgsposition des Unternehmens berechnen und prognostizieren. Vgl. dazu Hanssmann/Meyersiek, EDV-Einsatz, S. 724–727; Meyersiek, Unternehmenswert, S. 237 f.

³⁹⁷ Vgl. Schmidt, Unternehmensbewertung, S. 166–290. Vgl. zum Erfolgsfaktorenprinzip zur Prognose der Zielbeiträge auch Moxter, Unternehmensbewertung, S. 102–106.

³⁹⁸ Vgl. Schmidt, Unternehmensbewertung, S. 166–291 und S. 298.

³⁹⁹ Vgl. Schmidt, Unternehmensbewertung, S. 298 f.

⁴⁰⁰ Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 180–223.

⁴⁰¹ Als „hockey stick“-Effekte werden Planungsfehler bezeichnet, durch die die Pläne aufgrund unrealistischer Annahmen mit Beginn der Prognose eine aus der Vergangenheit nicht begründbare, stark überschätzende Entwicklung aufweisen. Im Gegensatz dazu werden bei den sogenannten „slack“-Effekten untertriebene Planwerte geschätzt, die dann zu Planübererfüllungen führen. Vgl. Hax/Mailuf, Management, S. 28; Rappaport, Shareholder Value, pp. 79 f. Vgl. auch Günther, Controlling, S. 143 f.; Herter, Management, S. 55 und S. 175.

einer Konsistenzprüfung unterzogen.⁴⁰² Auf der Grundlage der prognostizierten Daten der Strategiealternativen wird in einem strukturierten Berechnungsmodell der Unternehmenswertrechnung der Marktwertbeitrag der einzelnen Strategien ermittelt.⁴⁰³ Grundsätzlich wird diejenige Strategie selektiert, die den höchsten Marktwertbeitrag aufweist.

Entscheidend für die Validität des Kalküls ist eine einheitliche methodische Fundierung der subjektiven Prognosen,⁴⁰⁴ insbesondere aber auch eine kontinuierliche Anpassung an die veränderten Umweltbedingungen im Zeitablauf.⁴⁰⁵ Allerdings ist anzumerken, daß ein quantitatives Kalkül die qualitative Merkmale einer Strategiealternative, wie z. B. Flexibilität und daraus resultierende Optionen, nur bedingt einer finanziellen Bewertung zuführen kann.⁴⁰⁶ Weiterhin ist festzuhalten, daß Prognosen der Umweltentwicklungen und die Planung der Geschäftsaktivitäten nicht unabhängig voneinander sind: Die Umweltentwicklungen sind die Basis für die Planung der Geschäftsaktivitäten; für die Planung sind allerdings bei der Auswahl der relevanten Umweltentwicklungen Annahmen zu treffen.⁴⁰⁷ Um den Analyseaufwand einzudämmen, empfiehlt es sich, die Anzahl der zu untersuchenden Strategien durch eine zielgerichtete Vorauswahl zu reduzieren. Als erste Kriterien können dabei Durchführbarkeit und Konsistenz der Strategie sowie Legalität fungieren.⁴⁰⁸ Im weiteren können mittels qualitativer Bewertungsmethoden, wie z. B. der auf ordinalen Skalen basierenden Nutzwertanalyse⁴⁰⁹, der Analyse der Wirkungsrelationen der Strategie über die Erfolgsfaktoren auf die Erfolgspotentiale sowie qualitativer Prognosen⁴¹⁰ erste Hinweise auf das Vorteilhaftigkeitspotential einzelner Strategien abgeleitet werden, wodurch dann eine Rangfolge der Bearbeitung der Strategien aufgestellt werden kann.⁴¹¹

⁴⁰² Vgl. Ballwieser, Unternehmensbewertung, S. 154; Breid, Erfolgspotentialrechnung, S. 161; Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 236 f.; Moxter, Unternehmensbewertung, S. 97–101; Rappaport, Shareholder Value, pp. 79 f.

⁴⁰³ Vgl. z. B. Rappaport, Shareholder Value, pp. 78–83. Vgl. auch Hardtmann, Wertsteigerungsanalyse, S. 58. Für ein Beispiel siehe Herter, Management, S. 123–144.

⁴⁰⁴ Brealey/Myers sehen in der Manipulation der Projektion eine besondere Gefahr für Agentenkosten, die nur durch eine einheitliche Methodik und identische grundlegende Annahmen eliminiert werden können. Vgl. Brealey/Myers, Finance, pp. 297 ff.

⁴⁰⁵ Vgl. Breid, Erfolgspotentialrechnung, S. 138 f.; Hardtmann, Wertsteigerungsanalyse, S. 27.

⁴⁰⁶ Vgl. Breid, Erfolgspotentialrechnung, S. 137.

⁴⁰⁷ Vgl. Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 74 m. w. N.

⁴⁰⁸ Vgl. Day, Questions, pp. 65–68. Vgl. auch Kreikebaum, Unternehmensplanung, S. 87 f.; Steinmann/Schreyögg, Management, S. 221–225; Welge/Al-Laham, Prozeß, S. 199.

⁴⁰⁹ Vgl. Weber, Nutzwertanalyse, Sp. 1435–1448 m. w. N.

⁴¹⁰ Vgl. Macharzina, Unternehmensführung, S. 347 ff. und S. 657–665.

⁴¹¹ Vgl. Welge/Al-Laham, Planung, S. 360–379.

2.3.3 Marktwertorientierte Steuerung und Kontrolle der Unternehmensaktivitäten

2.3.3.1 Implementierung strategischer Pläne

Im Zentrum der Steuerung der Unternehmensaktivitäten steht die Implementierung der in der strategischen Planung selektierten Strategien. Die Implementierung vollzieht sich in der sachlogischen Umsetzung der Strategien in operative Maßnahmenbündel. Im einzelnen geschieht dies durch Spezifizierung und Zerlegung in weitere funktionsbereichsspezifische Einzelmaßnahmen sowie aus der verhaltensorientierte Durchsetzung durch die Bewältigung von Widerständen und die Vermittlung strategiebezogener Akzeptanz.⁴¹² Zur Spezifizierung ist es notwendig, detaillierte Teilstrategien in den funktionalen Bereichen für den Aufbau von bereichsspezifischen Fähigkeiten zu formulieren und in operativen Aktionsprogrammen wie kurzfristige Maßnahmen-, Termin-, und Budgetplanungen zu konkretisieren, so daß eine Verknüpfung zwischen den übergeordneten Strategien auf Geschäftsfeld- oder Unternehmensebene und den funktionalen Strategien bzw. der operativen Planung entsteht.⁴¹³

Ziel der operativen Planung ist der effiziente betriebliche Einsatz der Fähigkeiten bzw. der Ressourcen des Unternehmens. Ergebnisse der operativen Planung sind mittelfristige Programm- und Projektpläne, die die Auswirkungen der Strategie auf die Funktionsbereiche konkretisieren, sowie mittelfristige operative Pläne für die Funktionsbereiche⁴¹⁴ und detaillierte operative Jahrespläne und Budgets.⁴¹⁵ Im Rahmen der marktwertorientierten Steuerung unterstützt die Unternehmenswertrechnung die operative und strategische Steuerung der Unter-

⁴¹² Vgl. Bea/Haas, Management, S. 178 f.; Feider/Schoppen, Management, S. 679 f.; Kolks, Strategieimplementierung, S. 78 ff.; Kreikebaum, Unternehmensplanung, S. 89; Welge/Al-Laham, Planung, S. 387 f. Vertiefend zur Bewältigung von Widerständen siehe Kolks, Strategieimplementierung, S. 114–127 und S. 186–195; Welge/Al-Laham, Planung, S. 403–408.

⁴¹³ Vgl. Hahn, Gegenstand, S. 648–656; Kolks, Strategieimplementierung, S. 152–165; Schreyögg, Unternehmensstrategie, S. 124 f.; Steinmann/Schreyögg, Management, S. 226; Ulrich/Fluri, Management, S. 129; Welge/Al-Laham, Planung, S. 388. Im Rahmen der Vorbereitung der Strategieimplementierung stehen vor allem die operativen Funktionsbereiche im Vordergrund, aber auch weitere nicht unmittelbar zum Gegenstand der Strategie gehörige Erfolgsfaktoren wie Organisationsstruktur und Personal sind auf die Implementierungserfordernisse der Strategie auszurichten. Vgl. Steinmann/Schreyögg, Management, S. 226–233; Welge/Al-Laham, Planung, S. 388–403.

⁴¹⁴ Üblicherweise werden Teilpläne für die Bereiche Beschaffung und Einkauf, Produktion, Absatz, Forschung und Entwicklung sowie Verwaltung im realgüterwirtschaftlichen Bereich sowie Projektpläne für gesonderte operative und strategische Projekte erstellt. Für den Wertumlaufprozeß werden kurzfristige Finanzpläne, Plan-Bilanzen und Betriebsergebnispläne aufgestellt. Vgl. Steinmann/Schreyögg, Management, S. 256–267; Welge/Al-Laham, Planung, S. 418–441.

⁴¹⁵ Vgl. Kolks, Strategieimplementierung, S. 163 ff.; Ulrich/Fluri, Management, S. 132–145; Welge/Al-Laham, Planung, S. 411–462. Kirsch entwickelt ein ähnliches operatives Managementsystem, das ausgehend von den Strategien über die Projektplanung einzelne Maßnahmen in der Investitionsobjektplanung und in der mitarbeiterbezogenen Planung ableitet. In einem nächsten Schritt werden operative Programme entwickelt, auf deren Basis die Bereichsplanung und -kontrolle erfolgt. Vgl. Kirsch/Reglin, Steuerung, S. 647–709; Kirsch, Management, S. 391–421.

nehmensaktivitäten durch Bereitstellung von kompatiblen monetären Zahlungsgrößen, die in operative funktionsbereichsspezifische Jahrespläne und Budgets überführbar sind.⁴¹⁶ Die Implementierung der Strategien erfolgt so in einem unmittelbaren Zusammenhang von operativen und strategischen Plänen, so daß auch bei den kurzfristigen Plänen eine enge Übereinstimmung mit dem Erfolgsziel des Unternehmens erreicht wird.⁴¹⁷ Die Einheitlichkeit der zugrundeliegenden Daten wird dadurch verdeutlicht, daß die in der operativen Planung zu erstellenden Plan-Bilanzen bzw. Budgets der operativen Teileinheiten, verdichtet im Wege eines Gegenstromverfahrens, in der Unternehmenswertrechnung genutzt werden können. Weiterhin läßt sich die operative Kosten- und Leistungsrechnung mit der eher strategisch orientierten Unternehmenswertrechnung auf der Basis identischer Daten verbinden.⁴¹⁸

2.3.3.2 Steuerung und Kontrolle der Zielerreichung

Neben der Transformation der Strategien in Aktionspläne ist es Aufgabe der strategischen Steuerung, den Implementierungsprozeß durchzuführen und kontrollierend zu begleiten und so den Erfolg der Umsetzung durch rechtzeitige Korrekturmaßnahmen vor unternehmensexternen Störgrößen sicherzustellen.⁴¹⁹ Daher sind sämtliche Strategien in der Implementierungs- und in der Realisierungsphase einer permanenten Evaluierung mittels der Unternehmenswertrechnung zu unterziehen, indem die bewertungsrelevanten Faktoren Zahlungsstrom und Kapitalkosten im Berechnungsmodell laufend aktualisiert werden.⁴²⁰ Die operative Ergebniskontrolle auf Unternehmensebene ermittelt und analysiert dann Abweichungen von den Plänen mittels eines Soll-Ist-Vergleichs von prognostizierten und tatsächlichen Zahlungsströmen und Kapitalkosten im Rahmen der Unternehmenswertrechnung.⁴²¹ Die Gesamtabweichung wird in der Differenz des Marktwertes des Eigenkapitals zwischen Soll- und Ist-Daten abgebildet.

Die marktwertorientierte Steuerung auf Geschäftsfeldebene fokussiert die Erreichung der aus der operativen Planung abgeleiteten Teilziele und bewertet laufend den Erfolg der SGE. Abweichungen sollen so frühzeitig identifiziert und quantifiziert werden, um korrigierende Maß-

⁴¹⁶ Vgl. Blyth/Friskey/Rappaport, Implementing, p. 50. Vgl. auch Hardtmann, Wertsteigerungsanalyse, S. 59; Pape, Unternehmensführung, S. 154.

⁴¹⁷ Vgl. Hardtmann, Wertsteigerungsanalyse, S. 59.

⁴¹⁸ Vgl. dazu Richter, Konzeption, S. 170–178.

⁴¹⁹ Grundsätzlich zur Notwendigkeit der Kontrolle vgl. z. B. Ulrich/Fluri, Management, S. 146 ff.

⁴²⁰ Vgl. Pape, Unternehmensführung, S. 154.

⁴²¹ Vgl. auch Macharzina, Unternehmensführung, S. 356; Pfohl, Kontrolle, S. 803–806; Ulrich/Fluri, Management, S. 130 f.

nahmen auf strategischer und operativer Ebene zeitgerecht entwickeln und realisieren zu können. Die notwendigen Informationen werden dabei vom marktwertorientierten Controlling bereitgestellt und koordiniert, das über eine Vielzahl von Instrumenten zur Analyse und Darstellung von Abweichungen verfügt.⁴²² RICHTER entwickelt in der Integration der Kosten- und Leistungsrechnung in die Unternehmenswertrechnung auf Grundlage des Residualgewinnansatzes ein Verfahren, bei dem die Steuerung auf operativer Ebene anhand der Daten der Kosten- und Leistungsrechnung mit der Steuerung auf Unternehmensebene verbunden wird.⁴²³ Die kurzfristig ausgerichtete operative Abweichungsanalyse ermittelt dabei die Erlösabweichungen in Form von Verkaufspreis- und Absatzmengendifferenzen sowie die Kostenabweichungen, die in Abweichungen fixer und variabler Kosten zerlegt werden können. Die periodenübergreifende Kontrolle anhand eines Soll-Ist-Vergleichs von realisierten Periodenerfolgen berücksichtigt bei Verwendung des Residualgewinns als ökonomischem Gewinn der Periode auch die Opportunitätskosten des eingesetzten Kapitals und stellt so einen geeigneten Orientierungsmaßstab für die Erfolgsbeurteilung der marktwertorientierten Unternehmensführung dar.⁴²⁴

Neben der operativen Kontrolle, die auf die Messung des Umsetzungserfolgs bzw. der Identifikation von Realisierungsabweichungen und der Effizienz der Steuerung der Unternehmensaktivitäten abzielt, ist die marktwertorientierte Kontrolle um eine strategische Ebene zu ergänzen, die die Effektivität der strategischen Planung untersucht.⁴²⁵ Ziel der zukunftsorientierten strategischen Kontrolle⁴²⁶ ist es, das Selektionsrisiko der marktwertorientierten Planung und der gerichteten Kontrollaktivitäten zu kompensieren, Erosionen der Wettbewerbsvorteile frühzeitig anzuzeigen und so die Entwicklung und Realisierung geeigneter Ge-

⁴²² Auf die Darstellung der Instrumente des wertorientierten operativen Controllings wie z. B. wertorientierte Kennzahlensysteme, unternehmenswertorientierte Ergebnisrechnung, Kontrolle und Abweichungsanalyse und der Konzepte des strategischen Controllings wie z. B. wertorientierte Variationen der Portfolioanalyse soll abgesehen werden. Vgl. für eine umfassende Darstellung der Konzepte und der Aufgabenkomplexe des wertorientierten Controllings Günther, Controlling, S. 203–398; Pape, Unternehmensführung, S. 176–202.

⁴²³ Vgl. Richter, Konzeption, S. 170–192.

⁴²⁴ Vgl. Richter, Konzeption, S. 181–187. Richter formuliert generelle Aussagen darüber, wann periodenbezogene Residualgewinne Aufschluß über die Wertsteigerungspotentiale einzelner Strategien liefern können. Wertsteigernd sind Strategien, die immer positive Übergewinne erwirtschaften. Richter weist darauf hin, daß bei überwiegend positiven Übergewinnen mit hoher Wahrscheinlichkeit auf Wertsteigerung geschlossen werden kann, wobei bei laufenden Projekten die Annahme über die Höhe der zugrundeliegende Werthürde (z. B. Buchwert des investierten Kapital IK) kritisch für die Erfolgsbeurteilung ist. Vgl. vertiefend dazu Richter, Konzeption, S. 186 f.

⁴²⁵ Vgl. Richter, Konzeption, S. 203.

⁴²⁶ Für einen Überblick über alternative Ansätze zur strategischen Kontrolle siehe Bea/Haas, Management, S. 210; Pfohl, Kontrolle, S. 806–809. Umfassend dazu siehe Nuber, Kontrolle, S. 78–117.

genmaßnahmen zu ermöglichen.⁴²⁷ Weiterhin gilt es zu vermeiden, daß wahrgenommene Unsicherheiten durch das Setzen von Annahmen aus dem Kalkül ausgeblendet werden.⁴²⁸ Die strategische Kontrolle nach dem Konzept von STEINMANN/SCHREYÖGG gliedert sich in strategische Prämissenkontrolle, Durchführungskontrolle und strategische Überwachung.⁴²⁹ Die umfassende ungerichtete strategische Überwachung zielt auf die frühzeitige Entdeckung von kritischen Ereignissen, die den Erfolg der Strategie, die Erfolgspotentiale des Unternehmens und damit die Zielerreichung der Marktwertmaximierung oder sogar die Vermögenspositionen der Kapitalgeber gefährden können, bisher aber von anderen Kontrollaktivitäten übersehen oder falsch eingeschätzt wurden.⁴³⁰

Die unmittelbar bei Implementierung der Strategie einsetzende Durchführungskontrolle untersucht, ob tatsächliche oder prognostizierte Abweichungen Hinweise auf die Gefährdung der grundsätzlich eingeschlagenen Strategie geben.⁴³¹ Dazu wird nicht auf einen vergangenheitsorientierten Soll-Ist-Vergleich, sondern auf die zukunftsbezogene Kontrolle des ursprünglichen Sollwertes durch den nunmehr erwarteten (korrigierten) Sollwert abgestellt, um die Erreichbarkeit zukünftiger strategischer Meilensteine zu überprüfen.⁴³² Durch das Setzen von expliziten und impliziten Annahmen ist ein Entscheidungsproblem im Rahmen der Unternehmenswertrechnung erst strukturierbar. Die strategische Prämissenkontrolle überprüft den Annahmenkranz des Modells, der ein hohes kontrollbedürftiges Risiko konstituiert, durch eine bei der Planung startende, kontinuierliche, zukunftsgerichtete Überwachung der Ausprägungen und der Relevanz der Annahmen für die Unternehmenswertrechnung.⁴³³

2.3.4 Vorzüge und Grenzen der marktwertorientierten Unternehmensführung

Das Konzept der marktwertorientierten Unternehmensführung stellt eine Weiterentwicklung der bisherigen Ansätze zur strategischen Unternehmensführung dar. Durch die Verbindung mit der Finanzierungstheorie wird ein System der Strategiefindung und quantitativen Bewertung der Alternativen entwickelt, das einen objektivierten und in monetären Einheiten meßba-

⁴²⁷ Vgl. Steinmann/Schreyögg, Management, S. 233 f. Vgl. auch Nuber, Kontrolle, S. 56–59.

⁴²⁸ Vgl. Kreikebaum, Unternehmensplanung, S. 91.

⁴²⁹ Die nachfolgenden Ausführungen gehen auf Steinmann/Schreyögg zurück. Vgl. Steinmann/Schreyögg, Management, S. 233–238.

⁴³⁰ Vgl. Steinmann/Schreyögg, Management, S. 237. Vgl. auch Hardtmann, Wertsteigerungsanalyse, S. 219 ff.; Nuber, Kontrolle, S. 145–159.

⁴³¹ Vgl. auch Hahn, Kontrolle, S. 858 ff.; Nuber, Kontrolle, S. 134–145.

⁴³² Vgl. Hardtmann, Wertsteigerungsanalyse, S. 220; Herter, Management, S. 181.

⁴³³ Vgl. Steinmann/Schreyögg, Management, S. 236 f. Vgl. auch Hahn, Kontrolle, S. 854 ff.; Hardtmann, Wertsteigerungsanalyse, S. 220; Nuber, Kontrolle, S. 120–134.

ren Vergleich von Strategiealternativen vor dem Hintergrund der Zielfunktion Marktwertmaximierung unter Berücksichtigung des Risikos ermöglicht,⁴³⁴ wobei die Interdependenzen zwischen dem leistungs- bzw. güterwirtschaftlichen und dem finanzwirtschaftlichen Bereich abgebildet werden. Durch die Operationalisierung des zentralen und einheitlichen Maßstabes „Marktwert des Eigenkapitals“ im Rahmen der Konkretisierung strategischer Pläne erfolgt ferner eine inhaltliche und formale Verknüpfung der Strategien mit den Maßnahmenbündeln der operativen Planung.

Durch die Einheitlichkeit von quantitativen Planungs-, Steuerungs- und Kontrollgrößen stellt so die marktwertorientierte Unternehmensführung ein in sich geschlossenes, konsistentes System zum Management der Unternehmensaktivitäten dar, das Einblicke in die Entscheidungslogik bringt und die Vorteilhaftigkeit der Aktivitäten im Unternehmen transparent macht. Darüber hinaus schafft dieser Ansatz für den Anleger die Voraussetzung für eine aktionsorientierte objektivierte Performancemessung des Unternehmens, auf dessen Basis Anreizsysteme für das Management installiert werden können.⁴³⁵

Der marktwertorientierten Unternehmensführung sind theoretische und praktische Grenzen gesetzt: Mit der Ausrichtung auf die Interessen der Eigentümer werden andere, nicht kapitalgeleitete Unternehmensformen a priori ausgeblendet. Ferner abstrahiert die marktwertorientierte Unternehmensführung von anderen, nichtfinanziellen Zielen der Anteilseigner. Mit wesentlichen methodischen Problemen behaftet stellt sich hier außerdem die Bestimmung der Rendite der Kapitalgeber als Kapitalkostensatz dar.⁴³⁶ Mit dem CAPM und der APT liegen zwar zwei alternative operable Verfahren vor, die sich von den heuristischen Ansätzen zur Bestimmung der Renditeforderung der Eigenkapitalgeber durch eine solide theoretische Basis abheben, aber aufgrund der restriktiven Annahmenkränze der Grundmodelle nicht unerhebliche Anwendungsprobleme bergen. Mit dem Marktwert des Eigenkapitals wird dem Entscheidungsträger ein eindeutig quantifizierter Maßstab geliefert. Allerdings wird in einem solchen Kalkül i. d. R. die nur schwer zu quantifizierende, aber wertvolle Flexibilität, also der Handlungsspielraum, den der Entscheidungsträger nach der Wahl einer Alternative noch ausnutzen

⁴³⁴ Vgl. Günther, Controlling, S. 323.

⁴³⁵ Vgl. Brune, Instrument, S. 173.

⁴³⁶ Vgl. Abschnitt 2.1.3.3, Kritische Würdigung der kapitalmarkttheoretischen Methoden zur Bestimmung der Renditeforderung der Anteilseigner, S. 38.

kann, vernachlässigt.⁴³⁷ Diese Realloptionen bzw. Passiva-Optionen können mit Hilfe der Optionspreismodelle einer komplexen Bewertung zugeführt werden.⁴³⁸

Generell gilt das Bewertungskalkül der Unternehmenswertrechnung aufgrund der zu beachtenden Details als komplex und mit Unsicherheit behaftet. Dieser Einschätzung ist zuzustimmen, sie mindert aber die Vorzüge des Ansatzes nicht.⁴³⁹ Der Entscheidungsträger kann bei Festlegung des Modellrahmens selbst bestimmen, wieviel Komplexität reduziert werden soll. Die Unsicherheit läßt sich mit keinem Modell der Unternehmensführung verringern, da sie ein, wenn nicht das konstituierende Merkmal der realen Umwelt ist. Wesentlich für eine zweckdienliche Nutzung des Ansatzes ist die Abkehr vom häufig implizit und dogmatisch verfolgten Glauben an die Richtigkeit von Empfehlungen, die – wie hier – auf eindimensionalen Werten basieren.⁴⁴⁰ Nicht übersehen werden darf, daß die Modellbildung nur durch Komplexitätsreduktion möglich ist und folglich auch nur „komplexitätsreduzierte“ Ergebnisse liefern kann, die im Regelfall der Mehrwertigkeit realer Entscheidungssituationen nur bedingt gerecht werden. Entscheidend für die sachgerechte Anwendung der Unternehmenswertrechnung zur Steuerung des Unternehmens ist daher die laufende kritische Prüfung aller in das Modell eingehenden Daten, Vorsicht bei der Interpretation der Ergebnisse und die vorbehaltlose Kontrolle der Realisierung der Wertsteigerungspotentiale.⁴⁴¹

Insgesamt betrachtet stellt das Konzept der marktwertorientierten Unternehmensführung ein belastbares System zur Unterstützung von Entscheidungsträgern bei der Ausrichtung, Planung, Steuerung und Kontrolle der Unternehmensaktivitäten eines kapitalgeleiteten Unternehmens dar. Im weiteren ist nun zu untersuchen, welche Stellung das betriebliche Immobilienmanagement im Rahmen der marktwertorientierten Unternehmensführung einnehmen und mit welchem System eine marktwertmaximale Gestaltung der Immobilienfunktion erreicht werden kann.

⁴³⁷ Einführend zur Bewertung der Flexibilität im Rahmen der Unternehmenswertrechnung vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 457–485; Herter, Management, S. 82–87.

⁴³⁸ Vgl. z. B. Herter, Optionen, S. 320–327. Aufgrund der Komplexität der Berechnungsalgorithmen empfehlen Copeland/Koller/Murrin dem praktischen Anwender die Beauftragung eines Beratungsdienstleisters. Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 485.

⁴³⁹ Vgl. Herter, Management, S. 79 f.

⁴⁴⁰ Vgl. Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 90 f.

⁴⁴¹ Vgl. auch Herter, Management, S. 80.

3 Konzeption eines marktwertorientierten betrieblichen Immobilienmanagements

Nachdem im vorherigen Kapitel das Konzept der marktwertorientierten Unternehmensführung in den Grundzügen vorgestellt wurde, gilt es nun im folgenden, das betriebliche Immobilienmanagement in die marktwertorientierte Unternehmensführung zu integrieren und ein Modell zur Bewertung von immobilienpezifischen Wertsteigerungsstrategien zu entwickeln. Zunächst werden die Begriffe „Unternehmensimmobilien“, „Immobilienunternehmen“ und „betriebliches Immobilienmanagement“ geklärt und inhaltlich erläutert. Darauf aufbauend wird eine immobilienpezifische Unternehmenswertrechnung entworfen. Im dritten Abschnitt wird ein Zielsystem und ein System zur Planung, Steuerung und Kontrolle des marktwertorientierten betrieblichen Immobilienmanagements entwickelt.

3.1 Unternehmensimmobilien und betriebliches Immobilienmanagement

In diesem Abschnitt werden zunächst die Charakteristika der Unternehmensimmobilien und ihre Bedeutung für Unternehmen dargelegt. Daran schließt sich eine kurze Darstellung der wesentlichen Ansatzpunkte des traditionellen Verständnisses des Immobilienmanagements und des strategischen Managements von Unternehmensimmobilien an. Dabei gilt es, bisherige Konzeptionen kritisch zu würdigen und die Stoßrichtung für die Weiterentwicklung zu einem Konzept des marktwertorientierten Managements von Unternehmensimmobilien aufzuzeigen.

3.1.1 Unternehmensimmobilien als Objekt des betrieblichen Immobilienmanagements

3.1.1.1 Betrachtungsperspektiven von Immobilien in Unternehmen

Um Klarheit über den Gegenstand der folgenden Ausführungen und eine einheitliche terminologische Basis herzustellen, wird der vielfältig genutzte Begriff „Immobilie“⁴⁴² anhand des juristischen Verständnisses konkretisiert.⁴⁴³ In den Rechtsvorschriften der Bundesrepublik Deutschland ist keine Legaldefinition des Immobilienbegriffs vorgesehen.⁴⁴⁴ Im bürgerlichen

⁴⁴² Synonym zum Immobilienbegriff werden im allgemeinen Sprachgebrauch z. B. die Begriffe „Grundstück“, „Grund und Boden“, „Liegenschaft“, „Gebäude“ oder „Grundvermögen“ verwendet. Vgl. Bone-Winkel, Management, S. 20; Schulte et al., Betrachtungsgegenstand, S. 15; Thomas, Immobilienindex, S. 18.

⁴⁴³ Vgl. Schulte et al., Betrachtungsgegenstand, S. 15. Vgl. auch Abromeit-Kremser, Immobilieninvestmentfonds, S. 27–30; Bone-Winkel, Management, S. 20 ff.; Schäfers, Management, S. 13.

⁴⁴⁴ Im deutschen Rechtssystem existiert kein originäres Immobilienrecht. Immobilien sind vielmehr Gegenstand einzelner Regelungen unterschiedlicher Rechtsbereiche, wie z. B. bürgerliches Recht, Einkommensteuerrecht, Wohneigentumsrecht, Erbbaurecht, sowie der Wertermittlungsverordnung und des Bewertungsgesetzes. Wesentliche Rechtsgrundlagen für Grundstücke sind insb. §§ 93–97 BGB. Vgl. Palandt-Heinrichs, BGB, S. 56–66. Vgl. auch Bone-Winkel, Management, S. 20 f.; Falk, Immobilien-Handbuch, Teil II, Kap. 5.3, S. 1 f.

Recht wird das Grundstück als ein räumlich abgegrenzter Teil der Erdoberfläche definiert,⁴⁴⁵ der eine wirtschaftliche Einheit aus den wesentlichen Bestandteilen des Grundstücks,⁴⁴⁶ dem Zubehör und den mit dem Eigentum an dem Grundstück verbundenen Rechten⁴⁴⁷ bildet.⁴⁴⁸ Während das BGB das Grundstück mit den genannten Sachen und Rechten als eine rechtliche Identität interpretiert, sieht das Steuer- und Handelsrecht eine getrennte Behandlung von Grundstück und Gebäuden vor,⁴⁴⁹ die aus der Notwendigkeit der Berücksichtigung der unterschiedlichen ökonomischen Eigenschaften der Vermögensgegenstände resultiert.⁴⁵⁰ Für die weitere Untersuchung wird im folgenden unter dem Begriff „Immobilie“ das Grundstück und die eventuell aufstehenden Gebäude grundsätzlich als Einheit verstanden. Es ist aufgrund der intendierten Berücksichtigung steuer- und handelsrechtlicher Normen aber zuweilen notwendig, die Immobilie in die handelsrechtlichen Bestandteile Grundstück und aufstehende Gebäude zu zerlegen. Der Begriff des bebauten Grundstücks entfällt, da dieser mit dem Begriff der Immobilie bereits erfasst ist.

Die Betrachtung der Immobilie sowohl aus einer physischen als auch aus einer ökonomischen Perspektive erlaubt eine vertiefende Präzisierung des Immobilienbegriffs.⁴⁵¹ Die physische Perspektive stellt die materiellen Eigenschaften von Immobilien und damit eine substanzorientierte Sichtweise des Gebäudes in den Vordergrund.⁴⁵² Demnach sind Immobilien dreidimensionale Gebilde, die durch eine stoffliche Struktur einen Teil der Erdoberfläche und einen

⁴⁴⁵ Formaljuristisch entsteht ein Grundstück in Sinne des BGB und der GBO mit der Eintragung der abgegrenzten Oberfläche im Bestandsverzeichnis eines gesonderten Grundbuchblattes unter einer bestimmten Nummer in das Grundbuch. Vgl. Palandt-Bassenge, BGB, S. 1065 f.

⁴⁴⁶ Zu den wesentlichen Bestandteilen gehören gemäß § 94 BGB die mit dem Grund und Boden festverbundenen und nicht ohne wesentliche Veränderung abtrennbaren Sachen wie Gebäude und Erzeugnisse des Grundstücks. Vgl. auch Palandt-Heinrichs, BGB, S. 60 f. Ein Gebäude ist „ein Bauwerk auf eigenem oder fremdem Grund und Boden, das Menschen oder Sachen durch räumliche Umschließung Schutz gegen äußere Einflüsse gewährt, den Aufenthalt von Menschen gestattet, fest mit dem Grund und Boden verbunden ist, von einiger Beständigkeit und standfest ist.“ Vgl. BFH-Urteil vom 24.05.1963.

⁴⁴⁷ Zu den mit einem Grundstück verbundenen Rechten sind z. B. Grunddienstbarkeiten, Reallasten etc. zu zählen. Vgl. vertiefend dazu Palandt-Bassenge, BGB, S. 1065–1096, S. 1127–1132 und S. 1186–1297.

⁴⁴⁸ Vgl. dazu § 70 I und II BewG. Weiterhin gehören gemäß § 97 BGB auch in Gebäude eingebrachte bewegliche Sachen zum Grundstück. Nicht zum Grundstück gehörend sind die nur zu einem vorübergehenden Zweck mit Grund und Boden verbundene Scheinbestandteile wie z. B. Baracken und Wohncontainer. Vgl. vertiefend dazu Palandt-Heinrichs, BGB, S. 60–65.

⁴⁴⁹ Vgl. auch Ropeter, Investitionsanalyse, S. 65 f.

⁴⁵⁰ Für Besonderheiten der steuer- und handelsrechtlichen Behandlung von Grund und Boden und Gebäuden vgl. Abschnitt 3.2.1.4, Berücksichtigung der steuerrechtlichen Rahmenbedingungen, S. 105.

⁴⁵¹ Auf die Eigenschaften der Immobilien als Wirtschaftsgut und den resultierenden Merkmalen des Immobilienmarktes wird hier nicht eingegangen. Vgl. dazu grundlegend Bone-Winkel, Management, S. 27–32; Duckworth, Dimension, p. 495.

⁴⁵² Vgl. Schulte et al., Betrachtungsgegenstand, S. 16.

Luftraum künstlich abgrenzen.⁴⁵³ Eine Immobilie als dreidimensionales Gebilde generiert jedoch, wie andere Ressourcen auch,⁴⁵⁴ eo ipso keinen ökonomischen Wert.⁴⁵⁵ Ausschließlich die Bereitstellung des Nutzenpotentials, das aus der Nutzung der Immobilie realisierbar und Dritten nicht frei verfügbar zugänglich ist, stellt ein knappes Gut dar. Somit erfährt die dreidimensionale physische Sichtweise der Immobilie eine Erweiterung um die Dimension Zeit.⁴⁵⁶ Immobilien ermöglichen die Nutzung des umbauten Raums für einen bestimmten Zeitraum.⁴⁵⁷ Vor diesem Hintergrund lassen sich drei unterschiedliche ökonomische Rollen der Immobilie identifizieren:

- 1.) Die Immobilie als Produkt
- 2.) Die Immobilie als Produktionsfaktor und Ressourcenpotential
- 3.) Die Immobilie als Objekt der betrieblichen Tätigkeit

ad 1.) Die Immobilie als Produkt

Das Verfügungsrecht des Eigentümers, die Immobilie als Trägerin des Nutzenpotentials Dritten gegen Vergütung zur zeitlich beschränkten Nutzung zu überlassen, ermöglicht die Transformation von Raum-Zeit-Einheiten in Geld-Zeit-Einheiten.⁴⁵⁸ Notwendige Voraussetzung für diese Wandlung ist die Existenz eines Marktes, auf dem der Eigentümer als Anbieter des Produktes „Raum-Zeit-Einheiten“ mit Nachfragern Kontrakte über die Nutzungsüberlassung gegen einen Zahlungsstrom vereinbart.⁴⁵⁹ Die physischen Eigenschaften der Immobilie als Produktmerkmale bestimmen dabei die Größe des Nutzenpotentials und damit auch den subjektiven Wert der Nutzungsüberlassung.⁴⁶⁰ Der Preis für die Nutzungsüberlassung bildet sich aus den Wertvorstellungen der Marktteilnehmer und der wettbewerblichen Situation auf dem Im-

⁴⁵³ Vgl. Abromeit-Kremser, Immobilieninvestmentfonds, S. 28; Amstad, Immobilien, S. 51 f.; Bone-Winkel, Management, S. 22; Pyhrr et al., Investment, p. 3.

⁴⁵⁴ Hofer/Schendel verallgemeinern diese Aussage: „[...] *resources have no value in and of themselves.* [kursiv im Original, M.H.] They gain value only when one specifies the ways in which they are to be used.“ Hofer/Schendel, Strategy, p. 148.

⁴⁵⁵ Vgl. Bone-Winkel, Management, S. 23.

⁴⁵⁶ Vgl. Pyhrr et al., Investment, p. 4. Vgl. auch Abromeit-Kremser, Immobilieninvestmentfonds, S. 28; Amstad, Immobilien, S. 51 f.; Bone-Winkel, Management, S. 23; Schäfers, Management, S. 14; Schulte et al., Betrachtungsgegenstand, S. 16 f.

⁴⁵⁷ Laut Schulte et al. weist der wirtschaftliche Immobilienbegriff drei wesentliche Inhalte auf: Der abgeschlossene Raum, die Nutzenstiftung des Raums und die zeitliche Dimension der Nutzung. Vgl. Schulte et al., Betrachtungsgegenstand, S. 17.

⁴⁵⁸ Vgl. Pyhrr et al., Investment, p. 4. Vgl. auch Abromeit-Kremser, Immobilieninvestmentfonds, S. 28; Bone-Winkel, Management, S. 23; Ropeter, Investitionsanalyse, S. 67; Schäfers, Management, S. 14; Schulte et al., Betrachtungsgegenstand, S. 17. Nach Nourse/Roulac ist „real property [...] an asset generating a service per unit of time.“ Vgl. Nourse/Roulac, Decisions, p. 478.

⁴⁵⁹ Vgl. Bone-Winkel, Management, S. 23.

mobilenmarkt. Da der Eigentümer i. d. R. für den Erwerb, Aufbau und Erhalt der Immobilie Kapital einsetzt, stellt das Produkt „Immobilie“ in diesem als investitionstheoretisch bezeichneten Verständnis⁴⁶¹ selbst die Realinvestition bzw. das Investitionsobjekt dar.⁴⁶² Der Investor ist ein „Immobilienunternehmer“, da er unter Eingehen von immobilienmarkt- und immobilien-spezifischen Risiken zukünftiges Konsumpotential extern auf dem Immobilienmarkt zu generieren versucht, indem er immobilien-spezifische marktliche und ressourcenbasierte Erfolgspotentiale des von ihm angebotenen Produktes „Immobilie“ aufbaut.

ad 2.) Die Immobilie als Produktionsfaktor und Ressourcenpotential

Im Zentrum der Arbeit steht die Betrachtung der Immobilie als Produktionsfaktor und Ressourcenpotential von Unternehmen.⁴⁶³ Im Rahmen des faktortheoretischen Ansatzes von GUTENBERG,⁴⁶⁴ der das System produktiver Faktoren in den Mittelpunkt einer produktions-theoretischen Sichtweise stellt,⁴⁶⁵ sind Immobilien als Betriebsmittel anzusehen, die als notwendige technische Voraussetzung der betrieblichen Leistungserstellung dauerhaft ihre Leistungseinheiten abgeben, ohne als Potentialfaktoren im Leistungsprozeß unterzugehen.⁴⁶⁶ Einen weiteren Ansatzpunkt liefert die ressourcenbasierte Interpretation der strategischen Unternehmensführung,⁴⁶⁷ in der Immobilien ein dem Unternehmen längerfristig bereitstehendes Ressourcen- und Nutzenpotential zum Aufbau und Erhalt von Erfolgspotentialen darstellen.⁴⁶⁸ Wesentlich für die Argumentation in der vorliegenden Arbeit ist es, deutlich herauszustellen, daß in Unternehmen, die Immobilien ausschließlich als Produktionsfaktor betrachten, Immobilien nur mittelbar den wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens beeinflussen,⁴⁶⁹ da das Unternehmen per definitionem keine Einzahlungen aus der Bereitstellung von Immobilien an

⁴⁶⁰ Ähnlich vgl. Ropeter, Investitionsanalyse, S. 69.

⁴⁶¹ Vgl. Schäfers, Management, S. 14.

⁴⁶² Nourse/Roulac bringen dies prägnant zum Ausdruck: „Investing in real property assets is engaging in a real property business that provides monthly and annual real property services to users.“ Nourse/Roulac, Decisions, p. 478. Vgl. auch Ropeter, Investitionsanalyse, S. 68; Schäfers, Management, S. 14.

⁴⁶³ Die Immobilien als Nutzungsobjekt der Haushalte wird hier im folgenden nicht thematisiert. Vgl. dazu z. B. Jenkis, Wohnungswirtschaftspolitik, S. 87 f.; Kühne-Büning, Wohnung, S. 6–17. Umfassend zum strategischen Management von Wohnungsunternehmen siehe Buse, Management.

⁴⁶⁴ Vgl. grundlegend dazu Gutenberg, Produktion.

⁴⁶⁵ Produktionsfaktoren stellen das gesamte Ressourcenpotential einer Unternehmung dar und lassen sich in die Elementarfaktoren Werkstoffe, Arbeits- und Betriebsmittel, objektbezogene Arbeitsleistung und den dispositiven Faktor unterteilen, der die Elementarfaktoren miteinander für die betriebliche Leistungserstellung kombiniert. Vgl. Gutenberg, Produktion, S. 2–5. Vgl. auch Heinen, Kostenlehre, S. 214 f.; Schanz, Wissens-schaftsprogramme, S. 111–120.

⁴⁶⁶ Vgl. Heinen, Kostenlehre, S. 63 f. und S. 247.

⁴⁶⁷ Vgl. einführend Abschnitt 2.3.2.2, Strategische Analyse als Ausgangspunkt für die Identifikation von Wert-steigerungspotentialen, S. 59.

⁴⁶⁸ Vgl. Heinen, Kostenlehre, S. 247. Vgl. auch Gälweiler, Unternehmensplanung, S. 154 ff.; Gälweiler, Unter-nehmensführung, S. 114–118.

Dritte generiert. Auszahlungen für die Bereitstellung und Bewirtschaftung von Immobilien als Produktionsfaktor sind Teil einer umfassenderen, produktspezifischen Investition, deren Endprodukte Einzahlungen generieren. In einem solchen Verständnis stellen Investitionen in Immobilien Sekundärinvestitionen dar, die von den marktgerichteten Primärinvestitionen des Kerngeschäfts abzugrenzen sind.⁴⁷⁰

ad 3.) Die Immobilie als Objekt der betrieblichen Tätigkeit

Die Immobilie kann auch der Gegenstand sein, an dem die Leistungserstellung der originären betrieblichen Tätigkeit eines Unternehmens erfolgt. Die unterschiedlichen Typen der Leistungserstellung lassen sich anhand des immobiliespezifischen Lebenszykluskonzepts⁴⁷¹ verdeutlichen. In der Entwicklungsphase sind an der Konzeptionierung, Planung und Realisierung der Immobilie z. B. Architekten, Ingenieure sowie Projektsteuerer und Bauunternehmen beteiligt.⁴⁷² In der Konzeptionierungsphase unterstützen Berater den Investor,⁴⁷³ und Kreditinstitute stellen die Finanzierung zur Verfügung.⁴⁷⁴ In der Nutzungsphase sind vielfältige Dienstleister wie z. B. Gebäudemanager, Reinigungsunternehmen u. v. a. m.. tätig.⁴⁷⁵ Makler unterstützen den Investor in der Verwertungsphase bei der Identifikation von Mietern und Kaufinteressenten, Abrißunternehmen führen den ggf. geplanten Abriß aus. Aus dieser kurzen, beispielhaften Darstellung wird deutlich, welche Vielfalt die Rolle der Immobilien als Objekt der Geschäftstätigkeit aufweist.

Zusammenfassend ist festzuhalten, daß Immobilien aus betriebswirtschaftlicher Sicht in Unternehmen unterschiedliche Rollen einnehmen. Während die Betrachtung der Immobilie als Produkt extern auf Produktmerkmale gerichtet ist, gewinnt bei der Sichtweise der Immobilie als Produktionsfaktor die intern gerichtete Bedarfsdeckung besondere Bedeutung. Als Objekt der Geschäftstätigkeit stellen Immobilien die Basis der erwerbswirtschaftlichen Tätigkeit verschiedener Unternehmen dar. Nach dieser Unterscheidung wird im folgenden die Systematisierung der Unternehmen anhand ihres Verhältnisses zu Immobilien dargestellt.

⁴⁶⁹ Vgl. Ropeter, Investitionsanalyse, S. 25.

⁴⁷⁰ Vgl. Ropeter, Investitionsanalyse, S. 25.

⁴⁷¹ Vgl. Pyhrr et al., Investment, pp. 46 ff. Vgl. auch Bone-Winkel, Management, S. 45–48; Isenhöfer/Väth, Lebenszyklus, S. 141–147; Schäfers, Management, S. 25–30; Schütz, Kennziffermodell, S. 25 ff.

⁴⁷² Für einen Überblick über die an der Planungsphase beteiligten Wirtschaftssubjekte siehe Schulte et al., Betrachtungsgegenstand, S. 40 f.

⁴⁷³ Berater bieten dem Eigentümer Beratungsdienstleistungen an, die sich auf den gesamten Lebenszyklus der Immobilie erstrecken. Vgl. Schulte et al., Betrachtungsgegenstand, S. 41.

⁴⁷⁴ Für einen Überblick über die Anbieter von Immobilienfinanzierungen vgl. Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 458 f.

3.1.1.2 Systematisierung von Unternehmen anhand ihres Verhältnisses zu Immobilien

Auf der Basis der im vorherigen Abschnitt getroffenen Unterscheidung der Rollen von Immobilien können die Begriffe „Immobilienunternehmen“ (synonym: Property Company) und „Nicht-Immobilienunternehmen“⁴⁷⁶ (synonym: Non-Property Company) näher erläutert werden. Einen ersten Ansatz für eine Definition liefert BONE-WINKEL, der nach dem Kriterium des Geschäftsgegenstands Immobilienunternehmen als diejenigen Unternehmen auffaßt,

„deren wesentlicher Geschäftsgegenstand die Vermittlung, die Projektentwicklung, die Verwaltung, die Finanzierung, der Erwerb und Verkauf von Immobilien oder die Erbringung von immobilienbezogenen Dienstleistungen umfaßt.“⁴⁷⁷

Nach dieser Definition richten Immobilienunternehmen ihre Tätigkeit primär auf die Erbringung extern gerichteter immobilienwirtschaftlicher Leistungen aus,⁴⁷⁸ während Non-Property Companies negativ als diejenigen Unternehmen abzugrenzen sind, die Dritten kein immobilienwirtschaftliches Leistungsprogramm anbieten,⁴⁷⁹ aber Immobilien zur Befriedigung ihres Bedarfs als Produktionsfaktor einsetzen und so immobilienwirtschaftliche Leistungen als intern gerichtete Sekundärleistungen erbringen.⁴⁸⁰

Diese Definitionen weisen zwar auf wesentliche Unterschiede in der Bedeutung von Immobilien bei Unternehmen hin, allerdings lassen sich einige Kritikpunkte anführen: Aufgrund der Breite der Definition werden sehr unterschiedliche Unternehmen zu einer äußerst heterogenen Gruppe unzweckmäßig zusammengefaßt. So gehören nach dieser Definition Kreditinstitute ebenso zur Gruppe der Immobilienunternehmen wie Bauunternehmen, Reinigungsunternehmen und offene Immobilienfonds. Die Unternehmen sind überwiegend auf unterschiedlichen Märkten und Geschäftsfeldern tätig. Daher stehen die Aktivitäten der hier gruppierten Unternehmen überwiegend in keiner systematischen Beziehung zueinander. Folglich weisen die Geschäftsfelder so auch zumeist völlig unterschiedliche Merkmale hinsichtlich z. B. Produkt-Markt-Strategien, Ressourcenanforderungen und Risikopositionen auf.⁴⁸¹ Die Zugehörigkeit

⁴⁷⁵ Vgl. Pierschke, Management, S. 283 f.

⁴⁷⁶ Schäfers, Management, S. 16.

⁴⁷⁷ Bone-Winkel, Management, S. 25 f.

⁴⁷⁸ Vgl. Bone-Winkel, Management, S. 25 f.; Schäfers, Management, S. 16 f.; Schulte et al., Betrachtungsgegenstand, S. 45.

⁴⁷⁹ Vgl. Schäfers, Management, S. 16 f.

⁴⁸⁰ Vgl. Schulte et al., Betrachtungsgegenstand, S. 44 f.

⁴⁸¹ In diesem Sinne räumt auch Bone-Winkel ein, daß aufgrund der Heterogenität der Unternehmen, die der Immobilienwirtschaft zugerechnet werden, eine allgemeingültige Definition auf dieser Grundlage nicht erfolgen kann. Vgl. Bone-Winkel, Management, S. 25 f.

zur Immobilienwirtschaft im weitesten Sinne stellt somit kein geeignetes Ordnungskriterium für das Ziel dieser Arbeit dar, so daß es notwendig ist, eine präzisere Ordnung anhand der vorgestellten Unterscheidung der Rollen von Immobilien in Unternehmen zu entwickeln: Unter Property Companies werden im folgenden diejenigen Unternehmen verstanden, die Dritten auf einem Markt Immobilien zur Nutzung bereitstellen und somit Immobilien als Produkt betrachten.⁴⁸² Darunter fallen die institutionellen Immobilieninvestoren⁴⁸³ wie Versicherungen, Pensionskassen, Immobilienaktiengesellschaften und Immobilienfonds⁴⁸⁴, aber auch Immobilienhändler und Projektentwickler.⁴⁸⁵

⁴⁸² Diese engere anglo-amerikanisch ausgerichtete Auffassung des Immobilienunternehmens orientiert sich an der Definition der London Stock Exchange: Diese definiert im Chapter 18 des Yellow Book eine Property Company als „a company primarily engaged in property activities which include: (i) the holding of properties and development of properties for letting and retention as investments; or (ii) the purchase or development of properties for subsequent sale, or both.“ Vgl. London Stock Exchange, Yellow Book, Chapter 18, Section 18.2 a. Vgl. auch Gerbich/Levis/Venmore-Rowland, Property, p. 42.

⁴⁸³ Für einen Überblick über die institutionellen Immobilienanleger siehe Schulte et al., Betrachtungsgegenstand, S. 38 f.

⁴⁸⁴ Geschlossene Immobilienfonds firmieren üblicherweise in der Rechtsform der Gesellschaft bürgerlichen Rechts oder der Kommanditgesellschaft und sind daher formal als Unternehmen anzusehen, die Immobilien Dritten zur Verfügung stellen. Für die Zurechnung zur Gruppe der institutionellen Investoren sollen aber hier nicht Rechts- oder Vertragsform, sondern vor allem ökonomische Faktoren wie Anlagestrategie des Managements, Größe und Struktur des Immobilienvermögens und Verhalten als Anbieter auf dem Vermietermarkt herangezogen werden. Die Zuzählung der geschlossenen Immobilienfonds zu den institutionellen Anlegern ist daher nicht angezeigt, da diese sich von den institutionellen Investoren insb. dadurch unterscheiden, daß das Management (i. d. R. Treuhänder) von geschlossenen Fonds keine Entscheidungen über Neuanlagen treffen und daß die Fondsvolumina i. d. R. nicht an diejenigen institutioneller Investoren heranreichen. Geschlossene Fonds gelten als eine direkte Kapitalanlage eines Investors und sind daher den privaten Immobilieninvestoren zuzurechnen und folglich nicht als Property Companies zu bezeichnen. Offene Immobilienfonds werden hier dieser Gruppe aufgrund der Erfüllung der obigen Kriterien zugerechnet, obwohl diese ein durch eine Kapitalanlagegesellschaft verwaltetes Sondervermögen und formal nicht ein Unternehmen darstellen. Für einen Überblick über die Charakteristika dieser indirekten Anlageformen in Immobilien siehe Bone-Winkel, Immobilienanlageprodukte, S. 670–677.

⁴⁸⁵ Immobilienhändler und Projektentwickler, die Eigentümer der von ihnen entwickelten Immobilie sind, werden zu dieser Gruppe gezählt, da es aus kapitalmarkttheoretischer Sicht bei Annahme eines vollständigen Marktes grundsätzlich unerheblich ist, ob die zur Nutzung durch Dritte vorbereitete Immobilie gehalten oder zum Marktwert veräußert wird. Bei Vorliegen eines vollständigen Marktes sind alle Risiken, die das Halten der Immobilien im Vergleich zur Veräußerung mit sich bringen, im Marktpreis entsprechend reflektiert.

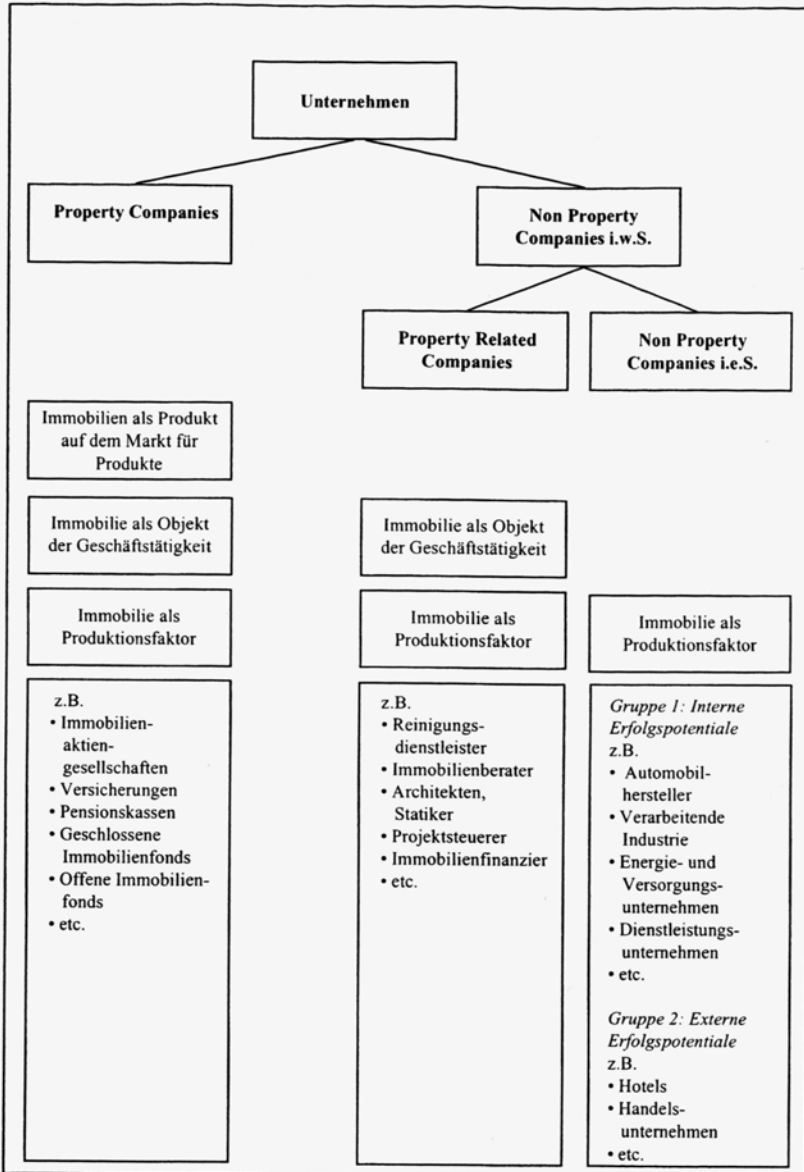


Abbildung 5: Systematisierung von Unternehmen hinsichtlich ihres Verhältnisses zu Unternehmensimmobilien

Als Non-Property Companies i. w. S. werden Unternehmen verstanden, die Immobilien ausschließlich als Produktionsfaktor oder als Objekt der betrieblichen Leistungserstellung be-

trachten, wobei im folgenden diejenigen Unternehmen, bei denen die Nutzung der Immobilien als Produktionsfaktor im Vordergrund steht, als Non-Property Companies i. e. S. und diejenigen, deren Geschäftsobjekt Immobilien sind, hier als Property Related Companies bezeichnet werden. Bei den Non-Property Companies i. e. S. lassen sich wiederum zwei Untergruppen von Unternehmen identifizieren. Bei der einen Gruppe der Non-Property Companies i. e. S. sind Immobilien Gegenstand von intern gerichteten Erfolgspotentialen, deren Nutzenstiftung für den Kunden nicht erfahrbar ist.⁴⁸⁶ Bei der anderen Gruppe der Non-Property Companies i. e. S. werden Immobilien direkt zum Aufbau extern marktgerichteter Erfolgspotentiale genutzt.⁴⁸⁷

Vorteilhaft an dieser dichotomischen Trennung ist die klare Unterscheidung von professionellen Immobilienanbietern und -nachfragern. Insbesondere in der Gruppe der Property Companies ermöglicht dies eine homogene Ordnung der Unternehmen hinsichtlich strategischer Ziele und Risikoeigenschaften der Geschäftsfelder. Kritisch angemerkt werden könnte jedoch, daß die Definition nicht vollständig überschneidungsfrei ist, da grundsätzlich alle Unternehmen Immobilien als Produktionsfaktor zur Deckung ihres eigenen Immobilienbedarfs nutzen.⁴⁸⁸ Dieser Einwand steht der Verwendung dieser Ordnung nicht entgegen, da hier jeweils die im Vordergrund stehende Rolle der Immobilien im Unternehmen für die Systematisierung herangezogen werden soll. Selbstverständlich nutzen auch Property Companies Unternehmensimmobilien als Produktionsfaktor, diese Rolle tritt aber in ihrer strategischen Bedeutung weit hinter die Rolle als Produkt zurück.

⁴⁸⁶ Wenn Non-Property Companies im Rahmen von Diversifikationsstrategien entscheiden, die Bereitstellung von Immobilien als Geschäftsfeld langfristig zu besetzen und am Markt als Anbieter von Immobilien aufzutreten, dann sind sie in der vorliegenden Interpretation immer als Immobilienunternehmen zu klassifizieren. Dies erfolgt unabhängig davon, welchen Stellenwert das immobilienpezifische Geschäftsfeld im Gesamtunternehmen innehat und aus welchen Gründen die Gesellschaft diese Entscheidung getroffen hat. Entscheidend für die Einordnung soll hier ausschließlich die strategische Sichtweise der Immobilie als Produkt sein. Unternehmen, die über einen erheblichen Immobilienbestand verfügen und beabsichtigen, diesen zu veräußern und für die Verwertung auch z. B. organisatorische Maßnahmen ergreifen, sind solange keine Immobilienunternehmen, wie sie die Bereitstellung von Immobilien nicht als strategisches Geschäftsfeld behandeln. Eine trennscharfe Gliederung gelingt jedoch dem externen Betrachter nur dann, wenn die langfristigen Absichten des betreffenden Unternehmens bekannt sind. In der hier verfolgten Interpretation gehört bei Non-Property Companies die marktgerichtete Bereitstellung von Immobilien ex definitione nie zum originären Unternehmenszweck.

⁴⁸⁷ Diese Gruppe umfaßt z. B. Hotels und Altenheime, die die Immobilien und deren Eigenschaften als einen für den Kunden erfahrbaren Teilnutzen des umfassenderen Produktes „Beherbergung“ einsetzen.

⁴⁸⁸ Dies gilt unabhängig von neueren Konzepten wie virtuelle Bürolandschaften, Telearbeit und andere, auf Entwicklungen der modernen Telekommunikation basierende Arbeitsorganisationsstrukturen. Vgl. zu diesen Konzepten z. B. Sims/Joroff/Becker, Workplace.

3.1.1.3 Systematisierung von Unternehmensimmobilien

Der Begriff „Unternehmensimmobilien“ wird nun anhand der oben getroffenen Unterscheidung weiter präzisiert. Unter Unternehmensimmobilien werden im folgenden solche Immobilien verstanden, die Unternehmen als Produktionsfaktor dienen. Zur weiteren Systematisierung soll nicht ein Katalog von generischen immobiliespezifischen Kriterien⁴⁸⁹ Anwendung finden, sondern es werden speziell auf die Charakteristika der Unternehmensimmobilien zielende Kriterien, die in Tabelle 1 dargestellt sind, angelegt:

Unternehmensimmobilien				
Kriterium	Ausprägungen			
Betriebsnotwendigkeit	Nichtbetriebsnotwendig		Betriebsnotwendig	
Art der Nutzung	Logistikimmobilien	Produktionsimmobilien	Verwaltungsimmobilien	Point-of-Sale-Immobilien und Serviceimmobilien
Art der Erfolgspotentialwirkung	Marktliche Erfolgspotentiale (extern gerichtet)		Ressourcenbasierte Erfolgspotentiale (intern gerichtet)	
Strategische Bedeutung der Immobilien	Strategische Immobilien		Nicht strategische Immobilien	
Drittverwendungsfähigkeit	Drittverwendungsfähig General Purpose-Immobilien	Beschränkt drittverwendungsfähig Special Purpose-Immobilien	Nicht drittverwendungsfähig	

Tabelle 1: Kriterienkatalog zur Systematisierung der Unternehmensimmobilien

• Betriebsnotwendigkeit von Immobilien

Der Begriff der Betriebsnotwendigkeit wird in der Betriebswirtschaftslehre insbesondere in der Kosten- und Leistungsrechnung⁴⁹⁰ und Unternehmensbewertungslehre sowie in der Rechtsprechung⁴⁹¹ diskutiert.⁴⁹² Ausgehend von dem Verständnis, daß alle Güter, über die ein Un-

⁴⁸⁹ In der Literatur werden üblicherweise Kriterien zur Klassifikation wie z. B. Bebauungszustand, die Phase im Lebenszyklus, Lage und Objektalter vorgeschlagen. Vgl. Abromeit-Kremer, Immobilieninvestmentfonds, S. 87 f.; Bone-Winkel, Management, S. 34.

⁴⁹⁰ Mellerowicz definiert als betriebsnotwendig den Regelverbrauch, „der vom Betrieb normalerweise, also im Durchschnitt einer längeren Periode und unter den üblichen Produktionsbedingungen, zur Erstellung seiner Leistung aufgewendet werden muß.“ Mellerowicz, Kosten, S. 5. Die Intention von Mellerowicz ist es, aus der Kostenrechnung denjenigen Güterverzehr, der nicht der betrieblichen Leistungserstellung dient, und „alles Einmalige und nur Zufällige, selbst wenn es betriebsbedingt ist“, zu eliminieren. Vgl. Heinen, Kostenlehre, S. 73.

⁴⁹¹ Für einen Überblick über die Urteile, die die Betriebsnotwendigkeit behandeln, siehe z. B. Piltz, Unternehmensbewertung, S. 181, Fn. 343.

⁴⁹² Im Steuerrecht wird eine Unterscheidung zwischen notwendigem und gewillkürtem Betriebsvermögen getroffen, die aber für die hier zu behandelnde Fragestellung nicht erkenntniserweiternd hinzugezogen werden

ternehmen verfügen kann, das Vermögen des Unternehmens bilden, wird eine Unterscheidung zwischen dem betriebsnotwendigen Vermögen⁴⁹³ und dem nichtbetriebsnotwendigen Vermögen⁴⁹⁴ getroffen.⁴⁹⁵ Begründet wird diese Differenzierung damit, daß bei Verwendung der Ertragswertmethode der Barwert der Zukunftserfolge nur diejenigen Vermögensgegenstände bewertet, die direkte Einzahlungen generieren.⁴⁹⁶ Als nichtbetriebsnotwendig werden die Vermögensgegenstände bezeichnet, die keinen Beitrag zum Ertragswert des Unternehmens leisten und so auch nicht zur gegenwärtigen oder zukünftigen Aufrechterhaltung der operativen Tätigkeit des Unternehmens erforderlich sind.⁴⁹⁷ Um einen Unternehmensgesamtwert zu ermitteln, ist folglich der Wert des nichtbetriebsnotwendigen Vermögens als Liquidationswert⁴⁹⁸ dem ermittelten Ertragswert des operativen Geschäfts hinzuzurechnen.⁴⁹⁹

Zum nichtbetriebsnotwendigen Vermögen zählen insbesondere auch Immobilien, z. B. Werkwohnungen, Reservegrundstücke und stillgelegte Betriebsteile mit Gebäuden und Maschinen.⁵⁰⁰ Die Zuordnung der Immobilien erfolgt in der Rechtsprechung nicht einheitlich.⁵⁰¹

kann, da diese primär auf die Regelung der Zuordnung von betrieblichen und privaten Vermögen für eine sachgerechte Besteuerung abzielt. Vgl. Deimling/Rudolph, Unternehmensbewertung, S. 294 f.; Piltz, Unternehmensbewertung, S. 185; Terhüme, Bewertung, S. 168–173.

⁴⁹³ Zur approximativen Ermittlung des betriebsnotwendigen Vermögens aus Daten des Jahresabschlusses siehe Coenenberg, Jahresabschluß, S. 615.

⁴⁹⁴ Als Synonyme werden betriebsneutrales, neutrales, betriebsfremdes oder nichtbetriebsbedingtes Vermögen, Überschußsubstanz, Ergänzungssubstanz, Zusatzvermögen und Zusatzsubstanz verwendet. Vgl. Deimling/Rudolph, Unternehmensbewertung, S. 290; Dörner, Unternehmensbewertung, S. 35, Rz. 65; Piltz, Unternehmensbewertung, S. 30. Detaillierter dazu vgl. Helbling, Unternehmensbewertung, S. 186.

⁴⁹⁵ Vgl. Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 3 f.

⁴⁹⁶ Vgl. Deimling/Rudolph, Unternehmensbewertung, S. 295 m. w. N.; Terhüme, Bewertung, S. 161 ff.

⁴⁹⁷ Deimling/Rudolph schlagen als Kriterium den unmittelbaren oder mittelbaren Einsatz der Vermögensgegenstände zur Erreichung der Produktions-, Leistungs-, oder Absatzziele des Unternehmens und die Notwendigkeit zur gegenwärtigen oder zukünftigen Aufrechterhaltung der Betriebs-, Leistungs-, und Lieferbereitschaft vor. Als Maßstab postulieren sie dazu die mögliche, vor dem Hintergrund der Unternehmensplanung nicht schädigende Herauslösung des Vermögensgegenstands aus dem Unternehmen, ohne daß der Erfolg der beabsichtigten leistungswirtschaftlichen Unternehmenstätigkeit negativ beeinflusst wird. Vgl. Deimling/Rudolph, Unternehmensbewertung, S. 290. Vgl. auch Dörner, Unternehmensbewertung, S. 35, Rz. 65; Piltz, Unternehmensbewertung, S. 30; Wöhe, Betriebswirtschaftslehre, S. 1265.

⁴⁹⁸ Vgl. BGH vom 13.3.1978; OLG Celle vom 4.4.1979. Der Liquidationswert ergibt sich nach Abzug von eventuell anfallenden Veräußerungskosten aus einem gesondert zu ermittelnden Ertragswert. Vgl. auch Helbling, Unternehmensbewertung, S. 188 und S. 190; Piltz, Unternehmensbewertung, S. 182. Dabei wird davon ausgegangen, daß „nichtbetriebsnotwendige Vermögensposten [...] i. d. R. eine unter dem Kalkulationszinsfuß liegende Rendite [erbringen, M.H.], so daß der Liquidationswert höher ist als der kapitalisierte Erfolgsbeitrag dieser Aktiva zu dem den Unternehmenswert bestimmenden Ertragswert.“ Deimling/Rudolph, Unternehmensbewertung, S. 296. Weiterhin attestiert auch Helbling, „daß das Zusatzvermögen [...] i. d. R. eine ungenügende Rendite abwirft.“ Vgl. Helbling, Unternehmensbewertung, S. 188.

⁴⁹⁹ Vgl. insb. die Urteile des OLG Celle vom 4.4.1979; OLG Düsseldorf vom 7.6.1990; LG München I vom 25.1.1990. Vgl. auch Piltz, Unternehmensbewertung, S. 30 und S. 135.

⁵⁰⁰ Vgl. Bühner, Management-Wert-Konzept, S. 36. Zu dem nichtbetriebsnotwendigen Vermögen werden darüber hinaus auch z. B. Beteiligungen, „überschüssige“ Finanzmittel und Vorräte, Wertpapierbestände sowie latente Steuererstattungsansprüche gezählt. Vgl. Piltz, Unternehmensbewertung, S. 30 und S. 183–186; vgl. Deimling/Rudolph, Unternehmensbewertung, S. 297 ff.; Helbling, Unternehmensbewertung, S. 190.

Auch Vertreter der Unternehmensbewertungslehre halten eine eindeutige Einordnung aufgrund des angeblich fließenden Übergangs der Formen der Betriebsnotwendigkeit gänzlich für unmöglich.⁵⁰² Im folgenden wird eine Immobilie als betriebsnotwendig bezeichnet, wenn die operative Geschäftstätigkeit den Einsatz der Immobilie zur Leistungserstellung unmittelbar erfordert und die effiziente, zukünftige Nutzung der Immobilie für den Aufbau und Erhalt von nachhaltigen Erfolgspotentialen notwendig ist.⁵⁰³ Kann eine Immobilie in den strategischen Plänen des Unternehmens im prognoserelevanten Zeithorizont nicht eingesetzt werden, ist jene als nichtbetriebsnotwendig einzuordnen und kann daher, sofern im Eigentum befindlich, aus dem Vermögen des Unternehmens ausscheiden und in liquide Aktiva transformiert werden,⁵⁰⁴ ohne den Marktwert der operativen Geschäftstätigkeit zu reduzieren.

Der Begriff der Betriebsnotwendigkeit ist von der rechtlichen Form der Bereitstellung der Immobilie, wie z. B. Eigentum oder Miete, streng zu trennen. Hier wird die Auffassung vertreten, daß die Eigenschaft der Betriebsnotwendigkeit nicht a priori eine Form der Herrschaftsrechte über Immobilien begründet,⁵⁰⁵ diese sind Gegenstand einer von der Betriebsnotwendigkeit losgelösten Analyse. Wenn Immobilien bei einer Property Company als Produkt auf dem Immobilienmarkt fungieren sollen, impliziert dies i. d. R. ein Eigentumsrecht. Sofern die Rolle eines Produktionsfaktors im Vordergrund der Betrachtung steht, ist üblicherweise der (ggf. langfristige) Besitz an der Immobilie ausreichend. Für die Erfüllung der Rolle der

Helbling zählt z. B. Bauland aufgrund der fehlenden Nutzung und daher auch aufgrund des mangelnden Einflusses auf den Ertragswert zum nichtbetriebsnotwendigen Vermögen. Bei Werkswohnungen sei laut Helbling die Einordnung im Einzelfall zu beurteilen. Vgl. Helbling, Unternehmensbewertung, S. 190.

⁵⁰¹ So zählen einige Gerichte Reservegrundstücke und selbst Werkswohnungen zum betriebsnotwendigen Vermögen, während andere dies strikt ablehnen. Bejahend OLG Düsseldorf vom 27.11.1962; LG München I vom 25.1.1990; a. A. OLG Celle vom 4.4.1979; OLG Düsseldorf vom 7.6.1990; OLG Düsseldorf vom 16.10.1990.

⁵⁰² Vgl. stellvertretend Helbling, Unternehmensbewertung, S. 186.

⁵⁰³ Vgl. auch Bühner, Management-Wert-Konzept, S. 36.

⁵⁰⁴ Vgl. auch Rappaport, Shareholder Value, p. 5.

⁵⁰⁵ Der Begriff des Herrschaftsrechts läßt sich in das rechtliche und wirtschaftliche Eigentum untergliedern: Das rechtliche Eigentum an Immobilien gewährt dem Rechtsinhaber das absolute Herrschaftsrecht an der Immobilie und ist das umfassendste sowie ein zeitlich unbefristetes Verfügungs- und Nutzungsrecht an der Immobilie. Der Eigentümer kann mit der Sache gemäß § 903 Satz 1 BGB „nach Belieben“ verfahren und Dritte von jeder Einwirkung auf die Sache ausschließen. Vgl. dazu auch Palandt-Bassenge, BGB, S. 1104. Das wirtschaftliche Eigentum zielt auf die uneingeschränkte Nutzungsmöglichkeit der Immobilie durch einen Nutzer ab, der in einem Vertrag mit einem über Eigentumsrechte verfügenden Dritten dessen Nutzung für einen hinreichend langen Zeitraum ausschließt und die vertragliche Möglichkeit zur Erlangung der Verfügungsrechte besitzt. Vgl. z. B. Coenenberg, Jahresabschluß, S. 57; Wöhe, Bilanzierung, S. 242. Bei den Vertragsformen Miete, Pacht und Leasing, die grundsätzlich keine Eigentumsrechte beinhalten, können jedoch zusätzlich frei vereinbarte Optionen und andere vertragliche Bestandteile das Eigentum an der Immobilie begründen. Solche Verträge werden im folgenden ebenfalls zu den Eigentumsformen gezählt, da der aus dem Eigentum entlassene Vertragspartner die bedingte Pflicht zur Übertragung des Eigentums vergütet erhalten hat.

Immobilie als Objekt der Geschäftstätigkeit ist die Frage der Herrschaftsrechte irrelevant.

• Art der Nutzung

Zur Gliederung der Vielzahl der Immobilientypen wird in der Literatur eine eindimensionale Systematisierung nach der Art der Nutzung aus funktionaler oder – nutzerorientiert – aus industrietypischer Tätigkeit des Unternehmens vorgeschlagen.⁵⁰⁶ Diese idealtypische Einteilung ist für das Ziel der Arbeit näher zu präzisieren, da die Merkmale der Unternehmensimmobilien zwar erheblich von der industrietypischen Tätigkeit geprägt, aber nicht alleinig bestimmt sind. Zudem ist diese Ordnung nicht überschneidungsfrei, da Unternehmen verschiedener Branchen gleichartige Immobilien nutzen. Mit Bezug auf die in Abbildung 6 dargestellte Wertkette von PORTER⁵⁰⁷ wird hier eine Systematisierung nach der Wertschöpfungsstufen favorisiert, weil nicht Unternehmenstypen, sondern die Nutzenpotentiale der Immobilien als Produktionsfaktoren im Zentrum stehen.

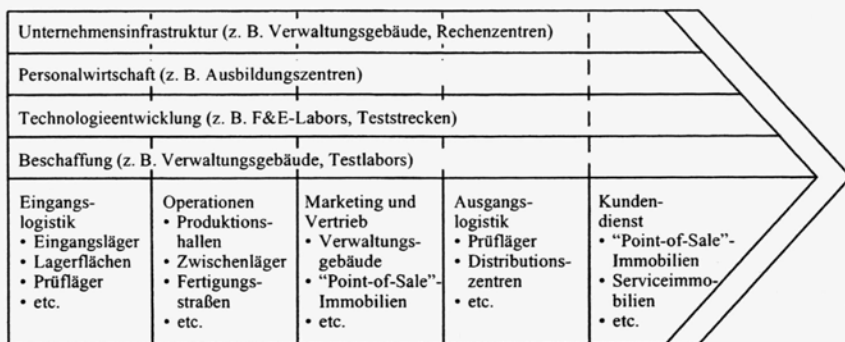


Abbildung 6: Idealtypische Immobilienfunktionen im Modell der Wertkette⁵⁰⁸

In jeder dieser Aktivitäten werden von Unternehmen Immobilien zur Deckung des Immobilienbedarfs eingesetzt. Je nach Wertschöpfungsstufe lassen sich idealtypische Immobilienfunktionen und systematisch unterschiedliche Immobilientypen identifizieren: Auf der Stufe der Eingangslogistik werden Läger für Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe und andere Logistikimmobilien verwandt. Im Bereich Operationen stehen alle Produktionsimmobilien wie Produkti-

⁵⁰⁶ Vgl. Schmitz-Morkramer, *Gewerbe-Immobilien*, S. 440. Bone-Winkel schlägt vor, diese weiter nach Branchenzugehörigkeit, Umsatzvolumen und anderen unternehmensspezifischen Merkmalen zu segmentieren. Vgl. Bone-Winkel, *Management*, S. 33. Vgl. auch Schäfers, *Management*, S. 23.

⁵⁰⁷ Vgl. auch Abschnitt 2.3.2.2, *Strategische Analyse als Ausgangspunkt für die Identifikation von Wertsteigerungspotentialen*, S. 59.

onshallen, Zwischenlager aber auch Reparaturwerkstätten im Vordergrund.⁵⁰⁹ Auf der Wertschöpfungsstufe Marketing und Vertrieb werden vor allem Verwaltungsgebäude für die Planung, Steuerung und Kontrolle des Marktauftritts des Unternehmens eingesetzt. Sofern das Unternehmen seine Produkte oder Dienstleistungen selbsttätig vertreibt, gewinnen Immobilien als Ort der Kundenbeziehung entscheidende Bedeutung für den Vermarktungsprozeß der Leistungen des Unternehmens.⁵¹⁰ In diesen Point-of-Sale-Immobilien (PoS-Immobilien)⁵¹¹ finden die Kontaktaufnahme mit dem Konsumenten, das Ausstellen und Vorführen des Produktes, die Beratung, der Vertragsabschluß und ggf. die Übergabe des veräußerten Produktes statt. Bei der Ausgangslogistik kommen Ausgangs- und Prüflager und vor allem Distributionszentren zum Einsatz. Im Kundendienst werden schließlich PoS- und Serviceimmobilien eingesetzt.⁵¹² Die unterstützenden Aktivitäten erfolgen üblicherweise in Verwaltungsgebäuden, wobei bei der Unternehmensinfrastruktur auch Sonderimmobilien wie z. B. Energie- und Telekommunikationsgebäude und Rechenzentren, bei der Technologieentwicklung speziell auf die Bedürfnisse der F+E-Abteilungen zugeschnittenen Teststrecken, Labors etc. und in der Personalwirtschaft Aus- und Fortbildungszentren eingesetzt werden können. Es ist wichtig herauszustellen, daß auch mehrere Funktionen und Wertschöpfungsstufen in einer Immobilie erfüllt sein können. Aus dieser Differenzierung wird deutlich, daß sich Unternehmensimmobilien unabhängig von der Industriebranche gruppieren lassen.

• Art der Erfolgspotentialwirkung und strategische Bedeutung

Immobilien tragen in Non-Property Companies zum Aufbau von internen und externen Erfolgspotentialen bei. Steht die Immobilie nicht in direktem Kontakt zu Konsumenten, gewinnen ressourcenorientierte, also interne Erfolgspotentiale an Wichtigkeit. Sofern der Konsu-

⁵⁰⁸ In Anlehnung an Porter, Wettbewerbsvorteile, S. 62.

⁵⁰⁹ In diesem Bereich werden aber auch die eine mittelbare Funktion für den Leistungsprozeß ausübenden Sonderimmobilien erfaßt. Die Tatsache, daß Immobilien auch Gegenstand der Ausbeutung sein können, wie z. B. im Bergbau, wird hier nicht thematisiert.

⁵¹⁰ Vgl. Nourse/Roulac, Decisions, pp. 478 f.

⁵¹¹ Unter PoS-Immobilien werden hier sämtliche Immobilien verstanden, in denen Vertriebsleistungen erbracht werden. Darunter sind demnach Fachgeschäfte, Ausstellungs- und Vorräumbereiche aber auch typische Handelsimmobilien wie z. B. SB-Märkte, Shopping-Center und Warenhäuser zu erfassen. Die PoS-Immobilien unterstützen den Verkaufsprozeß insb. durch die mikrogeographische Lage und stellen so die räumliche Erreichbarkeit der Produkte für den Konsumenten sicher. Weiterhin unterstützt die Gestaltung der Immobilie die Kommunikation des Produkt- bzw. des gesamten Marktauftritts des Unternehmens. Durch die Gestaltung der PoS-Immobilien können so marktorientierte Erfolgspotentiale des Unternehmens entstehen. Vgl. Brade, Marketing-Planungsprozeß, S. 70 f.

⁵¹² Unter Serviceimmobilien lassen sich diejenigen Immobilien einordnen, die Ort einer Dienstleistung für einen Konsumenten sind. Als Beispiele für Serviceimmobilien können KFZ-Waschstraßen, Werkstätten etc. genannt werden. Die eindeutige Differenzierung von Vertriebs- und Serviceimmobilien als Ort des Kundendienstes ist jedoch mit Schwierigkeiten behaftet, da diese Formen in praxi regelmäßig zusammenfallen.

ment jedoch mit der Immobilie als Ressourcenpotential des Unternehmens in Kontakt tritt, gewinnt die Immobilie für den Aufbau und Erhalt marktlicher, also externer Erfolgspotentiale an Bedeutung. Dabei stehen nicht nur die Lage der Immobilie und der physische Marktzugang des Unternehmens im Vordergrund, sondern auch die bauliche Gestaltung der Immobilie.⁵¹³ Sofern Immobilien eine zentrale Rolle beim Aufbau von marktlichen Erfolgspotentialen spielen, konkurrieren Wettbewerber im Kerngeschäft auch auf dem Immobilienmarkt als Markt für Standorte und für lokalen Kundenkontakt. Wenn ein Unternehmen durch die Ausübung der Kontrolle über für das Kerngeschäft bedeutsame Immobilien Konkurrenten von deren möglicher Nutzung vollständig ausschließt, kann dies einen erheblichen strategischen Wettbewerbsvorteil konstituieren, der für den Erfolg der Unternehmenstätigkeit äußerst wichtig sein kann.⁵¹⁴ Immobilien, mit denen marktliche Wettbewerbsvorteile erlangt werden können, werden hier im folgenden als strategische Immobilien bezeichnet.⁵¹⁵ Die Unternehmensführung muß entscheiden, welches Maß an Kontrolle über die strategischen Immobilien zur Durchsetzung der Unternehmensziele notwendig ist.⁵¹⁶

NOURSE betrachtet den Kauf als Möglichkeit zum Aufbau von Markteintrittsbarrieren, wenn die geringeren Kosten der Immobilienbereitstellung durch den Kauf zu Kostenreduzierungen des Produktes führen.⁵¹⁷ Die Wettbewerber seien dann gezwungen, eine gleiche Strategie zur Immobilienbereitstellung zu realisieren, um wettbewerbsfähig zu bleiben. Dieser Auffassung ist insoweit zu folgen, als daß sie nicht nur für den Kauf, sondern für alle Immobilienstrategien gilt: Wenn Immobilienstrategien signifikante Auswirkungen auf die Wettbewerbsposition von Unternehmen haben, weist bei strategischen Immobilien die Entscheidungssituation hinsichtlich der Art der Bereitstellung unter Umständen für das Unternehmen gar keinen Freiheitsgrad auf.⁵¹⁸

⁵¹³ Vgl. Nourse/Roulac, Decisions, pp. 478 f. Dies ist insb. dann der Fall, wenn ein Unternehmen aus der Immobilie einen Zusatznutzen für den Konsumenten wie z. B. beim „Erlebniskauf“ schaffen kann, der über den Nutzen des im Mittelpunkt stehenden Produktes hinausgeht.

⁵¹⁴ So bemerkt Nourse treffend: „The benefit of excluding competition may lead firms to own real estate even in the absence of cost benefits. A major stumbling block for retailers is the difficulty of acquiring the appropriate location relativ to customers and competition.“ Nourse, Ownership, p. 69.

⁵¹⁵ Vgl. auch Bouris, Decisions, p. 33. So kann z. B. das Eigentum an Grundstücken in zentralen Einkaufsstrassen für Handelsunternehmen entscheidend für den Unternehmenserfolg sein.

⁵¹⁶ Die Kontrolle über die Immobilie kann durch das Eigentumsrecht oder durch den Kauf von Kaufoptionen auf die Immobilie uneingeschränkt gesichert werden. Ein langfristiger Mietvertrag mit Verlängerungsoptionen kann diese Möglichkeit zur Kontrolle nicht vollständig gewährleisten, obwohl Wettbewerber für einen nicht unerheblichen Zeitraum von der Nutzung ausgeschlossen werden.

⁵¹⁷ Vgl. Nourse, Ownership, p. 69.

⁵¹⁸ Dennoch sind auch solche Immobilien einem stetigen Opportunitätskalkül zu unterwerfen, das anzeigen soll, ob eine andere Verwendung der Immobilie einen höheren Wert erzielen würde. Weiterhin können Immobili-

• Drittverwendungsfähigkeit von Unternehmensimmobilien

Als drittverwendungsfähig werden im folgenden diejenigen Immobilien bezeichnet, die einer Nutzung durch einen Dritten zugeführt werden können, wobei sich verschiedene Grade der Drittverwendungsfähigkeit unterscheiden lassen.⁵¹⁹ Voll drittverwendungsfähig sind diejenigen Immobilien, die ohne wesentliche Anpassungen den Immobilienbedarf eines neuen Nutzers befriedigen können. Sie werden in Anlehnung an amerikanische Autoren als General Purpose Buildings oder Mehrzweckimmobilien bezeichnet, z. B. Verwaltungs- bzw. Büroimmobilien.⁵²⁰ Von diesen sind beschränkt drittverwendungsfähige Immobilien zu unterscheiden, die einer eingeschränkten Anzahl von Verwendungen zugeführt werden können und als Special Purpose Buildings bzw. Spezialimmobilien bezeichnet werden.⁵²¹ Darunter fallen beispielsweise Produktionsimmobilien, die alternative Produktionsprozesse beherbergen können, sowie Werkstätten. Als nicht drittverwendungsfähig sind diejenigen als Single Purpose Buildings oder Sonderimmobilien bezeichneten Immobilien zu klassifizieren,⁵²² die aufgrund ihres spezifischen Charakters ohne wesentliche Änderung nur von einem branchenidentischen Nutzer verwendet werden können. Als Beispiele sind spezielle Montagestraßen, Chemiewerke, Hochöfen, Kläranlagen, Musicaltheater und Veranstaltungshallen etc. zu nennen.⁵²³ Drittverwendungsfähigkeit ist die Voraussetzung für die Marktgängigkeit eines Gebäudes.⁵²⁴

Anhand der getroffenen Unterscheidung können Hypothesen über den Risikocharakter einer Immobilie getroffen werden. Intuitiv einsichtig erscheint, daß die Verwertungsmöglichkeiten einer Immobilie von dem Angebot vergleichbarer Immobilien und von der Anzahl und Qualität möglicher Nachfrager bzw. der Gruppe der potentiellen Nutzer abhängen. Diese sind

en so spezifisch auf die Bedürfnisse des Unternehmens ausgerichtet sein, daß ein Unternehmen sie auf dem Immobilienmarkt gar nicht beschaffen könnte, so daß jene durch eigene Projektentwicklung bereitgestellt werden müssen.

⁵¹⁹ Hartman und Pyhrr et al. treffen eine ähnliche Unterscheidung bei Industriegebäuden wie die hier vorgestellte. Sie grenzen General Purpose Buildings als leicht zu adaptierende Gebäude mit einer Vielzahl von Nutzungsmöglichkeiten zu Special Purpose und Single Purpose Buildings ab. Während Special Purpose Buildings nur einer bestimmten Bandbreite von Nutzungen zuführbar sind, eignen sich Single Purpose Buildings ausschließlich zu einer einzigen Verwendung. Vgl. Hartman, Property, pp. 963 f.; Pyhrr et al., Investment, p. 827.

⁵²⁰ Vgl. Hartman, Property, pp. 963 f.; Pyhrr et al., Investment, p. 827. Als weitere Beispiele gelten auch Handelsimmobilien sowie einfache Lagerhallen und Distributionszentren.

⁵²¹ Vgl. Pyhrr et al., Investment, p. 827.

⁵²² Vgl. Pyhrr et al., Investment, p. 827.; Schulte et al., Betrachtungsgegenstand, S. 26.

⁵²³ Zu den einzelnen Formen der Sonderimmobilien vgl. vertiefend die Beiträge in Falk, Gewerbe-Immobilien. Vgl. auch Schulte et al., Betrachtungsgegenstand, S. 26. Zu den Sonderimmobilien gehören in der Definition von Schulte et al. auch Seniorenimmobilien, Hotels, Kinos, Golfplätze etc.

⁵²⁴ Als nicht verwendungsfähig gelten Immobilien wie z. B. Industriebrachen, die gar nicht oder nur durch eine erhebliche Änderung einer Nutzung zugeführt werden können und deren Wert maßgeblich durch den „reinen“ Grundstückswert bestimmt wird.

i. d. R. um so größer, je mehr Verwendungsmöglichkeiten die Immobilie aufweist. Vor diesem Hintergrund kann dann die Hypothese formuliert werden, daß Investitionen in Mehrzweckimmobilien ein immobilienpezifisches Risikoprofil aufweisen, während Investitionen in beschränkt drittverwendungsfähige Immobilien zusätzlich Risikocharakteristika des zugrundeliegenden Geschäfts besitzen.⁵²⁵ Bei Sonderimmobilien ist allgemein davon auszugehen, daß das Risiko der Immobilieninvestition mit dem des zugrundeliegenden Geschäftsfeldes sehr stark korreliert bzw. identisch ist.⁵²⁶

Zusammenfassend bleibt festzuhalten, daß Immobilien, ausgehend von unterschiedlichen Betrachtungsperspektiven, verschiedene ökonomische Rollen als Produkt, Produktionsfaktor und Objekt der Geschäftstätigkeit in Unternehmen einnehmen können. Auf dieser Grundlage lassen sich Unternehmen in Property Companies, Non-Property Companies und Property Related Companies gliedern. Weiterhin können Unternehmensimmobilien anhand der funktionalen Gliederung des Unternehmens in Wertschöpfungsstufen in Logistik-, Produktions-, PoS- und Serviceimmobilien etc. klassifiziert werden.

Im folgenden werden die verschiedenen Ansätze des betrieblichen Immobilienmanagements kurz erläutert und kritisch gewürdigt, um die Basis für die Entwicklung eines eigenen Ansatzes zu erweitern.

3.1.2 Ansätze des betrieblichen Immobilienmanagements

Die Ansätze des betrieblichen Immobilienmanagement durchlaufen eine zeitliche wie inhaltliche Evolution, die sich vom traditionellen Verständnis der Liegenschaftsverwaltung ausgehend bis hin zu einem strategischen Management der Unternehmensimmobilien vollzieht. Im folgenden wird zunächst das traditionelle Verständnis skizziert, ehe darauf aufbauend das Modell von JOROFF ET AL. und die Bausteine zu einem strategischen Management von Unternehmensimmobilien von SCHÄFERS in gebotener Kürze erläutert werden. Danach werden die immobilienpezifischen Aussagen der Shareholder Value-Konzepte kurz beleuchtet, bevor die vorliegenden Konzepte kritisch gewürdigt werden.

3.1.2.1 Traditionelles Verständnis des Immobilienmanagements

Immobilien und das betriebliche Immobilienmanagement spielen im traditionellen Verständ-

⁵²⁵ Vgl. auch Schulte et al., Betrachtungsgegenstand, S. 26.

nis in den Unternehmen eine untergeordnete Rolle.⁵²⁷ Die Problematik dieses Verständnisses wird in vielfältigen Ausprägungen deutlich:⁵²⁸

- **Mangelnde Berücksichtigung der Immobilien im strategischen Management**

Kernproblem und gleichzeitig wichtiges Merkmal der traditionellen Sichtweise des Immobilienmanagements ist die fehlende Berücksichtigung der Immobilien als bedeutsamer Vermögensgegenstand und Produktionsfaktor im strategischen Management des Unternehmens.⁵²⁹ Immobilienspezifische Fragestellungen werden im Planungsprozeß üblicherweise nicht erörtert, so daß die immobilienpezifischen Maßnahmenbündel nicht Ergebnis eines mit den langfristigen Zielen des Unternehmens eng abgestimmten, strategischen Programms sind, sondern kurzfristige Reaktionen auf Änderungen des Immobilienbedarfs im Unternehmens darstellen.⁵³⁰

- **Mangelnde institutionelle Verankerung in der Unternehmensführung**

Die mit dem Management von betrieblichen Immobilien beauftragten Corporate Real Estate- (CRE-)Manager werden in strategische Entscheidungsprozesse des Unternehmens nicht ausreichend integriert,⁵³¹ so daß das betriebliche Immobilienmanagement die geforderten Leistungen nur suboptimal erfüllen kann und damit die Erfüllung der Unternehmensziele gefährdet.⁵³² Weiterhin sind oft die immobilienpezifischen Aufgaben auf verschiedene organisatorische Einheiten verteilt, so daß eine einheitliche und koordinierte Erfüllung der Immobilienfunktion im Rahmen eines proaktiven und systematischen Vorgehens meist nicht gewährleistet

⁵²⁶ Vgl. dazu auch Abschnitt 3.2.2.2, Einfluß der Immobilien auf die Kapitalkosten des Unternehmens, S. 117.

⁵²⁷ Duckworth bezeichnet die betrieblichen Immobilien als „one of the most neglected of all corporate assets“. Vgl. Duckworth, Dimension, p. 495.

⁵²⁸ Vgl. z. B. Bell, Management, p. 11; Case, Stores, p. 13; Nourse/Roulac, Decisions, p. 475; Zeckhauser/Silverman, Rediscover, p. 111. Vgl. auch Eversmann, Potentiale, S. 51; Gop, Flächen-Diät, S. 10.

⁵²⁹ Als wesentliche Begründung wird angeführt, daß die Bewirtschaftung von Immobilien nicht zum Kerngeschäft zähle und Immobilien sich scheinbar nach Ansicht von Managern nicht zum unmittelbaren Aufbau von marktlichen Erfolgspotentialen eignen. Vgl. Arthur Andersen, Line, p. 7 und p. 16. Die Immobilien treten wie andere intern gerichtete Potentiale hinter die marktlichen Potentiale zurück, da von diesen eine höhere Erfolgswirkung erwartet wird. Die Unternehmensführung alloziert folglich dem Immobilienmanagement kaum Arbeitszeit und Aufmerksamkeit. Vgl. Apgar, Costs, p. 124; Day, Planning, p. 12; Joroff et al., Management, p. 14.

⁵³⁰ Vgl. bspw. Brown, Operation, p. 23.

⁵³¹ Vgl. Apgar, Costs, p. 124; Brown, Operation, p. 23; Isakson/Sircar, Management, p. 26; Nourse, Management, p. 7; Manning/Roulac, Function, p. 384.

⁵³² So führen Nourse/Roulac aus: „Lacking the context of how a particular real estate decision fits the organisation's overall real estate strategy and ultimately links to its business strategy, the transactions involving corporations' use of space may frustrate rather than promote the realization of overall corporate business objectives.“ Nourse/Roulac, Decisions, p. 493.

stet werden kann.⁵³³ Der Status des Funktionsbereichs Immobilien entspricht in einem solchen Verständnis einer untergeordneten Verwaltungs- und Abwicklungseinheit.⁵³⁴

• Fehlen von Unternehmensstrategien für den Funktionsbereich Immobilien

In Unternehmen mit einem traditionellen Verständnis werden grundlegende Rahmenkonzepte oder Unternehmensstrategien für den Funktionsbereich des betrieblichen Immobilienmanagements nicht für notwendig erachtet. Unternehmensweit geltende Funktionsbereichsstrategien wie z. B. für die Bereitstellung von Immobilien sind meist nicht vorhanden.⁵³⁵

• Mangelnde ganzheitliche Perspektive

Da keine übergreifenden Funktionsbereichsstrategien in Abstimmung mit den Unternehmenszielen formuliert werden, herrscht eine auf Einzelfälle beschränkte und transaktionsorientierte Betrachtung der Immobilien vor.⁵³⁶ Diese vernachlässigt eine ganzheitliche Sichtweise des gesamten Immobilienportfolios des Unternehmens, was zu einer ungeordneten Entwicklung des betrieblichen Immobilienbestands führen kann.⁵³⁷

• Fehlende informatorische Basis

Da häufig von unterschiedlichen Abteilungen Informationen über die Unternehmensimmobilien für verschiedenartige Zwecke gesammelt werden, werden die Daten meist uneinheitlich und unregelmäßig erfaßt. Informationen über den betrieblichen Immobilienbestand liegen der Unternehmensführung daher meist nicht nur unvollständig sondern auch ungeordnet vor.⁵³⁸ Aufgrund mangelnder Korrektheit und Aktualität der immobilien-spezifischen Daten muß eine zieladäquate Fundierung von immobilienbezogenen Entscheidungen a priori als unmöglich gelten.⁵³⁹

Insgesamt läßt sich festhalten, daß das traditionelle Verständnis des Immobilienmanagements durch den ineffizienten Einsatz der Unternehmensimmobilien gekennzeichnet ist. Gewichtige

⁵³³ Vgl. Kane, Imperative, p. 8.

⁵³⁴ Vgl. Schäfers, Management, S. 49 f.

⁵³⁵ Vgl. Nourse/Roulac, Decisions, p. 475.

⁵³⁶ Vgl. Apgar, Strategic, p. 10; Nourse/Roulac, Decisions, p. 493. Vgl. auch Schäfers, Management, S. 49.

⁵³⁷ Vgl. Schäfers, Management, S. 51.

⁵³⁸ Vgl. Apgar, Costs, p. 125; Duckworth, Dimension, p. 497; Manning/Roulac, Function, p. 385. Vgl. auch Seifert, Daten, S. 30 ff. Insb. werden die Vermögens- und Kostendimension der betrieblichen Immobilien unterschätzt. Vgl. Bell, Management, pp. 11 f.; Manning/Roulac, Function, p. 385. Vgl. auch Schäfers, Management, S. 50.

⁵³⁹ Vgl. Apgar, Costs, p. 124. Vgl. auch Eversmann, Potentiale, S. 51.

Wertsteigerungspotentiale werden nicht realisiert. Diese Vernachlässigung führte in der Vergangenheit u. a. zu Übernahmen von immobilienintensiven Unternehmen, deren Immobilienvermögen im Rahmen der nachfolgenden Zerschlagung des Unternehmens zum „highest and best use“⁵⁴⁰ veräußert wurde und so Wert für den finanziell motivierten Aufkäufer schuf.⁵⁴¹

3.1.2.2 Evolutorisches Stufenmodell des Immobilienmanagements

Einen ersten Ansatz zum strategischen Immobilienmanagement entwickeln JOROFF ET AL., in dem sie, ausgehend vom traditionellen Verständnis des betrieblichen Immobilienmanagements, die Entwicklung des strategischen Immobilienmanagements in fünf zeitlichen und inhaltlichen Evolutionsstufen systematisieren.⁵⁴² Auf jeder Stufe werden dabei weitere, aufeinander aufbauende Anforderungen an das betriebliche Immobilienmanagement gestellt.⁵⁴³ Auf der ersten technikorientierten Stufe übernehmen CRE-Manager die Rolle eines „Taskmasters“, der als Prozeßverantwortlicher für die Bereitstellung und Instandhaltung eines kosteneffizienten Immobilienbestands verantwortlich ist.⁵⁴⁴ Auf der zweiten Stufe des „Controllers“ liegt der Fokus auf der Minimierung der immobilienpezifischen Kosten. Im Mittelpunkt der dritten Stufe, „Dealmaker“, stehen standardisierte projektbezogene Verhandlungstechniken und Problemlösungen für sich ändernde Raumbedürfnisse der Geschäftseinheiten, um so durch finanzielle, organisatorische und standortbezogene Auswahlentscheidungen immobilieninduzierte Auszahlungen zu minimieren.⁵⁴⁵ Auf der vierten Stufe des „Intrapreneurs“ erfolgt die Zusammenführung des betrieblichen Immobilienmanagements mit der Unternehmensführung in der strategischen Planung.⁵⁴⁶ Auf der letzten Stufe kommt dem Immobilien-

⁵⁴⁰ Der Begriff des „highest and best use“ entstammt ursprünglich der Immobilienbewertung. Vgl. dazu Brown et al., *Corporate Real Estate*, pp. 504 ff.; Giroux/Boyle, *Appraisal*, p. 150. Im Zusammenhang mit Wertsteigerungsstrategien für den Immobilienbereich findet der Begriff der marktwertmaximalen Verwendung der Immobilien auch Eingang in die wertorientierte Unternehmensführung. Vgl. Brueggeman/Fisher/Porter, *Re-thinking*, p. 42; McTaggart, *Restructuring*, p. 63.

⁵⁴¹ Vgl. z. B. Ambrose, *Impact*, pp. 307 f.; Bingham, *Takeover*, pp. 6–9; Joseph, *Mergers*, pp. 16 f.; Jinnett, *Take-overs*, pp. 5 f. Isakson/Sircar bezeichnen Unternehmen, die ihre Immobilienaktivitäten nicht effizient gestalten, als „prime targets for hostile takeover attempts“. Vgl. Isakson/Sircar, *Management*, p. 27. Daß die Höhe des Immobilienvermögens eine wichtige Variable für die Bestimmung der Wahrscheinlichkeit für eine Übernahme darstellt, zeigte eine Studie, in der Ambrose 443 Unternehmen zur Überprüfung dieses Zusammenhangs für den Zeitraum von 1981–1986 erfolgreich testete. Vgl. Ambrose, *Impact*, pp. 307–322.

⁵⁴² Manning/Roulac bezeichnen diese Stufen auch als „levels of corporate real estate function sophistication“. Vgl. Manning/Roulac, *Function*, p. 386.

⁵⁴³ Vgl. insb. Joroff et al., *Management*, pp. 14–19.

⁵⁴⁴ Vgl. Joroff et al., *Management*, p. 15; Manning/Roulac, *Function*, p. 386.

⁵⁴⁵ Vgl. Manning/Roulac, *Function*, p. 386.

⁵⁴⁶ Ziel auf dieser Stufe ist es, die eigenen Erfolgspotentiale durch die Realisierung von Immobilienstrategien zu sichern und auf die Immobilienstrategien von Wettbewerbern zu reagieren. Die Geschäftseinheiten werden zu Kunden des betrieblichen Immobilienmanagements und zahlen für die in Anspruch genommenen Immobilien die der gebotenen Leistung entsprechenden Marktpreise. Im betrieblichen Immobilienmanagement

manager die Aufgabe des „Business Strategist“ zu, der das Unternehmen und die Geschäftseinheiten in einer von Diskontinuitäten geprägten Umwelt durch die zieladäquate Bereitstellung von Immobilien unterstützt. Dazu werden hier aus den Unternehmenszielen und übergeordneten Strategien des Unternehmens proaktiv und unternehmensweit Immobilienstrategien abgeleitet. Durch die rechtzeitige Antizipation immobilienrelevanter Trends und durch die integrierte Projektion des Immobilienbedarfs kann das Immobilienportfolio langfristig auf den Unternehmensbedarf ausgerichtet werden. Weiterhin wird so rechtzeitig die Entwicklung und Realisierung von Immobilienstrategien initiiert.

Das Modell von JOROFF ET AL. verdeutlicht auf der Stufe „Business Strategist“ wichtige Elemente eines strategischen Immobilienmanagements. Allerdings ist das Modell nicht umfassend genug, um eine konkrete Handlungsempfehlung für die Organisation des betrieblichen Immobilienmanagements ableiten zu können. Während in der ursprünglichen Fassung des Modells eine Orientierung an den Interessen der Aktionäre nicht vertieft wurde, versuchen MANNING/ROULAC, diese in den Vordergrund ihrer vorgeschlagenen Modifikation zu stellen. Sie gehen davon aus, daß mit jeder weiteren Stufe eine größere Einflußmöglichkeit des CRE-Managers auf den Shareholder Value erreicht werden kann.⁵⁴⁷ Die Ausführungen von MANNING/ROULAC beschränken sich allerdings auf relativ unbestimmte, organisatorische und personelle Empfehlungen. So schlagen sie dem CRE-Manager neben einer zentralisierten CRE-Funktion lediglich generelle Verhaltensmaßnahmen zur Gewinnung von Einfluß und zum Aufbau von Vertrauen in die Fähigkeiten des betrieblichen Immobilienmanagements vor,⁵⁴⁸ so daß zu konstatieren ist, daß die Erweiterung des Modells durch MANNING/ROULAC keine wesentlichen neuen Erkenntnisse liefert.

3.1.2.3 Strategisches Management von Unternehmensimmobilien

Aufbauend auf dem von JOROFF ET AL. bereitgestellten Stufenmodell und in enger Anlehnung an die Definition des strategischen Managements, subsumiert SCHÄFERS⁵⁴⁹ unter dem strategischen Management von Unternehmensimmobilien eine

„Führungskonzeption für die Immobiliendimension in Non-property-companies [...], in

wechselt hier der Fokus von der Betrachtung einzelner Immobilien auf die des gesamten Portfolios. Vgl. Joroff et al., Management, p. 15.

⁵⁴⁷ Vgl. Manning/Roulac, Function, p. 386.

⁵⁴⁸ Vgl. Manning/Roulac, Function, pp. 387-394.

⁵⁴⁹ Für die weiteren Ausführungen vgl. Schäfers, Management.

deren Mittelpunkt ein spezieller Prozeß steht, der ausgehend von den strategischen Zielsetzungen der Unternehmung durch eine systematische Planung, Steuerung und Kontrolle aller immobilienbezogenen Unternehmensaktivitäten einen Beitrag zur nachhaltigen Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmung leisten will.⁵⁵⁰

Immobilienstrategien werden als „Querschnittsstrategien“⁵⁵¹ betrachtet, die einerseits zusammen mit anderen Funktionsbereichsstrategien die übergeordneten Wettbewerbsstrategien der strategischen Geschäftseinheiten unterstützen sollen und andererseits selbst zum Gegenstand eigenständiger immobilienpezifischer Geschäftsfeldstrategien werden. Dabei werden verschiedene Formen des Verhältnisses von Immobilien- zu Geschäftsfeldstrategien wie Unabhängigkeit, Über- bzw. Unterordnung und Integration unterschieden.

Der immobilienpezifische Entscheidungsprozeß besteht in dieser Konzeption aus vier, dem Prozeß des strategischen Managements entlehnten „Bausteinen“: Strategische Analyse, Entwicklung eines strategischen Zielsystems, Ausformung strategischer Optionen sowie Implementierung und Kontrolle. In der strategischen Analyse schafft die immobilienorientierte Umwelt- und Unternehmensanalyse die informatorische Basis für die Strategieentwicklung.⁵⁵² In der zweiten Phase wird mit dem immobilienpolitischen Orientierungsrahmen, bestehend aus Wettbewerbs-, Kosten-, Dienstleistungs- und Marktorientierung, die strategische Ausrichtung des Immobilienmanagements bestimmt. SCHÄFERS gliedert in der dritten Phase der Strategieformulierung immobilienpezifische Strategien in Risikostrategien,⁵⁵³ Wettbewerbs- und sogenannte Basisstrategien, die wiederum in Bereitstellungs-, Bewirtschaftungs- und Verwertungsstrategien unterschieden werden.⁵⁵⁴ In der vierten Phase werden als Aspekte der Strategieimplementierung im Rahmen eines geplanten Wandels Vorschläge zur institutionel-

⁵⁵⁰ Schäfers, Management, S. 81.

⁵⁵¹ Vgl. Schäfers, Management, S. 89.

⁵⁵² Dazu werden verschiedene aus der strategischen Planung entlehnte Instrumente wie das Branchenstrukturmodell, das Wertkettenmodell, Stärken- und Schwächenprofile sowie Benchmarking, jeweils dem immobilienpezifischen Blickwinkel angepaßt, hinzugezogen. Mit der diese Partialanalysen integrierenden, immobilienorientierten Portfolioanalyse soll ein Überblick über die strategische Situation im Immobilienmanagement sowie Ansatzpunkte für immobilienpezifische Normstrategien gewonnen werden. Schäfers leitet dann aus den klassischen Normstrategien des Marktportfolios (Investitions- und Wachstumsstrategien, Selektionsstrategien und Abschöpfungs- und Desinvestitionsstrategien) jeweils Prioritäten für Immobilienstrategien ab. Solche Prioritäten äußern sich in der Sicherung bzw. in Aufbau, Optimierung und Abbau von Kapazitäten. Vgl. dazu Schäfers, Management, S. 131.

⁵⁵³ Zu den Risikostrategien gehören Strategien der Risikovermeidung, -minderung, -überwälzung, -selbsttragung und des Risikodialoges. Vgl. Schäfers, Management, S. 196–201.

⁵⁵⁴ Zu den Bereitstellungsstrategien gehören die Projektentwicklung, Kauf, Leasing und Miete. In der Bewirtschaftung wird nach Eigen- bzw. Fremdbezug Autonomiestrategien von Beauftragungs- und Kooperations-

len Organisation des Immobilienmanagements, zum Einsatz von Verrechnungspreisen und zur strategischen „Immobilien-Kontrolle“⁵⁵⁵ unterbreitet.

Die Aussagen von SCHÄFERS sind bedeutsam für die Entwicklung eines marktwertorientierten Immobilienmanagements, da sie einen umfassenden Prozeß für das Immobilienmanagement skizzieren. Ausgehend von einer kritischen Betrachtung können aus Sicht der marktwertorientierten Unternehmensführung verschiedene Ansatzpunkte für die Erweiterung dieser Konzeption identifiziert werden: So werden zwar wichtige einzelne „Bausteine“ dargelegt, eine umfassende Entscheidung über die konkrete Ausgestaltung des betrieblichen Immobilienmanagements kann jedoch nicht anhand der Konzeption getroffen werden. Insbesondere bleibt die Frage offen, wie der Bedarf bestimmt und die Immobilienstrategie abgestimmt wird und wie die konkrete Bereitstellung der Immobilien erfolgen soll. In der Phase der Analyse ist weiterhin die Vorteilhaftigkeit der Immobilienportfolioanalyse für die Strukturierung und Vorbereitung von Immobilienentscheidungen zu überprüfen, weil davon auszugehen ist, daß in Non-Property Companies die Investitionen in Immobilien weniger aus Normstrategien des Immobilienportfolios resultieren als vielmehr aus dem Immobilienbedarf des Unternehmens. Zwar wird eingeräumt, daß die Analyse des Immobilienportfolios mit der Portfolioanalyse für Geschäftsfelder kombiniert werden soll, eine konkrete Ausgestaltung hierfür wird jedoch nicht geliefert.⁵⁵⁶

Ein gewichtiger Ansatzpunkt ist die nicht entschiedene Frage, ob Non-Property Companies Immobilien bzw. Immobiliendienstleistungen extern am Markt anbieten sollen oder nicht. Aus dieser Unbestimmtheit resultieren Unklarheiten hinsichtlich des Status der Immobilien und des Verhältnisses zwischen Immobilien- und Unternehmensstrategie in Non-Property Companies. Ferner werden zwar „Aspekte“⁵⁵⁷ der Implementierung einzelner Strategien in Grundzügen beschrieben, eine Entscheidungshilfe wird aber wegen des relativ unbestimmten Charakters der qualitativen Aussagen nicht angeboten. Weiterhin ist die fehlende Ausrichtung auf die Interessen der Aktionäre zu erwähnen. Die in den Grundzügen skizzierte Shareholder Value-Analyse findet jedoch keinen Platz in der Entwicklung dieser Konzeption. Insbesondere die Vernachlässigung der Zahlungsströme und die damit erfolgende einseitige Fokussie-

strategien differenziert. Bei den Verwertungsstrategien unterscheidet Schäfers zwischen aktiven und passiven Strategien. Vgl. Schäfers, Management, S. 151–187.

⁵⁵⁵ Vgl. Schäfers, Management, S. 223 ff.

⁵⁵⁶ Vgl. Schäfers, Management, S. 132 f.

⁵⁵⁷ Schäfers, Management, S. 201–227.

rung qualitativer Faktoren sind zu überwinden.

Nachdem die Behandlung der Immobilien in den Ansätzen des betrieblichen Immobilienmanagements kurz dargestellt und eine mangelnde Wertorientierung bestehender Konzepte festgestellt wurde, gilt es im folgenden, die Ansätze des marktwertorientierten Managements auf Hinweise hinsichtlich der Unternehmensimmobilien zu untersuchen.

3.1.3 Unternehmensimmobilien in Ansätzen des marktwertorientierten Managements

Unternehmensimmobilien werden in den Beiträgen zum marktwertorientierten Management im Gegensatz zu den traditionellen Konzepten als ein Ansatzpunkt für Wertsteigerungspotentiale erkannt: In den anglo-amerikanisch geprägten Shareholder Value-Ansätzen kritisiert zum Beispiel RAPPAPORT⁵⁵⁸ die mangelnde Zuführung der Immobilien zum „highest and best use“ als ein Versäumnis bei der Schaffung von Shareholder Value.⁵⁵⁹ Trotz dieser Erkenntnis finden Investitionen in Immobilien bei RAPPAPORT nur implizit als Teil der vom Umsatz abhängigen Investitionen in das Anlagevermögen Berücksichtigung.⁵⁶⁰ Weiterhin werden Auszahlungen für die Bewirtschaftung von Unternehmensimmobilien ebenfalls auf hoch aggregiertem Niveau in der Umsatzüberschußrate erfaßt. Ein für eine Untersuchung der Wertsteigerungspotentiale in Immobilien hinreichend detailliertes Kalkül wird von RAPPAPORT nicht geliefert. Das Werttreiber-Modell von RAPPAPORT kann zwar relativ einfach durch die Konstruktion der Faktoren „Immobilienkosten“ und „Immobilieninvestitionen“ für eine aggregierte Betrachtung von immobilisenspezifischen Kalkülen angereichert werden,⁵⁶¹ allerdings ist eine solche vereinfachte Darstellung für die Abbildung von komplexen Immobilienstrategien ungeeignet.⁵⁶²

Im Ansatz von COPELAND/KOLLER/MURRIN wird die Verwertung von Immobilien insbesondere als eine wertsteigernde Strategie betrachtet, wenn der Marktwert der Immobilien den

⁵⁵⁸ Für eine Darstellung des Modells von Rappaport und der dort zur Anwendung kommenden Werttreiber siehe Abschnitt 2.3.3.2, Steuerung und Kontrolle der Zielerreichung, S. 67.

⁵⁵⁹ Vgl. Rappaport, Shareholder Value, pp. 1 f.

⁵⁶⁰ Vgl. Rappaport, Shareholder Value, p. 35.

⁵⁶¹ Vgl. Hens, Einsatz, S. 36–44.

⁵⁶² Diese Darstellungsweise ist nicht ohne Probleme: Zum einen ist die hier unterstellte proportionale Abhängigkeit der Immobilienkosten und -investitionen vom Umsatz zu bezweifeln, da Immobilienkosten eher als sprungfix zum Umsatz bzw. als Fixkosten zu charakterisieren sind. Zum anderen können in einem solchen stark vereinfachten Kalkül zwar einzelne Strategien z. B. zur Reduzierung der Immobilienkosten abgebildet werden, eine umfassende Entscheidungshilfe kann aber nicht geboten werden. Vgl. auch Hens, Einsatz, S. 36–44.

Liquidationswert der zugrundeliegenden operativen Einheit übersteigt.⁵⁶³ Weiterhin werden dort auch die wertsteigernde Wirkung einer Zusammenlegung und Konsolidierung von Standorten und Produktionsimmobilien sowie der Einfluß der Gebäudekosten als wertbestimmende Faktoren identifiziert.⁵⁶⁴ Auch hier stehen vor allem marktorientierte Erfolgspotentiale im Vordergrund einer aggregierten Betrachtungsweise, die es so nicht erlaubt, Immobilienstrategien detailliert abzubilden und zu bewerten. Allerdings werden wertvolle Hinweise geliefert, auf die in der Entwicklung eines immobilisenspezifischen Ansatzes Bezug genommen werden kann.

STEWART bezeichnet Unternehmensimmobilien als „Economic Cross-Subsidies“⁵⁶⁵, wenn der Marktwert der Immobilien größer als der des operativen Geschäfts ist, dem die Immobilien als Produktionsfaktor zu dienen bestimmt sind. Diese ökonomischen Quersubventionen weisen auf eine höherwertige Nutzungsalternative für die Immobilien hin. Solange die Immobilien aber ohne weitere Verrechnung zur Unterstützung der Aktivitäten des hier wertvernichtenden Kerngeschäfts verwendet werden, kann keine marktorientierte Bewertung der Immobilien erfolgen, da sie keine Einzahlungen generieren. STEWART warnt ferner vor dem Fehler, den Marktwert der Immobilien zu dem des Kerngeschäfts zu addieren, da dies eine doppelte Bewertung der Immobilien zur Folge hätte.⁵⁶⁶ Ausgehend von einem Residualgewinnmodell schlägt er statt dessen vor,⁵⁶⁷ zur Bewertung der Unternehmensleistung die Immobilien von denen des Kerngeschäfts zu trennen.⁵⁶⁸ Dies geschieht, indem marktorientierte Verrechnungspreise für die Bereitstellung der Immobilien eingeführt werden, die die Zahlungsüberschüsse des operativen Geschäfts um die Verrechnungsmieten verringern. Im weiteren nimmt STEWART an, daß die Einzahlungen der Immobilieneinheit zu marktüblichen Konditionen bewertet und so keine über den Kapitalkosten liegenden Überschüsse generiert werden.⁵⁶⁹ Die Zahlungsüberschüsse der operativen Einheit zeigen nach einer solchen Korrektur die tatsächlichen Übergewinne und damit den wahren Beitrag des Kerngeschäfts zum Unternehmensgesamt看t nach Abzug aller Kosten für das investierte Kapital. Ist dieser negativ, liegt der Liquidationswert des Unternehmens über seinem Fortführungswert.

⁵⁶³ Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 80.

⁵⁶⁴ Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 129 und S. 133.

⁵⁶⁵ Vgl. Stewart, Value, p. 591; Stewart/Glassman, Restructuring, p. 609. Vgl. auch Günther, Controlling, S. 376 f.; Löhnert, Shareholder Value, S. 114 ff.

⁵⁶⁶ Vgl. Stewart, Value, p. 591; Stewart/Glassman, Restructuring, p. 609. Vgl. auch Hardtmann, Wertsteigerungsanalyse, S. 82.

⁵⁶⁷ Für einen Überblick über die Residualgewinnmethode siehe 2.2.2.4, Residualgewinnmethode, S. 49.

⁵⁶⁸ Für ein ähnliches Vorgehen siehe auch Miles/Pringle/Webb, Decision. Vgl. auch Hens, Einsatz, S. 85–90.

Die Überlegungen von STEWART sind für die Entwicklung eines immobilienpezifischen Ansatzes wertvoll. Allerdings wird kein vollständiges Modell bereitgestellt, mit dem die vorgeschlagene Analyse vorgenommen werden soll.

In der deutschsprachigen Literatur zur marktwertorientierten Unternehmensführung werden Immobilien z. T. ebenfalls als Quelle für Wertsteigerungen erkannt. GOMEZ z. B. attestiert der Ausgliederung bzw. dem Verkauf von nichtbetriebsnotwendigen Immobilien ein besonderes Wertsteigerungspotential.⁵⁷⁰ Des weiteren führt BÜHNER die Aufspaltung der Löwenbräu AG in eine Brauerei und eine Immobilienaktiengesellschaft im Jahre 1982 als ein Beispiel für die Schaffung von Shareholder Value durch die Freisetzung der Immobilien an.⁵⁷¹ Erste Ansatzpunkte für eine Darstellung der Wirkung von verschiedenen Immobilienstrategien auf den Shareholder Value stellt HERTER in einem Fallbeispiel vor, in dem sich die entwickelten Strategiealternativen insbesondere in der Bereitstellung und Verwertung von Immobilien unterscheiden.⁵⁷² Die Auswirkungen der Immobilienstrategien werden dort qualitativ näher beschrieben, können jedoch nicht aus der auf hohem Niveau aggregierten Cash-flow-Prognose herauskristallisiert werden.⁵⁷³ Der wichtige Schritt der Quantifizierung qualitativer Merkmale der Immobilienstrategien ist so bei HERTER nicht nachvollziehbar. Ferner wird auch der mögliche Einfluß der alternativen Immobilienstrategien auf die Kapitalkosten des Unternehmens nicht thematisiert.

Obwohl Unternehmensimmobilien als Wertsteigerungspotentiale in den hier angeführten Ansätzen identifiziert werden, ist kein umfassendes Modell zur Strukturierung der Entscheidung über immobilienpezifische Wertsteigerungspotentiale identifizierbar.⁵⁷⁴ Die in den Ansätzen zum marktwertorientierten Management entwickelten Berechnungsmodelle sind konzeptionell nicht in hinreichendem Maße auf immobilienpezifische Fragestellungen ausgelegt, so daß ein Entscheidungskalkül auf deren Grundlage nicht erfolgen kann. Häufig werden nur

⁵⁶⁹ Vgl. Stewart, Value, p. 591.

⁵⁷⁰ Dies verdeutlicht Gomez beispielhaft an einem Unternehmen, das nach der Einstellung der operativen Geschäftstätigkeit als Warenhauskette einen höheren ökonomischen Wert durch die Vermietung der gut gelegenen Vertriebsimmobilien an ehemalige Konkurrenten generiert. Vgl. Gomez, Wertmanagement, S. 85 und S. 240. Vgl. auch Gomez, Strategieplanung, S. 560.

⁵⁷¹ Vgl. Bühner, Management-Wert-Konzept, S. 90.

⁵⁷² Vgl. Herter, Management, S. 123–144.

⁵⁷³ Vgl. Herter, Management, S. 135 ff.

⁵⁷⁴ Vgl. auch Bühner, Lean Management, S. 162 f.; Friedinger, Wertsteigerungs-Management, S. 301 f.; Rovenata, Shareholder Value, S. 187.

pauschale Empfehlungen wie „Manage your assets!“ artikuliert,⁵⁷⁵ ohne getroffene Aussagen theoretisch zu begründen, einen konzeptionellen Rahmen für die Planung, Steuerung und Kontrolle immobilienpezifischer Wertsteigerungsstrategien zu entwerfen oder die Erfolgsaussichten und Auswirkungen für das Unternehmen und den Anleger zu beurteilen.

Zusammenfassend ist festzuhalten, daß das traditionell vorherrschende passive Immobilienmanagement keine konzeptionelle Auseinandersetzung mit Unternehmensimmobilien widerspiegelt. Die Konzepte des strategischen Immobilienmanagements beziehen die Ausrichtung der Unternehmensziele auf die Interessen der Eigentümer nicht ausreichend mit ein. Die Analyse der Ansätze für marktwertorientiertes Management zeigt, daß die Unternehmensimmobilien grundsätzlich als Quelle für Wertsteigerungspotentiale identifiziert werden. Allerdings erfolgt weder eine hinreichende Integration des betrieblichen Immobilienmanagements in die Konzeption der marktwertorientierten Unternehmensführung noch eine befriedigende Berücksichtigung der Immobilien in der Unternehmenswertrechnung, so daß festgehalten werden muß, daß weder der notwendige Rahmen für eine systematische Planung, Steuerung und Kontrolle von immobilienpezifischen Wertsteigerungsstrategien geschaffen wird, noch eine marktwertorientierte Beurteilung der Immobilienstrategien möglich erscheint. Die Entwicklung eines Ansatzes zum marktwertorientierten Management der Unternehmensimmobilien und einer immobilienpezifischen Unternehmenswertrechnung erscheint so unerläßlich.

3.2 Entwicklung einer immobilienpezifischen Unternehmenswertrechnung

Im Mittelpunkt des vorliegenden Abschnitts steht die Entwicklung einer immobilien-spezifischen Unternehmenswertrechnung, die die Besonderheiten der Unternehmensimmobilien explizit berücksichtigt. Ehe die Integration der Unternehmensimmobilien in die Unternehmenswertrechnung erfolgen kann, sind jedoch in einem ersten Schritt das Ziel und der Modellrahmen näher zu bestimmen. Weiterhin gilt es, die Wirkung der Immobilien auf die bewertungsrelevanten Komponenten der Unternehmenswertrechnung zu ermitteln. Nach der Darstellung einer für die weiteren Ausführungen grundlegenden finanzwirtschaftlichen Planungsrechnung werden die Berechnungskomponenten der immobilien-spezifischen Unternehmenswertrechnung vorgestellt.

⁵⁷⁵ Vgl. Lewis, Total-value-Management, S. 63 und S. 78.

3.2.1 Ziel und Modellrahmen einer immobilienpezifischen Unternehmenswertrechnung

3.2.1.1 Zielsetzung für eine immobilienbezogene Konzeption

Ziel einer immobilienpezifischen, entscheidungsorientierten Unternehmenswertrechnung ist es, ein Instrument zur Bewertung des Wertsteigerungspotentials der immobilienpezifischen Aktivitäten des Unternehmens bereitzustellen, das einen Vorteilhaftigkeitsvergleich von sich gegenseitig ausschließenden Strategiealternativen für die Bereitstellung, Bewirtschaftung und Verwertung von Unternehmensimmobilien ermöglicht und somit die Entscheidungsfindung über das immobilienbezogene, marktwertmaximale Strategiebündel gewährleistet.

Zentrale Anforderung an eine solche Konzeption ist dabei die transparente Abbildung der Wirkung der betrachteten immobilienbezogenen Strategien und der strategieinduzierten Zahlungsströme auf den Marktwert des Eigenkapitals. Hierauf zielt insbesondere die wissenschaftstheoretische Erklärungsfunktion des zu entwickelnden Modells. Dabei ist den Spezifika der Unternehmensimmobilien und ihrer unterschiedlichen Bedeutung für das Unternehmen in entsprechender Weise Rechnung zu tragen. Ferner ist auch zu fordern, daß das Modell die Darstellung von immobilienbezogenen Unternehmensstrategien erlaubt, die den Funktionsbereich Unternehmensimmobilien im ganzen berühren. Darüber hinaus sollen zur Erfüllung der wissenschaftstheoretischen Gestaltungsfunktion auch Empfehlungen für die Bereitstellung, Bewirtschaftung und Verwertung von Unternehmensimmobilien auf der Basis des Modells abgeleitet werden können.

3.2.1.2 Bestimmung der Bewertungsmethodik

Um den oben dargelegten Zielen einer immobilienpezifischen, marktwertorientierten Unternehmenswertrechnung gerecht zu werden, werden Immobilienstrategien unter Zuhilfenahme der bereits in den Grundzügen vorgestellten Discounted Cash-flow-Methoden beurteilt.⁵⁷⁶ Diese bilden durch eine konsistente Orientierung an den zukünftigen Zahlungsströmen, eine Berücksichtigung der Zeitpräferenz und der risikoadjustierten Renditeforderungen der Investoren den geeigneten Rahmen für eine Unternehmensbewertung.⁵⁷⁷ Aus den im folgenden aufzuzeigenden Gründen wird bei dieser immobilienbezogenen Fragestellung das Unterneh-

⁵⁷⁶ Vgl. Abschnitt 2.2.2, Methoden der kapitalmarkttheoretischen Unternehmensbewertung, S. 44.

⁵⁷⁷ Vgl. Pape, Unternehmensführung, S. 135 f. Vgl. auch Abschnitt 2.2, Kapitalmarkttheoretische Unternehmensbewertung als entscheidungsorientiertes Instrument, S. 41.

men als Einheit betrachtet und so ein ganzheitliches Bewertungsmodell entworfen.⁵⁷⁸

- Unternehmensimmobilien beeinflussen aufgrund ihrer erheblichen Vermögens- und Kostendimension⁵⁷⁹ die Risiko- und Ertragsposition des gesamten Unternehmens und sollten daher auch im Unternehmensverbund bewertet werden.
- Alle Unternehmensteile und strategische Geschäftseinheiten nutzen Immobilien für die Leistungserstellung. Es erscheint somit nur logisch und sinnvoll, daß eine das gesamte Unternehmen betreffende Fragestellung auch einem umfassenden Kalkül auf Gesamtunternehmensebene unterliegt und nicht auf einzelne Immobilien beschränkt bleibt.⁵⁸⁰ Nur so kann der Übergang von einer rein transaktionsorientierten Sichtweise der Immobilienverwaltung zu einem ganzheitlichen, marktwertorientierten Immobilienmanagement sichergestellt werden.
- Da in Immobilien häufig Wertsteigerungspotentiale vermutet werden,⁵⁸¹ ist zu überprüfen, ob diese für einen finanziell motivierten Käufer eines Unternehmens bei einer Zerschlagung des Unternehmens insgesamt, d. h. bei der separaten Veräußerung der Immobilien und des Kerngeschäfts, zu realisieren sind.⁵⁸² Hinter dieser Überlegung steht die Forderung nach dem effizienten und damit marktwertmaximalen Einsatz der Aktiva des Unternehmens.⁵⁸³
- Nur durch die Bewertung der Immobilien im Unternehmenskontext ergibt sich des weiteren die Möglichkeit, immobilienpezifische ökonomische Quersubventionen zu identifizieren.⁵⁸⁴ Durch diese können zum einen Hinweise auf Ineffizienzen in der Nutzung der Unternehmensressource Immobilie gewonnen werden, zum anderen wird eine Bewertung der strategischen Geschäftseinheiten unter Berücksichtigung der tatsächlichen Marktpreise des zu befriedigenden Immobilienbedarfs ermöglicht.
- Traditionell werden einzelne Immobilieninvestitionen in der Praxis wie in der Theorie häufig einem vom Unternehmen isolierten Investitionskalkül unterzogen.⁵⁸⁵ Dieses greift für die hier im Vordergrund stehende Frage jedoch zu kurz, da die Auswirkungen der Immobilienentscheidungen auf die Zahlungsströme der operativen Einheiten nicht hinrei-

⁵⁷⁸ Vgl. Miles/Pringle/Webb, Decision, p. 357 und p. 369.

⁵⁷⁹ Siehe dazu auch die Verweise in Fn. 17 und 18, S. 3.

⁵⁸⁰ Vgl. Miles/Pringle/Webb, Decision, p. 369.

⁵⁸¹ Vgl. Schulte/Ropeter, Investitionsanalyse, S. 131.

⁵⁸² Vgl. Miles/Pringle/Webb, Decision, pp. 358 f.

⁵⁸³ Vgl. dazu Lewis, Total-value-Management, S. 63 und S. 78.

⁵⁸⁴ Vgl. Stewart, Value, p. 591.

⁵⁸⁵ Vgl. Ebering, Mannesmann, S. 624 ff.; Ropeter, Investitionsanalyse, S. 193–244.

chend abgebildet werden. Weiterhin wird bei der Bestimmung des zu verwendenden Kalkulationszinsfußes vielfach heuristisch und ohne Berücksichtigung der Risikocharakteristika der Immobilie und deren Einfluß auf die Risikoposition des Unternehmens vorgegangen.⁵⁸⁶

- Darüber hinaus werden Investitionen in Unternehmensimmobilien häufig aus dem Blickwinkel eines professionellen Investors, der die Immobilie primär als Produkt und nicht als Produktionsfaktor betrachtet, getroffen. Dieser Unterschied ist bedeutsam, da die Ziele von Non-Property Companies von den Zielen professioneller Immobilieninvestoren abweichen können: Ein Immobilieninvestor erzielt die Rendite aus der Immobilie, so daß hier Einzahlungsüberschüsse und deren risikoadäquater Diskontierungssatz bewertungsrelevant sind. Die Non-Property Company generiert dagegen aus den Endprodukten und Dienstleistungen des Kerngeschäfts Einzahlungsüberschüsse. Aus den Immobilien resultieren dort i. d. R. Auszahlungsüberschüsse.

Diese Ausführungen zeigen, daß eine das gesamte Unternehmen erfassende immobilien-spezifische Unternehmenswertrechnung erforderlich ist, um die wechselseitigen Einflüsse von immobilienbezogenen und anderen operativen Entscheidungen auf den Unternehmenswert im Modell darzustellen.

Da die Immobilienstrategien einerseits auf der Ebene der operativen Einheiten und andererseits auf Gesamtunternehmensebene bzw. unter Einbeziehung der Steuern eines durchschnittlichen Anlegers zu bewerten sind, wird hier der parallele Einsatz des Entity-Ansatzes und des APV-Ansatzes auf der Basis einheitlicher Plan-Bilanzen und Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen sowie identischer Cash-flow-Prognosen favorisiert. Der parallele Einsatz der Methoden erhöht die Komplexität des Kalküls nur geringfügig, weil beide Ansätze von einer identischen Cash-flow-Definition des rein eigenkapitalfinanzierten Unternehmens ausgehen und sich so nur in der Bewertung des Steuerschildes der Fremdfinanzierung unterscheiden. Dieses Vorgehen weist überzeugende Vorzüge auf: Für die Geschäftseinheiten kann unter Nutzung des Entity-Ansatzes bei vorgegebenem Kapitalkostensatz ein marktwertmaximales Bündel an Immobilienstrategien relativ einfach und übersichtlich identifiziert werden, da die Prognose der Cash-flows unabhängig von Finanzierungseinflüssen erfolgen kann und zentrale Finanzierungsentscheidungen flexibel durch einen vorgegebenen gewichteten Kapitalkostensatz erfaßt

⁵⁸⁶ In einigen Ansätzen wird die Bestimmung des Kalkulationszinsfußes zur Abbildung des Risikos der Investi-

werden können.⁵⁸⁷ Aufgrund der bedingten Eignung des Entity-Ansatzes, Auswirkungen einer alternativen Finanzierungs- oder Ausschüttungspolitik auf den Unternehmenswert abzubilden,⁵⁸⁸ wird zur Beurteilung von Unternehmensstrategien für den Immobilienbereich, die zu einer Veränderung der Finanzierung oder zu einer strategiebedingten Ausschüttung an die Anteilseigner führen, der APV-Ansatz herangezogen. So können weitergehende, das gesamte betriebliche Immobilienmanagement erfassende Strategien, die zu veränderter Finanzierung und veränderten Ausschüttungen führen, unter Berücksichtigung der Steuern auf Anteilseignerebene exakt bewertet werden. Dies ist insbesondere bei einer Veränderung der finanziellen Organisation des Immobilienmanagements durch Abspaltung oder Ausgliederung angezeigt.

3.2.1.3 Methodik der Aggregation und Komplexitätsreduktion

Die aus der geschäftsspezifischen Prognose⁵⁸⁹ und Planung resultierenden Planrechnungen für unterschiedliche zukünftige Umweltzustände⁵⁹⁰ und unterschiedliche Handlungsalternativen bzw. Strategien sind zu aggregieren,⁵⁹¹ um für jede Strategie die absolute und relative Vorteilhaftigkeit anhand des marktwertmaximalen Unternehmenswertes anzuzeigen.⁵⁹² Zur Aggregation der Planrechnungen und zur Berücksichtigung des Risikos sind zwei grundsätzlich unterschiedliche Vorgehensweisen denkbar: ein individualistischer und ein auf einer marktmäßig objektivierten Risikoprämie basierender Ansatz.⁵⁹³ Mit Hilfe der auf Sicherheitsäquivalenten⁵⁹⁴ gründenden individualistischen Methode können die Planrechnungen auf vier unter-

tion nicht thematisiert. Vgl. z. B. Ebering, Mannesmann, S. 624 ff.

⁵⁸⁷ Vgl. Herter, Management, S. 120; Richter, Konzeption, S. 131. Vgl. auch 2.2.3, Anwendungsvorteile und Grenzen der kapitalmarkttheoretischen Methoden zur Unternehmensbewertung, S. 51.

⁵⁸⁸ Vgl. Richter, Finanzierungsprämissen, S. 1090.

⁵⁸⁹ Zur Prognose der Umweltzustände und Handlungsalternativen im Rahmen der wertorientierten Unternehmensführung siehe Abschnitt 2.3.2.4, Bewertung strategischer Optionen und Auswahl wertsteigernder Strategien, S. 63.

⁵⁹⁰ Theoretisch sind für alle möglichen Umweltzustände u ($u = 1, 2, \dots, U$) Planrechnungen zu entwickeln. Pragmatisch wird allerdings in praxi meist nur in drei unterschiedliche Umweltzustände (worse, best and most likely case) unterschieden, die es dann zu verdichten gilt. Vgl. auch z. B. Bredt, Erfolgspotentialrechnung, S. 170–176.

⁵⁹¹ Herter z. B. verzichtet auf eine Aggregation der Planrechnungen. In seinem Modell wird für jedes Szenario und jede Handlungsalternative ein Unternehmenswert bestimmt, so daß der Entscheidungsträger aus der Verteilung der Unternehmenswerte ohne weitere Hilfestellungen die superiore Handlungsoption identifizieren muß. Vgl. Herter, Management, S. 135–141.

⁵⁹² Vgl. Richter, Konzeption, S. 101.

⁵⁹³ Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 118–125. Vgl. auch Ballwieser, Komplexitätsreduktion, S. 169–177; Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 305–357.

⁵⁹⁴ Das Sicherheitsäquivalent ist der sichere, also zustandsunabhängige, Betrag, bei dem der Entscheidungsträger indifferent hinsichtlich einer zustandsabhängigen Verteilung von Entnahmen ist. Liegt das Sicherheitsäquivalent über dem Erwartungswert der Verteilung, gilt der Entscheidungsträger als risikoavers. Vgl. Bredt, Erfolgspotentialrechnung, S. 92–96; Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 296–299; Schmidt/Terberger, Finanzierungstheorie, S. 292 f.; Schmidt, Unternehmensbewertung, S. 23.

schiedliche Arten verdichtet werden.⁵⁹⁵ Die theoretisch exakteste Methode bestimmt Sicherheitsäquivalente für die zustandsabhängigen Zahlungsverteilungen der letzten Periode, diskontiert sie und addiert sie dann zu den Nettoeinzahlungen der Vorperiode.⁵⁹⁶ Für diese Summe wird wieder ein Sicherheitsäquivalent determiniert und so der Grenzpreis im Rahmen des Roll-Back-Verfahrens ausgehend von der letzten Periode bis zur ersten Periode berechnet. Problematisch bei der Methode der Sicherheitsäquivalente ist jedoch insbesondere die Bestimmung der Risikonutzenfunktionen bei mehreren Investoren mit unterschiedlichen Risikopräferenzen. Da in der vorliegenden Arbeit Publikumsgesellschaften im Zentrum der Betrachtung stehen und die Ermittlung und der Abgleich der Risikonutzenfunktionen aller Anteilseigner i. d. R. scheitern müssen, wird von einer Verwendung dieser Methode hier abgesehen.

Diesen schwerwiegenden Nachteil vermeidet der hier favorisierte marktmäßig objektivierte Ansatz, der die Verteilungen von periodenbezogenen, zustandsabhängigen Nettoeinzahlungen zu Erwartungswerten verdichtet und mit einem risikoäquivalenten Zinssatz diskontiert.⁵⁹⁷ Risikoaversion vorausgesetzt, enthält dieser eine den risikolosen Zinssatz erhöhenden marktmäßig objektivierten Risikozuschlag, der z. B. mit Hilfe des CAPM bestimmt werden kann. In Arbeiten zur marktwertorientierten Unternehmensführung finden sich unterschiedliche Vorgehensweisen der Aggregation mittels des marktmäßig objektivierten Ansatzes.⁵⁹⁸ Aus den genannten pragmatischen Gründen wird hier der oben beschriebenen Konzeption gefolgt,⁵⁹⁹ d. h., im folgenden wird bei den aggregierten Planungsrechnungen bereits davon ausgegangen, daß diese ausschließlich die Erwartungswerte für die einzelnen Strategicalternativen enthalten, die durch die Gewichtung der Nettoeinzahlungsströme der einzelnen zustandsabhängigen Ausprägungen der Planrechnungen mit den Eintrittswahrscheinlichkeiten der Umweltzustände berechnet wurden.

⁵⁹⁵ Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 95 ff.

⁵⁹⁶ Das zweite Verfahren ermittelt die unbedingten Zahlungsverteilungen der Perioden anhand der Eintrittswahrscheinlichkeiten und diskontiert die periodenbezogenen Sicherheitsäquivalente. Eine weitere Möglichkeit besteht in der Diskontierung der Zahlungsströme und der Bewertung der Barwertverteilung mittels Sicherheitsäquivalenten. Das Verfahren nach Siegel zinst die Nettoeinzahlungen auf einen zu bestimmenden Zeitpunkt T auf und leitet einen Grenzpreis aus der Verteilung der Vermögensendwerte ab. Vgl. Siegel, Methoden, S. 21–26. Vgl. auch Ballwieser, Aggregation, Sp. 51 ff.; Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 95–102; Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 305–308; Schmidt/Terberger, Finanzierungstheorie, S. 298–309.

⁵⁹⁷ Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 123 ff.; Richter, Konzeption, S. 104.

⁵⁹⁸ Für Beispiele vgl. Richter, Konzeption, S. 101 f.

⁵⁹⁹ Die Verwendung dieser Vorgehensweise ist in der Literatur zur wertorientierten Unternehmensführung weit verbreitet. Vgl. z. B. Ballwieser, Komplexitätsreduktion, S. 171; Breid, Erfolgspotentialrechnung, S. 167–170, insb. S. 169; Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 176–263; Richter, Konzeption, S. 104.

3.2.1.4 Berücksichtigung der steuerrechtlichen Rahmenbedingungen

Da empirisch vorliegende Steuernormen⁶⁰⁰ die Vorteilhaftigkeit von Investitionsalternativen erheblich beeinflussen,⁶⁰¹ ist deren Einbeziehung unverzichtbar.⁶⁰² Für die hier im Zentrum der Arbeit stehenden Fragen ist es daher notwendig, das Kalkül nach den Merkmalen des Steuersystems der Bundesrepublik Deutschland auszurichten.⁶⁰³ Bei der vollständigen Berücksichtigung aller steuerrechtlichen Details wäre das Modell allerdings zu komplex und entspräche so nicht der Absicht einer praktisch-normativen Betriebswirtschaftslehre, sinnvoll eine Erkenntnis- und Gestaltungsfunktion zu erfüllen. Daher müssen diejenigen steuerrechtlichen Rahmenbedingungen ausgewählt werden, die für eine immobilienpezifische Unternehmenswertrechnung entscheidend sind. Im Modell werden so die wesentlichen Steuerarten für die Unternehmen wie Körperschaft- und Gewerbeertragsteuer berücksichtigt. Weiterhin wird eine persönliche Einkommensteuer eines typischen Investors unterstellt, die wie im deutschen Steuersystem die vom Unternehmen gezahlte Körperschaftsteuer auf Ausschüttungen auf dem Wege des Anrechnungssystems als Vorauszahlung behandelt. Sonstige Steuern werden vereinfacht als Aufwand in der Gewinn- und Verlustrechnung behandelt und nicht explizit aufgeführt. Bei den immobilienpezifischen Steuern wie z. B. der Grundsteuer erfolgt aufgrund ihres vergleichsweise geringen Einflusses auf den Unternehmensgesamtwert auf Unternehmensebene ebenfalls keine explizite Berücksichtigung. Die Grunderwerbsteuer ist allerdings aufgrund des bedeutsamen Einflusses bei immobilienpezifischen Transaktionen zu berücksichtigen.

3.2.1.5 Festlegung des Bezugspunkts der immobilienpezifischen Unternehmenswertrechnung

Um der Zielfunktion der Marktwertmaximierung gerecht zu werden, ist der maximal zu erreichende Marktwert zu bestimmen. Dies ist jedoch mit Problemen behaftet: Zum einen ist der Marktwert eine von den subjektiven Erwartungen des Bewertenden geprägte Größe und stellt somit keinen objektiven Maßstab dar. Zum anderen muß auch eine objektive Bestimmung der

⁶⁰⁰ Zu den betrieblichen Steuerarten siehe z. B. Biergans, Steuerarten, Sp. 4004–4016.

⁶⁰¹ Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 151; Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 21; Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 205–215; Heinhold/Pasch, Steuern, Sp. 1786. Die zwingende Notwendigkeit der Einbeziehung von Steuern in das Investitionskalkül wird seit langem betont. Vgl. Ballwieser, Steuern, S. 17 ff. m. w. N. Grundsätzlich zu den Problemen der Berücksichtigung von Steuern im Investitionskalkül siehe z. B. Blohm/Lüder, Investition, S. 120–129; Kruschwitz, Investitionsrechnung, S. 98–149. Umfassend dazu siehe Schneider, Investition, S. 173–426.

⁶⁰² Zur Tendenz der Vernachlässigung der Steuern in allgemeinen betriebswirtschaftlichen Problemstellungen vgl. Wagner, Steuersystem, S. 75–77.

maximalen Ausprägung des Marktwertes als unmöglich gelten,⁶⁰⁴ da ein Modell nicht sämtliche zukünftigen Umweltzustände und Reaktionsketten der Unternehmensführung abbilden kann. Der im Modell berechnete Marktwert des Eigenkapitals stellt so vielmehr ein zustandsabhängiges Potential dar,⁶⁰⁵ dessen Wert durch die Qualität der Aktivitäten der im Unternehmen handelnden Personen bestimmt wird. Aussagen über die Maximierung des Marktwertes sind daher weder objektiv noch allgemeingültig, sondern sie werden als subjektiv, situationsabhängig und zeitpunktbezogen charakterisiert.⁶⁰⁶

Zur Beurteilung der Vorteilhaftigkeit einer Strategie muß aber ein objektivierter und nachvollziehbarer Vergleichsmaßstab bzw. Bezugspunkt bestimmt werden, mit dem eine Wertsteigerung bzw. eine Wertreduktion gemessen werden kann. In den Ansätzen der marktwertorientierten Unternehmensführung fungiert der aktuelle Marktwert des Eigenkapitals als Bezugspunkt für eine Unternehmenswertrechnung.⁶⁰⁷ RAPPAPORT unterscheidet so beispielsweise zwischen einem Prestrategy- und Poststrategy-Value, um mit der Differenz die strategiebedingte Wertsteigerung abzubilden.⁶⁰⁸ Darüber hinaus werden aber auch die Marktkapitalisierung und der Buchwert des investierten Kapitals als mögliche Vergleichsmaßstäbe betrachtet.⁶⁰⁹

Für die Marktkapitalisierung als Bezugspunkt spricht die im Zentrum der marktwertorientierten Unternehmensführung stehende Forderung nach der Erfüllung der Interessen der Aktionäre: Wird die Marktkapitalisierung bei gegebenen Bedingungen maximiert, können Eigentümer durch Verkauf der Anteile ihren Konsumeinkommensstrom entsprechend ihrer Präferenzen gestalten. Da der Kurs der Aktie alle zukünftigen Erfolge bewertet, scheint ein markteffizienter Maßstab vorzuliegen, der es erlaubt, die Strategien und die Managementleistung zu bewerten.⁶¹⁰ Die Auffassung, einen aktuellen Marktpreis für eine fungible Einheit des Grundkapitals am Unternehmen als Bezugspunkt für die Strategiebewertung in der marktwertorientierten Unternehmensführung postulieren zu können, ist aber auch Gegenstand der Kritik: So

⁶⁰³ Für eine Übersicht über die wesentlichen Merkmale des deutschen Steuersystems siehe Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 28–34; Kupsch, Steuersystem, S. 221–279.

⁶⁰⁴ Vgl. Richter, Konzeption, S. 136.

⁶⁰⁵ Vgl. Bretzke, Unternehmensbewertung, S. 45.

⁶⁰⁶ Vgl. Richter, Konzeption, S. 137.

⁶⁰⁷ Vgl. Rappaport, Shareholder Value, p. 49. Vgl. auch Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 38.

⁶⁰⁸ Vgl. Rappaport, Shareholder Value, p. 72. Für den Fall, daß der Liquidationswert den Marktwert übersteigt, sollte nach Rappaport dieser verwendet werden. Vgl. Rappaport, Shareholder Value, p. 51.

⁶⁰⁹ Vgl. Günther, Controlling, S. 245–250; Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 38–49; Richter, Konzeption, S. 137–140.

weichen der Marktwert des Unternehmens und die Marktkapitalisierung aufgrund von Marktvollkommenheiten wie z. B. unvollständige Information, hohe Komplexität von Entscheidungen und Irrationalität von Entscheidungen der Marktteilnehmer sowie aufgrund nicht fundamentaler Börsenbewertung zum Teil erheblich voneinander ab,⁶¹¹ was eine Nutzung des Kurses der Aktie als Steuerungsgröße generell fragwürdig erscheinen läßt.⁶¹² Weiterhin kann die Marktkapitalisierung ausschließlich bei börsennotierten Unternehmen als Bezugspunkt dienen.⁶¹³ Darüber hinaus kann vom Kurs einer Aktie nicht auf den gesamten Marktpreis des Unternehmens geschlossen werden.⁶¹⁴ Trotz dieser berechtigten Kritikpunkte bleibt festzuhalten, daß sich die Marktkapitalisierung zwar nicht als Maßstab zur Beurteilung von Wertsteigerungsstrategien eignet, aber im Vergleich mit dem fundamentalen Marktwert wertvolle Hinweise für die Unternehmensführung liefert.

Nach RICHTER kann auch der Buchwert des investierten Kapitals als Bezugspunkt für die betrachtete Periode dienen,⁶¹⁵ sofern in der Vergangenheit sämtliche Residualgewinne genau den zu verrechnenden Kapitalkosten auf Buchwertbasis entsprachen.⁶¹⁶ In einem solchen Fall gleicht der Unternehmensgesamt看 dem Buchwert des investierten Kapitals, so daß positive (negative) Residualgewinne Wertsteigerungen(-reduktionen) in der betrachteten Periode anzeigen. Der Buchwert des investierten Kapitals als Vergleichsmaßstab gilt allerdings i. d. R. als wenig hilfreich, da die obengenannten Prämissen nur in Ausnahmefällen erfüllt sein dürfen.

Die in Abbildung 7 dargestellte und hier favorisierte Konzeption stellt eine Modifikation des Pentagon-Konzepts von COPELAND/KOLLER/MURRIN dar, das verschiedene, aufeinander auf-

⁶¹⁰ Vgl. Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 38.

⁶¹¹ Vgl. Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 39. Für einen Überblick über Anomalien auf den Kapitalmärkten vgl. z. B. Krahen, Finanzwirtschaftslehre, S. 800 ff.

⁶¹² Vgl. auch Krahen, Finanzwirtschaftslehre, S. 803.

⁶¹³ Vgl. Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 49.

⁶¹⁴ Vgl. Ballwieser, Komplexitätsreduktion, S. 165; Ballwieser, Steuern, S. 17; Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 48 m. w. N.; Schneider, Investition, S. 520–523.

⁶¹⁵ In der Literatur zum Shareholder Value-Ansatz finden sich mehrfach Hinweise auf die Nutzung des investierten Kapitals als Bezugsgröße. Rappaport z. B. setzte in frühen Aufsätzen zur Berechnung des „Value Return on Investment“ den Shareholder Value in Verhältnis zum investierten Kapital. Vgl. Rappaport, Selecting, pp. 144 f. Insb. auch Stewart favorisiert den „economic book value of the capital committed to the business“ als Bezugsgröße für die Berechnung der quasi-pagatorischen Kapitalkosten. Vgl. Stewart, Value, p. 136; Stewart, Fact, pp. 78 f. Lewis und Lehmann berechnen einen inflationsangepaßten Wert für das investierte Kapital, die sogenannte Bruttoinvestitionsbasis, mit deren Hilfe sie die buchwertbasierte Rentabilitätskennziffer „Cash-flow Return von Investment“ berechnen. Vgl. Lewis, Total-value-Management, S. 40–46; Lehmann, Ertragswertmodell, S. 89–116; Lewis/Lehmann, Investitionsentscheidungen, S. 9 ff.

⁶¹⁶ Vgl. Richter, Konzeption, S. 140 f.

bauende Bezugsgrößen in eine systematische Ordnung bringt.⁶¹⁷ Der Marktwert des Unternehmens im gegenwärtigen Zustand wird mit der aktuellen Marktkapitalisierung verglichen, um bestehende Bewertungsdifferenzen zwischen den Erwartungen des Marktes und des Managements zu identifizieren.⁶¹⁸

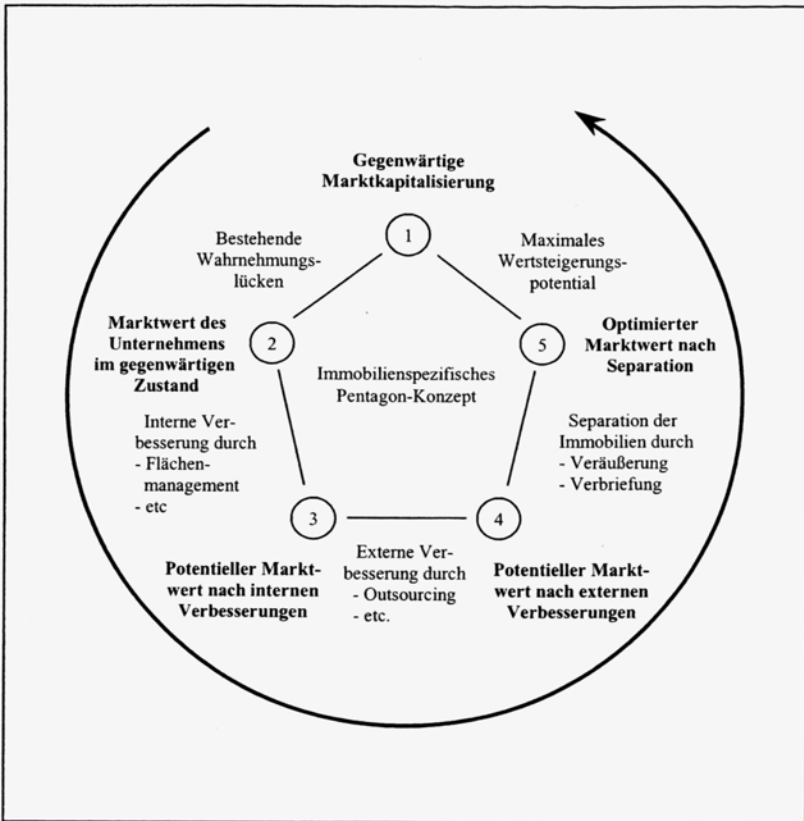


Abbildung 7: Immobilienspezifisches Pentagon-Konzept

In einem immobilienpezifischen Ansatz liefert dieser Vergleich insbesondere auch Informationen darüber, wie der Kapitalmarkt die Immobilien im Unternehmenseigentum bewertet. Unter der Voraussetzung, daß das Unternehmen die vorhandenen Immobilien selbst bestmög-

⁶¹⁷ Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 68 und S. 332 ff.

⁶¹⁸ Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 334–354.

lich einsetzen kann, verdeutlicht der potentielle Marktwert nach internen Verbesserungen in einem zweiten Analyseschritt die Wertsteigerungspotentiale von strategischen und operativen nach innen gerichteten Maßnahmen wie z. B. verbessertes Flächen- und Energiemanagement etc. im Vergleich zum aktuellen Marktwert. Im dritten Schritt wird der Marktwert nach externen Verbesserungen ermittelt. Als externe Verbesserung sind alle nach außen gerichteten immobilienbezogenen Maßnahmen wie z. B. Outsourcing von Gebäudedienstleistungen und immobilienpezifische Refinanzierungen etc. zu verstehen., die eine Erhöhung der Effizienz des Einsatzes der Immobilien im Unternehmen erreichen. Die internen und externen Verbesserungen werden in der vorliegenden Arbeit als traditionelle Immobilienstrategien bezeichnet, da bei diesen davon ausgegangen wird, daß die Immobilien im Unternehmen verbleiben.⁶¹⁹ Im Gegensatz zu diesen wird bei den revolutionären Strategien ein institutionelle Trennung der Immobilien von den anderen Geschäftsaktivitäten des Unternehmens erreicht. Diese institutionellen Separation kann durch Veräußerung oder durch Verbriefung der Immobilien in Beteiligungspapiere erfolgen.⁶²⁰ Mit dieser Analyse kann untersucht werden, ob die Immobilien im Eigentum eines anderen einen höheren Wert realisieren.⁶²¹ Die Summe aller einzelnen Potentiale bildet das gesamte Wertsteigerungspotential und damit den maximal zu erzielenden Marktwert des Eigenkapitals ab.

3.2.2 Auswirkung der Unternehmensimmobilien auf die Berechnungskomponenten des Unternehmenswertes

Für die Entwicklung einer immobilienpezifischen Unternehmenswertrechnung ist die Wirkung der Immobilien auf die wertbestimmenden Faktoren des Marktwertes des Unternehmens bzw. des Eigenkapitals zu klären.⁶²² In einem kapitalmarkttheoretischen Modell entspricht der Marktwert des Unternehmens dem Barwert der mit dem Kapitalkostensatz diskontierten Zahlungsströme. Dieser einfachen Berechnungsform folgend werden im weiteren zunächst der Einfluß der Immobilien und unterschiedlichen Immobilienstrategien auf den Zahlungsstrom erläutert. Anschließend werden Hypothesen über den Einfluß der Immobilien auf den Kapitalkostensatz formuliert,⁶²³ wobei die steuerlichen Wirkungen der Immobilien im direkten

⁶¹⁹ Vgl. auch Abschnitt 3.3.2.3, Aufstellung eines marktwertorientierten immobilienpezifischen Gesamtplans, S. 178.

⁶²⁰ Vgl. Abschnitt 4.2, Separation durch Veräußerung der Immobilien, S. 211 und Abschnitt 4.3, Separation durch Verbriefung der Immobilien in Beteiligungspapieren, S. 226.

⁶²¹ Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 354–359.

⁶²² Vgl. auch Miles/Pringle/Webb, Decision, p. 355.

⁶²³ Während Zahlungsströme i. d. R. eindeutig zu identifizieren sind, können Auswirkungen auf die Kapitalkosten nur in Hypothesen formuliert werden, da bislang weder Reaktionsfunktionen zwischen der Renditefor-

Zusammenhang mit den jeweiligen Immobilienstrategien erörtert werden.⁶²⁴

3.2.2.1 Immobilienstrategien und induzierte Zahlungsströme

3.2.2.1.1 Immobilienbereitstellung

Grundsätzlich können Immobilien dem Unternehmen auf verschiedene Arten bereitgestellt werden, die jeweils unterschiedliche Zahlungsströme bedingen.⁶²⁵ Als grundlegende Bereitstellungsstrategien sind der Kauf, die Eigenerstellung als Projektentwicklung, die Miete und das Leasing zu nennen, die im folgenden näher erläutert werden.⁶²⁶

• Kauf

Beim Kauf einer Immobilie erwirbt das Unternehmen gegen Entgelt das absolute Verfügungsrecht über diese Immobilie.⁶²⁷ Für die Übertragung des Eigentumsrechts entrichtet das Unternehmen einen Kauf- bzw. Anschaffungspreis, der zuzüglich der anfallenden Nebenkosten der Anschaffung⁶²⁸, wie z. B. Grunderwerbsteuer⁶²⁹, Maklergebühren, Notar- und Gerichtskosten, und der nachträglichen Anschaffungskosten und abzüglich der Anschaffungsminderungen als

derung von Eigentümer und Fremdkapitalgeber und den Immobilien als ein fundamentaler Risikofaktor aufgestellt noch empirisch verifiziert werden konnten. Vertiefend dazu siehe Abschnitt 3.2.2.2, Einfluß der Immobilien auf die Kapitalkosten des Unternehmens, S. 117.

⁶²⁴ Die detaillierte Darstellung der Wirkung von Immobilien im Betriebsvermögen auf die Ertragsteuern des Unternehmens (Körperschaftsteuer, Gewerbeertragsteuer) erfolgt im Abschnitt 3.2.3.3, Prognose der Zahlungsströme des Unternehmens, S. 129.

⁶²⁵ Im folgenden werden die in der Praxis und im Handels- und Steuerrecht so benannten Begriffe wie z. B. „Kosten“ und „Erträge“ auch hier übernommen, obwohl diese nach betriebswirtschaftlicher Auffassung Auszahlungen oder Ausgaben bzw. Einnahmen und Einzahlungen darstellen. Die hier konzipierte Unternehmenswertrechnung berücksichtigt ausschließlich die korrespondierenden Zahlungsströme. Vgl. für eine ähnliche Vorgehensweise Ropeter, Investitionsanalyse, S. 245. Zum Verhältnis des Kostenverständnisses der nichtbetriebswirtschaftlichen immobilienpezifischen Literatur und der betriebswirtschaftlichen siehe z. B. Kalusche, Gebäudeplanung, S. 21.

⁶²⁶ Vgl. Schäfers, Management, S. 151–164.

⁶²⁷ Zu den Rechtsvorschriften der Übertragung des Eigentums an Grundstücke und Gebäuden siehe §§ 433–514 BGB i. V. m. §§ 873, 925 und ergänzend §§ 373–382 HGB. Vgl. vertiefend dazu Flehminghaus, Gestaltungsmöglichkeiten, S. 467–478; Köhler, Immobilienkaufvertragsrecht, S. 465–493.

⁶²⁸ Zu den Nebenkosten der Anschaffung zählen weiterhin z. B. die Grundbuchgebühren und Kosten für die Herrichtung des Grundstücks etc. Zu den Anschaffungskosten sind weiterhin übernommene Verbindlichkeiten und Rentenverpflichtungen hinzuzurechnen. Vertiefend und erweiternd zu den zu aktivierenden Kosten siehe Elsner, Bilanzielle Aspekte, S. 447; Ropeter, Investitionsanalyse, S. 247 f.

⁶²⁹ Die Grunderwerbsteuer besteuert gemäß § 1 GrEStG als Rechtsverkehrsteuer den Umsatz mit Immobilien, der durch den Wechsel des Rechtsträgers begründet wird. Der Steuersatz beträgt gemäß § 11 GrEStG 3,5 % der Bemessungsgrundlage, die sich am gemeinen Wert (§ 9 BewG) bzw. an der geldwerten Gegenleistung orientiert. Obgleich gemäß § 13 GrEStG Erwerber und Veräußerer Steuerschuldner sind, wird die GrESt in praxi überwiegend vom Erwerber getragen, der diese dann in den Anschaffungskosten der Immobilien aktivieren kann. Vertiefend dazu vgl. Birle, Grunderwerbsteuer, Kap. 2, insb. Rz. 2–3 und Rz. 75; Köhler, Immobilieninvestitionen, S. 437 ff.

Anschaffungskosten im Anlagevermögen⁶³⁰ bilanziert wird.⁶³¹ Darüber hinaus ist auch der anschaffungsnahe Aufwand zu aktivieren, d. h. wesentliche Kosten für Reparatur- oder Modernisierungsmaßnahmen, die in enger zeitlicher Nähe zur Anschaffung stehen.⁶³² Da der Grund und Boden im Gegensatz zu Gebäuden zu den nicht abnutzbaren Wirtschaftsgütern zählt, sind die Anschaffungskosten für Grund und Boden und Gebäude getrennt zu erfassen und die aktivierbaren Nebenkosten diesen entsprechend aufzuteilen.⁶³³ Die gesamten zahlungswirksamen Anschaffungskosten stellen die Investitionsauszahlungen für eine Immobilie dar.⁶³⁴

• Projektentwicklung

Im Rahmen der Projektentwicklung⁶³⁵ stellt die Non-Property Company als Nutzer Immobilien zur Befriedigung des Immobilienbedarfs selbst bereit, indem sie die Immobilie unter Einsatz eigener finanzieller, materieller und personeller Ressourcen in Eigenregie erstellt.⁶³⁶ Bei der Projektentwicklung müssen für die Bereitstellung des Grundstücks die Anschaffungskosten entrichtet werden.⁶³⁷ Darüber hinaus können Kosten für die Erschließung des Grundstücks anfallen. Bei der Errichtung des Gebäudes fallen neben den Baukosten für die Baukonstruktion und für die technischen Anlagen auch Kosten für die Außenanlagen und die Aus-

⁶³⁰ Bei Non-Property Companies ist davon auszugehen, daß Immobilien nicht zu Handelszwecken angeschafft werden und so eine Bilanzierung im Umlaufvermögen grundsätzlich nicht angezeigt ist. Vgl. dazu Oho/Schelnberger, Steuerfolgen, S. 1148.

⁶³¹ Vgl. dazu auch § 255 I HGB. Vertiefend zur Ermittlung der Anschaffungskosten von Grund und Boden und Gebäuden siehe Elsner, Bilanzielle Aspekte, S. 444–449. Im Modell wird angenommen, daß die Anschaffungskosten den Auszahlungen für den Erwerb entsprechen und vollständig in der Betrachtungsperiode anfallen. Vgl. hierzu auch Schulte/Allendorf/Ropeter, Immobilieninvestition, S. 513.

⁶³² In der Rechtsprechung wird als zeitliches Kriterium eine Zeitdauer von drei Jahren nach Anschaffung veranschlagt. Zur Erfüllung des materiellen Kriteriums müssen bei nach dem 01.01.94 angeschafften Immobilien die Modernisierungskosten über 20 % des Kaufpreises ausmachen. Vgl. dazu Penné/Weimar/Willitzer, Immobilienbesteuerung, S. 13–16.

⁶³³ Die getrennte Ermittlung von Anschaffungskosten für Gebäude und Grund und Boden ergibt sich weiterhin aus dem Grundsatz der Einzelbewertung des § 252 I Nr. 3 HGB und den Möglichkeiten der Übertragung von Vermögensgegenständen gem. § 6 b EStG. Vgl. auch Elsner, Bilanzielle Aspekte, S. 449. Bei expliziten Angaben zu den jeweiligen Anteilen im notariellen Kaufvertrag gelten diese, ansonsten müssen Teilwerte oder deren Verhältnisse zur Bestimmung des Grundstücksanteils herangezogen werden. Vgl. BFH vom 19.12.1972.

⁶³⁴ Vgl. auch Kalusche, Gebäudeplanung, S. 20 ff.; Ropeter, Investitionsanalyse, S. 247 ff.

⁶³⁵ Vertiefend zum Begriff der Projektentwicklung siehe insb. Isenhöfer, Projektentwicklungsunternehmen; Isenhöfer/Väth, Projektentwicklung, S. 151 ff. Vgl. auch Bone-Winkel, Management, S. 40; Conzen, Development, S. 10–14; Diederichs, Projektentwicklung, S. 345–382; Schäfers, Management, S. 151 f.

⁶³⁶ In der Praxis nutzen Non-Property Companies die Möglichkeit, in Kooperation mit professionellen Projektentwicklern die Aufgaben der Projektentwicklung gemeinsam zu bewältigen und so die Risiken der eigenständigen Projektentwicklung zu reduzieren bzw. gegen Gewährung einer Prämie auf Vertragspartner zu übertragen. Vgl. dazu Wilder/Rose, Ventures, pp. 14–22.

⁶³⁷ Vgl. Ropeter, Investitionsanalyse.

stattung sowie Baunebenkosten und Projektmanagementkosten an,⁶³⁸ die alle als Herstellungskosten zu aktivieren sind. Je nach Ausnutzung von handels- und steuerrechtlichen Wahlrechten können unterschiedliche Bestandteile der Einzel- und Gemeinkosten bei der Bestimmung der Herstellungskosten berücksichtigt werden.⁶³⁹ Neben diesen schwieriger zu ermittelnden eigenen Leistungen sind weiterhin insbesondere Fremdleistungen von z. B. Bauunternehmen u. ä. sowie Kosten für die Planung und Konstruktion aktivierungspflichtig.⁶⁴⁰ Die gesamten zahlungswirksamen Herstellungskosten sind wie beim Kauf als Investitionsauszahlungen zu behandeln. Die Anschaffungskosten beim Kauf oder die Herstellungskosten bei der Projektentwicklung sind beide nicht als Betriebsausgaben direkt steuerlich abzugsfähig. Der nutzungsbedingte Wertverlust der Immobilien wird gemäß § 7 IV und V EStG durch Abschreibungen gewinn- und steuermindernd berücksichtigt. Bei Immobilien im Betriebsvermögen werden die Anschaffungs- und Herstellungskosten im grundsätzlichen Fall linear mit einem Abschreibungssatz von 4 % auf die gewöhnliche Nutzungsdauer verteilt. Weiterhin können die die normale Abschreibung ersetzende erhöhten Absetzungen gemäß der §§ 7 c, 7 h und 7 i EStG wie auch zusätzliche Sonderabschreibungen nach FördG in Anspruch genommen werden.⁶⁴¹

• Miete

Mit dem Abschluß eines Mietvertrags erhält das Unternehmen ein zeitlich begrenztes Recht zur Nutzung einer Immobilie oder eines Teils davon gegen Leistung eines Mietzinses.⁶⁴² Dabei werden neben der Miete auch die Nebenkosten vereinbart, die dem Unternehmen vom Vermieter für den Betrieb der Immobilien berechnet werden. Darüber hinaus können Anpassungsmodalitäten für die Miete, Nebenabreden wie z. B. mietfreie Zeiten, Sonderausbauten ohne Zahlung des Mieters und sonstige Vergünstigungen Bestandteil der Vertragsbedingun-

⁶³⁸ Vgl. Isenhöfer/Väth, Projektentwicklung, S. 189 und S. 196 f.

⁶³⁹ Während handelsrechtlich nur die Einzelkosten anzusetzen sind, sind steuerrechtlich auch gem. R 33 EStR die Einbeziehung von Gemeinkosten wie Material- und Fertigungsgemeinkosten sowie Abschreibungen auf Fertigungsanlagen zu berücksichtigen. Vgl. für die Berechnung der Herstellungskosten bei Immobilien Elsner, Bilanzielle Aspekte, S. 449–453.

⁶⁴⁰ Darüber hinaus sind Vermessungskosten, Ablösekosten für Einstellplätze und überhöhte Herstellungskosten sowie unter bestimmten Bedingungen Abbruchkosten und Bauzeitinszenzen aktivierungspflichtig. Vgl. vertiefend dazu Elsner, Bilanzielle Aspekte, S. 449–452; Ropeter, Investitionsanalyse, S. 248 f.

⁶⁴¹ Diese Abschreibungsmöglichkeiten sollen im einzelnen hier nicht erläutert werden. Vgl. ausführlich zu erhöhten Absetzungen und Sonderabschreibungen im Betriebsvermögen z. B. Penné/Weimar/Willitzer, Immobilienbesteuerung, S. 124–131.

⁶⁴² Rechtliche Grundlagen für die Anmietung von Immobilien sind in §§ 535 ff., §§ 541 ff. und §§ 551 ff. BGB kodifiziert. Vgl. dazu Palandt-Putzo, BGB, S. 559–632. Zu den juristischen Gestaltungsmöglichkeiten bei Gewerbemietverträgen siehe z. B. Weber, Gewerbe-Immobilien, S. 755–784.

gen sein.⁶⁴³ Im Gegensatz zu den einmaligen Zahlungsströmen bei Kauf und Projektentwicklung sind bei der Miete periodische Auszahlungen, bestehend aus Miet- und Nebenkostenzahlungen, vom Unternehmen zu leisten. Mietzahlungen kürzen als Betriebsausgabe voll die Bemessungsgrenze der Gewerbe- und Körperschaftsteuer.

• Leasing

Beim Leasing sichert sich das Unternehmen als Leasingnehmer in einem Finanzierungsleasingvertrag vom Leasinggeber für die vereinbarte, unkündbare Grundmietzeit das Nutzungsrecht an einer Immobilie,⁶⁴⁴ wobei bei einem Teilamortisationsvertrag im Gegensatz zu einem Vollamortisationsvertrag in der Grundmietzeit nicht sämtliche Aufwendungen des Leasinggebers für die Bereitstellung der Immobilie amortisiert werden.⁶⁴⁵ Nach Ablauf der Grundmietzeit können dem Leasingnehmer, je nach Regelung bei Vertragsabschluß, Optionsrechte gewährt werden, die es ihm ermöglichen, eine Verlängerung der Mietzeit zu erwirken (Mietverlängerungsoption) oder die Immobilie zu vorher vereinbarten Konditionen zu erwerben (Kaufoption).⁶⁴⁶ Die vom Leasingnehmer genutzte Immobilie steht bei erlaßkonformer Gestaltung des Leasingvertrags im rechtlichen und wirtschaftlichen Eigentum des Leasinggebers,⁶⁴⁷ der diese aktiviert und die Abschreibung über die Nutzungszeit als Betriebsausgabe absetzt.⁶⁴⁸

Für die Überlassung der Immobilie erhält der Leasinggeber vom Leasingnehmer eine steuerlich als Betriebsausgabe voll abzugsfähige Leasinggebühr, die die Tilgung und risikoadäquate

⁶⁴³ Vgl. dazu z. B. Niesslein, Mietermarkt, S. 326–331.

⁶⁴⁴ Vgl. Follak/Leopoldsberger, Finanzierung, S. 230 f.; Köhler, Immobilieninvestitionen, S. 453 f.; Ropeter/Vaaßen, Wirtschaftlichkeitsanalyse, S. 161; Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 474 f. Umfassend zum Immobilienleasing vgl. Vaaßen, Immobilienleasing.

⁶⁴⁵ Vgl. Köhler, Immobilieninvestitionen, S. 453; Ropeter/Vaaßen, Wirtschaftlichkeitsanalyse, S. 162 f.; Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 477 f.

⁶⁴⁶ Vgl. Köhler, Immobilieninvestitionen, S. 453 f.; Ropeter/Vaaßen, Wirtschaftlichkeitsanalyse, S. 161; Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 474 f.

⁶⁴⁷ Für die Zurechnung der Immobilie zum wirtschaftlichen Eigentum des Leasinggebers ist es bei den in der Praxis überwiegend vorliegenden Teilamortisationsverträgen gemäß dem Teilamortisationserlaß vom 23.12.91 notwendig, daß die Grundmietzeit maximal 90 % der betriebsgewöhnlichen Nutzungsdauer des Leasingobjektes nicht überschreitet, die Ausübung eventuell vereinbarter Kaufoptionen mindestens zum Restbuchwert erfolgen, Mietverlängerungsoptionen mindestens zu 75 % des nach Art, Lage und Ausstattung vergleichbaren Mietpreises ausgestaltet sind oder Sonderv Verpflichtungen des Leasingnehmers wie z. B. Übernahme des Untergangsrisikos vereinbart werden. Bei Spezialleasing ist die Immobilie grundsätzlich dem Leasingnehmer zuzuordnen. Vgl. zu den weiteren Kriterien vertiefend BMF-Schreiben vom 23.12.91. Für eine Übersicht über die Kriterien vgl. z. B. Drukarczyk, Theorie, S. 465 ff.; Wöhe, Bilanzierung, S. 241–257, insb. S. 252. Vertiefend zur steuerlichen Behandlung des Immobilienleasings siehe auch Gabelle/Dannenberg/Kroll, Immobilien-Leasing, S. 123–134; Haarmann/Busch, Steuerliche Aspekte, S. 411–416; Köhler, Immobilieninvestitionen, S. 454; Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 481 f.

⁶⁴⁸ Vgl. Köhler, Immobilieninvestitionen, S. 453 f.; Ropeter/Vaaßen, Wirtschaftlichkeitsanalyse, S. 163.

Verzinsung der Investitionssumme sowie Verwaltungs- und Gewinnanteile des Leasinggebers abdeckt.⁶⁴⁹ Daneben entstehen wie im Falle der Miete auch Mietnebenkosten als objektbezogene Nebenkosten, die gesondert in Rechnung gestellt werden. Weiterhin können auch einmalige Sonderzahlungen als Prozentsatz der Gesamtinvestitionssumme anfallen, die bei Vertragsabschluß für die vom Leasinggeber erbrachten Planungs- und Konzeptionsleistungen auflaufen.⁶⁵⁰ Darüber hinaus ist es möglich, daß der Leasingnehmer Mietvorauszahlungen an den Leasinggeber leisten muß,⁶⁵¹ um dessen Kosten während der Erstellungsphase der Immobilie, die im wesentlichen aus den Finanzierungskosten in der Bauphase, Bereitstellungsprovisionen und Baubetreuungsgebühren bestehen, zu tragen.⁶⁵² Im Falle der Ausübung der Kaufoption ist ferner der Ausübungspreis zu begleichen.

3.2.2.1.2 Immobilienbewirtschaftung

Bei der Immobilienbewirtschaftung fallen neben den laufenden Auszahlungen für den Betrieb der Immobilien auch Auszahlungen für die Instandsetzung und Modernisierung an, die der Sicherung und dem Ausbau des Nutzenpotentials der Immobilien gelten.

• Betriebs- und Nutzungskosten

Betriebs- und Nutzungskosten sind periodische Auszahlungen,⁶⁵³ die in jeder Periode mit bestimmter Regelmäßigkeit anfallen und überwiegend von der Intensität der Nutzung der Immobilien abhängen. So lassen sich verschiedene Gruppen immobilienpezifischer Betriebskostenarten identifizieren:

- Steuern, staatliche Abgaben und Gebühren (z. B. Grundsteuer⁶⁵⁴, Müllabfuhr, Straßenreinigung, Be- und Entwässerung etc.)
- Energiekosten (z. B. Strom, Öl, Gas und Fernwärme etc.)
- Reinigungskosten (z. B. Glas- und Fassadenreinigung, Unterhaltsreinigung, Außenreinigung und Winterdienst etc.)

⁶⁴⁹ Vgl. Gabele/Dannenberg/Kroll, Immobilien-Leasing, S. 98–106; Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 478 f. und S. 483.

⁶⁵⁰ Vgl. Gabele/Dannenberg/Kroll, Immobilien-Leasing, S. 108; Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 479.

⁶⁵¹ Vgl. Ropeter/Vaaßen, Wirtschaftlichkeitsanalyse, S. 163.

⁶⁵² Vgl. Gabele/Dannenberg/Kroll, Immobilien-Leasing, S. 110; Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 479.

⁶⁵³ Vgl. Ropeter, Investitionsanalyse, S. 251.

⁶⁵⁴ Die Grundsteuer besteuert als Realsteuer den Grundbesitz i. S. des Bewertungsgesetzes (§ 2 GrStG). Zur Berechnung der Grundsteuer ist die gemäß §§ 14, 15 GrStG von der Art des Grundbesitzes abhängige Steuerermesszahl mit der Bemessungsgrundlage und dem gemäß § 25 GrStG von der jeweiligen Gemeinde festzulegenden Hebesatz zu multiplizieren. Die Grundsteuer ist als Betriebsausgabe bei der Ermittlung des Gewinns abzugsfähig. Vertiefend dazu vgl. Koch, Grundsteuer, Kap. I. C., Rz. 1–17. Vgl. auch Köhler, Immobilieninvestitionen, S. 434 f.

- Periodische Instandhaltungskosten,⁶⁵⁵ d. h. Wartungs- und Inspektionskosten (z. B. Wartung der Fördertechnik, Inspektion der technischen Einrichtungen etc.)
- Kosten für das Objektmanagement und die Verwaltung (kaufmännisches, technisches und infrastrukturelles Facility Management)
- Versicherungen (Feuer-, Sach-, Löschwasserversicherungen etc.)
- Kosten für die Sicherung und Bewachung der Immobilie

Diese periodischen Auszahlungen fließen als Aufwandsposten in die Gewinn- und Verlustrechnung ein und mindern als Betriebsausgaben den steuerlichen Gewinn der jeweiligen Periode.

• Modernisierung und Instandsetzung

Substanzverbessernde Modernisierungs- und Instandsetzungsmaßnahmen,⁶⁵⁶ die den Gebrauchswert erhöhen oder die betriebsgewöhnliche Nutzungsdauer verlängern, sind als Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten zu aktivieren.⁶⁵⁷ Stellen Modernisierungs- und Instandsetzungsmaßnahmen allerdings Erhaltungsaufwand⁶⁵⁸ dar, fließen sie direkt als Aufwandsposten in die Gewinn- und Verlustrechnung. Die mit diesen Maßnahmen verbundenen Auszahlungen sind unabhängig von ihrer Bilanzierung aufgrund ihres unregelmäßigen Auftretens als aperiodische Auszahlungen in der Unternehmenswertrechnung zu berücksichtigen.⁶⁵⁹

3.2.2.1.3 Immobilienverwertung

Sofern das Unternehmen Immobilien nicht mehr zur Leistungserstellung benötigt, gelten diese als nichtbetriebsnotwendig. Bei Immobilien im Eigentum kann das Unternehmen diese durch die Verwertungsalternativen Vermietung und Veräußerung einer Nutzung zuführen. Sofern das Unternehmen selbst Mieter der Immobilie ist, kann ggf. eine Untervermietung erfolgen, sofern eine vorzeitige Vertragsauflösung nicht möglich ist und die Untervermietung im Miet-

⁶⁵⁵ Die Instandhaltung zielt auf die Sicherung der Betriebsbereitschaft der Immobilie und kann gemäß DIN 31051 in die Bestandteile Inspektion, Wartung und Instandsetzung unterteilt werden, wobei die Inspektion den Ist-Zustand erfasst und beurteilt, die Wartung einen bestimmten Soll-Zustand bewahrt und die Instandsetzung einen Soll-Zustand wiederherstellt. Vgl. Schulte/Allendorf/Ropeter, Immobilieninvestition, S. 517 f. Die Instandsetzungskosten sind aufgrund ihres üblicherweise unregelmäßigen Auftretens den aperiodischen Zahlungen zuzuordnen. Vgl. Ropeter, Investitionsanalyse, S. 252.

⁶⁵⁶ Die Instandsetzungskosten sind aperiodische Zahlungen, die den Instandhaltungskosten zuzurechnen sind.

⁶⁵⁷ Vgl. Penné/Weimar/Willitzer, Immobilienbesteuerung, S. 16 m. w. N.; Ropeter, Investitionsanalyse, S. 251 f.

⁶⁵⁸ Erhaltungsaufwand ist festzustellen, wenn die Maßnahmen nicht wegen Vollverschleißes angezeigt waren oder wenn kein anschaffungsnahe Aufwand oder Substanzverbesserung vorlag. Vgl. Penné/Weimar/Willitzer, Immobilienbesteuerung, S. 16.

⁶⁵⁹ Vgl. Ropeter, Investitionsanalyse, S. 252.

vertrag nicht ausgeschlossen wurde.

• Vermietung

Wenn das Unternehmen selbst als Vermieter von derzeitig nicht selbst genutzten Immobilien mit Dritten Mietverträge schließt, werden Einzahlungen aus Mieten und Nebenkosten⁶⁶⁰ sowie sonstige Einzahlungen aus Nebenvereinbarungen erzielt,⁶⁶¹ die in das nichtoperative Ergebnis fließen und dort der Besteuerung durch Ertragsteuern unterliegen.⁶⁶²

• Veräußerung

Bei der Veräußerung von Immobilien stößt das Unternehmen nicht mehr benötigte Immobilien auf dem Immobilienmarkt ab. Vom Erwerber erhält das Unternehmen den vereinbarten Veräußerungspreis, der als gewinnerhöhende Betriebseinnahme voll steuerpflichtig ist. Das Unternehmen löst den Buchwert der Immobilie auf, der gewinnmindernd angesetzt wird.⁶⁶³ Sofern der Veräußerungserlös den Buchwert der Immobilie übersteigt, realisiert das Unternehmen einen steuerpflichtigen Veräußerungsgewinn, der als sonstiger betrieblicher Ertrag in die Gewinn- und Verlustrechnung fließt und dort mit Ertragsteuern besteuert wird.⁶⁶⁴ Mit der Veräußerung können auch Aufwendungen für die Vermarktung und Eigentumsübertragung etc. für das Unternehmen verbunden sein, die den Veräußerungsgewinn mindern. Verluste aus der Veräußerung der Immobilie sind ebenfalls gewinnmindernd zu berücksichtigen, d. h. sie können beim Vorliegen von anderen Erträgen steuerneutral kompensiert werden.⁶⁶⁵ Durch die Veräußerung der Immobilie erhöht sich der Zahlungsstrom der Periode um den Veräußerungspreis abzüglich der Veräußerungsaufwendungen und der Steuerzahlung auf den Veräußerungsgewinn.⁶⁶⁶

⁶⁶⁰ Da den Mietnebenkosten in der Gewinn- und Verlustrechnung Aufwandsposten in gleicher Höhe gegenüberstehen, kommt ihnen als „durchlaufender Posten“ keine Erfolgswirkung zu.

⁶⁶¹ Weiterhin können z. B. auch zusätzliche Einzahlungen aus der Überlassung von Park- und Werbeflächen generiert werden. Vgl. Ropeter, Investitionsanalyse, S. 253.

⁶⁶² Schon hier ist darauf hinzuweisen, daß Mieterträge im Betriebsvermögen Einkünfte aus dem Gewerbebetrieb darstellen und folglich Gegenstand der Besteuerung durch Körperschaftsteuer und Gewerbebeitragssteuer sind. Vgl. Oho/Schelnberger, Steuerfolgen, S. 1148.

⁶⁶³ Vgl. Penné/Weimar/Willitzer, Immobilienbesteuerung, S. 155.

⁶⁶⁴ Im Gegensatz zu Veräußerungen von Immobilien aus dem Privatvermögen sind jene aus dem Betriebsvermögen als Einkünfte aus dem Gewerbebetrieb zu besteuern. Vgl. Oho/Schelnberger, Steuerfolgen, S. 1143 und S. 1148. Da hier aus dem Blickwinkel der Analyse ausschließlich Aktiengesellschaften betrachtet werden, liegen grundsätzlich Einkünfte aus dem Gewerbebetrieb vor. Vgl. Köhler, Immobilieninvestitionen, S. 449.

⁶⁶⁵ Vgl. Penné/Weimar/Willitzer, Immobilienbesteuerung, S. 155; Oho/Schelnberger, Steuerfolgen, S. 1148.

⁶⁶⁶ Dabei wird davon ausgegangen, daß Steuer auch in der jeweiligen Periode zahlbar ist.

3.2.2.2 Einfluß der Immobilien auf die Kapitalkosten des Unternehmens

3.2.2.2.1 Differenzierung des Kalküls anhand der Systematisierung der Unternehmensimmobilien

Bei der Systematisierung der Immobilien wurde deutlich, daß Immobilien in Unternehmen verschiedene Rollen einnehmen.⁶⁶⁷ Diese Einordnung soll im folgenden zur differenzierten Analyse des Einflusses der Immobilien auf die Kapitalkosten des Unternehmens genutzt werden.

Immobilieninvestitionen lassen sich nach dem Kriterium der Zielsetzung in Primär- und Sekundärinvestitionen unterscheiden.⁶⁶⁸ Bei Primärinvestitionen beabsichtigt der Investor, Erträge unmittelbar aus der Überlassung der Immobilie an einen Dritten zu erzielen. Da das Unternehmen auf dem Markt aus der Überlassung von Raum direkte Einzahlungen generiert und abgrenzbare Auszahlungen zum Aufbau und Erhalt des immobilienbezogenen Nutzenpotentials leistet, können sämtliche Zahlungsströme der Investition identifiziert werden. Somit kann eine Bewertung der Investition hinsichtlich ihrer Vorteilhaftigkeit mittels eines Kapitalwertkalküls erfolgen, wenn die risikoadäquaten Kapitalkosten für die Immobilieninvestition ermittelt werden. Diese können unter Zuhilfenahme des CAPM mit Blick auf die Risikocharakteristika der immobilien-spezifischen Einzahlungsüberschüsse bestimmt werden.⁶⁶⁹

Immobilien stellen Sekundärinvestitionen dar, wenn sie als Produktionsfaktor nur mittelbar, d. h. als Teil einer umfassenderen, marktgerichteten Primärinvestition des Unternehmens, Einzahlungen generieren. Zur Ermittlung der Vorteilhaftigkeit der Sekundärinvestition in einem von der Primärinvestition losgelösten Kalkül wäre es notwendig, die auf die Immobilien entfallenden Ein- und Auszahlungen aus dem Zahlungsstrom der operativen Geschäftstätigkeit des Unternehmens herauszukristallisieren.⁶⁷⁰ Eine marktorientierte Erfolgsspaltung des gesamten Zahlungsstroms könnte sich dabei am Nutzen des Abnehmers des Produktes orientieren. Da aber für den Abnehmer die immobilien-spezifische Teilleistung i. d. R. als nicht bewertbar gelten muß, erscheint eine Bestimmung der auf die Immobilien entfallenden Erfolgsbestandteile oder Einzahlungen als unmöglich.⁶⁷¹ Vor diesem Hintergrund kann auch die Einschätzung der Risikocharakteristika dieser fiktiv anzusetzenden Einzahlungen nicht erfol-

⁶⁶⁷ Vgl. Abschnitt 3.1.1.3, Systematisierung von Unternehmensimmobilien, S. 82.

⁶⁶⁸ Vgl. Ropeter, Investitionsanalyse, S. 25.

⁶⁶⁹ Einführend zum CAPM siehe Abschnitt 2.1.3.1, Capital Asset Pricing Model, S. 30.

⁶⁷⁰ Vgl. Ropeter, Investitionsanalyse, S. 25.

⁶⁷¹ Für ein ähnliches Ergebnis vgl. Ropeter, Investitionsanalyse, S. 25.

gen. Eine solche Aufspaltung des Einzahlungsstroms der übergeordneten Primärinvestition ist zudem grundsätzlich fragwürdig, da der Abnehmer nicht die immobilisenspezifische Leistung der Sekundärinvestition, sondern ausschließlich die Nutzenstiftung durch das Produkt der Primärinvestition vergütet. Selbst wenn eine Erfolgsspaltung möglich wäre, würde eine auf einer solchen basierende Unternehmenswertrechnung Mängel aufweisen, da mögliche Auswirkungen der Sekundärinvestition auf die Kapitalkosten und die Zahlungsreihe der Primärinvestition vernachlässigt würden.

Für die Bewertung von Investitionen in Unternehmensimmobilien und zur Bestimmung des Einflusses der Immobilien auf die Kapitalkosten können diese Erkenntnisse jedoch genutzt werden. Da in Non-Property Companies alle Immobilien Sekundärinvestitionen darstellen, sind sie grundsätzlich im Verbund mit den Primärinvestitionen zu bewerten. Dies ist in besonderem Maße im Falle der Sonderimmobilien einsichtig: Da sich diese per definitionem ausschließlich für eine spezifische Nutzung eignen, teilen die Immobilien i. d. R. das Schicksal des zugrundeliegenden Geschäfts und weisen so auch gleiche Risikocharakteristika auf.⁶⁷² Im Gegensatz dazu ist es im Falle von Mehrzweckimmobilien angezeigt, die alternativen Nutzungsmöglichkeiten der Immobilien in die Überlegungen miteinzubeziehen. Sofern das Gut knapp ist und einem Dritten die Realisierung eines Nutzenpotentials ermöglicht, kann es durch ewige oder zeitlich begrenzte Überlassung der Verfügungsrechte in einen Zahlungsstrom transformiert werden, der Einzahlungen und Auszahlungen umfaßt. Ein solches Gut hat einen Marktwert, kann selbst Gegenstand einer Primärinvestition eines Dritten sein und ist daher mit dem in diesem Fall anzusetzenden Diskontierungssatz zu bewerten. Diese Sekundärinvestitionen werden im folgenden als unechte Sekundärinvestitionen bezeichnet. Wenn jedoch die Sekundärinvestition wie im Falle der Sonderimmobilien nicht Gegenstand einer losgelösten Primärinvestition sein kann, ist diese mit dem Diskontierungssatz der übergeordneten Primärinvestition im Rahmen eines Totalkalküls zu bewerten. Solche Sekundärinvestitionen werden im folgenden als echte Sekundärinvestitionen bezeichnet.

Um die Wirkung der Immobilien auf die Kapitalkosten des Unternehmens einschätzen zu können, sind weiter reichende Überlegungen notwendig. Immobilien können auf die Markt-

⁶⁷² Bei Sonderimmobilien, bei denen das zugrundeliegende Kerngeschäft die Bereitstellung von Raum ist wie z. B. bei Hotels und Seniorenimmobilien, können in praxi durchaus der Bereitsteller der Immobilie, also der Primärinvestor, und der Betreiber als Sekundärinvestor auseinanderfallen. Wenn nur eine beschränkte Anzahl von möglichen Betreibern und nur eine Nutzungsmöglichkeit der Immobilie vorhanden ist, trägt der Immobilieninvestor einen Teil des Betreiberisikos, das er mit einer höheren Rendite vergütet bekommt.

werte der Fremdfinanzierungskontrakte, auf eine angenommene Zielkapitalstruktur sowie auf die Kapitalkostensätze für Fremdkapital und Eigenkapital wirken. Die einzelnen Komponenten werden im folgenden nach möglichen Zusammenhängen untersucht, wobei neben der Nutzung des CAPM als theoretisches Erklärungsmodell auch Ergebnisse empirischer Studien herangezogen werden.

3.2.2.2.2 Wirkung der Immobilien auf die Renditeforderung der Eigenkapitalgeber

Die Wirkung der Immobilien auf die Eigenkapitalkosten wird anhand der Segmentierung der Immobilien in Mehrzweck- und Sonderimmobilien als Extreme auf dem Kontinuum der Drittverwendungsfähigkeit untersucht.⁶⁷³

• Mehrzweckimmobilien im Eigentum

Da Mehrzweckimmobilien im Eigentum außerhalb des Unternehmensverbundes in einer alternativen Nutzung Cash-flows generieren und so selbständige Primärinvestitionen darstellen können, sind sie auch als solche bewertbar. Dazu sind folglich auch projektspezifische Kapitalkosten für die Immobilieninvestition, z. B. unter Zuhilfenahme des CAPM, zu bestimmen. Da der aus einer Immobilieninvestition generierte Zahlungsstrom unsicher ist, d. h. von den zukünftigen Umweltentwicklungen abhängt, sind einzelne Immobilien, deren Handelbarkeit hier unterstellt wird,⁶⁷⁴ als riskante Assets im Marktportfolio des CAPM enthalten.⁶⁷⁵ Das systematische Risiko der Immobilieninvestition entspricht der Kovarianz der Rendite der Immobilieninvestition r_{Immo} und der Marktrendite, die, dividiert durch die Varianz des Marktportfolios gemäß Gleichung (39), den Betafaktor der Immobilieninvestition als Maß für das Risiko bildet.

$$\beta_{Immo} = \frac{\sigma_{Immo,M}}{\sigma_M^2} \quad (39)$$

Wird diese in die aus Gleichung (8) bzw. (10) bekannte Wertpapierlinie eingesetzt, kann die Renditeforderung eines Investors in die Immobilieninvestition berechnet werden.

⁶⁷³ Bei Spezialimmobilien ist fallweise anhand der vorliegenden Drittverwendungsfähigkeit zu entscheiden, welche der vorgeschlagen Analyse zielführend ist.

⁶⁷⁴ Dies kann bei gegebenen Rahmenbedingungen z. B. erreicht werden, indem angenommen wird, daß eine einzelne hinreichend große Immobilie als einziges Asset in einer börsennotierten Aktiengesellschaft liegt.

⁶⁷⁵ In der Grundform des CAPM sind alle möglichen risikobehafteten Anlagen im Marktportfolio enthalten. Vgl. dazu z. B. Drukarczyk, Theorie, S. 235; Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 317 f. Vgl. vertiefend dazu auch Abschnitt 2.1.3.1, Capital Asset Pricing Model, S. 30. Zu Anforderungen und Möglichkeiten der praktischen Berücksichtigung der Anlagen in Immobilien in einem Marktportfolio siehe insb. Steiner/Kleeberg, Indexauswahl, S. 180.

$$r_{Immo} = i + (r_M - i) * \beta_{Immo} \quad (40)$$

Sind n handelbare Immobilien h vorhanden, fließen die marktwertgewichteten einzelnen Betafaktoren der Immobilien in einen Betafaktor des Portfolios an Mehrzweckimmobilien des Unternehmens ein.

$$\beta_{Immo,P} = \sum_{h=1}^n \frac{V_{Immo,h}}{V_{Immo,P}} * \beta_{Immo,h} \quad (41)$$

Der Betafaktor des Unternehmens besteht gemäß Gleichung (9) aus den marktwertgewichteten Betafaktoren der Projekte, die hier als marktwertgewichtete Betafaktoren der operativen Geschäftstätigkeit β_0 und des Portfolios der Mehrzweckimmobilien dargestellt werden.

$$\beta = \frac{V_O}{V} * \beta_0 + \frac{V_{Immo,P}}{V} * \beta_{Immo,P} \quad \text{mit} \quad V = V_O + V_{Immo,P} \quad (42)$$

In einer Non-Property Company, die Dritten auf dem Markt keine Immobilien zur Verfügung stellt, werden Mehrzweckimmobilien als eigenständige Projekte wie in einer Property Company betrachtet. Die Non-Property Company steht so in einer doppelten Rolle: Zum einem als ein Immobilieninvestor, der als Immobilienunternehmer vollständig drittverwendungsfähige Immobilien zur Nutzung bereitstellt, und zum anderen als Immobiliennutzer, der Immobilien „auf dem Markt“ beschafft. Diese Überlegungen verdeutlichen die Interpretation von NOURSE, daß das Eigentum von Immobilien zur Befriedigung des Immobilienbedarfs des Unternehmens als vertikale Integration in das Immobiliengeschäft betrachtet werden kann.⁶⁷⁶

• Sonderimmobilien im Eigentum

Bei Sonderimmobilien als echten Sekundärinvestitionen ist der Einfluß auf die Kapitalkosten des Unternehmens nicht mittels eines ein eigenes Risikoprofil abbildenden Betafaktors erklärbar, da Sonderimmobilien kein isolierbares Investitionsrisiko bergen. Das Investitionsrisiko der übergeordneten Primärinvestition wird allerdings auch durch immobilienpezifische Variablen, die auf den Operating Leverage der Investition wirken, in Richtung und Höhe beeinflusst.⁶⁷⁷ Zur Erklärung des Einflusses von Immobilien als Sekundärinvestitionen auf die Kapitalkosten der übergeordneten Primärinvestition wird von einem eigenkapitalfinanzierten Ein-Produkt-Unternehmen ausgegangen. Weiterhin wird angenommen, daß die im Gegensatz zu der Rendite der Aktienanlage nicht zu beobachtende Rendite des Unternehmens der Ren-

⁶⁷⁶ Vgl. Nourse, Ownership, pp. 67–71.

⁶⁷⁷ Den Zusammenhang zwischen Operating Leverage und Kapitalkosten eines eigenkapitalfinanzierten Unternehmens stellte erstmals Lev her. Vgl. Lev, Operating Leverage, pp. 627–641. Im folgenden wird darauf in vereinfachender Form Bezug genommen.

dite der Aktienanlage entspricht.⁶⁷⁸ Die erwartete Rendite⁶⁷⁹ des Unternehmens j berechnet sich aus dem erwarteten Verhältnis von Gewinn G_j und dem Marktwert des Unternehmens bzw. des Eigenkapitals E_j .^{680,681} Der Gewinn entspricht der Differenz aus Umsatzerlösen und variablen und fixen Kosten, bzw. der Differenz der mit der erwarteten Absatzmenge q multiplizierten Deckungsspanne $p - k^v$ und den fixen Kosten K^f .⁶⁸²

$$E[\tilde{r}_j] = E\left[\frac{\tilde{G}_j}{E_j}\right] = E\left[\frac{(p_j - k_j^v) * \tilde{q}_j - K_j^f}{E_j}\right] \quad (43)$$

$$\text{mit:}^{683} \quad G_{j,t} = p_{j,t} * q_{j,t} - k_{j,t}^v * q_{j,t} - K_{j,t}^f \quad (44)$$

Wird Gleichung (44) nach der Absatzmenge differenziert, läßt sich zeigen, daß die Variation des Gewinns bei variabler Absatzmenge allein von der Deckungsspanne abhängig ist.⁶⁸⁴

$$\frac{\partial G_j}{\partial q_j} = p_j - k_j^v \quad (45)$$

Wenn das Verhältnis aus fixen und variablen Kosten als Operating Leverage $OL = K^f / (k^v * q)$ definiert und weiter angenommen wird, daß der Operating Leverage unternehmensspezifisch und bei kleinen Änderungen der Absatzmenge ∂q konstant ist, dann ist aus Gleichung (46) ersichtlich, daß die Schwankung des Gewinns mit dem Operating Leverage korreliert, m. a. W. die Volatilität der Rendite steigt mit steigendem Anteil der Fixkosten an den Gesamtkosten.⁶⁸⁵

$$\partial G_j = (p_j - k_j^v) * \partial q_j = \left(p_j - \frac{K_j^f}{OL_j * q_j}\right) * \partial q_j \quad (46)$$

Unter Nutzung der Gleichung (43) kann der Betafaktor des Unternehmens β_j ermittelt wer-

⁶⁷⁸ Vgl. Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 210; Zimmermann, Prognose, S. 265.

⁶⁷⁹ Zur Kritik an der Verwendung dieser Renditedefinition siehe Bauer, Aktienanlagen, S. 66 ff.

⁶⁸⁰ Vgl. Bauer, Aktienanlagen, S. 66; Steiner/Bauer, Analyse, S. 350 f.; Zimmermann, Prognose, S. 266.

⁶⁸¹ Der Index j für Unternehmen wird zur Unterscheidung des Marktwertes des Eigenkapitals E_j vom Erwartungsoperator $E[\]$ verwendet.

⁶⁸² Vgl. Steiner/Bauer, Analyse, S. 351. Vgl. auch Bauer, Aktienanlagen, S. 66; Freygang, Kapitalallokation, S. 276 f.; Müller, Aktienbewertung, S. 131 ff.; Zimmermann, Prognose, S. 266. In dieser Betrachtung ist zunächst nur die Absatzmenge unsicher. Allerdings sind auch der Preis und die variablen Kosten Zufallsvariablen. Dieses gilt ebenso für die fixen Kosten, die jedoch nicht von der Absatzmenge abhängen. Vgl. Lev, Operating Leverage, p. 629, insb. auch Fn. 2. Anstatt des Gewinns wird auch die Residualgröße als Cash-flow bezeichnet. Vgl. Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 210 f.; Weber/Schiereck, Kapitalkosten, S. 147 f.

⁶⁸³ Die Indizes t zur Kennzeichnung der Periode unterbleiben im folgenden.

⁶⁸⁴ Vgl. Lev, Operating Leverage, p. 629. Vgl. auch Freygang, Kapitalallokation, S. 277 f.; Müller, Aktienbewertung, S. 131 f.

⁶⁸⁵ Vgl. Lev, Operating Leverage, p. 629. Vgl. auch Freygang, Kapitalallokation, S. 277 f.; Müller, Aktienbewertung, S. 131 f.; Weber/Schiereck, Kapitalkosten, S. 147 f. Deutlich wird, daß die fixen Kosten bei der Differenzierung entfallen, da sie per definitionem nicht von Nachfrageschwankungen abhängen. Vgl. Lev, Operating Leverage, p. 629.

den.⁶⁸⁶⁻⁶⁸⁷

$$\beta_j = \frac{\sigma_{jM}}{\sigma_M^2} = \frac{\text{cov} \left[\frac{(p_j - k_j^v) \cdot \tilde{q}_j - K_j^f}{E_j}, r^M \right]}{\sigma_M^2} = \frac{(p - k^v) \cdot \beta_0}{E} \quad (47)$$

wobei:

$$\beta_0 = \frac{\sigma_{\tilde{q},M}}{\sigma_M^2} \quad (48)$$

Der Betafaktor der operativen Geschäftstätigkeit β_0 zeigt, wie stark die Absatzmenge auf Markttrenditeveränderungen reagiert, und ist damit ein Maß für die Konjunkturabhängigkeit oder das Marktrisiko des Unternehmens.⁶⁸⁸ Mit steigendem Anteil der Deckungsspanne am Marktwert des Eigenkapitals erhöht sich c. p. der Betafaktor des Unternehmens, weil die Gewinne bei Schwankungen des Absatzes um so mehr schwanken, je größer die Deckungsspanne ist. Da bei geringeren variablen Stückkosten der Fixkostenanteil tendenziell höher ist, kann geschlossen werden, daß der Betafaktor um so höher ist, desto größer der Fixkostenanteil ist.⁶⁸⁹ Dieser theoretisch begründete Zusammenhang konnte in bisherigen empirischen Studien nur vereinzelt bestätigt werden.⁶⁹⁰ Dies ist insbesondere auf die schwierige Berechnung der fixen und variablen Kosten aus den Daten der Jahresabschlüsse zurückzuführen.⁶⁹¹

Diese theoretischen Zusammenhänge liefern für immobilisenspezifische Überlegungen wichtige Hinweise auf die Wirkung von Sonderimmobilien auf die Kapitalkosten des Unternehmens: Da immobilisenspezifische Kosten für die Befriedigung des Immobilienbedarfs des

⁶⁸⁶ Hier wird angenommen, daß die Absatzmenge q multivariat normalverteilt und daß die Parameter E , p , k^v , K^f konstant sind. Wenn für p und k^v ebenfalls als multivariate Normalverteilung angenommen wird, kann weiterhin das Operating Beta in ein Nachfragebeta und ein Deckungsbeitragsbeta aufgespalten werden. Da dies für eine immobilisenspezifische Betrachtung keine weiteren Erkenntnisse liefert, wird auf eine Darstellung verzichtet. Vgl. auch Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 211 f.; Zimmermann, Prognose, S. 266 f.

⁶⁸⁷ Lev gliedert aus dem Kovarianzterm in Gleichung (47) einzelne Kovarianzen für Gewinn, variable Kosten und zukünftige Gewinne aus. Vgl. auch Lev, Operating Leverage, p. 629. Vgl. auch Freygang, Kapitalallokation, S. 278; Müller, Aktienbewertung, S. 132 f.

⁶⁸⁸ Vgl. Bauer, Aktienanlagen, S. 68; Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 211; Steiner/Bauer, Analyse, S. 351.

⁶⁸⁹ Vgl. Bauer, Aktienanlagen, S. 68; Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 211 f.; Steiner/Bauer, Analyse, S. 351; Weber/Schiereck, Kapitalkosten, S. 148; Zimmermann, Prognose, S. 267.

⁶⁹⁰ Amerikanische Studien konnten signifikante Zusammenhänge zwischen dem Operating Leverage und dem Betafaktor feststellen. Vgl. Lev, Operating Leverage, pp. 633 f. A. A. Rosenberg/McKibben, Prediction, pp. 325–332. In deutschen Studien wies nur die Maschinenquote einen signifikanten, aber unerwartet negativen Zusammenhang auf. Andere, den Operating Leverage auf der Basis der Jahresabschlüsse beschreibende Kennzahlen liefern keine eindeutigen Ergebnisse. Vgl. dazu Bauer, Aktienanlagen, S. 168 und S. 202 f.; Steiner/Bauer, Analyse, S. 360–363; Zimmermann, Prognose, S. 268.

⁶⁹¹ Vgl. Zimmermann, Prognose, S. 267 f.

Unternehmens bei Immobilien im Eigentum nicht von der Absatzmenge abhängen, sind sie als fixe Kosten zu charakterisieren. Primärinvestitionen von Non-Property Companies, die einen hohen Anteil der Kosten für Immobilien im Eigentum aufweisen, beinhalten daher einen hohen Operating Leverage und so auch ein höheres systematisches Risiko, das c. p. zu höheren Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber und so zu höheren Kapitalkosten führt. Werden andere Bereitstellungsstrategien mit umsatzabhängiger Vergütung gewählt, so daß diese als variable Kosten zu deklarieren sind, dann würde ein geringeres Risiko und mithin geringere Kapitalkosten vorliegen. Einsichtig ist, daß die Renditen bei höheren fixen Kosten und Schwankungen des Geschäfts stärker anfällig sind, da es als schwierig gelten muß, fixe Kosten in marktlichen Rezessionsphasen zu reduzieren. Dies gilt insbesondere für die kurzfristig als illiquid geltenden Immobilien.⁶⁹²

3.2.2.2.3 Wirkung der Immobilien auf die Renditeforderung der Fremdkapitalgeber

In den bisherigen Überlegungen wurde angenommen, daß die Positionen der Fremdkapitalgeber nicht ausfallbedroht sind bzw. daß umfangreiche Sicherungsmaßnahmen eine Quasi-Risikolosigkeit gewährleisten.⁶⁹³ Unter solchen Annahmen ist die Renditeforderung der Fremdkapitalgeber von den Immobilien unabhängig. Wird diese Annahme aufgegeben, ergibt sich der Betafaktor des partiell verschuldeten Unternehmens aus den marktwertgewichteten Betafaktoren von Eigen- und Fremdkapital,⁶⁹⁴

$$\beta^{\text{Asset}} = \beta^E * \frac{E^F}{V^F} + \beta^F * \frac{F}{V^F} \quad (49)$$

wobei sich die Fremdkapitalpositionen in m weitere Fremdfinanzierungsverträge j aufspalten lassen:

$$\beta^F * \frac{F}{V^F} = \sum_{j=1}^m \beta_j^F * \frac{F_j}{V^F} \quad (50)$$

Aus dieser formellen Betrachtung wird deutlich, daß die Höhe des Einflusses der immobilien-spezifischen Finanzierung auf die Kapitalkosten des Unternehmens vom Volumen der Finanzierung im Verhältnis zu den übrigen Fremdfinanzierungsverträgen und von den spezifischen Risikopositionen, d. h. von den immobilien-spezifischen Betafaktoren für die Fremdfinanzierung, abhängig ist. Es lassen sich eine Vielzahl von immobilien-spezifischen Fremdfi-

⁶⁹² Vgl. Weatherhead, Strategy, p. 41.

⁶⁹³ Vgl. Abschnitt 2.1.1.2, Stellung der Fremdkapitalgeber im marktwertmaximierenden Unternehmen, S. 17.

⁶⁹⁴ Vgl. Rudolph, Neuere Kapitalkostenkonzepte, S. 894. Vgl. auch Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 209. Auf die Berücksichtigung von Steuern kann hier verzichtet werden, da die grundlegenden Aussagen sich nicht verändern.

finanzierungskontrakten identifizieren, die unterschiedliche Risikopositionen beinhalten: Während grundpfandrechtlich besicherte Realkredite⁶⁹⁵ aufgrund der Sicherheitsleistung der zugrundeliegenden Immobilie ein relativ begrenztes Risiko für Fremdkapitalgeber bergen, beinhalten innovative Formen der Immobilienfinanzierung wie Mezzanine- oder Participating Mortgage-Finanzierungen⁶⁹⁶ ein größeres Risiko und damit auch höhere Kapitalkosten. Insbesondere die Projektfinanzierung⁶⁹⁷, die sich für die Kreditvergabeentscheidung alleinig an den prognostizierten Cash-flows des Immobilienprojektes orientiert und in der u. U. auch der Fremdkapitalgeber im Rahmen des „non-“ bzw. „limited recourse financing“⁶⁹⁸ Projektrisiken trägt, birgt erhebliche Risiken, die durch höhere Kapitalkosten kompensiert werden.⁶⁹⁹ In einer empirischen Studie stellten REDMAN/TANNER fest,⁷⁰⁰ daß Unternehmensimmobilien überwiegend aus dem operativen Cash-flow des Unternehmens (63 %) und in geringerem Maße durch immobilisenspezifische Finanzierungsformen (40 %) finanziert werden.⁷⁰¹ Dabei zeigte sich auf signifikantem Niveau, daß vor allem große Unternehmen (Bilanzsumme größer als 1 Mrd. US-Dollar) seltener als kleinere Unternehmen immobilisenspezifische Finanzierungen wie z. B. Hypothekendarlehen nutzen.⁷⁰²

• Mehrzweckimmobilien im Eigentum

Wenn Mehrzweckimmobilien gesondert finanziert werden und wenn ein solcher immobilisenspezifischer Fremdfinanzierungsvertrag ein abweichendes Risiko zu den anderen Fremdfinanzierungskontrakten des Unternehmens aufweist, dann kann die Finanzierung von Mehrzweckimmobilien das Risiko der Fremdkapitalgeber β^F und damit auch die Kapitalkosten des Unternehmens beeinflussen. Weiterhin können Hypothesen über das spezifische Risiko der Finanzierung von Mehrzweckimmobilien aufgestellt werden. So kann behauptet werden, daß

⁶⁹⁵ Vgl. zur klassischen Immobilienfinanzierung Follak/Leopoldsberger, Finanzierung, S. 227 f.; Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 451–461.

⁶⁹⁶ Vgl. dazu insb. Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 461 ff. Vgl. auch Follak/Leopoldsberger, Finanzierung, S. 228 f. und S. 237 ff.

⁶⁹⁷ Vgl. einführend Follak/Leopoldsberger, Finanzierung, S. 227 f.; Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 463–471.

⁶⁹⁸ Das „non recourse financing“ stellt eine Form der Projektfinanzierung dar, in der dem Fremdkapitalgeber keine über die Cash-flows hinausgehenden Sicherheiten vom Kreditnehmer gestellt werden, während beim „limited recourse financing“ die Kreditgeber eingeschränkte Rückgriffsmöglichkeiten auf die Projektteilnehmer haben. Vgl. Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 468.

⁶⁹⁹ Vgl. Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 468.

⁷⁰⁰ Redman/Tanner untersuchten mit einem an 1.200 US-amerikanischen Unternehmen versandten Fragebogen im Jahr 1991 das immobilisenspezifische Finanzierungsverhalten von Unternehmen. Vgl. Redman/Tanner, Financing, pp. 217–240.

⁷⁰¹ Vgl. Redman/Tanner, Financing, pp. 220 f. Bei der Studie waren Mehrfachnennungen möglich, so daß die Summe der Prozentzahlen der genutzten Finanzierungsformen 100 % übersteigen.

⁷⁰² Vgl. Redman/Tanner, Financing, pp. 222 f.

durch die spezifische Sicherheitenstellung der drittverwendungsfähigen Immobilien die Finanzierung von Immobilien geringere Risiken als Finanzierungsformen ohne oder mit nur gering werthaltigen Sicherheiten bietet, so daß Fremdkapitalgeber aufgrund des geringeren Risikos eine vergleichsweise niedrigere Renditeforderung erheben.

Aus den Ausführungen wird deutlich, daß der Einfluß der Mehrzweckimmobilien auf die Kapitalkosten des Unternehmens abhängig ist vom Anteil der Marktwerte der Immobilien am Marktwert des Unternehmens und vom aggregierten immobilisenspezifischen Betafaktor. Je größer die Marktwerte und je höher das immobilisenspezifische Risiko, desto größer ist der Einfluß der Mehrzweckimmobilien im Eigentum auf die Kapitalkosten des Unternehmens.

- **Sonderimmobilien im Eigentum**

Bei Sonderimmobilien im Eigentum ist per definitionem keine alternative Nutzungsmöglichkeit vorhanden, so daß eine Sicherheitenstellung im Rahmen der klassischen Grundstücksbesicherung aufgrund der beschränkten Drittverwendungsfähigkeit nur bedingt die Sicherheitsbedürfnisse der Gläubiger befriedigen dürfte. Daher ist in solchen Situationen bei der Fremdfinanzierung an am Cash-flow-orientierte Projektfinanzierungen zu denken, die die gesamte Primärinvestition umfassen. Ein immobilisenspezifischer Vorteil bei den Fremdfinanzierungskosten im Verhältnis zu den sonstigen Fremdfinanzierungsverträgen des Unternehmens würde sich demnach bei echten Sekundärinvestitionen nicht ergeben.

Eine weitergehende Analyse des Einflusses der Immobilien auf die Fremdkapitalkosten soll in dieser Arbeit jedoch unterbleiben, da weiterhin grundsätzlich von der Quasi-Risikolosigkeit der Fremdkapitalpositionen ausgegangen wird.

3.2.2.2.4 Einfluß der Immobilien auf die Zielkapitalstruktur

Der Einfluß der Immobilien auf die Zielkapitalstruktur muß als geringfügig angesehen werden, da die Entscheidung der Unternehmen für eine langfristig anzustrebende Kapitalstruktur weniger aus dem Blickwinkel der Immobilienfinanzierung als vielmehr unter finanzierungsstrategischen Gesichtspunkten getroffen werden dürfte.⁷⁰³ Bei der Festlegung der Zielkapitalstruktur sind aber die immobilisenspezifischen Finanzierungen zu berücksichtigen. Insbesondere Leasingfinanzierungen, die im Regelfall der Teilamortisation beim Leasinggeber bilan-

ziert werden und so in der Bilanz des Leasingnehmers nicht als Fremdkapital auftauchen, können erhebliche Volumina erreichen, die die Kapitalstruktur beeinflussen.⁷⁰⁴

Nachdem der Einfluß der Immobilien auf die bewertungsrelevanten Komponenten der kapitalmarkttheoretischen Unternehmenswertung skizziert wurde, kann in einem nächsten Schritt ein Modell konzipiert werden, das die gewonnenen Erkenntnisse zusammenführt. Zunächst ist dazu eine immobilisenspezifische finanzwirtschaftliche Planungsrechnung zur Prognose der zukünftigen Zahlungsströme zu entwickeln, ehe die Kapitalkosten für die operativen Bereiche bestimmt werden. Nach der Ermittlung der Wertes des Kerngeschäfts werden in einem zweiten Schritt die nichtoperativen Bereiche bewertet.

3.2.3 Finanzwirtschaftliche Planungsrechnung als Grundlage einer immobilisenspezifischen Unternehmenswertrechnung

3.2.3.1 Merkmale einer immobilisenspezifischen finanzwirtschaftlichen Planungsrechnung

Eine immobilisenspezifische finanzwirtschaftliche Planungsrechnung stellt die Grundlage für die hier vorgestellte Unternehmenswertrechnung dar.⁷⁰⁵ Ausgehend von vereinfachten Plan-Bilanzen und Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen für den determinierten Planungshorizont,⁷⁰⁶ werden hier im Rahmen einer Modellspezifizierung die im vorherigen Abschnitt identifizierten, immobilieninduzierten Zahlungsströme detailliert abgebildet. Der Abstraktionsgrad typischer Modelle der marktwertorientierten Unternehmensführung wird somit immobilisenspezifisch vermindert.⁷⁰⁷ Innerhalb dieses Komplexes stellen die Plan-Bilanzen und Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen das Endprodukt der Planung der leistungs- und finanzwirtschaftlichen Aktivitäten des Unternehmens und der daraus abgeleiteten Planung der Immobilienaktivitäten zur Befriedigung des Immobilienbedarfs des Unternehmens dar. Die Immobilienaktivitäten werden hier in einem ersten Schritt als exogen vorgegeben betrachtet.⁷⁰⁸ Auf deren Grundlage werden im nächsten Schritt die bewertungsrelevanten Cash-flows, ähnlich

⁷⁰³ Zur Bestimmung der Zielkapitalstruktur siehe Abschnitt 3.2.4.2.3, Ermittlung der gewichteten Kapitalkosten, S. 156.

⁷⁰⁴ Zur Berücksichtigung der durch Leasingverträge induzierten Zahlungen siehe Abschnitt 3.2.4.2.1, Bestimmung der operativen Free Cash-flows, S. 138.

⁷⁰⁵ Für ein ähnliches Vorgehen ohne einen immobilisenspezifischen Bezug vgl. z. B. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 224–259; Richter, Konzeption, S. 89–97.

⁷⁰⁶ Zur Bestimmung des Planungshorizonts siehe Abschnitt 3.2.3.2, Bestimmung des Planungshorizonts, S. 127.

⁷⁰⁷ Vgl. Ballwieser, Aggregation, Sp. 50.

⁷⁰⁸ Für die Ableitung der immobilisenspezifischen Maßnahmen sowie deren Quantifizierung siehe Abschnitt 3.3.2.1, Immobilienbezogene Planung der Implementierung der Geschäfts, S. 175.

wie bei einer auf Jahresabschlüssen basierenden Kapitalflußrechnung, ermittelt.⁷⁰⁹

Die oben skizzierte Vorgehensweise wird besonders bei Kalkülen aus Sicht eines internen Bewerter als umständlich und mit Fehlern behaftet kritisiert.⁷¹⁰ Statt dessen wird dort eine direkte Ermittlung der Cash-flows aus den mehrjährig projizierten Ein- und Auszahlungen auf Basis einer Finanzrechnung favorisiert, die hier jedoch abgelehnt wird.⁷¹¹ Die Ermittlung der Cash-flows mit Hilfe von Plan-Bilanzen und Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen ist im Gegensatz dazu mit weniger Komplexität behaftet. Sie ermöglicht darüber hinaus nicht nur die Einschätzung des Unternehmens aus Sicht eines externen Betrachters bzw. eines Aktionärs, sondern auch einen Vergleich und eine Plausibilitätsprüfung der Planungen mit den in der Vergangenheit erzielten Ergebnissen.⁷¹² Auch kann in dieser Weise das gesamte Investitionsprogramm und damit das gesamte Immobilienportfolio des Unternehmens in einem vollständigen Planungsmodell erfaßt werden. Mit den Plan-Bilanzen können ferner die Wirkungen der Strategien auf die Kapitalstruktur abgebildet werden.⁷¹³ Überhaupt ist die Aufstellung von Bilanzen und Gewinn- und Verlustrechnungen unerlässlich, um die steuerinduzierten Zahlungsströme zu ermitteln.⁷¹⁴ Des weiteren ist die direkte Ermittlung der Cash-flows i. d. R. mit größerem Aufwand behaftet und wird in der Unternehmenspraxis aufgrund fehlender Zahlungsstromdaten selten angewendet und dürfte daher eine geringere Akzeptanz finden.

3.2.3.2 Bestimmung des Planungshorizonts

Unter Berücksichtigung der Tatsache, daß eine Prognose der Zahlungsströme für einen unendlichen Zeitraum nicht durchführbar ist, wird in den Ansätzen der marktwertorientierten Unternehmensführung vorgeschlagen, die Prognosen in zwei oder mehr Perioden unterschiedlichen Detaillierungsgrads zu zerlegen.⁷¹⁵ Im Detailprognosezeitraum werden die detaillierte und explizite Planung und Prognose der Zahlungsströme des Unternehmens vorgenommen, während für den sich anschließenden Zeitraum bis zur Beendigung der Unternehmenstätigkeit vereinfachende Annahmen über die weitere Entwicklung der Zahlungsströme

⁷⁰⁹ Vgl. Richter, Konzeption, S. 89 f.

⁷¹⁰ Vgl. insb. Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 63.

⁷¹¹ Vgl. Dellmann, Finanzplanung, Sp. 643; Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 63.

⁷¹² Vgl. Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 72.

⁷¹³ Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 130.

⁷¹⁴ Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 401; Drukarczyk, Finanzierung, S. 102 f. Für eine umfassende Fallstudie siehe Drukarczyk, Finanzierung, S. 103–121.

⁷¹⁵ Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 235 ff.; Rappaport, Shareholder Value, pp. 40 ff. Vgl. auch HFA, Stellungnahme 2/1983, S. 103–106; Dörner, Unternehmensbewertung, S. 49 f., Rz. 95 ff.; Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 75; Klien, Managementleistungen, S. 150.

getroffen werden,⁷¹⁶ die in eine Bewertungsmethodik geringeren Komplexitätsgrades münden. Der Aufspaltung der Zeiträume wird besondere Bedeutung beigemessen, da ein verfrühter Übergang zu vereinfachenden Annahmen über die Geschäftsentwicklung zu grob fehlerhaften Resultaten führen kann.⁷¹⁷

In den Ansätzen finden sich neben heuristischen pauschalierenden Empfehlungen⁷¹⁸ auch analytische Ansätze zur Bestimmung der Detailplanungsperiode. Die analytischen Ansätze fordern die Kongruenz des Detailplanungshorizonts mit der Dauer des aus der geplanten Strategie resultierenden Wettbewerbsvorteils, der annahmegemäß im Zeitablauf durch Imitationswettbewerb erodiert. Der durch die Realisierung der Strategie bedingte Wettbewerbsvorteil ermöglicht dem Unternehmen die zeitlich begrenzte Erzielung einer über den Kapitalkosten liegenden Rendite. Evaporiert die Überrendite im Wettbewerb, ist der Übergang in die zweite Phase zu vollziehen.⁷¹⁹ Dieser Zustand ist laut COPELAND/KOLLER/MURRIN dann festzustellen, wenn gleichbleibende Reinvestitionsbeträge, konstante Renditen auf Erweiterungsinvestitionen bzw. unveränderte Gesamtkapitalrenditen realisiert werden.⁷²⁰ Folglich bildet in der zweiten Phase ein normierter Zahlungsstrom das längerfristig und nachhaltig erzielbare Erfolgspotential der zu bewertenden Strategie in einem stabilen Gleichgewichtszustand ab.⁷²¹ Der Detailprognosezeitraum ist demnach in Abhängigkeit von der Branche und der strategischen bzw. wettbewerblichen Situation des jeweiligen Unternehmens zu bestimmen,^{722,723} und

⁷¹⁶ Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 235 ff. Vgl. auch Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 75; Herter, Management, S. 53; Klien, Managementleistungen, S. 150.

⁷¹⁷ Vgl. Klien, Managementleistungen, S. 150.

⁷¹⁸ Copeland/Koller/Murrin empfehlen z. B., nur in Ausnahmefällen den Detailprognosezeitraum unter 7 Jahren anzusetzen und diesen losgelöst von den internen Planungsperioden des Unternehmens zu bestimmen. Weiterhin sollte in Zweifelsfällen eher ein längerer Zeitraum verwendet und, sofern eine konjunkturabhängige Branche vorliegt, ein vollständiger Konjunkturzyklus in der Prognose abgedeckt werden. Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 235 f. Für einen Überblick über die Länge des Detailprognosezeitraums in Publikationen zum Shareholder Value-Ansatz siehe Hardtmann, Wertsteigerungsanalyse, S. 79.

⁷¹⁹ Vgl. auch Bühner, Management-Wert-Konzept, S. 49 ff.; Brune, Instrument, S. 73; Herter, Management, S. 53; Klien, Managementleistungen, S. 151 f.; Pape, Unternehmensführung, S. 121.

⁷²⁰ Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 235. Vgl. auch Herter, Management, S. 53.

⁷²¹ Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 235; Rappaport, Shareholder Value, pp. 40 f. Vgl. auch Bühner, Management-Wert-Konzept, S. 49 f.; Hardtmann, Wertsteigerungsanalyse, S. 79; Herter, Management, S. 53. Klien will den Prognosehorizont soweit ausdehnen, „bis sich die freien Cash-flows auf einem konstanten Niveau einpendeln.“ Klien, Managementleistungen, S. 152. Diesem Vorschlag wird nur eingeschränkt gefolgt, da dies zwar für reife Märkte als mögliche Lösung akzeptabel erscheint, aber für den Fall wachsender Märkte nicht hinreichend sein kann. Vgl. Pape, Unternehmensführung, S. 121.

⁷²² Vgl. Rappaport, Shareholder Value, pp. 40 f. Vgl. auch Bühner, Management-Wert-Konzept, S. 49 ff.; Breid, Erfolgspotentialrechnung, S. 160; Brune, Instrument, S. 73; Klien, Managementleistungen, S. 152 f.

⁷²³ Aus modellökonomischer Sicht ist der Prognosezeitraum von dem Qualitätszuwachs der Gesamtprognose abhängig, der durch die Verlängerung der Prognose um eine Periode erzielt wird. Der Qualitätszuwachs ist jedoch ausschließlich ex post, d. h. nach Verlängerung um eine Periode, bestimmbar. Dann ist aber eine Ent-

sollte zumindest die Dauer des Aufbaus und der Nutzung des Wettbewerbsvorteils umfassen,⁷²⁴ wenn nicht sogar den Planungszeitraum übersteigen, in dem sich die wesentlichen Auswirkungen der Strategien einstellen.⁷²⁵ In einem immobilisenspezifischen Ansatz könnte gefordert werden, den Detailprognosezeitraum an die ökonomische Nutzungsdauer der Unternehmensimmobilien anzulehnen, um der Stellung der Immobilien als besondere Aktiva des Unternehmens und ihrem Wertpotential gerecht zu werden. Dieser Auffassung wird hier nicht gefolgt, da nicht die Nutzungsdauer der Vermögensgegenstände in Vordergrund stehen. Vielmehr ist als Detailprognosezeitraum der Zeitraum anzusetzen, in dem die unternehmerische Kombination der Vermögensgegenstände im Rahmen einer Strategie einen Wettbewerbsvorteil bzw. eine Überrendite generiert oder in dem besondere Diskontinuitäten eine detaillierte Prognose der Bewertungskomponenten erforderlich machen.⁷²⁶ Im folgenden wird für die Abbildung von immobilienbezogenen Strategien ein hinreichend langer Detailprognosezeitraum angenommen, in dem eine explizite Planung und Prognose der relevanten Zahlungsströme erfolgt.

3.2.3.3 Prognose der Zahlungsströme des Unternehmens

Die integrierte Finanzsimulation ermöglicht die periodenverbundene Planung der zukünftigen Aktivitäten des Unternehmens. Eine immobilisenspezifische Finanzsimulation besteht hier aus Bilanz, Anlagespiegel und Gewinn- und Verlustrechnung, wobei Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung über die Position Zuführung in die (Gewinn-)Rücklagen miteinander verbunden sind. Zunächst werden die Bilanzpositionen erläutert, ehe die Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung definiert werden.⁷²⁷

• Bilanz

In der immobilisenspezifischen Unternehmenswertrechnung werden die im Eigentum gehaltenen Grundstücke und Gebäude GuG zur Verdeutlichung der immobilienbezogenen Strategien vom sonstigen Sachanlagevermögen SSAV getrennt ausgewiesen, so daß die vereinfachte Bilanz die in Tabelle 2 dargelegte Gestalt annimmt.

scheidung, ob die Prognose ausgeweitet werden soll, redundant. Vgl. auch Breid, Erfolgspotentialrechnung, S. 160.

⁷²⁴ Vgl. Herter, Management, S. 54.

⁷²⁵ Vgl. Breid, Erfolgspotentialrechnung, S. 160 f.

⁷²⁶ Leopoldsberger/Thomas schlagen diese Vorgehensweise auch für die Bewertung von Immobilien mittels der DCF-Methoden vor. Vgl. Leopoldsberger/Thomas, Unternehmensimmobilien, S. 147.

⁷²⁷ Vgl. auch den Vorschlag von Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 134 f.; Drukarczyk/Richter, Unternehmensgesamt看rt, S. 568.

Aktiva		Passiva	
Grundstücke und Gebäude	GuG	Eigenkapital	EK
Sonstiges Sachanlagevermögen	SSAV	Zinspflichtiges Fremdkapital	FK
Finanzaktiva	FA		
Nettoumlaufvermögen	NUV		
Bilanzsumme/Investiertes Kapital	IK	Bilanzsumme/Investiertes Kapital	IK

Tabelle 2: Plan-Bilanz für eine immobilienpezifische Unternehmenswertrechnung

Im Vergleich zu den gesetzlichen Gliederungsvorschriften der Bilanz in § 266 II und III HGB sind für die Betrachtung unwesentliche Positionen zusammengefaßt bzw. ganz vernachlässigt worden, wenn sie für ein immobilien spezifisches Kalkül keine explizite Berücksichtigung erfordern:⁷²⁸ So wird in der Position Nettoumlaufvermögen die Differenz aus Umlaufvermögen exklusive der liquiden Mittel und Wertpapiere, die den Finanzaktiva zugeordnet werden, und nicht zinspflichtigen Verbindlichkeiten zusammengefaßt. Im Detail werden so gemäß Gleichung (51) die Positionen Lagerbestände an Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffen LB, Forderungen aus Lieferungen und Leistungen FLEI, geleistete Anzahlungen GA, Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen VLEI sowie erhaltene Anzahlungen EA aggregiert:⁷²⁹

$$NUV_t = LB_t + FLEI_t + GA_t - VLEI_t - EA_t \quad (51)$$

Fallen Einzahlungen und Ertrag sowie Auszahlungen und Aufwand in den Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen auseinander, wird dieser Tatsache mit der Korrekturgröße ΔNUV , den Nettoinvestitionen in das NUV, Rechnung getragen.⁷³⁰ Auf aggregiertem Niveau wird dabei angenommen, daß sich das Nettoumlaufvermögen gemäß Gleichung (52) vereinfachend proportional zur Umsatzänderung verhält.

$$NUV_t = NUV_{t-1} * \frac{U_t}{U_{t-1}} \quad (52)$$

Alle Rückstellungen werden als betrieblich bedingt eingeschätzt und so nicht explizit geplant und aggregiert im Nettoumlaufvermögen berücksichtigt.⁷³¹ Pensionsrückstellungen werden in dieser Rechnung nicht berücksichtigt, da davon auszugehen ist, daß von ihnen keine immobi-

⁷²⁸ Für ein Beispiel einer vollständigen Überleitungsrechnung der Positionen der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnung siehe Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 64 ff.

⁷²⁹ Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 135 f.

⁷³⁰ Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 135 ff. Vgl. auch Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 63.

⁷³¹ Ein ähnliches Vorgehen für Rückstellungen schlägt auch Richter vor. Siehe Richter, Konzeption, S. 90. Die Sonstigen Rückstellungen können aber auch explizit berücksichtigt werden, worauf hier aus Gründen der

lienspezifische Wirkung ausgeht.⁷³²

• Anlagespiegel

Für einen immobilienpezifischen Ansatz wird die Bilanz um einen in Tabelle 3 dargestellten, vereinfachten Anlagespiegel für Immobilien⁷³³ ergänzt, in dem neben den historischen Anschaffungskosten auch die kumulierten Abschreibungen der Immobilien detailliert festgehalten und Bewegungen im Anlagevermögen verbucht werden können.⁷³⁴ Für das Modell werden die Informationen getrennt nach Sonder- und Mehrzweckimmobilien erfasst.

(1)	Anschaffungs-/Herstellungskosten am Anfang der Periode
(2)	Abgänge
(3)	Zugänge
(4) = (1-2+3)	Anschaffungs-/Herstellungskosten am Ende der Periode⁷³⁵
(5)	Kumulierte Abschreibungen am Anfang der Periode
(6)	Abgänge
(7)	Zugänge
(8)	Zuschreibungen
(9) = (5-6+7+8)	Kumulierte Abschreibungen am Ende der Periode
(10) = (4-9)	Buchwert der Aktiva

Tabelle 3: Berechnungselemente des Anlagespiegels

• Gewinn- und Verlustrechnung

Als Plan-Gewinn- und Verlustrechnung wird auf Basis des Gesamtkostenverfahrens eine vereinfachte Planrechnung entwickelt, die in Tabelle 4 dargestellt ist:⁷³⁶

Übersichtlichkeit und geringen Erkenntniserweiterung verzichtet wird. Vgl. dazu insb. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 416–425; Schwetzler, Rückstellungen.

⁷³² Für eine umfassende Darstellung der Berücksichtigung von Pensionsrückstellungen im Rahmen der Unternehmensbewertung und der Unternehmensbewertung siehe z. B. Drukarczyk/Richter, Unternehmensgesamtwert, S. 573 f.; Richter, Konzeption, S. 125 f.; Richter, Finanzierungsprämissen, S. 1083 f.; Drukarczyk, Pensionsrückstellungen, S. 229–260; Sach, Kapitalkosten, S. 202–224.

⁷³³ In diesem Anlagespiegel werden die Positionen Umbuchungen, Währungsanpassungen und ähnliche fallbezogene Besonderheiten ausgeklammert.

⁷³⁴ Da für die Grundstücke nur die Zeilen (1) – (4) des Anlagespiegels relevant sind, liefert der Anlagespiegel insb. für die Gebäude den notwendigen Rahmen für die Verbuchung der Bewegungen. Vgl. Baetge, Bilanzen, S. 305–314; Wöhe, Bilanzierung, S. 201 f.

⁷³⁵ Bei Grundstücken entsprechen die Anschaffungskosten grundsätzlich dem Buchwert der Grundstücke.

⁷³⁶ Bei den immobilienpezifischen Posten in der Gewinn- und Verlustrechnung handelt es sich um Aufwendungen. Die hier verwendeten Kostenbegriffe entsprechen nicht den betriebswirtschaftlichen, sondern den davon zu unterscheidenden, in der Immobilienwirtschaft gebräuchlichen Fachtermini.

Umsatzerlöse	U
– Personalaufwand	PA
– Materialaufwand	MA
– Immobilienbetriebskosten	IBK
– Immobilieninstandsetzungskosten	ISK
– Immobilienverwaltungskosten	IVK
– Mietaufwand	MiA
– Leasingaufwand ⁷³⁷	LA
– Sonstige betriebliche Aufwendungen	SBA
– Abschreibungen auf Gebäude	Ab ^G
– Abschreibungen auf SSAV	Ab ^{SSAV}
+ Zinserträge	ZE
– Zinsaufwand	ZA
+ Mieterträge	ME
+ Sonstige betriebliche Erträge	SBE
= Gewinn vor Steuern	GvS
– Steuern (S^{GE}, S^I, S^A)	S
= Jahresüberschuß	JÜ
– Zuführung zu den Rücklagen	ΔRL
= Ausschüttungen	D

Tabelle 4: Plan-Gewinn- und Verlustrechnung für eine immobilisenspezifische Unternehmenswertrechnung

Die Planung der Umsatzerlöse und des Personal- und Materialaufwands fällt in den Bereich der leistungswirtschaftlichen Planung der Geschäftseinheiten und ist unter Nutzung der bereits beschriebenen Instrumente abzuschätzen.⁷³⁸ Pragmatisch wird dabei von aus der Vergangenheit abgeleiteten, konstanten oder nur unwesentlich veränderten Verhältnissen dieser Aufwandsarten zu Umsatzerlösen ausgegangen bzw. werden Zielwerte für diese Relationen formuliert. Die immobilisenspezifischen Kosten werden vereinfacht aus Erfahrungswerten oder mittels Detailplanungen für die verschiedenen Gebäudearten ermittelt, indem die ge-

⁷³⁷ Der Leasingaufwand besteht aus den Leasingraten (LR), zu den leistenden Mietnebenkosten, den Sonderzahlungen und den Mietvorauszahlungen. Vgl. dazu Abschnitt 3.2.2.1.1, Immobilienbereitstellung, S. 110.

⁷³⁸ Vgl. dazu insb. Abschnitt 2.3.2, Marktwertorientierte strategische Unternehmensplanung, S. 58.

plante Flächeninanspruchnahme mit den durchschnittlich erwarteten Kostensätzen für die jeweilige Kostenart multipliziert wird.⁷³⁹ Bei Miet- und Leasingaufwand werden die zukünftigen, in den Verträgen vereinbarten Zahlungen angesetzt.⁷⁴⁰

Zur Erleichterung des Umgangs mit den Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung werden die immobilienpezifischen Aufwandsposten IMK und die gesamten betrieblichen Aufwendungen BA gemäß Gleichung (53) und (54) zusammengefaßt.

$$IMK_t = IBK_t + ISK_t + IVK_t + MiA_t + LA_t \quad (53)$$

$$BA_t = PA_t + MA_t + IMK_t + SBA_t \quad (54)$$

Die Abschreibungen auf Gebäude werden anhand des Anlagespiegels und der anzusetzenden Abschreibungssätze ermittelt. Auf die Berücksichtigung von Abschreibungen auf das Nettoumlaufvermögen und auf Finanzaktiva wird verzichtet. Die Abschreibungen auf das Sonstige Sachanlagevermögen können mit beliebigem Detaillierungsgrad abgebildet werden. Hier wird vereinfachend von einer auf Erfahrungswerten basierenden, langfristigen durchschnittlichen Abschreibungsquote d^{Ab} ausgegangen, so daß sich der Buchwert des SSAV bei Ausblendung von Anlagenabgängen und -zugängen aus Gleichung (55) ergibt:

$$SSAV_t = SSAV_{t-1} + I_t - Ab_t^{SSAV} \text{ mit: } Ab_t^{SSAV} = d^{Ab} * (SSAV_{t-1} + 0,5 * I_t) \quad (55)$$

Die Zinserträge lassen sich durch Multiplikation der Finanzaktiva der Vorperiode FA_{t-1} , in denen überwiegend risikolose, festverzinsliche Wertpapiere gehalten werden, mit dem risikolosen Zinssatz i berechnen. Der Zinsaufwand wird aus dem Fremdkapital der Vorperiode FK_{t-1} durch Multiplikation mit dem der Kreditrisikoklasse des Unternehmens entsprechenden Fremdkapitalzinssatz k^F ermittelt,⁷⁴¹ der, solange Quasi-Risikolosigkeit der Fremdkapitalan-

⁷³⁹ Für eine detaillierte Planung der immobilienpezifischen Zahlungsströme siehe Abschnitt 3.3.2, Marktwertorientierte Planung des Einsatzes von Unternehmensimmobilien, S. 175.

⁷⁴⁰ Zur Ermittlung des Periodengewinns sind die Mietzahlungen und der Leasingaufwand unabhängig von einer möglichen Interpretation als Finanzierungssurrogate voll als Betriebsausgaben anzusetzen. Die Berücksichtigung der Finanzierungskomponenten dieser Zahlungsströme im Modell zur Ermöglichung eines vergleichenden Kalküls zwischen Kauf, Miete und Leasing wird im Zusammenhang mit der Cash-flow-Definition diskutiert. Vgl. dazu Abschnitt 3.2.4.2.1, Bestimmung der operativen Free Cash-flows, S. 138.

⁷⁴¹ Diese Vereinfachung vernachlässigt die Veränderungen des Zinsaufwands bei Auf- oder Abbau von Fremdkapital in der Berichtsperiode. Als theoretisch korrektere Methode könnte der Zinsaufwand auf den Durchschnitt des Bestands an Fremdkapital am Anfang und Ende der Periode berechnet werden. Da die Bilanz im vorliegenden Modell durch die Bilanzpositionen Finanzaktiva und Fremdkapital nach Abschluß der Gewinn- und Verlustrechnung ausgeglichen wird, liegt ein Berechnungszirkel vor, der durch Iteration gelöst werden muß. Dies kann mittels rechnergestützten Kalkulationsprogrammen einfach modelliert werden. Hier wird aber aus Gründen der Übersichtlichkeit darauf verzichtet.

sprüche angenommen wird, dem risikolosen Zinssatz i entspricht.⁷⁴² Mieterträge werden wie Mietaufwand direkt aus den abgeschlossenen Verträgen erfaßt. Sonstige betriebliche Erträge enthalten – bei Vernachlässigung von weiteren nichtoperativen Tätigkeiten des Unternehmens – beispielsweise die Buchgewinne aus der Veräußerung von Grundstücken und Gebäuden.

Im Rahmen der immobilisenspezifischen Unternehmenswertrechnung wird neben den bereits beschriebenen immobilisenspezifischen Steuern auch die Gewerbeertrag- und Körperschaftsteuer berücksichtigt.⁷⁴³ Die Gewerbeertragsteuer besteuert gemäß § 7 GewStG den Gewinn des Gewerbebetriebs⁷⁴⁴, den sogenannten Gewerbeertrag, der um Hinzurechnungen und Kürzungen zu bereinigen ist.⁷⁴⁵ Insbesondere sind Dauerschuldzinsen⁷⁴⁶, die bei der Berechnung des Gewerbeertrags abgezogen wurden, gemäß § 8 Nr. 1 GewStG zu 50 % wieder hinzuzurechnen. Bei der Berechnung der Gewerbesteuer ist zu berücksichtigen, daß diese ihre eigene Bemessungsgrundlage kürzt, also von sich selbst als Betriebsausgabe abzugsfähig ist. Der effektive Gewerbeertragsteuersatz s^{GE} berechnet sich gemäß Gleichung (56) durch Einsetzen des gemeindeabhängigen Hebesatzes H und ist zur Berechnung der Gewerbeertragsteuerzahlung mit dem Gewerbeertrag zu multiplizieren, die wiederum als Betriebsausgabe von der Körperschaftsteuer abzugsfähig ist.⁷⁴⁷

$$s^{GE} = \frac{0,05 * H}{100 + 0,05 * H} = \frac{H}{2000 + H} \quad \text{d. h. für } H = 400 \Rightarrow s^{GE} = 0,1667 \quad (56)$$

Die Bemessungsgrundlage für die Gewerbesteuer im Modell berechnet sich aus dem Gewinn vor Steuern zuzüglich 50 % der Zinsen auf Dauerschulden, so daß sich die Gewerbesteuer-schuld aus Gleichung (57) ergibt:

$$S^{GE} = (GvS + i * F_{t-1} * 0,5) * s^{GE} \quad (57)$$

Die Körperschaftsteuer besteuert das Einkommen der Körperschaften. Für in der Kapitalgesellschaft thesaurierte Gewinne wird gemäß § 23 KStG die sogenannte Tarifbelastung von $s^T = 0,4$ und für ausgeschüttete Gewinne gemäß § 27 KStG die Ausschüttungsbelastung von

⁷⁴² Vgl. Abschnitt 3.2.4.2.3, Ermittlung der gewichteten Kapitalkosten, S. 156.

⁷⁴³ Die Vermögensteuer darf mit dem Urteil des BVerfG vom 22.06.95 wegen der teilweisen Verfassungswidrigkeit ihrer Erhebung in der bisherigen Form ab 01.01.97 nicht mehr in Ansatz gebracht werden. Die Gewerkekaptalsteuer wird ebenfalls seit 01.01.98 nicht mehr erhoben. Für ein Modell, das diese Steuern inkorporiert, siehe z. B. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 30–38.

⁷⁴⁴ Gemäß § 2 II GewStG sind die hier im Vordergrund stehenden Kapitalgesellschaften als Gewerbebetriebe zu kennzeichnen und unterliegen daher „stets und im vollen Umfang“ der Gewerbesteuer.

⁷⁴⁵ Vgl. §§ 8, 9 GewStG.

⁷⁴⁶ Vereinfachend wird hier davon ausgegangen, daß sämtliches zinspflichtiges Fremdkapital als Dauerschuld zu qualifizieren ist.

⁷⁴⁷ Vgl. § 11 GewStG. Vgl. auch Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 31 und S. 34 f.

$s^A = 0,30$ erhoben.⁷⁴⁸ Um eine Doppelbesteuerung der Gewinne auf Aktionärssebene zu vermeiden, wird die von der Kapitalgesellschaft abgeführte Ausschüttungsbelastung bei der individuellen Einkommensteuer des anrechnungsberechtigten inländischen Aktionärs als Vorauszahlung auf die Einkommensteuer angerechnet. Für die Dividendenzahlung bzw. Zuführung zu den Rücklagen ΔRL sowie für die jeweiligen Körperschaftsteuerzahlungen steht insgesamt der Gewinn vor Steuern abzüglich der Gewerbesteuerschuld zur Verfügung.⁷⁴⁹

$$GvS - S^{GE} = D * \left(1 + \frac{s^A}{1 - s^A}\right) + \Delta RL * \left(1 + \frac{s^T}{1 - s^T}\right) \quad (58)$$

Die periodischen Körperschaftsteuerzahlungen sind abhängig von der Feststellung des Jahresabschlusses durch Vorstand und Aufsichtsrat gemäß § 58 II AktG und dem Beschluß der Hauptversammlung über die Verwendung des Bilanzgewinns gemäß § 174 AktG.⁷⁵⁰ Im Modell wird davon ausgegangen, daß exakt 50 % des Jahresüberschusses in die Rücklagen eingestellt werden und daß ferner die Hauptversammlung beschließt, den gesamten Bilanzgewinn auszuschütten.⁷⁵¹ Die gesamte Körperschaftsteuerzahlung ergibt sich nach RICHTER aus der Multiplikation des effektiven Körperschaftsteuersatzes bei gegebener Ausschüttungsquote $(1 - \gamma)$ mit dem Gewinn nach Gewerbesteuer:⁷⁵²

$$S^K = [GvS - S^{GE}] * s^{K,eff} \quad \text{mit: } s^{K,eff} = 1 - \frac{1}{(1 - \gamma) * \left[\frac{1}{1 - s^A}\right] + \gamma * \left[\frac{1}{1 - s^T}\right]} \quad (59)$$

Bei $\gamma = 0,5$ gilt:

$$s^{K,eff} \Big|_{\gamma=0,5} = 1 - \frac{1}{0,5 * \frac{1}{0,7} + 0,5 * \frac{1}{0,6}} = 0,354 \quad (60)$$

Die Dividendenzahlung sowie die Zuführung zu den Rücklagen errechnen sich dann aus dem Jahresüberschuß.

$$GvS - S^{GE} - S^K = J\ddot{U} = D + \Delta RL \quad (61)$$

$$\text{Bei } \gamma = 0,5 \text{ gilt: } D = (1 - 0,5) * J\ddot{U} \text{ sowie } \Delta RL = 0,5 * J\ddot{U} \quad (62)$$

Die einzelnen Körperschaftsteuerzahlungen lassen sich gemäß den Gleichungen (63) und (64) retrograd aus der Dividende und der Zuführung zu den Rücklagen ermitteln.⁷⁵³

⁷⁴⁸ Auf die Besonderheiten des § 23 II KStG wird hier nicht eingegangen.

⁷⁴⁹ Vgl. Richter, Konzeption, S. 95.

⁷⁵⁰ Vgl. Hüffer, AktG, S. 686–693.

⁷⁵¹ Vgl. § 58 II AktG. Vertiefend dazu vgl. Hüffer, AktG, S. 248–257 und S. 686 ff.

⁷⁵² Vgl. Richter, Konzeption, S. 94 ff.

⁷⁵³ Zur Herleitung der Steuerberechnung siehe Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 145 ff.

$$S^A = D_t * \frac{s^A}{1 - s^A} \quad (63)$$

bzw.

$$S^T = \Delta RL * \left(\frac{s^T}{1 - s^T} \right) \quad (64)$$

Die gesamten Unternehmensteuern S belaufen sich auf die Summe aus Gewerbebeertragsteuer und Körperschaftsteuer $S^{GE} + S^A + S^T$. Der Anteilseigner versteuert die Summe aus Dividende und Körperschaftsteuergutschrift mit dem individuellen Steuersatz, der als durchschnittlicher individueller Einkommensteuersatz s^I approximiert wird.⁷⁵⁴

$$S^I = s^I * (D + S^A) = s^I * D * \left(1 + \frac{s^A}{1 - s^A} \right) \quad (65)$$

Nachdem die Gewinn- und Verlustrechnung mit Jahresüberschuß und Zuführung zu den Rücklagen abgeschlossen ist, ist der Buchwert des Eigenkapitals EK_t um die Rücklagenzuführung zu erhöhen. Weiterhin sind Finanzierungsmaßnahmen wie Tilgung, Aufnahme von Fremdkapital und Kapitalerhöhungen auf der Passivseite der Bilanz zu berücksichtigen. Die Bilanz kann darüber hinaus ein Finanzierungsdefizit oder einen -überschuß aufweisen, da die Planungen der einzelnen Variablen unabhängig voneinander erfolgen. Das auszugleichende Finanzierungsdelta berechnet sich gemäß Gleichung (66):⁷⁵⁵

$$\Delta_t = EK_t + FK_t^0 + SoPo_t - SSAV_t - GuG_t - NUV_t - FA_t^0 \quad (66)$$

Dabei indizieren FK_t^0 und FA_t^0 den Bestand an Fremdkapital und Finanzaktiva vor der notwendigen Anpassung zum Ausgleich der Bilanz.⁷⁵⁶ Besteht ein Defizit $\Delta_t < 0$, ist dieses zunächst durch den Abbau von Finanzaktiva und dann durch die Aufnahme von Fremdkapital auszugleichen. Ist hingegen ein Finanzierungsüberschuß $\Delta_t > 0$ vorhanden, wird zunächst Fremdkapital getilgt und dann werden Finanzaktiva aufgebaut. Die notwendigen Bestandsanpassungen zum Ausgleich der Bilanz lassen sich, wie in Tabelle 5 dargestellt, systematisieren:

⁷⁵⁴ Vgl. Richter, Konzeption, S. 96.

⁷⁵⁵ Siehe für die folgenden Ausführungen auch Richter, Konzeption, S. 96 f.

⁷⁵⁶ Da im Modell vereinfachend angenommen wird, daß keine Kapitalaufnahme bzw. -anlage außerhalb der bilanzausgleichenden notwendigen Maßnahmen ergriffen wird, werden FK_t^0 und FA_t^0 mit FK_{t-1} bzw. FA_{t-1} approximiert.

	Finanzmittelüberschuß: $\Delta_t > 0$		Finanzmitteldefizit: $\Delta_t \leq 0$	
	$ \Delta_t > FK_t^0 $	$ \Delta_t \leq FK_t^0 $	$ \Delta_t < FA_t^0 $	$ \Delta_t \geq FA_t^0 $
ΔFA_t	$\Delta_t - FK_t^0$	0	Δ_t	$-FA_t^0$
ΔFK_t	$-FK_t^0$	$-\Delta_t$	0	$\Delta_t - FA_t^0$

Tabelle 5: Bilanzausgleichende Bestandsanpassungen⁷⁵⁷

Das Fremdkapital und die Finanzaktiva der Periode berechnen sich aus der Summe der Ausgangsposten und der jeweiligen Korrekturgröße aus Tabelle 5:

$$FK_t = FK_t^0 + \Delta FK_t, \text{ bzw. } FA_t = FA_t^0 + \Delta FA_t, \quad (67)$$

Nach diesen Anpassungsmaßnahmen ist die Bilanz ausgeglichen. Eine finanz- und leistungswirtschaftliche Prüfung der aus der Finanzsimulation gewonnenen Plan-Bilanz und Plan-Gewinn- und Verlustrechnung anhand von z. B. aus der Jahresabschlußanalyse bekannten Kennzahlen gewährleistet die Konsistenz der simulierten Zahlen. Des weiteren kann so die Realisierung der determinierten finanziellen Unterziele wie z. B. Kapitaldienstfähigkeit, Verschuldungsgrad, Umschlagshäufigkeit, aber auch für den externen Betrachter wichtige Rentabilitätskennziffern etc. sichergestellt werden.⁷⁵⁸ Weiterhin kann durch den Vergleich mit der bisherigen Unternehmensentwicklung und der allgemein erwarteten Industrie- und Branchenentwicklung sowie durch ein Benchmarking zum Branchendurchschnitt oder zu einzelnen Vergleichsunternehmen die Plausibilität der projizierten Werte sichergestellt werden.⁷⁵⁹

3.2.4 Komponenten einer immobilien-spezifischen Unternehmenswertrechnung

3.2.4.1 Identifikation der Berechnungskomponenten

Die hier vorgeschlagene immobilien-spezifische Unternehmenswertrechnung besteht aus verschiedenen Berechnungskomponenten, die für die Ermittlung des Unternehmenswertes zusammengeführt werden. Zunächst werden die operativen und entziehbaren Zahlungsüberschüsse bei fiktiver reiner Eigenkapitalfinanzierung für den Detailprognosezeitraum als Dis-

⁷⁵⁷ Richter unterscheidet fälschlicherweise im Falle eines Finanzmitteldefizits in einen Unterfall, in dem das Defizit kleiner als die Finanzaktiva ist. Dieser Unterfall liegt aber grundsätzlich immer vor, da das Finanzmitteldefizit per definitionem ein negatives Vorzeichen trägt. Die Vorgehensweise von Richter trifft nicht den Kern des Problems. Vielmehr ist im Fall des Defizits die weitere Unterscheidung in Unterfälle anhand von Beträgen zu treffen, die es, wie in Tabelle 5 dargestellt, erlauben, das beabsichtigte Kalkül abzubilden. Vgl. Richter, Konzeption, S. 97.

⁷⁵⁸ Copeland/Koller/Murrin entwerfen ein Kennzahlensystem und einen Fragenkatalog, die neben der leistungswirtschaftlichen Validität und Konsistenz der prognostizierten Zahlen testen. Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 236 f. und insb. das Beispiel auf S. 246–259. Richter operationalisiert einige als besonders aussagekräftig identifizierte finanzwirtschaftliche Kennzahlen heuristisch durch die Vorgabe von minimalen Erfüllungsgraden. Vgl. Richter, Konzeption, S. 77–80.

kontierungsgröße bestimmt,⁷⁶⁰ die mit den risikoäquivalenten Kapitalkosten k^{WACC} bzw. k^E diskontiert werden. Zur Schätzung der Eigenkapitalkosten wird das CAPM herangezogen. Der Restwert als erwarteter Marktwert des Unternehmens am Ende des Detailprognosezeitraums wird im Anschluß daran ermittelt. Die Summe der Werte der operativen und nichtoperativen Zahlungsströme des Unternehmens bildet den Unternehmensgesamtwert, von dem das zu bewertende Fremdkapital abzuziehen ist, um den Marktwert des Eigenkapitals zu erhalten. Die Gliederung des nächsten Abschnitts folgt diesen Berechnungsschritten.

3.2.4.2 Bewertung der operativen Free Cash-flows

3.2.4.2.1 Bestimmung der operativen Free Cash-flows

Die Bestimmung der operativen Free Cash-flows erfolgt in drei Schritten:

- 1.) Bestimmung der residualen Ausschüttung bei reiner Eigenkapitalfinanzierung
- 2.) Ermittlung der operativen, entziehbaren Zahlungsströme
- 3.) Besondere Berücksichtigung immobilisenspezifischer Geschäftsvorfälle

ad 1.) Bestimmung der residualen Ausschüttung bei reiner Eigenkapitalfinanzierung

Die Ausschüttungspolitik ist wesentlicher Bestandteil der Finanzierungs- und Kapitalmarktstrategie des Unternehmens und soll in nachfolgenden Überlegungen berücksichtigt werden. Dividende und Körperschaftsteuerguthaben bilden das bewertungsrelevante Einkommen der Aktionäre aus der Beteiligung an einer Gesellschaft, das gemäß § 20 EStG als Einkommen aus Kapitalvermögen zu versteuern ist. Da die Erhebung der individuellen Steuersituation der

⁷⁵⁹ Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 236 f.; Rappaport, Shareholder Value, p. 79.

⁷⁶⁰ Auf die Darstellung und Erörterung der verschiedenen Konzepte zur Ermittlung der relevanten Cash-flows wird verzichtet. Für einen erweiterten Überblick siehe Günther, Controlling, S. 113–116; Pape, Unternehmensführung, S. 105; Raster, Management, S. 49. Für Cash-flow-Definitionen anglo-amerikanischer Provenienz siehe z. B. Black/Wright/Bachman, Shareholder Value, p. 48; Brealey/Myers, Finance, p. 121; Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 160 f. und S. 196; Damodaran, Valuation, pp. 43–65; McTaggart/Kontes/Mankins, Value Imperative, pp. 302–306; Rappaport, Shareholder Value, pp. 32–36; Stewart, Value, pp. 307–310. Vgl. auch die Cash-flow-Definitionen bei Born, Unternehmensbewertung, S. 108–117; Breid, Erfolgspotentialrechnung, S. 140–155, insb. S. 141 m. w. N.; Bühner, Management-Wert-Konzept, S. 55 f.; Bühner, Shareholder Value, S. 751; Drukarczyk, Theorie, S. 211; Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 126–148; Günther, Controlling, S. 112–147, insb. S. 142 f.; Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 60–73 m. w. N.; Hardtmann, Wertsteigerungsanalyse, S. 63–71; Herter, Management, S. 56 f.; Klien, Managementleistungen, S. 35–58, insb. S. 55 f.; Pape, Unternehmensführung, S. 99–103 m. w. N.; Raster, Management, S. 41–49; Schmidt, Value, S. 283; Unzeitig/Köthner, Analyse, S. 64–71. Für einen theoretischen Überblick über die verwendeten Konzepte siehe auch Drukarczyk, Finanzierung, S. 74–83.

einzelnen Anteilseigner i. d. R. scheitern muß,⁷⁶¹ aber dennoch ein an den „Zuflüssen“⁷⁶² der Anteilseigner anzusetzendes Kalkül als theoretisch richtiger Bewertungsansatz zwingend notwendig erscheint,⁷⁶³ wird im folgenden für die Bewertung des Unternehmens vereinfachend ein durchschnittlicher Steuersatz eines durchschnittlichen Anteilseigners $s^1 = 0,35$ unterstellt.⁷⁶⁴

Zentrale Voraussetzungen der weiteren Ausführungen zur Bestimmung der Free Cash-flows sind zum einen eine fiktive reine Eigenkapitalfinanzierung des Unternehmens, die die zwingende Voraussetzung für die Verwendung der Entity- bzw. der APV-Methode ist,⁷⁶⁵ und zum anderen die Annahme einer „residualen Ausschüttung“⁷⁶⁶. Eine residuale Ausschüttung geht davon aus, daß das Unternehmen im Sinne von JENSEN ausschließlich Projekte realisiert, die eine den Forderungen der Anteilseigner risikoäquivalente Rendite versprechen, und die verbleibenden freien Zahlungsüberschüsse an die Anteilseigner ausschüttet.⁷⁶⁷ Diese Forderung wird damit begründet, daß die vom Unternehmen erzielbare Rendite nach Steuern bei Investitionen in Finanzaktiva auf dem Kapitalmarkt aufgrund der Gewerbesteuerpflicht der Unternehmenserträge niedriger als bei Privatinvestoren ist, wenn davon ausgegangen wird, daß

⁷⁶¹ Bei der steuerlichen Abbildung der Ausschüttungen im Modell werden Freibeträge, die Tarifprogression, der Status als Steuerausländer und Freigrenzen ausgeklammert und mit vereinfachenden Steuerannahmen operiert. Zur detaillierteren Abbildung vgl. z. B. Dirrigl/Wagner, Ausschüttungspolitik, S. 261–287.

⁷⁶² Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 132. Die „Zuflüsse“ bestehen aus Dividenden und Körperschaftsteuerguthaben, die nur als „bedingter Zahlungsstrom“ bezeichnet werden können, da diese erst im Wege des Anrechnungsverfahrens vom Investor „verflüssigt“ werden müssen.

⁷⁶³ Vgl. Moxter, Unternehmensbewertung, S. 79 f. Vgl. auch Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 126; Helbling, Unternehmensbewertung, S. 85–100, insb. S. 86.

⁷⁶⁴ Diese Annahme ist durchaus kritisch zu betrachten: Zum einen ist intuitiv einsichtig, daß die Ermittlung der persönlichen Steuersituation für die einzelnen Anteilseigner ex ante scheitern muß. Vgl. z. B. Arbeitskreis „Finanzierung“, Unternehmenssteuerung, S. 564. Zum anderen spaltet die Annahme eines durchschnittlichen Steuersatzes die Gruppe der Anteilseigner in einen Teil, dessen Steuersatz größer als der angenommene ist, und in einen Teil, in dem die relative Steuerbelastung gleich oder kleiner des unterstellten Satz ist, auf. Dies führt dazu, daß eine Schütt-aus-hol-zurück-Politik für die verschiedenen Gruppen eine unterschiedliche Vorteilhaftigkeit zur Folge hätten. Nur wenn angenommen wird, daß die benachteiligte höher besteuerte Gruppe diesen Nachteil durch vorzeitige Veräußerung der Anteile oder durch Auswahl des Unternehmens unter besonderer Berücksichtigung der antizipierten Steuerpolitik des Unternehmens kompensiert, erscheint die Annahme haltbar. Vgl. dazu Richter, Konzeption, S. 85 f. Nichtsdestotrotz ist diese Annahme zwingend: Wenn die Berücksichtigung von Steuern einen Einfluß auf das Kalkül hat, was durchweg von Autoren bejaht wird, dann ist auch die Höhe des Steuersatzes für das Bewertungsmodell von Bedeutung. Demnach erscheint ein pragmatisches Vorgehen, das die zahlen- und wertmäßige Mehrheit der Anteilseigner erfaßt, zielführender als die Ausblendung der Steuern bei einem Steuersatz von null oder die implizite Annahme eines Steuersatzes bei Verwendung der Ausschüttungsbelastung von $s^1 = 0,3$. Vgl. Albrecht, Marktrisikoprämie, S. 570.

⁷⁶⁵ Diese Voraussetzung wurde bereits in hinreichendem Maße erläutert. Vgl. dazu Abschnitt 2.2.2, Methoden der kapitalmarkttheoretischen Unternehmensbewertung, S. 44.

⁷⁶⁶ Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 127 f. und S. 144 ff.; Drukarczyk/Richter, Unternehmensgesamt看wert, S. 569 ff.; Richter, Konzeption, S. 108.

⁷⁶⁷ Vgl. auch Abschnitt 2.1.2.3, Operationalisierung der Marktwertmaximierung und Ableitung von grundsätzlichen Entscheidungsregeln, S. 27.

diese einen ähnlichen Anlageerfolg vor Steuern erwirtschaften können.⁷⁶⁸

Die notwendigen Investitionen zur Realisierung der Projekte umfassen die Investitionen in das Sachanlagevermögen und in das Nettoumlaufvermögen. Letztere werden im Modell vereinfacht durch die Veränderung des Bestands des operativen Nettoumlaufvermögens $\Delta NUV_t = NUV_t - NUV_{t-1}$ erfaßt, während sich die Veränderung des Sachanlagevermögens gemäß Gleichung (68) aus den Investitionen, Abschreibungen und dem Buchwert der Abgänge der Sachanlagen⁷⁶⁹ A^{SAV} ergibt:

$$\Delta SAV_t = I_t - Ab_t - A_t^{SAV} \quad \text{mit} \quad A_t^{SAV} = A_t^{SSAV} + A_t^{GuG} \quad (68)$$

Die Veränderungen des für operative Zwecke investierten Kapitals ergeben sich dann aus der Summe der Veränderungen des Anlagevermögens und des Nettoumlaufvermögens und stellen die Erweiterungsinvestitionen für die Realisierung der Projekte dar.⁷⁷⁰

Diesen Nettobetrag muß das Unternehmen zusätzlich, d. h. über die Abschreibungen und Abgänge hinaus, gemäß der Annahme reiner Eigenkapitalfinanzierung ausschließlich durch Thesaurierung von Gewinnen oder Kapitalerhöhungen Z^{EK} finanzieren.⁷⁷¹

$$\Delta IK_t = \Delta SAV_t + \Delta NUV_t = \Delta RL_t + Z_t^{EK} \quad \forall \Delta IK_t \geq 0 \quad (69)$$

Wenn Kapitalerhöhungen zunächst als Finanzierungsquelle vernachlässigt werden und unterstellt wird, daß die residuale Zuführung zu den Rücklagen ΔRL^R die Erweiterungsinvestitio-

⁷⁶⁸ Vgl. auch Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 137, Fn. 57; Richter, Konzeption, S. 107.

⁷⁶⁹ Beim Verkauf von Anlagen erhält das Unternehmen den Buchwert zuzüglich eines steuerpflichtigen Veräußerungserlöses bzw. eines steuermindernden Veräußerungsverlustes. Während die letzteren beiden Komponenten über die Gewinn- und Verlustrechnung verrechnet werden, wird der Buchwert aus den Sachaktiva der Bilanz ausgebucht. Von Abgängen anderer Aktiva wird hier abstrahiert.

⁷⁷⁰ Die möglichen Veränderungen der Finanzaktiva fallen nicht in den operativen Teil der Geschäftstätigkeit und werden erst in der Bewertung des nichtoperativen Cash-flows berücksichtigt.

⁷⁷¹ Im Modell kann die Variable Z^{EK} positive und negative Werte annehmen, um so Kapitalerhöhungen bzw. Auflösungen von Rücklagen und Kapitalherabsetzungen abzubilden. Kapitalherabsetzungen und Auflösungen der Rücklagen sind bei residualer Ausschüttung dann notwendig, wenn die Veränderung des investierten Kapitals negativ ist. Dies tritt unter den gegebenen Annahmen immer dann ein, wenn keine wertsteigernden Projekte identifiziert werden können. Vgl. auch Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 128 f. Hervorzuheben ist auch, daß, solange ΔIK größer null und kleiner als der zur Thesaurierung bereitstehende Jahresüberschuß ist, keine Kapitalerhöhungen oder -herabsetzungen notwendig sind und daher auch nicht vorgenommen werden: $0 < \Delta IK < JÜ \Rightarrow Z^{EK} = 0$. Im folgenden wird die Geltung dieses Zusammenhanges angenommen.

⁷⁷² Grundsätzlich ist die Deckung dieser Beträge durch Eigen- oder Fremdkapitalzuführung möglich. Da für die Bewertung des Unternehmens nach der Entity- und APV-Methode eine fiktiv reine Eigenkapitalfinanzierung unterstellt werden muß, sind zur Sicherstellung der Konsistenz des Modells daher die Netto- oder Erweiterungsinvestitionen ausschließlich aus thesaurierten Beträgen oder Kapitalerhöhungen zu finanzieren. Diese modelltechnisch notwendige Annahme beeinflusst nicht die Bestimmung der Kapitalstruktur des Unternehmens und daher auch nicht den Wert des Steuerschildes, da dieser im Entity-Ansatz im Nenner der Bewer-

nen vollständig deckt, läßt sich die residuale Ausschüttung D^R als Restgröße bestimmen:

$$D_t^R = \left[GvS_t - S_t^{GE} - \Delta RL_t^R * \left(1 + \frac{s^T}{1-s^T} \right) \right] * \left(1 - \frac{s^A}{1-s^A} \right)^{-1} \quad \text{wobei: } \Delta RL^R = \Delta IK \quad (70)$$

Um die geforderte Eigenkapitalfinanzierung abzubilden, sind die in den Gleichungen verwendeten Variablen, Gewinn vor Steuern und Gewerbesteuerzahlung, im Vergleich zu den Positionen der Plan-Gewinn- und Verlustrechnung der Eigenkapitalfinanzierung anzupassen. Insbesondere sind die Auswirkungen der Finanzierungspolitik in den Positionen Zinsaufwand und Zinserträge aus Finanzaktiva in der Berechnung zu eliminieren. Bei der Berechnung der Gewerbesteuerzahlung ist ebenfalls der fiktiven Eigenkapitalfinanzierung Rechnung zu tragen, indem die Bemessungsgrundlage durch den Wegfall der Fremdfinanzierung von $GvS^F + 0,5 * i * F_{t-1}$ auf GvS^E erhöht wird.⁷⁷³

Weiterhin sind nichtoperative Zahlungsströme aus dem Kalkül zu eliminieren, da diese gesondert bewertet werden.⁷⁷⁴ Die von der Non-Property Company durch Vermietung erzielten Mieterträge stellen per definitionem nichtoperative Einnahmen bzw. Einzahlungen dar. Sofern diese jedoch wesentlich für den Geschäftserfolg sind und regelmäßig auftreten, ist zu fragen, ob das Unternehmen die Immobilienbereitstellung nicht als operative Geschäftstätigkeit betrachtet. In einem solchen Fall bildet das Vermietungsgeschäft eine eigene Unternehmens- und Untersuchungseinheit, die unabhängig von anderen Kerngeschäftsfeldern zu bewerten ist.⁷⁷⁵ Bei Non-Property Companies sind jedoch die Mieterträge ebenso aus dem GvS zu bereinigen, wie die in den sonstigen betrieblichen Erträgen enthaltenen nichtoperativen Ergebnisbeiträge.

Die in Tabelle 6 dargestellte, bereinigte Gewinn- und Verlustrechnung bildet die operative Geschäftstätigkeit bei fiktiver Eigenkapitalfinanzierung und residualer Ausschüttung ab und stellt die Grundlage für die Berechnung der operativen Free Cash-flows dar.⁷⁷⁶

tungsgleichung und im APV-Ansatz gesondert bewertet wird. Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 127–134; Drukarczyk/Richter, Unternehmensgesamtwert, S. 565 f.; Richter, Konzeption, S. 108.

⁷⁷³ Die Bemessungsgrenze erhöht sich, da bei teilweiser Fremdkapitalfinanzierung die Fremdkapitalzinsen effektiv zur Hälfte den GvS als Bemessungsgrenze der Gewerbeertragsteuer schmälert, während bei reiner Eigenkapitalfinanzierung der GvS als Bemessungsgrenze gar nicht vermindert und so voll besteuert wird.

⁷⁷⁴ Vgl. dazu Abschnitt 3.2.4.3, Berechnung des Wertes der nichtoperativen Free Cash-flows, S. 162.

⁷⁷⁵ In diesem Fall stellt das Unternehmen eine Property Company dar, die hier nicht im Zentrum der Betrachtung steht.

⁷⁷⁶ Bei den immobilisenspezifischen Posten in der Gewinn- und Verlustrechnung handelt es sich um Aufwendungen. Die hier verwendeten immobilisenspezifischen Kostenbegriffe entsprechen nicht dem betriebswirt-

	Umsatzerlöse	U
–	Personalaufwand	PA
–	Materialaufwand	MA
–	Immobilienbetriebskosten	IBK
–	Immobilieninstandsetzungskosten	ISK
–	Immobilienverwaltungskosten	IVK
–	Mietaufwand	MiA
–	Leasingaufwand	LA
–	Sonstige betriebliche Aufwendungen	SBA
+	Sonstige betriebliche Erträge ⁷⁷⁷	SBE
–	Abschreibungen auf Gebäude	Ab ^G
–	Abschreibungen auf das SSAV	Ab ^{SSAV}
=	Gewinn vor Steuern bei Eigenkapitalfinanzierung	GvS^E
–	Steuern ($S^{GE,E}$, S^T , S^A)	$S^{U,E}$
=	Jahresüberschuß	JÜ^E
–	Zuführung zu den Rücklagen bei residualer Ausschüttung	$\Delta RL^R (= \Delta IK)$
=	Residuale Ausschüttung	D^R

Tabelle 6: Gewinn- und Verlustrechnung bei residualer Ausschüttung und reiner Eigenkapitalfinanzierung

ad 2.) Ermittlung der operativen, entziehbaren Zahlungsströme

Vor dem Hintergrund der Ergebnisse des vorherigen Abschnitts und unter Berücksichtigung möglicher Kapitalerhöhungen erzielt ein Anteilseigner aus der Beteiligung an einem Unternehmen bei residualer Ausschüttung gemäß Gleichung (71) einen periodischen Zahlungsstrom aus der operativen Geschäftstätigkeit nach Steuern in Höhe von FCF^E , der auf drei verschiedene Arten ermittelt werden kann:

schaftlichen, sondern den davon zu unterscheidenden, in der Immobilienwirtschaft gebräuchlichen Fachtermini.

⁷⁷⁷ In diesem Posten fließen u. a. die Veräußerungsgewinne aus Abgängen von Sachanlagevermögen. Vgl. auch 4.2.3, Nutzung des § 6 b EStG zur Vermeidung der direkten Besteuerung von Veräußerungsgewinnen, S. 224.

a) Nettoausweis der Investitionen:⁷⁷⁸

$$FCF_t^{E,R} = \left[GvS_t^E - S_t^{GE,E} - \Delta RL_t^R * \left(1 + \frac{s^T}{1-s^T} \right) \right] * (1-s^I) - Z_t^{EK} \quad (71)$$

mit: $\Delta RL_t^R = \Delta IK_t - Z_t^{EK}$

b) Bruttoausweis der Investitionen:

$$FCF_t^{E,R} = U_t - BA_t + SBE_t - SBA_t - S_t^{GE,E} - \Delta RL_t^R * \left(\frac{s^T}{1-s^T} \right) - s^I * D_t * \left(1 + \frac{s^A}{1-s^A} \right) - I_t + A_t^{SAV} - Z_t^{EK} \quad (72)$$

c) Sicht der Anteilseigner:⁷⁷⁹

$$FCF_t^E = \left[D_t * \left(1 + \frac{s^A}{1-s^A} \right) \right] * (1-s^I) - Z_t^{EK} \quad (73)$$

Auf der Basis der Positionen der Plan-Gewinn- und Verlustrechnung kann der Free Cash-flow bei reiner Eigenkapitalfinanzierung im Rahmen des Bruttoausweises der Investitionen wie in Tabelle 7 dargestellt berechnet werden. Als zusätzliche Variable muß die Einkommensteuer eines durchschnittlichen Anteilseigners aus Gleichung (65) hinzugefügt werden.

⁷⁷⁸ Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 133; Drukarczyk/Richter, Unternehmensgesamt看, S. 567; Richter, Konzeption, S. 108. Bei dieser von Drukarczyk/Richter vorgeschlagenen Definition für den entziehbaren Cash-flow werden die Abschreibungen nicht explizit abgebildet, um die residuale Ausschüttung bzw. die notwendige Thesaurierung in Höhe der Erweiterungsinvestitionen $\Delta IK = \Delta RL^R$ zu verdeutlichen. In Gleichung (71) sind die Abschreibungen bereits als Negativposten im GvS erfaßt, so daß ein erneuter Abzug der Ersatzinvestitionen unterbleibt.

⁷⁷⁹ Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 213.

Umsatzerlöse	U
– Personalaufwand	PA
– Materialaufwand	MA
– Immobilienbetriebskosten ⁷⁸⁰	IBK
– Immobilieninstandsetzungskosten	ISK
– Immobilienverwaltungskosten	IVK
– Mietaufwand	MiA
– Leasingaufwand (exklusive Leasingraten)	LA–LR
– Sonstige betriebliche Aufwendungen	SBA
+ Sonstige betriebliche Erträge ⁷⁸¹	SBE
– Gewerbeertragsteuer (reine Eigenkapitalfinanzierung)	S ^{GE,E}
– Einkommensteuer	S^I
– Investitionen	I
+ Abgänge des Sachanlagevermögens	A ^{SAV}
= Free Cash-flow bei Eigenkapitalfinanzierung und residualer Ausschüttung	FCF^{E,R}

Tabelle 7: Berechnung des Free Cash-flows bei Eigenkapitalfinanzierung, residualer Ausschüttung und Bruttoausweis der Investitionen

Als einfache Kontrollrechnung wird die dritte Methode vorgeschlagen, deren Berechnungsweise in Tabelle 8 dargestellt ist:

Ausschüttungen	D
+ Körperschaftsteuerguthaben	S ^A
– Einkommensteuer	S ^I
= Free Cash-flow bei Eigenkapitalfinanzierung und residualer Ausschüttung	FCF^{E,R}

Tabelle 8: Berechnung des Free Cash-flows bei Eigenkapitalfinanzierung aus Sicht des Anlegers

ad 3.) Besondere Berücksichtigung immobilisenspezifischer Geschäftsvorfälle

Das Berechnungsschema in Tabelle 7 zeigt, daß die Wirkung von einzelnen Immobilienstrategien auf die identifizierten Variablen noch weiterer Erläuterung bedarf. Im folgenden soll

⁷⁸⁰ Siehe auch Fn. 776, S. 141.

daher eine vertiefende Betrachtung erfolgen, insbesondere ist die Abbildung der Desinvestitionen von Immobilien und des Leasingaufwands im Modell zu verdeutlichen:

• Desinvestitionen von Immobilien

Bei der Ermittlung der Einflusses der Desinvestitionen von Immobilien auf den entziehbaren Cash-flow der Periode ist die Erfolgs- von der Zahlungsstrombetrachtung zu unterscheiden. Bei der Veräußerung wird der Buchwert der Immobilie ohne jegliche Erfolgswirkung aus dem Anlagespiegel ausgebucht und als Anlageabgang A^{SAV} bei der Berechnung der Investitionen in der Ermittlung des entziehbaren Zahlungsstromes berücksichtigt. Erzielt das Unternehmen einen Veräußerungsgewinn nach Abzug aller Nebenkosten der Veräußerung und des Buchwertes vom Veräußerungserlös, wird dieser im Modell in den sonstigen betrieblichen Erträgen erfaßt und so als laufender Gewinn der normalen Besteuerung durch Körperschaft- und Gewerbeertragsteuer zugeführt.⁷⁸² Veräußerungsverluste fließen in die sonstigen betrieblichen Aufwendungen und mindern so Gewinn und Steuerbelastung.

• Immobilienleasing

Leasing stellt eine Form der vollständigen Fremdfinanzierung der Aktiva eines Unternehmens dar, bei der der Leasinggeber dem Leasingnehmer gegen die Leistung von zustandsunabhängigen Leasingraten einen Vermögensgegenstand zur Nutzung bereitstellt.⁷⁸³ Da diese zustandsunabhängigen Zahlungen an den Leasinggeber die Risikoposition der Anteilseigner ähnlich wie Zahlungen aus anderen Fremdfinanzierungskontrakten erhöhen, sind die Auswirkungen der Finanzierungsform Leasing auf den anzusetzenden Eigenkapitalkostensatz bzw. den durchschnittlichen Kapitalkostensatz des Unternehmens bei der Bewertung des Unternehmens und der Strategiealternativen zu berücksichtigen.^{784,785} Da Leasing andere steuerliche

⁷⁸¹ Die hier in den Positionen „Sonstige betriebliche Aufwendungen“ und „Sonstige betriebliche Erträge“ enthaltenen Zahlungsströme resultieren aus der operativen Geschäftstätigkeit.

⁷⁸² Vgl. Abschnitt 3.2.2.1.3, Immobilienverwertung, S. 115.

⁷⁸³ Vgl. Haarmann/Busch, Steuerliche Aspekte, S. 411. Für eine umfassende Einführung siehe Vaaßen, Immobilienleasing.

⁷⁸⁴ Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 484 f.; Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 202; Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 247. Eine besondere Behandlung von Leasingverbindlichkeiten in Shareholder Value-Modellen wird vielfach gefordert. Vgl. dazu z. B. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 201 f. und S. 265 f.; Stewart, Value, p. 93 und pp. 100–105. Allerdings sind die anglo-amerikanischen Lösungsansätze aufgrund der z. T. erheblich unterschiedlichen Bilanzierungsvorschriften nur bedingt auf deutsche Rahmenbedingungen übertragbar.

⁷⁸⁵ Dieser Abschnitt behandelt nicht die Frage der Vorteilhaftigkeit von Kauf gegenüber Leasing, sondern ausschließlich die adäquate Abbildung der finanziellen Wirkungen des Leasings.

Folgen als eine reine Fremdkapitalfinanzierung auslöst,⁷⁸⁶ sind die Leasingraten in einem Bewertungskalkül gesondert zu erfassen.⁷⁸⁷

Um die Bereitstellung von Immobilien mittels der verschiedenen Finanzierungsformen Leasing oder Kauf mit Fremdfinanzierung vergleichen zu können, sind sie bei einem identischen Einfluß der Alternativen auf die Kapitalkosten des Unternehmens zu beurteilen.⁷⁸⁸ Die zu vergleichenden Barwerte müssen so ein äquivalentes Finanzierungsrisiko abbilden und daher in jeder Periode die gleichen Zahlungsbelastungen nach Steuern aufweisen.⁷⁸⁹ Dazu schlägt DRUKARCZYK vor, einen belastungsgleichen Fremdkapitalbetrag F^L zu berechnen, der die finanziellen Wirkungen des Leasingvertrags erfaßt.⁷⁹⁰ In diese Rechnung fließen zum einen der diskontierte Steuerschild der periodischen Abschreibungen $s^{GE,K} * Ab_t$ als Steuervorteil des Leasinggebers als bilanzierender Eigentümer und zum anderen die Leasingraten LR nach Steuern als Nettoeinzahlungen ein. Diese werden gemäß Gleichung (74) mit dem Fremdfinanzierungssatz nach Steuern diskontiert.⁷⁹¹ Darüber hinaus wird ein zustandsabhängiger Restverkaufserlös RVE nach Steuern berücksichtigt, der mit einem risikoäquivalenten Zinssatz k bewertet wird.⁷⁹²

$$F^L = \sum_{t=0}^T \frac{s^{GE,K} * Ab_t + LR_t * (1 - s^{GE,K})}{[1 + i * (1 - 0,5 * s^{GE}) * (1 - s^{K,eff})]^t} + \frac{RVE_T - s^{GE,K} * (RVE_T - RBW_T)}{[1 + k * (1 - 0,5 * s^{GE}) * (1 - s^{K,eff})]^T} \quad (74)$$

mit: $s^{GE,K} = s^{GE} + s^{K,eff} - s^{GE} * s^{K,eff}$

Verschiedentlich wird empfohlen, ausschließlich die Zins- und Tilgungsanteile der Leasing-

⁷⁸⁶ Leasingraten schmälern z. B. die Bemessungsgrenze der Gewerbeertragsteuer nicht nur zur Hälfte wie die Fremdkapitalzinsen auf Dauerschulden, sondern vollständig. Vgl. Haarmann/Busch, Steuerliche Aspekte, S. 411.

⁷⁸⁷ Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 202.

⁷⁸⁸ Vgl. Schall, Decisions, pp. 1203–1214, insb. p. 1208. Selbst wenn hier davon ausgegangen wird, daß die Investitionszahlung vollständig fremdfinanziert wird und daß insb. alle mit der Eigentumsvariante verbundenen Zahlungsstromkomponenten den Leasingraten entsprechen, ist eine Adäquanz von Leasing und Kauf mit Fremdfinanzierung nur dann vorhanden, wenn der Restverkaufserlös am Ende der Laufzeit der Investition exakt dem zu tilgenden Fremdkapital entspricht. Während die zu betrachtenden Zahlungen der Leasingalternative grundsätzlich zustandsunabhängig sind, muß der Restverkaufserlös als zustandsabhängig gelten und dürfte so dem Fremdkapital nur zufällig entsprechen. Die Bereitstellungsvarianten weisen daher nicht identische Risikocharakteristika auf und entsprechen sich daher nur bedingt. Aus diesen Überlegungen folgt u. a. für die weitere Betrachtung, daß bei Berücksichtigung eines Restverkaufserlöses dieser mit einem risikoäquivalenten Zinssatz zu bewerten sein wird.

⁷⁸⁹ Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 485. An dieser Stelle steht die Abbildung der Leasingverbindlichkeiten bei der Bewertung des Unternehmens im Vordergrund der Analyse und nicht die Frage, ob die Finanzierungsart für die Bereitstellung von Immobilien vorteilhaft ist.

⁷⁹⁰ Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 484 f.; Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 202.

⁷⁹¹ Vgl. auch Drukarczyk, Theorie, S. 484 f.; Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 202.

⁷⁹² Drukarczyk unterstellt „in einem Anflug von erheblichem Optimismus [...], ein Restverkaufserlös [...] sei mit Sicherheit [kursiv im Original, M.H.] erzielbar.“ Drukarczyk, Theorie, S. 499 f. Vgl. auch Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 202 f.

raten zu kapitalisieren.⁷⁹³ Dabei werden unterschiedliche Methoden zur Spaltung der Leasingrate in die für den externen Betrachter verborgenen Tilgungs-, Zins- und Kostenanteile entwickelt,⁷⁹⁴ die allerdings ausschließlich bei Vollamortisationsverträgen befriedigende Ergebnisse liefern können.⁷⁹⁵ Da in praxi jedoch insbesondere Teilamortisationsverträge zur Anwendung kommen, erscheint diese Vorgehensweise nur begrenzt zielführend. Weiterhin ist anzumerken, daß eine ausschließlich die Zins- und Tilgungskomponente fokussierende Betrachtung zu kurz greift, da der Leasingnehmer neben diesen Zahlungen auch in der Leasingrate enthaltene Verwaltungsgebühren und Gewinnanteile begleichen muß, die in diesem Konzept nicht als erfolgsrelevante Kostenanteile kapitalisiert werden.⁷⁹⁶ Dies ist jedoch zwingend notwendig, da die Kostenanteile unabhängig von ihrer Bedeutung für den Leasinggeber eine zustandsunabhängige Zahlung des Leasingnehmers für die Finanzierungsleistung darstellen und so ebenfalls in einen belastungsgleichen Fremdkapitalbetrag zu überführen sind.

Bei der Abbildung der Fremdfinanzierung und deren Risikobeitrag in den Kapitalkosten sind der belastungsgleiche Fremdkapitalbetrag F^L wie auch die alternativen Fremdfinanzierungsformen zu berücksichtigen, so daß die Bestimmungsgleichungen für die Betafaktoren und für den gewichteten Kapitalkostensatz k^{WACC} anzupassen sind.⁷⁹⁷ Im Modell sind für eine solche Behandlung der Leasingverbindlichkeiten weitere Modifikationen nötig.⁷⁹⁸ Der in Tabelle 4 aufgeführte Leasingaufwand muß dementsprechend in der Cash-flow-Berechnung um die Leasingrate und um eventuell geleistete Sonderzahlungen sowie Mietvorauszahlungen vermindert werden, so daß im Leasingaufwand, wie in Tabelle 7 dargestellt, ausschließlich Mietnebenkosten verbleiben, die annahmegemäß unabhängig von der Art der Bereitstellung durch Kauf oder Leasing in gleicher Höhe anfallen. Der freie Cash-flow bei reiner Eigenkapitalfinanzierung erhöht sich zunächst um die als zinsaufwandsgleicher Posten behandelte Leasingrate,⁷⁹⁹ vermindert sich allerdings in geringerem Maße durch die höhere Besteuerung auf-

⁷⁹³ Vgl. Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 245 ff. m. w. N. Vgl. auch Günther, Controlling, S. 140.

⁷⁹⁴ Vgl. Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 245 ff.

⁷⁹⁵ Die von Hachmeister vorgeschlagene Berechnungsmethode geht davon aus, daß die diskontierten Leasingraten der Anschaffungsausgabe entsprechen. Dies gilt aber immer nur dann, wenn neben anderen Annahmen eine Vollamortisation der Anschaffungsausgabe vorliegt.

⁷⁹⁶ Vgl. Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 246 f.

⁷⁹⁷ Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 201; Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 202 f.

⁷⁹⁸ Anderer Auffassung ist Günther, der argumentiert, daß die Miet- und Leasingaufwendungen nur dann kapitalisiert werden sollen, wenn das operative Management keine dispositive Entscheidungskompetenz über diese Wahlhandlung hat und wenn die Finanzierungsentscheidungen in der Betrachtung ausgeschlossen werden sollen. Vgl. Günther, Controlling, S. 140 f. Dieser Auffassung wird hier nicht gefolgt, da die Bereitstellung von Immobilien Investitions- und Finanzierungsentscheidungen verlangt, die in einem Kalkül abgebildet werden sollen.

⁷⁹⁹ Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 201; Stewart, Value, p. 103.

grund des fiktiv gestiegenen Gewinns bei reiner Eigenkapitalfinanzierung. Der belastungsgleiche Fremdkapitalbetrag ist in der Plan-Bilanz auf der Passivseite dem Fremdkapital und auf der Aktivseite der Position Grundstücke und Gebäude hinzuzufügen,⁸⁰⁰ was zu einer Bilanzverlängerung führt.

Mit dem Argument, die Miete entspräche ebenfalls einem Kauf mit Fremdfinanzierung, wird ein ähnliches Vorgehen auch für den Mietaufwand gefordert.⁸⁰¹ Dieser Sichtweise wird hier aus verschiedenen Gründen nicht gefolgt: Mietzahlungen sind das Ergebnis der Verhandlung von Marktteilnehmern auf einem realwirtschaftlichen Markt, der stark von der lokalen Ausprägung von Angebot und Nachfrage abhängt, und sind daher nicht in dem erheblichen Maße wie Leasingraten von finanzwirtschaftlichen Einflußfaktoren bestimmt. Während die Vermieter im wesentlichen aus den Eigenschaften der Immobilien für den Abnehmer Nutzen generieren, zielt die Leistung der Leasinggeber bei gegebenen Eigenschaften i. d. R. drittverwendungsfähiger Immobilien auf die Bereitstellung einer kostenminimalen Finanzierung durch Ausnutzen von Finanzierungs- und Steuervorteilen. Bei der Miete stehen weniger Finanzierungsaspekte (Eigen- oder Fremdkapital) als vielmehr Beschaffungsaspekte (Markt oder Hierarchie) im Vordergrund. Weiterhin kann der Leasingnehmer durch die üblicherweise gewährte Kaufoption langfristig Kontrolle über die Immobilie ausüben und Eigentum zu vorher vereinbarten Konditionen erwerben, was den Finanzierungsschwerpunkt des Leasings im Vergleich zur Miete unterstreicht.⁸⁰²

3.2.4.2.2 Schätzung der Eigenkapitalkosten

Die prognostizierten freien Cash-flows werden im APV-Ansatz direkt mit den Eigenkapitalkosten k^E und im Entity-Ansatz durch den gewichteten Kapitalkostensatz k^{WACC} diskontiert, in den der Eigenkapitalkostensatz einfließt.⁸⁰³ Obgleich in Deutschland in der Unternehmenspraxis immer noch intuitive Verfahren zur Bestimmung eines Risikoaufschlags weit verbreitet scheinen,⁸⁰⁴ wird im vorliegenden Modell die marktlich objektivierte Renditeforderung

⁸⁰⁰ Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 201; Stewart, Value, p. 101.

⁸⁰¹ Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“, Unternehmenssteuerung, S. 561 f.; Lewis, Total-value-Management, S. 60 f.

⁸⁰² Zur Bewertung von immobilienpezifischen Optionen bei Leasing- bzw. Mietverträgen siehe Posner, Options, pp. 1–5.

⁸⁰³ Vgl. Abschnitt 2.2.2, Methoden der kapitalmarkttheoretischen Unternehmensbewertung, S. 44.

⁸⁰⁴ Nach der Untersuchung von Hupe/Ritter, in der die 511 umsatzstärksten Unternehmen 1994 befragt wurden, verwenden 63 % der 89 auf diese Frage antwortenden Unternehmen intuitive Methoden, während nur 8 % ausschließlich das CAPM anwenden. Vgl. Hupe/Ritter, Kalkulationszinsfuß, S. 593–612, hier insb. S. 607. Siehe auch Prietze/Walker, Kapitalisierungszinsfuß, S. 203 f.

der Anteilseigner als theoretisch begründete Lösung angestrebt. In Ermangelung eines theoretisch eindeutigen und empirisch uneingeschränkt verifizierten alternativen Verfahrens wird die Renditeforderung pragmatisch mit Hilfe des CAPM als beste Annäherung gemäß Gleichung (75) bestimmt:⁸⁰⁵

$$k^E = i + (r_M - i) * \beta_j^U \quad (75)$$

Sofern ein Kalkül unter Berücksichtigung der Einkommensteuer der Anteilseigner beabsichtigt wird, ist die unterschiedliche Wirkung der Einkommensteuer auf die verschiedenen Variablen der Bestimmungsgleichung des CAPM zu untersuchen. Während Einkommen aus der risikolosen Anlage und die Dividendenzahlungen inklusive des Körperschaftsteuerguthabens mit dem Einkommensteuersatz s^I belastet werden, sind Gewinne aus der Veräußerung von Aktien außerhalb der Spekulationsfrist⁸⁰⁶ nach § 23 EStG steuerfrei. Unter der Annahme, daß eine Veränderung der Ausschüttungspolitik eines Unternehmens keinen nachhaltigen Einfluß auf die Marktrendite hat,⁸⁰⁷ schlagen DRUKARCZYK/RICHTER einen pragmatischen Ansatz vor, mit dem die Steuerwirkungen der steuerfreien Rendite aus Kursgewinnen r^{KG} , aus steuerpflichtigen Dividendenzahlungen r^D sowie aus der risikolosen Anlage $i = r^f$ gemäß Gleichung (76) abgebildet werden.⁸⁰⁸

$$k^{E,s} = i * (1 - s^I) + [r^{KG} + r^D * (1 - s^I) - i * (1 - s^I)] * \beta^U \quad (76)$$

Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten mittels des CAPM ist es somit notwendig, die Variablen risikoloser Zinssatz i , die Rendite des Marktportfolios r_M – aufgeteilt in Kursgewinnen und Dividenden – und den Betafaktor des rein eigenkapitalfinanzierten Unternehmens β^U zahlenmäßig zu determinieren. Wenngleich diese Variablen im Modell zukunftsbezogene Größen darstellen, wird ihre Ermittlung in praxi zumeist anhand von fortgeschriebenen ex post-Daten vorgenommen.⁸⁰⁹ Im folgenden werden verschiedene pragmatische Methoden vorgestellt, mittels derer die exogenen Variablen näherungsweise bestimmt werden können.

⁸⁰⁵ Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 246 ff. Vgl. Abschnitt 2.1.3.3, Kritische Würdigung der kapitalmarkttheoretischen Methoden zur Bestimmung der Renditeforderung der Anteilseigner, S. 38.

⁸⁰⁶ Die Spekulationsfrist für private Veräußerungsgeschäfte beträgt gemäß § 23 I Nr. 2 EStG n. F. bei Wertpapieren 1 Jahr.

⁸⁰⁷ Vgl. Richter, Konzeption, S. 114.

⁸⁰⁸ Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 262 f.; Drukarczyk/Richter, Unternehmensgesamtwert, S. 562; Richter, Konzeption, S. 113 f. Ähnlich auch Albrecht, Marktrisikoprämie, S. 568 f.

⁸⁰⁹ Vgl. Freygang, Kapitalallokation, S. 210 f.

• Risikoloser Zinssatz

Der risikolose Zinssatz ist eine in der Realität nicht beobachtbare Größe,⁸¹⁰ da keine existierende Anlageform die strengen Anforderungen der Risikolosigkeit⁸¹¹ erfüllt, so daß die sichere Verzinsung mit Hilfe eines Vertreters approximiert werden muß. Als Näherungslösung wird insbesondere das geometrische Mittel langfristiger Staatspapiere vorgeschlagen,⁸¹² da diese Wertpapiere eine geringe Volatilität der Renditen gegenüber Zinsänderungen als aufweisen und eine ähnliche Duration⁸¹³ und Inflationserwartungen wie die zum Vergleich heranzuziehenden Aktien abbilden.^{814,815} Die Laufzeit der herangezogenen Vergleichsgröße zur risikolosen Anlageform stimmt so mit dem Planungshorizont der Cash-flow-Prognose überein.⁸¹⁶ Empirische Langzeitstudien für den deutschen Kapitalmarkt zeigen je nach Aufbau der Untersuchung und Laufzeit für festverzinsliche Staatspapiere Renditen zwischen 4,6 % und 6,6 %.⁸¹⁷ Häufig wird die Verwendung aktueller langfristiger Zinssätze für Bundesanleihen mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren empfohlen.⁸¹⁸ Diesem Vorschlag wird hier gefolgt, da die Laufzeitkongruenz als wesentliches Kriterium für die Auswahl der Vergleichsgröße angesehen wird.

⁸¹⁰ Vgl. Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 182; Kloster, Kapitalkosten, S. 125 f.; Weber/Schiereck, Kapitalkosten, S. 141.

⁸¹¹ Die Varianz der Rendite der risikolosen Anlageform und auch das Ausfallrisiko müssen ebenso wie die Korrelation zu allen alternativen Anlagen und daher auch zum Marktportfolio null betragen, m. a. W. die risikolose Anlageform muß einen Betafaktor von null aufweisen. Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 277; Weber/Schiereck, Kapitalkosten, S. 141. Zu den Einflußfaktoren auf die Höhe der Rendite der risikolosen Anlageform siehe Knop, Kapitalkosten, S. 33–37.

⁸¹² Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 279; Stewart, Value, pp. 437 f.

⁸¹³ Die Duration bezeichnet die durchschnittliche dynamisierte Restbindungsdauer eines Zahlungsstroms. Vgl. vertiefend dazu Elton/Gruber, Theory, pp. 534–540. Vgl. auch Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 191–195; Steiner/Bruns, Wertpapiermanagement, S. 242–246.

⁸¹⁴ Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 277 ff.; Weber/Schiereck, Kapitalkosten, S. 141.

⁸¹⁵ Andere Autoren verwenden kurzfristige Wertpapiere, da diese dem Zeithorizont der Annahmen des CAPM entsprechen und da diese angeblich nicht mit einem kurzfristigen Kursrisiko behaftet sind. Vgl. dazu z. B. Baetge/Krause, Unternehmensbewertung, S. 448. Dem ist entgegenzuhalten, daß kurzfristige Papiere allerdings die gegenwärtige Inflationsrate widerspiegeln und daß deren Kurs aufgrund von Maßnahmen der Geldmarktsteuerung nicht das Ergebnis „reiner“ Marktbewegungen ist. Vgl. Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 182 f.

⁸¹⁶ Vgl. Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 183; Gaitanides/Raster, Anmerkungen, S. 263; Günther, Controlling, S. 176.

⁸¹⁷ Für Studien für den deutschen Kapitalmarkt vgl. Bimberg, Renditeberechnung; Morawietz, Rentabilität; Stehle/Hartmond, Aktien, S. 371–411; Uhlir/Steiner, Wertpapieranalyse, S. 156–162. Morawietz errechnet eine nominale Rendite für Rentenpapiere für den Zeitraum 1870 bis 1992 von 5,8 %. Für die risikolose Anlage berechnet Morawietz bei geometrischer Verknüpfung eine Rendite von 4,4 %, wobei sich die Rendite der risikolosen Anlage im Zeitablauf von 3,2 % auf 5,3 % erhöht. Vgl. Morawietz, Rentabilität, S. 182–201 und S. 252.

⁸¹⁸ Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“, Unternehmenssteuerung, S. 549; Baetge/Krause, Unternehmensbewertung, S. 449; Günther, Controlling, S. 176; Rappaport, Shareholder Value, p. 38; Richter/Simon-Keuenhof, Kapitalkostensätze, S. 701.

• Rendite des Marktportfolios

Ebenso wie der risikolose Zinssatz ist auch die Rendite des Marktportfolios eine nicht beobachtbare Größe, die in den Anwendungen meist auf der Basis historischer Renditedaten eines umfassenden Aktienindexes ermittelt wird.⁸¹⁹ Die verwendeten Aktienindizes beinhalten allerdings nicht alle risikobehafteten Anlageformen,⁸²⁰ gelten aber gemeinhin als annehmbare Approximation.⁸²¹

Die Schätzung der Rendite des Marktportfolios aus Vergangenheitsdaten ist problematisch, da zum einen der Bedingungskomplex der Vorperioden mit Hilfe naiver Prognoseverfahren in die Zukunft extrapoliert wird und zum anderen die Auswahl der Schätzungsmethodik und der einfließenden Daten die Ergebnisse in erheblichem Maße beeinflusst.⁸²² Je nach Länge des betrachteten Zeitintervalls und der Verwendung geometrischer oder arithmetischer Durchschnitte ergeben sich bei Verwendung identischer Datenkränze durchschnittliche Marktprämien zwischen 3,7 % und 9,65 %.⁸²³ Zu konstatieren ist, daß zwar eine vollständig gesicherte und eindeutige Ableitung der Marktrendite aus historischen Kursverläufen nicht möglich ist,⁸²⁴ die empirischen Erkenntnisse aber dennoch wichtige Anhaltspunkte für die Bestimmung der zukünftigen Marktrendite liefern.⁸²⁵ Eine auf diese Basis gestellte, pausibilisierte Schätzung der zukünftigen Marktrendite kann dann auch die beabsichtigte Aufteilung in Renditen aus Kursgewinnen und aus Dividenden berücksichtigen. Im Modell wird vor dem Hintergrund

⁸¹⁹ Vgl. Baetge/Krause, Unternehmensbewertung, S. 441; Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 279; Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 183; Kloster, Kapitalkosten, S. 126–130; Weber/Schiereck, Kapitalkosten, S. 142.

⁸²⁰ So wird z. B. die risikobehaftete Anlage in Immobilien in den üblicherweise verwendeten Portfolios nur berücksichtigt, sofern Immobilienaktiengesellschaften im Index enthalten sind. Vgl. auch Baetge/Krause, Unternehmensbewertung, S. 441.

⁸²¹ Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 279; Rappaport, Shareholder Value, p. 39; Stewart, Value, pp. 436 ff.; Weber/Schiereck, Kapitalkosten, S. 142. Zur Modellierung eines umfassenderen Marktportfolios siehe Steiner/Kleeberg, Indexauswahl, S. 171–182.

⁸²² Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 279 ff.; Günther, Controlling, S. 176 ff.; Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 183 ff.

⁸²³ Für einen Überblick vgl. Albrecht, Marktrisikoprämie, S. 570–575; Freygang, Kapitalallokation, S. 210–218. Für empirische Studien zur Berechnung der Marktrendite siehe Baetge/Krause, Unternehmensbewertung, S. 448–453; Bimberg, Renditeberechnung, S. 167; Morawietz, Rentabilität, S. 252; Stehle/Hartmond, Aktien, S. 397–403; Uhlig/Steiner, Wertpapieranalyse, S. 156–162; Weber/Schiereck, Kapitalkosten, S. 143.

⁸²⁴ Vgl. Albrecht, Marktrisikoprämie, S. 578; Baetge/Krause, Unternehmensbewertung, S. 454 f.; Richter/Simon-Keuenhof, Kapitalkostensätze, S. 706.

⁸²⁵ Als weitere Methode neben der beschriebenen ex post-Methode, die vergangenheitsbezogene Datenreihen verwendet, wird die ex ante-Methode vorgeschlagen, die anhand der von Finanzanalysten erwarteten Dividenden- und Gewinnerwartungen Marktrenditen ermittelt. Dieser wird jedoch nur eine eingeschränkte Verwendbarkeit beigemessen, da diese Methode einerseits von unrealistischen Annahmen wie z. B. einer konstanten Dividendenwachstumsrate ausgeht und andererseits nur auf einer beschränkten Datenbasis basiert. Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 282. Vgl. für einen Überblick auch Günther, Controlling, S. 177.

der Studien von BIMBERG⁸²⁶, STEHLE/HARTMOND⁸²⁷ und BAETGE/KRAUSE⁸²⁸ eine Markttrendite von ca. 12 % als realistische Schätzung unterstellt,⁸²⁹ die mit Blick auf die Studie von MORAWIETZ⁸³⁰ in eine durchschnittliche Dividendenrendite von ca. 4 % und in eine Rendite aus Kapitalgewinnen von ca. 8 % geteilt werden kann.⁸³¹

• Betafaktor

Bei börsennotierten Wertpapieren läßt sich ein Betafaktor ex post aus den beobachteten Preisen auf dem Kapitalmarkt bestimmen. Für die Unternehmensbewertung und für die Bestimmung des Wertes von nichtbörsennotierten Projekten werden jedoch ex ante Renditeforderungen benötigt. Bei deren Bestimmung wird in praxi vereinfachend auf historische Betafaktoren und auf Betafaktoren von börsennotierten risikoäquivalenten Vergleichsunternehmen zurückgegriffen.⁸³² Empirische Betafaktoren von partiell fremdfinanzierten Unternehmen β^L spiegeln allerdings das Investitions- und das Finanzierungsrisiko des jeweiligen Unternehmens wider.⁸³³ Entsprechen sich das häufig im Verschuldungsgrad operationalisierte Finanzierungsrisiko der Vergleichsunternehmen und des betrachteten Unternehmens nicht, ist eine Anpassung an die tatsächliche Kapitalstruktur angezeigt, indem zunächst der Betafaktor des rein eigenkapitalfinanzierten Unternehmens β^U ermittelt wird und dann erneut ein Betafaktor eines partiell fremdverschuldeten Unternehmens β^L mit real vorliegendem Verschuldungsgrad berechnet wird. Eine Umrechnung ist ebenfalls notwendig, um die bei der Entity- und APV-Methode benötigte Renditeforderung der Eigentümer von fiktiv rein eigenkapitalfinanzierten Unternehmen mit Hilfe des Betafaktors rein eigenkapitalfinanzierter Unternehmen zu ermitteln.⁸³⁴

⁸²⁶ Vgl. Bimberg, Renditeberechnung, S. 89–97 und S. 167.

⁸²⁷ Vgl. Stehle/Hartmond, Aktien, S. 371–411.

⁸²⁸ Vgl. Baetge/Krause, Unternehmensbewertung, S. 453 f.

⁸²⁹ Vgl. auch Richter/Simon-Keuenhof, Kapitalkostensätze, S. 700 f.

⁸³⁰ Vgl. Morawietz, Rentabilität, S. 160–182.

⁸³¹ Diese Werte verstehen sich als Schätzungen, die im folgenden zur Illustration der weiteren Berechnungen und Beispiele verwendet werden sollen. Für ähnliche Schätzungen siehe Drukarczyk/Richter, Unternehmensgesamtwert, S. 571; Richter, Konzeption, S. 117 f.

⁸³² Vgl. auch Abschnitt 3.2.4.2.2, Schätzung der Eigenkapitalkosten, S. 148.

⁸³³ Hamada zeigte analytisch, daß das systematische Risiko durch die Höhe des Verschuldungsgrades beeinflusst wird, und stellte in einer Stichprobe von 304 Unternehmen für den Zeitraum von 1948–1969 fest, daß zwischen 21 %–24 % des durchschnittlichen Betafaktors durch das „zusätzliche“ Finanzierungsrisiko erklärt werden. Vgl. Hamada, Portfolio Analysis, pp. 16 ff.; Hamada, Capital Structure, p. 439, insb. auch pp. 441–445.

⁸³⁴ Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 277–279.

$$\beta_j^U = \frac{\beta_j^L}{1 + (1 - s^U) \frac{F}{E^F}} \quad (77)$$

Aus dieser Formel wird ersichtlich, daß β^L um so größer ist, je höher c. p. die Verschuldung oder je geringer der Steuersatz ist. Aufgrund der Additivität der Kovarianzen kann der Betafaktor eines Portfolios β_P aus den einzelnen marktwertgewichteten Betafaktoren der n risikobehafteten Wertpapiere j bestimmt werden:⁸³⁵

$$\beta_P = \sum_{j=1}^n \beta_j * \frac{V_j}{\sum_{j=1}^n V_j} \quad (78)$$

Diese Beziehung kann für die Interpretation einer Holding oder eines in mehrere ökonomisch unabhängige Projekte diversifizierten Unternehmens genutzt werden: Gemäß Gleichung (78) kann der empirische Betafaktor des Unternehmens P β_P in die Betafaktoren der Teilprojekte bzw. Geschäftsbereiche des Unternehmens β_j und ihre marktwertgewichteten Anteile zerlegt werden.⁸³⁶ Die Prognose eines Betafaktors als Indikator des finanz- und leistungswirtschaftlichen Risikos eines Unternehmens kann bei einem börsennotierten Unternehmen durch die Fortschreibung des ex post-Betafaktors erfolgen. Gemäß dem Single-Indexmodell von SHARPE⁸³⁷ kann dieser auf der Basis einer linearen Regression der Rendite des Unternehmens über die Rendite eines Marktindex geschätzt werden.⁸³⁸ Um die statistische Validität der Schätzungen der Betafaktoren zu erhöhen, ist zum einen die verwendete Methodik hinsichtlich der Periodenlänge, des Proxy für das Marktportfolio, der Renditeberechnung und des Renditeintervalls sorgfältig auszuwählen.⁸³⁹ Zum anderen sind die die Schätzungsergebnisse verzerrenden Effekte wie z. B. Intervalling-Effekte⁸⁴⁰ und autoregressive Tendenzen mittels Korrektur- und Anpassungsverfahren⁸⁴¹ sowie moderner statistischer Schätzverfahren⁸⁴² zu eliminieren.

⁸³⁵ Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 261 f.

⁸³⁶ Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 288–293; Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 165.

⁸³⁷ Vgl. Sharpe, Theory, pp. 117–140.

⁸³⁸ Vgl. Freygang, Kapitalallokation, S. 219–223. Für eine vollständige Darstellung vgl. Zimmermann, Prognose, S. 79–258.

⁸³⁹ Vgl. Zimmermann, Prognose, S. 79–153.

⁸⁴⁰ Der Intervalling-Effekt beschreibt die Abhängigkeit der empirischen Betafaktoren von der Halteperiode, die zur Berechnung der Renditen verwendet wird. Vgl. Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 197 m. w. N.; Zimmermann, Prognose, S. 99–114 m. w. N. Der Effekt konnte für deutsche Aktien von Frantzmänn nachgewiesen werden. Vgl. Frantzmänn, Aktien, S. 71 f.

⁸⁴¹ Vgl. zu Korrekturverfahren z. B. Freygang, Kapitalallokation, S. 224 f.; Zimmermann, Prognose, S. 120–153 und S. 245–258.

⁸⁴² Für die umfassende Darstellung der modernen statistischen Schätzverfahren vgl. Zimmermann, Prognose, S. 154–208.

Die fundamentale Prognose als weitere Methode zur Schätzung der Betafaktoren basiert auf der multivariaten Analyse der Wirkungszusammenhänge zwischen fundamentalen Unternehmensdaten wie Gewinngrößen (Earning Beta) oder auf aus dem Rechnungswesen abgeleiteten Kennziffern (Accounting Beta)⁸⁴³ und den resultierenden Aktienrenditen in einem der Grundgleichung der APT⁸⁴⁴ ähnlichen Mehrfaktorenmodell.⁸⁴⁵ Sind eindeutige und im Zeitablauf stabile Relationen determinierbar und kann die zukünftige Ausprägung fundamentaler Unternehmensdaten vorhergesagt werden, können Betafaktoren prognostiziert werden. In empirischen Prüfungen des Erklärungsgehaltes der fundamentalen Schätzung und der Prognosegüte konnte bislang kein Prognosemodell hinreichend verifiziert werden,⁸⁴⁶ auch die Kombination der historischen mit der fundamentalen Prognose liefert nur marginale Verbesserungen der Prognosegüte.⁸⁴⁷

Bei nichtbörsennotierten Unternehmen oder Geschäftsbereichen liegen keine Kursdaten für die historische Prognose vor, so daß für sie Betafaktoren anhand von Analogie- und Analyseansätzen geschätzt werden müssen.⁸⁴⁸ Bei den Analogieansätzen wird auf anhand der historischen Prognose ermittelte Betafaktoren vergleichbarer börsennotierter Unternehmen zurückgegriffen. Dabei können einzelne Referenzunternehmen (Pure-Play Technique)⁸⁴⁹, Branchenvergleiche (Industry Beta)⁸⁵⁰ oder Referenzgruppen (Peer Group)⁸⁵¹ zur Bestimmung eines stellvertretenden Betafaktors herangezogen werden.⁸⁵² Der Mangel an geeigneten Ver-

⁸⁴³ Vgl. grundlegend Beaver/Kettler/Scholes, Association, pp. 654–682. Für eine Übersicht über die empirischen Untersuchungen vgl. Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 202–205 m. w. N.

⁸⁴⁴ Vgl. Abschnitt 2.1.3.2, Arbitrage Pricing Theory, S. 35.

⁸⁴⁵ Vgl. Rosenberg/Guy, Fundamentals I, pp. 60–72; Rosenberg/Guy, Fundamentals II, pp. 62–70. Vgl. auch Bauer, Aktienanlagen, S. 118–242; Freygang, Kapitalallokation, S. 275–318 m. w. N.; Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 206–228 m. w. N.; Kleeberg, Portfoliomanagement, S. 475–478; Müller, Aktienbewertung, S. 152–194; Steiner/Bauer, Analyse, S. 353–366; Zimmermann, Prognose, S. 259–334 m. w. N. Für die Analyse des Einflusses der Unternehmensdaten auf Renditeforderungen auf Basis der APT vgl. z. B. Wallmeier, Aktienrenditen.

⁸⁴⁶ Vgl. Zimmermann, Prognose, S. 330–334. Die Einschätzungen der Ergebnisse der empirischen Studien gehen auseinander. Vgl. Bauer, Aktienanlagen, S. 216–224; Müller, Aktienbewertung, S. 215–219; Steiner/Bauer, Analyse, S. 367.

⁸⁴⁷ Vgl. Zimmermann, Prognose, S. 316 f.

⁸⁴⁸ Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“, Unternehmenssteuerung, S. 552; Freygang, Kapitalallokation, S. 251 ff.; Herter, Management, S. 102 ff. Für einen Überblick vgl. Serfling/Pape, Einsatz, S. 519–526.

⁸⁴⁹ Vgl. grundlegend dazu Fuller/Kerr, Pure-Play, pp. 997–1009. Vgl. auch Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 346 f.; Coenenberg/Sautter, Unternehmensakquisition, S. 706; Drukarczyk, Theorie, S. 288–291; Freygang, Kapitalallokation, S. 261–264; Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 199 f.; Van Horne, Management, pp. 201 f. und pp. 216 f.

⁸⁵⁰ Vgl. Freygang, Kapitalallokation, S. 253–258.

⁸⁵¹ Vgl. Freygang, Kapitalallokation, S. 259 ff.

⁸⁵² Zu den einzelnen Verfahren vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“, Unternehmenssteuerung, S. 552 ff.; Freygang, Kapitalallokation, S. 253–261.

gleichsunternehmen schränkt allerdings die Anwendungsmöglichkeiten der Analogieansätze ein.⁸⁵³ Bei den auf der fundamentalen Prognose basierenden Analyseansätzen werden die Relationen zwischen Unternehmensdaten, Marktrisiko und systematischem Unternehmensrisiko auf nichtbörsennotierte Unternehmen übertragen.⁸⁵⁴ Da für börsennotierte Unternehmen die empirische Verifizierung bislang nicht gelang, kann auch die Verwendung dieses Ansatzes bei der Bestimmung von Betafaktoren für Geschäftsbereiche und nichtbörsennotierte Unternehmen keine eindeutigen Ergebnisse liefern. Als weiterer Analyseansatz wird die Befragung des Managements vorgeschlagen.⁸⁵⁵ Hier wird beispielsweise das von Managern subjektiv empfundene Risiko mit Hilfe eines Scoring-Verfahrens in ordinale Skalen aufgenommen und anschließend heuristisch in Eigenkapitalkosten übertragen.⁸⁵⁶ Da diese Methode auf dem subjektiven Ermessen der befragten Personen basiert, können keine objektivierten Ergebnisse erzielt werden.

Für das Modell wird auf die in reichlicher Zahl veröffentlichten Betafaktoren für einzelne Unternehmen und insbesondere für Branchen verschiedener kommerzieller Anbieter zurückgegriffen.⁸⁵⁷ Die empirisch geschätzten Betafaktoren spiegeln allerdings die tatsächliche Kapitalstruktur des Unternehmens wider und sind daher für die Ermittlung der Renditeforderung der Anteilseigner bei reiner Eigenkapitalfinanzierung im Rahmen des CAPM um die Fremdfinanzierung zu bereinigen.⁸⁵⁸ Unter Berücksichtigung des deutschen Steuersystems und der Berechnung belastungsgleicher Fremdkapitalbeträge für Finanzierungssurrogate kann dies anhand Gleichung (79) erfolgen.⁸⁵⁹

⁸⁵³ Zu weiteren Kritikpunkten an den Analogieansätzen siehe Freygang, Kapitalallokation, S. 267–275.

⁸⁵⁴ Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 347–350; Freygang, Kapitalallokation, S. 319–330; Herter, Management, S. 104–111.

⁸⁵⁵ Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 343 f.

⁸⁵⁶ Vgl. Lewis, Total-value-Management, S. 81–87. Vgl. auch Arbeitskreis „Finanzierung“, Unternehmenssteuerung, S. 556 ff. Bufka/Schiereck/Zinn zeigen in ihrem Methodenvergleich, daß zwar Scoring-Verfahren durchaus empirischen Erklärungsgehalt aufweisen, aber nur bedingt geeignet sind, das Risiko von Geschäftsbereichen zu erfassen. Vgl. Bufka/Schiereck/Zinn, Kapitalkostenbestimmung, S. 115–131.

⁸⁵⁷ Anbieter von „Betabooks“ sind z. B. BARRA International und Stern/Stewart & Co. Zur Darstellung der dort verwendeten Schätzverfahren siehe Freygang, Kapitalallokation, S. 312–318; Kleeberg, Anlageerfolg, S. 206–216; Kleeberg, Portfoliomanagement, S. 475–478; Stewart, Value, pp. 449–473. Zu weiteren Quellen für Betafaktoren siehe Zimmermann, Prognose, S. 336–339. Copeland/Koller/Murrin schlagen eine „pragmatische“ Vorgehensweise zur Verdichtung von abweichenden Betafaktoren der kommerziellen Anbieter vor. Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 282.

⁸⁵⁸ Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 283 und S. 346 f.; Freygang, Kapitalallokation, S. 265 ff.; Steiner/Bauer, Analyse, S. 349 f.

⁸⁵⁹ Ähnlich auch Richter, Konzeption, S. 113.

$$\beta_j^E = \frac{\beta_j^F}{1 + (1 - 0,5 * s^{GE}) * \frac{F + F^L}{E^F}} \quad (79)$$

Da sämtliche Variablen für die Bestimmungsgleichung des CAPM identifiziert wurden, kann die marktmäßig objektivierte Renditeforderung der Aktionäre geschätzt werden. Allerdings ist bei der Erläuterung deutlich geworden, daß die exogen zu bestimmenden Daten keineswegs eindeutig und objektiv ermittelt werden können,⁸⁶⁰ sondern in hohem Maße subjektiven Urteilen des Bewerter unterliegen, so daß deren Auswahl mit größter Vorsicht erfolgen sollte.⁸⁶¹

3.2.4.2.3 Ermittlung der gewichteten Kapitalkosten

Für die Diskontierung der Free Cash-flows mittels eines gewichteten Kapitalkostensatzes im Entity-Ansatz sind neben den Eigenkapitalkosten die Zielkapitalstruktur und die Fremdkapitalkosten zu bestimmen.⁸⁶²

• Bestimmung der Zielkapitalstruktur

Das Zirkelproblem bei der Ermittlung des Unternehmensgesamtwertes mit Hilfe eines marktwertgewichteten Kapitalkostensatzes kann durch die Annahme einer Zielkapitalstruktur $(F/V^F)^0$ als Stellvertreter für einen iterativ zu bestimmenden periodenspezifischen Kapitalkostensatz unter Inkaufnahme eines Bewertungsfehlers pragmatisch gelöst werden.⁸⁶³ Der Bewertungsfehler ist um so geringer, je konstanter die Kapitalstruktur im Zeitablauf ist.

Im Modell wird davon ausgegangen, daß die Zielkapitalstruktur in der letzten Periode des Detailprognosezeitraums erreicht wird. Ausgangspunkt für die Bestimmung der Zielkapitalstruktur ist die Erfassung der gegenwärtigen Kapitalstruktur auf der Basis der anzusetzenden Marktwerte der Finanzierungsverträge.⁸⁶⁴ Im weiteren sind die Kapitalstrukturen von Vergleichsunternehmen zu analysieren, um Hinweise auf alternative Finanzierungsstrategien und

⁸⁶⁰ Vgl. Baetge/Krause, Unternehmensbewertung, S. 454 f.; Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 197.

⁸⁶¹ Vgl. Richter/Simon-Keuenhof, Kapitalkostensätze, S. 706 f.

⁸⁶² Vgl. Abschnitt 2.2.2.1, Entity-Methode, S. 44.

⁸⁶³ Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 197 f.

⁸⁶⁴ Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“, Unternehmenssteuerung, S. 562; Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 263–269. Bei den Aktien werden Marktpreise herangezogen. Sofern die Aktien des Unternehmens nicht börsennotiert sind, schlagen Copeland/Koller/Murrin vor, den implizierten Marktwert des Eigenkapitals durch Iterationen eines DCF-Modells zu ermitteln oder durch Vergleiche mit ähnlichen Unternehmen oder Geschäftsbereichen zu bestimmen. Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 268 ff. Zur Bewertung der Fremdfinanzierungsverträge siehe Abschnitt 3.2.4.4, Ermittlung des Marktwertes des Fremdkapitals, S. 164.

mögliche Gründe für Abweichungen zu identifizieren.⁸⁶⁵ Anhand dieser Erkenntnisse und vor dem Hintergrund der strategischen Ziele der Unternehmensführung ist dann die zukünftige Finanzierungsstrategie des Unternehmens zu formulieren und eine dieser entsprechende, mittel- bis langfristig realisierbare Zielkapitalstruktur festzulegen, die durch kontinuierliche Anpassungsmaßnahmen erreicht werden soll.⁸⁶⁶

• Fremdkapitalkosten

Der Fremdkapitalkostensatz im gewichteten Kapitalkostensatz entspricht dem marktwertgewichteten Durchschnitt der anzusetzenden Kapitalkosten der unterschiedlichen zinspflichtigen Fremdfinanzierungsverträge.⁸⁶⁷ Die nicht zinstragenden Fremdfinanzierungsverträge wie beispielsweise Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen werden nicht im gewichteten Kapitalkostensatz, sondern im Free Cash-flow abgebildet, indem sie als Veränderung des Nettoumlaufvermögens ΔNUV berücksichtigt werden.⁸⁶⁸ Dies ist angezeigt, wenn dem nicht zinstragenden Fremdkapital kein zeitraumbezogener Renditeanspruch und keine anzusetzenden Opportunitätskosten gegenüberstehen.⁸⁶⁹ Für jeden dieser Fremdfinanzierungsverträge sind die zukunftsbezogenen Kapitalkosten zu bestimmen, was durch die Fortschreibung der historischen effektiven Belastung oder durch die Schätzung der zukünftigen Kapitalkosten anhand von Zinsstrukturkurven oder der vertraglich explizit vereinbarten Konditionen erfolgen kann.⁸⁷⁰ Dabei ist den besonderen Charakteristika des jeweiligen Fremdfinanzierungsvertrags entsprechend der Restlaufzeit, dem Kreditrisiko und dem Nominalzinssatz Rechnung zu tragen.⁸⁷¹ Bei immobilienpezifischen Fremdfinanzierungsverträgen wird ebenfalls nach diesem Muster verfahren. Im Modell wird weiterhin davon ausgegangen, daß die Fremdkapitalpositionen quasi-risikolos sind und somit deren Kapitalkosten mit dem risikolo-

⁸⁶⁵ Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 269 f.

⁸⁶⁶ Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“, Unternehmenssteuerung, S. 562; Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 270.

⁸⁶⁷ Vgl. Bühner, Strategie, S. 235.

⁸⁶⁸ Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“, Unternehmenssteuerung, S. 561; Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 188; Copeland/Weston, Theory, p. 530; Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 240; Stewart, Value, pp. 92–95.

⁸⁶⁹ Vgl. Richter, Konzeption, S. 130; Sach, Kapitalkosten, S. 109 f. Hachmeister verweist ebenfalls auf einen „Bruttoansatz“, in dem die Kapitalkosten der Lieferverbindlichkeiten explizit berücksichtigt werden. Vgl. Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 240–244. Bühner setzt für die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen einen Kapitalkostensatz von null an. Vgl. Bühner, Strategie, S. 235 ff.

⁸⁷⁰ Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“, Unternehmenssteuerung, S. 558; Herter, Management, S. 91.

⁸⁷¹ Vertiefend zur Ermittlung der Kosten der verschiedenen Fremdfinanzierungsverträge siehe z.B. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 270–276.

sen Zinssatz approximiert werden können.⁸⁷² Zur Berücksichtigung eines höheren Kreditrisikos könnte ebenfalls ein spezifischer Fremdkapitalkostensatz k^F unterstellt werden.

Für die Ermittlung der gewichteten Kapitalkosten ist zunächst der Eigenkapitalkostensatz nach Steuern, der bisher die reine Eigenkapitalfinanzierung abbildete, an die partielle Fremdfinanzierung anzupassen. Hierzu sind prinzipiell zwei alternative Berechnungsgleichungen denkbar, die zu identischen Ergebnissen führen: Zum einen kann ein der tatsächlichen Fremdfinanzierung angepaßter Betafaktor β^F verwendet werden,⁸⁷³

$$\beta_j^F = \beta_j^E * \left[1 + (1 - 0,5 * s^{GE}) * \frac{F + F^L}{E^F} \right] \quad (80)$$

der in die bekannte Bewertungsgleichung des CAPM eingesetzt wird:

$$k^{E,F,s} = i * (1 - s^I) + [r^{KG} + r^D * (1 - s^I) - i * (1 - s^I)] * \beta^F \quad (81)$$

Zum anderen kann der Eigenkapitalzinssatz bei partieller Fremdfinanzierung auch mit dem rein eigenkapitalfinanzierten Betafaktor berechnet werden:

$$k^{E,F,s} = k^{E,s} + [k^{E,s} - i * (1 - s^I)] * (1 - 0,5 * s^{GE}) * \frac{F + F^L}{E^F} \quad (82)$$

Der Kapitalkostensatz k^{WACC} ergibt sich dann aus der Gewichtung der Eigenkapital- und Fremdkapitalkosten nach Steuern mit den Marktwertrelationen

$$k^{WACC} = k^{E,F,s} * \frac{E}{V^F} + i * (1 - s^I) * (1 - 0,5 * s^{GE}) * \frac{F + F^L}{V^F} \quad (83)$$

und kann auch direkt aus

$$k^{WACC} = k^s \left(1 - 0,5 * s^{GE} * \frac{F + F^L}{V^F} \right) \quad (84)$$

berechnet werden.⁸⁷⁴

3.2.4.2.4 Diskontierung der entziehbaren operativen Cash-flows

Die Berechnung des Wertes der entziehbaren operativen Cash-flows V^0 kann je nach Berechnungsziel mit dem APV-Ansatz und dem Entity-Ansatz erfolgen, deren notwendige Berechnungsschritte aufbauend auf den bereits identifizierten bzw. berechneten Variablen im folgenden näher erläutert werden.

⁸⁷² Ähnlich auch Drukarczyk/Richter, Unternehmensgesamtwert, S. 560 f.; Richter, Konzeption, S. 134 f.; Richter/Simon-Keuenhof, Risiko, S. 701 und S. 707.

⁸⁷³ Vgl. auch Gleichung (79), S. 156. Zu ähnlichen Formeln siehe auch Richter, Konzeption, S. 133.

⁸⁷⁴ Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 183 f.; Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 200 f.

• APV-Ansatz

Nach dem APV-Ansatz wird in einem ersten Schritt der Wert des fiktiv eigenkapitalfinanzierten Unternehmens V^E durch die Diskontierung der Cash-flows bei reiner Eigenkapitalfinanzierung und residualer Ausschüttung mit dem risikoäquivalenten Eigenkapitalkostensatz nach Steuern $k^{E,s}$ bewertet.⁸⁷⁵ Um die Bewertung der Zahlungsströme nach dem Detailprognosezeitraum als Fortführungswert für das annahmegemäß unendlich fortgeführte Unternehmen abzubilden,⁸⁷⁶ wird der am Ende des Detailprognosezeitraums T anfallende, normalisierte freie Cash-flow $FCF_{T+1}^{E,R}$ ⁸⁷⁷ als ewige Rente unter Berücksichtigung einer unendlichen Wachstumsrate g ⁸⁷⁸ mit $k^{E,s}$ kapitalisiert und auf den Bewertungszeitpunkt diskontiert.⁸⁷⁹ Diese Zahlungsgröße wird für die Zeit nach Ende des Detailprognosezeitraums als nachhaltig erzielbar unterstellt, ohne weitere Nettoinvestitionen zu erfordern. Abschreibungen entsprechen infolgedessen den Investitionen $Ab = I$; Nettoinvestitionen sowie Anlageabgänge entfallen, so daß ebenso die Zuführung zu den Rücklagen ausbleibt $\Delta IK_T = \Delta RL_T^R = 0$ und de facto Vollausschüttung vorliegt $D_T = \max!$.⁸⁸⁰

$$V^E = \sum_{t=1}^T \frac{\left[GvS_t - S_t^{GE,E} - \frac{\Delta RL_t^R}{1-s^I} \right] * (1-s^I) - Z_t^{EK}}{(1+k^{E,s})^t} + \frac{\left[GvS_{T+1} - S_{T+1}^{GE,E} \right] * (1-s^I)}{(k^{E,s} - g) * (1+k^{E,s})^T} \quad (85)$$

Im zweiten Schritt der APV-Methode wird der Wert des Steuervorteils der partiellen Fremdkapitalfinanzierung durch das Unternehmen V^{Ust} vor dem Hintergrund der geplanten Ausschüttung bewertet.⁸⁸¹ Dazu ist der Aufteilung im Detailprognosezeitraum entsprechend Rechnung zu tragen. Im Detailprognosezeitraum stimmt die periodische Mehrausschüttung

⁸⁷⁵ Vgl. auch Abschnitt 2.2.2.2, Adjusted Present Value-Methode, S. 47.

⁸⁷⁶ Für die Berechnung des Wertes der Cash-flows nach dem Detailprognosezeitraum existieren unterschiedliche Methoden, die sich vor allem in ihren impliziten Annahmen über die Entwicklung der zukünftigen Cash-flows unterscheiden. Für einen Überblick und eine Diskussion der Methoden siehe stellvertretend Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 292–306; Günther, Controlling, S. 154–159; Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 87–90; Pape, Unternehmensführung, S. 120–123. Vor dem Hintergrund der Annahme, daß ein zukünftiger Marktpreis dem Barwert zukünftig entziehbarer Cash-flows entspricht, wird hier die Methode des ewig wachsenden Cash-flows gewählt, da diese dem Bewerter die Möglichkeit offeriert, explizite Annahmen über die zu erwartende Entwicklung der Cash-flows zu treffen. Im weiteren kann so das Kalkül um die die Höhe der zukünftigen Cash-flows beeinflussende Inflationsrate bereinigt werden. Vgl. zur Verwendung der Methode des ewig wachsenden Cash-flows Günther, Controlling, S. 156; Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 88; Herter, Management, S. 70 ff.; Rappaport, Shareholder Value, pp. 44 f.

⁸⁷⁷ Vgl. Herter, Management, S. 71.

⁸⁷⁸ Ökonomisch sinnvolle Ergebnisse werden nur erzielt, sofern $g < k^E$ gilt. Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 294.

⁸⁷⁹ Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 294 f. und S. 315.

⁸⁸⁰ Vgl. Richter, Konzeption, S. 127.

⁸⁸¹ Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 183; Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 168–174; Drukarczyk/Richter, Unternehmensgesamtwerk, S. 562 f.

aus der Fremdfinanzierung im Falle von Dauerschulden mit dem Gewerbesteuerschild der hälftigen Fremdkapitalzinsen nach Einkommensteuer pro Periode, der mit dem Fremdkapitalkostensatz i nach Einkommensteuer diskontiert wird, überein. Für die Zeit nach Ende des Detailprognosezeitraums wird der Steuerschild als eine ewige Rente mit dem Fremdkapitalkostensatz i kapitalisiert, der aufgrund der Quasi-Risikolosigkeit der Fremdkapitalpositionen sicher und risikoäquivalent zum Zahlungsstrom des Steuerschildes ist. Der kapitalisierte Steuerschild wird mit der risikoäquivalenten Alternativrendite des Anlegers nach Einkommensteuern auf den Bewertungszeitpunkt diskontiert.⁸⁸²

$$V^{USI} = \sum_{t=0}^T \frac{F_{t-1} * 0,5 * i * s^{GE} * (1-s^I)}{(1+i*(1-s^I))^t} + \frac{F_T * 0,5 * s^{GE}}{(i*(1-s^I))^T} \quad (86)$$

Da die geplante Ausschüttung D^{Plan} i. d. R. größer ist als die residuale Ausschüttung D^R , liegen überschüssig zugeführte Rücklagen in Höhe von $\Delta RL^R - \Delta RL^{Plan}$ vor, mit denen annahmegemäß Tilgungen des Fremdkapitals geleistet werden. Die steuerlichen Auswirkungen dieser abweichenden Thesaurierungspolitik resultieren aus dem unterstellten Unterschied von Tarifbelastung und Einkommensteuersatz und sind in einem dritten Schritt zu berücksichtigen, in dem der Wert dieses Einkommensteuereffektes berechnet wird.⁸⁸³ Die Veränderung der periodenspezifischen Zahlungsstromgröße berechnet sich aus der Multiplikation der überschüssig zugeführten Rücklagen mit dem definitivsteuerbelasteten Unterschied von Einkommensteuer und Tarifbelastung.⁸⁸⁴ Diese sind mit einem risikoäquivalenten Zinsfuß über den Detailprognoseraum zu diskontieren,⁸⁸⁵ der hier von DRUKARCZYK/RICHTER mit den Eigenkapitalkosten bei reiner Eigenkapitalfinanzierung nach Steuern $k^{E.s}$ approximiert wird.⁸⁸⁶

$$V^{ESI} = \sum_{t=0}^T \left[(\Delta RL^R - \Delta RL^{Plan}) * \frac{s^T - s^I}{1-s^T} \right] * (1+k^{E.s})^{-t} \quad (87)$$

Je nach Höhe des Unterschiedes zwischen geplanter und residualer Zuführung zu den Rücklagen und der Differenz zwischen den Steuersätzen ergeben sich positive oder negative Ein-

⁸⁸² Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 168–172 und S. 214–219; Drukarczyk/Richter, Unternehmensgesamt看, S. 571; Richter, Finanzierungsprämisse, S. 1082 ff.

⁸⁸³ Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 219–229; Drukarczyk/Richter, Unternehmensgesamt看, S. 571; Richter, Finanzierungsprämisse, S. 1084–1088.

⁸⁸⁴ Vgl. Drukarczyk/Richter, Unternehmensgesamt看, S. 573.

⁸⁸⁵ Ein Einkommensteuereffekt liegt in der Zeit nach dem Detailprognosezeitraum nicht vor, da dort annahmegemäß keine Zuführung zu den Rücklagen aufgrund fehlender Nettoinvestitionen erforderlich ist und so eine jahresüberschußbezogene Vollausschüttung vorliegt.

⁸⁸⁶ Vgl. Drukarczyk/Richter, Unternehmensgesamt看, S. 573; Richter, Konzeption, S. 125 ff.

kommensteuereffekte.⁸⁸⁷ Nachdem die steuerlichen Auswirkungen berücksichtigt und somit ein der geplanten Ausschüttungspolitik adäquater Zahlungsstrom modelliert und bewertet wurde, ergibt sich der Wert des operativen Geschäfts V_O aus der Addition der Werte:⁸⁸⁸

$$V^{APV} = V^E + V^{USI} + V^{ESI} = V_O \quad (88)$$

• Entity-Ansatz

Beim Entity-Ansatz sind die entziehbaren operativen Cash-flows bei reiner Eigenkapitalfinanzierung gemäß Gleichung (71) mit dem gewichteten Kapitalkostensatz k^{WACC} zu diskontieren.⁸⁸⁹ Wenn eine konstante, marktwertgewichtete Kapitalstruktur realisiert wird und eine jahresüberschußbezogene Vollausschüttung vorliegt, liefert der Entity-Ansatz identische Ergebnisse wie der APV-Ansatz.⁸⁹⁰ Sofern jedoch andere Annahmen über die Ausschüttungspolitik getroffen werden, kann der Entity-Ansatz die Ergebnisse des APV-Ansatzes nicht replizieren, da der Entity-Ansatz den Einkommensteuereffekt nicht abbildet.⁸⁹¹ Bei der Bewertung von Geschäftseinheiten in Konzernen mit zentraler Finanzierungspolitik sind aber weder der häufig zentral vorgegebene Kapitalkostensatz noch die Ausschüttungspolitik für die zu bewertende Geschäftseinheit disponibel.⁸⁹² Vor diesem Hintergrund wird vorgeschlagen, für diese Geschäftseinheiten vereinfachend von Vollausschüttung, einer konstanten Kapitalstruktur und marktwertorientierter Fremdfinanzierung auszugehen und die Vorteilhaftigkeit der zu beurteilenden operativen Strategien anhand der relativen Veränderungen der mit der Entity-Methode berechneten Unternehmensgesamtwerte zu beurteilen.⁸⁹³ Das Kalkül ist für ein solches Vorgehen anzupassen: Aus dem Free Cash-flow ist die Rücklagenzuführung zu bereinigen, und die Erweiterungsinvestitionen sind als notwendige Wiedereinlage der Eigenkapitalgeber von dem entziehbaren Zahlungsüberschuß abzuziehen. Für die Bewertung der operativen Cash-flows nach dem Detailprognosezeitraum wird weiterhin, ähnlich wie im APV-Ansatz, ein Rentenmodell mit konstanter Wachstumsrate unterstellt, so daß sich die Bewertungsgleichung aus dem mit dem k^{WACC} diskontierten Cash-flow bei Vollausschüttung und dem Fortführungswert ergibt.⁸⁹⁴

⁸⁸⁷ Sofern eine überschüssige Zuführung erfolgt und die Tarifbelastung den Einkommensteuersatz übersteigt, ergibt sich ein negativer, wenn die Tarifbelastung geringer als der Einkommensteuersatz ist, ein positiver Einkommensteuereffekt.

⁸⁸⁸ Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 227 und S. 229.

⁸⁸⁹ Vgl. Abschnitt 2.2.2.1, Entity-Methode, S. 44.

⁸⁹⁰ Vgl. Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 111–124; Richter, Finanzierungsprämien, S. 1090 f.

⁸⁹¹ Vgl. Richter, Finanzierungsprämien, S. 1091.

⁸⁹² Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 288.

⁸⁹³ Vgl. Richter, Finanzierungsprämien, S. 1092 f.

⁸⁹⁴ Ähnlich Richter, Finanzierungsprämien, S. 1092.

$$V^{Entity} = \sum_{t=0}^T \frac{[GvS_t^E - S_t^{GE,E}] * (1 - s^I) - \Delta K_t}{(1 + k^{WACC})^t} + \frac{[GvS_T^E - S_T^{GE,E}] * (1 - s^I)}{(k^{WACC} - g) * (1 + k^{WACC})^T} = V_O \quad (89)$$

Wenn der nur für den Detailprognosezeitraum abweichende entziehbare Cash-flow bei residualer Ausschüttung zur Diskontierung verwendet wird, muß ein systematischer Bewertungsfehler bewußt in Kauf genommen werden.⁸⁹⁵

3.2.4.3 Berechnung des Wertes der nichtoperativen Free Cash-flows

Die nichtoperativen Geschäftsaktivitäten werden gesondert bewertet, um deren Zahlungsströme und Risikocharakteristika separiert von denen des Unternehmens einer kapitalmarkttheoretischen Bewertung zuzuführen. Zu den nichtoperativen Cash-flows gehören die Cash-flows aus eingestellten Geschäften und außerordentlichen Positionen sowie die entziehbaren Zahlungsströme aus nichtbetriebsnotwendigen Vermögensgegenständen⁸⁹⁶ wie z. B. markt gängigen Wertpapieren, Beteiligungen und Immobilien.⁸⁹⁷ Da davon ausgegangen wird, daß das Unternehmen diese Vermögensgegenstände weder für die Generierung der operativen Free Cash-flows noch für die Finanzierung der Aktiva des Unternehmens nutzt,⁸⁹⁸ werden diese mit ihrem Liquidationswert angesetzt.⁸⁹⁹ Dieser berechnet sich aus dem erzielbaren Marktpreis des Vermögensgegenstands, der im Modell als der mit dem jeweils risikoäquivalenten Kapitalkostensatz⁹⁰⁰ diskontierte Barwert des entziehbaren Zahlungsstroms approxi-

⁸⁹⁵ Bei Anwendungen des Entity- und des APV-Ansatzes werden daher unterschiedliche Ergebnisse erzielt. Vgl. dazu Richter, Konzeption, S. 133 f.

⁸⁹⁶ Vertiefend dazu vgl. Abschnitt 3.1.1.3, Systematisierung von Unternehmensimmobilien, S. 82.

⁸⁹⁷ Vgl. Bühner, Management-Wert-Konzept, S. 36 f.; Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 198; Günther, Controlling, S. 139; Hardtmann, Wertsteigerungsanalyse, S. 81 f.; Pape, Unternehmensführung, S. 192; Rappaport, Shareholder Value, p. 33.

⁸⁹⁸ So wird angenommen, daß das nichtbetriebsnotwendige Vermögen nicht als Sicherheitenstellung für Kreditgeber verwendet wird. Bei Wegfall dieser Annahme könnte auch unterstellt werden, daß bei einer Veräußerung der besicherten nichtbetriebsnotwendigen Aktiva und vertragsgerechtem Verhalten der Erlös zur Tilgung der Kreditfazilitäten eingesetzt wird. Eine generelle Erhöhung des finanziellen Risikos der Fremdfinanzierungskontrakteure folgt bei Veräußerung der nichtbetriebsbedingten und besicherten Vermögensgegenstände – wie Hardtmann behauptet – nicht zwingend. Denkbar ist dagegen, daß bei Reinvestition der Veräußerungserlöse in wertsteigernde Projekte sogar eine Reduktion des Fremdfinanzierungsrisikos eintritt. Vgl. dazu Hardtmann, Wertsteigerungsanalyse, S. 82.

⁸⁹⁹ Faktisch wird damit eine fiktive Veräußerung aller nichtbetriebsnotwendigen Vermögensgegenstände unterstellt, so daß der Liquidationswert in Anlehnung an Dörner als fiktiver Netto-Veräußerungspreis interpretiert wird. Vgl. Dörner, Unternehmensbewertung, S. 36, Rz. 65 und S. 134, Rz. 275. Rappaport bezeichnet den Wert der nichtoperativen Cash-flows als „the current value of marketable securities and other investments that can be converted to cash and are not essential to operations.“ Rappaport, Shareholder Value, p. 33. Vgl. auch Hardtmann, Wertsteigerungsanalyse, S. 81 f.

⁹⁰⁰ Pape schlägt vor, die nichtoperativen Free Cash-flows ebenfalls mit dem gewichteten Kapitalkostensatz des Unternehmens zu diskontieren. Dieser Vorgehensweise wird nicht gefolgt, da die Risikoäquivalenz von Zahlungsstrom und Diskontierungssatz nicht gewährleistet wird, weil nichtoperative Cash-flows i. d. R. unterschiedliche Risikocharakteristika als die aggregierten Zahlungsströme des Unternehmens aufweisen dürften. Vgl. auch Pape, Unternehmensführung, S. 193.

miert wird,⁹⁰¹ abzüglich der Transaktionskosten sowie transaktionsinduzierter Steuerzahlungen wie z. B. Steuern auf den Veräußerungsgewinn.⁹⁰² Bewertungsrelevant ist also die Nettoeinzahlung aus der Veräußerung des nichtbetriebsnotwendigen Vermögensgegenstands, die an den Anteilseigner ausgeschüttet werden könnte, sofern keine weiteren wertsteigernden Projekte identifiziert werden können. Die Summe der Liquidationswerte dieser Vermögensgegenstände ist dem Wert des operativen Geschäfts zuzuschlagen, um den Unternehmens Gesamtwert zu ermitteln. Entscheidend für die Konsistenz des Bewertungsmodells ist dabei, daß sichergestellt wird, daß die Zahlungsströme der nichtbetriebsnotwendigen Aktiva nicht doppelt erfaßt werden.⁹⁰³

Für einen immobilisenspezifischen Ansatz sind insbesondere die möglicherweise durch kurzfristige und unregelmäßige Vermietung von Immobilien erzielten Mieterträge zu bewerten, die bei der Ermittlung des operativen Free Cash-flows ausgesondert wurden. Dazu werden im Falle von ganzen Einheiten die Liquidationswerte der vermieteten Immobilien nach Steuern ermittelt. Im Falle der Vermietung von Teileinheiten werden die zukünftig erwarteten entziehbaren Zahlungsströme aus den Mietverträgen entsprechend dem vorgestellten Modell mit einem Kapitalkostensatz diskontiert, der die immobilisenspezifischen Risiken adäquat abbildet. Vereinfachend kann dies mit einem gewichteten Kapitalkostensatz erfolgen, der eine für Immobilieninvestitionen typische Kapitalstruktur unterstellt.⁹⁰⁴ Weiterhin sind auch nicht genutzte Grundstücke, die nicht für die zukünftige Bereitstellung von Raum für die operative Geschäftstätigkeit vorgehalten werden müssen, mit dem Liquidationswert nach Steuern anzusetzen. Bei der Bewertung der Immobilien ist nochmals auf den besonderen Umstand hinzuweisen, daß bei Unternehmen, die sich vor dem Hintergrund ihrer strategischen Erfolgspotentiale entschieden haben, in die Geschäftsbereiche Immobilienverwaltung und -vermittlung, Immobilienbereitstellung und Projektentwicklung oder Immobiliendienstleistungen zu diversifizieren, diese Geschäftsbereiche zwingend als einzelne Bewertungseinheiten im operativen

⁹⁰¹ Dies erfolgt vor dem Hintergrund der Annahme, daß sich ein möglicher Käufer dieser Vermögensgegenstände an dem Barwert der Zahlungsströme für die Ermittlung seines Grenzpreises orientiert.

⁹⁰² Es wird grundsätzlich für die Bewertung der nichtoperativen Cash-flows davon ausgegangen, daß die im Wert des nichtbetriebsnotwendigen Vermögens enthaltenen stillen Reserven gewinnerhöhend aufgelöst werden. Vgl. auch Dörner, Unternehmensbewertung, S. 134, Rz. 275.

⁹⁰³ Dazu ist es notwendig, daß weder der Liquidationswert der nichtbetriebsnotwendigen Vermögen noch Einzahlungen aus diesem in den operativen Free Cash-flows enthalten sind. Vgl. Rappaport, Shareholder Value, p. 33. Vgl. auch Hardtmann, Wertsteigerungsanalyse, S. 82.

⁹⁰⁴ Sofern einzelfallspezifische Kapitalstrukturen vorhanden sind, sind diese zu verwenden. Ansonsten kann z. B. eine Verschuldung im Rahmen von erstrangig besicherten Realkrediten angenommen werden, die in etwa einer Verschuldungsquote von 1,5 für das Verhältnis FK zu EK entspricht.

Free Cash-flow zu bewerten sind.⁹⁰⁵

3.2.4.4 Ermittlung des Marktwertes des Fremdkapitals

Während sich der Wert des Fremdkapitals beim Entity-Ansatz bei Annahme einer Zielkapitalstruktur aus der Multiplikation des Fremdkapitalanteils mit dem Unternehmensgesamtwert errechnet, ist dieser bei der APV-Methode separat zu ermitteln.⁹⁰⁶ Bei den börsennotierten Finanzierungskontrakten für Fremdkapital (z. B. notierte Schuldverschreibungen) werden Marktpreise herangezogen, die durch die Multiplikation der Kurse der Wertpapiere mit den ausstehenden Nennwerten berechnet werden.⁹⁰⁷ Bei den nichtbörsennotierten Fremdfinanzierungskontrakten wie z. B. Bank- und Wechselverbindlichkeiten sind Marktwerte anzusetzen, die als Barwerte der zukünftigen Zahlungsströme ermittelt werden.⁹⁰⁸ Als Diskontierungssätze werden die Renditen von im Kreditrisiko vergleichbar gehandelten Finanzierungsinstrumenten herangezogen, die ähnliche Ausprägungen in den bewertungsrelevanten Merkmalen Restlaufzeit, Nominalzins und Kreditrisiko aufweisen.⁹⁰⁹ Weisen die Finanzierungskontrakte spezifische Ausstattungsmerkmale wie z. B. Optionen oder Wandlungsrechte auf, sind diese gesondert zu bewerten.⁹¹⁰

Im Modell ergibt sich grundsätzlich der Wert der m verschiedenen Finanzierungskontrakte j des Unternehmens⁹¹¹ aus der Diskontierung der Zinszahlungen nach Steuern und der Tilgung mit dem jeweils anzusetzenden Fremdkapitalkostensatz k_j^F . Da Fremdkapitalpositionen als quasi-risikolos gelten, d. h. da $k_j^F = i \forall j$ gilt, und ferner vereinfachend angenommen wird, daß der Marktzinssatz bei Abschluß aller Kontrakte gleich dem aktuellen Zinsniveau ist, ent-

⁹⁰⁵ Vgl. Günther, Controlling, S. 139.

⁹⁰⁶ Vgl. Günther, Controlling, S. 198; Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 123 f. Andere Autoren subtrahieren den Fremdkapitalbetrag F_0 . Vgl. Bühner, Management-Wert-Konzept, S. 58 ff.; Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 163; Rappaport, Shareholder Value, p. 33 und ergänzend p. 190 Dies erscheint angezeigt, um den Bewertungsfehler bei einer angenommenen Zielkapitalstruktur zu minimieren. Vgl. dazu Richter, DCF-Methoden, S. 235 f. Vgl. auch Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 199.

⁹⁰⁷ Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 263.

⁹⁰⁸ Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 264; Hachmeister, Unternehmenswertsteigerung, S. 123. Richter/Simon-Keuenhof schlagen vor, Buchwerte zu verwenden, sofern gewährleistet ist, daß die Verbindlichkeiten nicht verstärkt vor Bilanzstichtagen getilgt werden und keine starken Zinsniveauschwankungen festzustellen sind. Vgl. Richter/Simon-Keuenhof, Kapitalkostensätze, S. 702 f.

⁹⁰⁹ Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 264.

⁹¹⁰ Vgl. Copeland/Koller/Murrin, Unternehmenswert, S. 264–268. Die Bewertung dieser Fremdfinanzierungskontrakte erfolgt auf Basis von Optionspreismodellen. Vgl. dazu z. B. Copeland/Weston, Theory, p. 464; Elton/Gruber, Theory, pp. 581–593; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 321–328.

⁹¹¹ Vgl. Herter, Management, S. 91 f. Weist das Unternehmen eine Vielzahl von Fremdfinanzierungskontrakten auf, sollte laut Günther zur Begrenzung des Aufwandes von bilanziellen Werten ausgegangen werden. Vgl. Günther, Controlling, S. 199. Ähnlich Breid, Erfolgspotentialrechnung, S. 189.

sprechen sich Marktwert und Buchwert des in der Bilanz als solches ausgewiesenen Fremdkapitals.⁹¹²

$$F_0 = FK_0 = \sum_{j=0}^m \sum_{t=0}^T \left[i * FK_{j,t-1} * (1 - s^t) + FK_{j,t-1} - FK_{j,t} \right] * (1 + i * (1 - s^t))^{-t} \quad (90)$$

Der Marktwert des Fremdkapitals ergibt sich dann aus der Addition des Marktwertes des bilanziell erfaßten Fremdkapitals und der Summe der belastungsgleichen Fremdkapitalpositionen aus zustandsunabhängigen finanzwirtschaftlichen Zahlungsverpflichtungen des Unternehmens wie z. B. den kapitalisierten Leasingverbindlichkeiten.⁹¹³

3.2.5 Kritische Würdigung

Das hier entwickelte Modell einer immobilienpezifischen Unternehmenswertrechnung ermöglicht eine immobilienpezifische Bewertung von Strategiealternativen zur Marktwertmaximierung. Durch den parallelen Einsatz des Entity- und des APV-Ansatzes können auf der Grundlage einer einheitlichen Datenbasis unterschiedliche Fragestellungen simultan beantwortet werden: Wenn eine Bewertung strategischer intern gerichteter Alternativen beabsichtigt ist, erlaubt das Entity-Modell eine einfache und pragmatische Lösung. Sofern jedoch eine Berücksichtigung der Ausschüttungspolitik erfolgen soll, ist es angezeigt, den APV-Ansatz zu verwenden. Da beide Modelle von einer identischen Cash-flow-Definition ausgehen, erhöht ein kombinierter Einsatz die Modellkomplexität nur geringfügig.

Im Modell können allerdings nicht alle Besonderheiten der Immobilien abgebildet werden. Es unterbleibt beispielsweise eine vollständige Erfassung der steuerlichen Auswirkungen der Immobilien, da dies die Komplexität des Modells erheblich, die Exaktheit aber nur marginal erhöht. So werden beispielsweise sämtliche umsatzsteuerlichen Regelungen und die einfache und erweiterte Kürzung der Bemessungsgrenze nach GewStG vernachlässigt. Auch wird auf eine Modellierung der Übertragung der Veräußerungsgewinne auf neue Wirtschaftsgüter gemäß § 6 b EStG verzichtet, da deren Einfluß auf den Unternehmensgesamtwert einfach in einer Sonderrechnung ermittelt werden kann, die in Kapitel 4 dargestellt wird.⁹¹⁴ Wesentlich für das Verständnis des vorgelegten Modells ist, daß ein solches keine Eingabemaske mit statischem Aufbau und formatiertem Resultat, sondern ausschließlich eine Basis für weitere

⁹¹² Ähnlich Richter, Konzeption, S. 134 f.

⁹¹³ Vgl. dazu Abschnitt 3.2.4.2.1, Bestimmung der operativen Free Cash-flows, S. 138.

⁹¹⁴ Vgl. Abschnitt 4.2.3, Nutzung des § 6 b EStG zur Vermeidung der direkten Besteuerung von Veräußerungsgewinnen, S. 224.

notwendige Spezifizierungen darstellt. Ein Modell kann den realiter vorliegenden Bedingungskomplexen und insbesondere den im vierten Kapitel diskutierten steuerrechtlichen Regelungen nur gerecht werden, wenn eine individuelle Anpassung dieses Grundmodells an die jeweiligen situativen Notwendigkeiten erfolgt. Dabei ist im Einzelfall zu entscheiden, welcher Grad der Komplexitätsreduktion zur Erfüllung des Rechnungsziels anzusetzen ist.

Darüber hinaus können gegen dieses Modell die allgemeinen Kritikpunkte an der kapitalmarkttheoretischen Unternehmensbewertung vorgebracht werden:⁹¹⁵ Neben den bereits erläuterten Problemen der Nutzung des CAPM zur Bestimmung der Renditeforderung der Eigenkapitalgeber ist das Modell zur Gewinnung von Eingabedaten auf subjektive Einschätzungen des Bewerters angewiesen, so daß eine auch unbeabsichtigte Verfälschung der Bewertungsergebnisse nicht ausgeschlossen werden kann. Diese Kritik richtet sich aber eher gegen die Unsicherheit zukünftiger Umweltzustände als gegen die zukunftsorientierte Bewertung unsicherer Zahlungsströmen. Das Modell ist ferner ausschließlich für den internen Nutzer konzipiert, so daß eine externe Analyse i. d. R. vor dem Hintergrund der notwendigen, aber nicht vorhandenen Daten nicht möglich ist. Weitere Ansatzpunkte einer kritischen Betrachtung sind die nicht erfolgte Berücksichtigung der Flexibilität in immobilienpezifischen Entscheidungssituationen und der Ausschluß von qualitativen Aspekten wie z. B. die Kontrolle über Immobilien und der Einfluß der Immobilien auf das Unternehmensbild. Diese entscheidungsrelevanten Faktoren konnten aufgrund ihrer Natur nicht im Modell adäquat berücksichtigt werden.

Zusammengefaßt kann festgehalten werden, daß das entwickelte Modell für die Betrachtung aus einer internen Perspektive die anfangs gestellten Anforderungen erfüllt. Ansatzpunkte für eine Weiterentwicklung des Modells ergeben sich insbesondere in der Einbeziehung von immobilienpezifischen Realoptionen, die die in Immobilienstrategien enthaltene Flexibilität abbilden.

3.3 Konstruktion eines Systems des marktwertorientierten betrieblichen Immobilienmanagements

Im Rahmen einer konsequenten Wertorientierung hat die Unternehmensführung die Aufgabe, durch eine marktwertorientierte Planung der Geschäftsaktivitäten auch die Bereitstellung von Raum für die Realisierung der identifizierten Strategien marktwertmaximal zu gewährleisten.

⁹¹⁵ Vgl. z. B. dazu Brune, *Instrument*, S. 179–197; Pape, *Unternehmensführung*, S. 123–132.

Im folgenden wird unter Nutzung der entwickelten immobilienpezifischen Unternehmenswertrechnung ein System eines marktwertorientierten betrieblichen Immobilienmanagements in den Grundzügen vorgestellt. Dazu werden zunächst die Ziele des Funktionsbereichs des betrieblichen Immobilienmanagements im Rahmen der marktwertorientierten Unternehmensführung präzisiert, ehe dann die marktwertorientierte Planung, Steuerung und Kontrolle der immobilienbezogenen Aktivitäten der Unternehmen erläutert werden.

3.3.1 Ziele eines marktwertorientierten Immobilienmanagements

3.3.1.1 Stellung der immobilienbezogenen Ziele im Zielsystem der marktwertorientierten Unternehmensführung

In bisherigen, vor allem anglo-amerikanischen Konzeptionen zum betrieblichen Immobilienmanagement, aber auch in der betrieblichen Praxis,⁹¹⁶ werden zwar einzelne Ziele wie z. B. die Minimierung der Immobilienkosten,⁹¹⁷ die optimale Bereitstellung von hochqualitativen Flächen⁹¹⁸ sowie die Schaffung von Flexibilität hinsichtlich der Immobilienfunktion⁹¹⁹ inhaltlich formuliert.⁹²⁰ Allerdings werden die Ziele nicht in einem umfassenden Zielsystem für das Immobilienmanagement organisiert, aus dem die Zielbeziehungen⁹²¹ sowie -dimensionen hervorgehen.⁹²² Weiterhin sind die dort aufgelisteten Ziele weder aus den übergeordneten Unternehmenszielen systematisch abgeleitet, noch in deren hierarchische Ordnung eingebettet.⁹²³ Zur Ausrichtung der immobilienpezifischen Ziele auf die Unternehmensziele ist es deshalb

⁹¹⁶ Vgl. die Fallstudien von IBM UK Ltd. und BT Plc. bei Weatherhead sowie die Fallstudien im Handbuch Corporate Real Estate Management von Schulte/Schäfers. Vgl. Weatherhead, Strategy, pp. 190–220; Schulte/Schäfers (Hrsg.), Corporate Real Estate, S. 521–728. Vgl. auch Bouris, Decision, pp. 31–33.

⁹¹⁷ Vgl. Bouris, Decision, p. 31; Brown et al., Corporate Real Estate, pp. 83 ff.; Joroff et al., Management, p. 14; Levy/Matz, Choosing, pp. 19 f.; Nourse/Roulac, Decision, p. 480; Weatherhead, Strategy, pp. 32 f.; Wurtzebach/Miles, Real Estate, p. 340. Für Unternehmen, die die Minimierung der Immobilienkosten als immobilienbezogenes Ziel formulieren, vgl. Ebering, Mannesmann, S. 613 und S. 618 ff.; Herzog, IBM, S. 685; Lampe/Lechtenböhrer, Thyssen, S. 589; Strohmman, Douglas, S. 716; Weatherhead, Strategy, pp. 194 f. und pp. 206 f.

⁹¹⁸ Vgl. Falk, Immobilien-Management, S. 34; Levy/Matz, Choosing, pp. 19 f. Für praktische Beispiele vgl. Ebering, Mannesmann, S. 618 ff. Gutte/Ullrich/Kottmann, Deutsche Bank, S. 651 und S. 655; Herzog, IBM, S. 685; Strohmman, Douglas, S. 716 f.

⁹¹⁹ Vgl. Joroff et al., Management, p. 14; Levy/Matz, Choosing, pp. 19 f.; Nourse, Flexibility, pp. 26–29; Nourse/Roulac, Decision, p. 480; Pittman, Integration, p. 2; Wurtzebach/Miles, Real Estate, p. 349.

⁹²⁰ Vgl. Bouris, Decision, p. 31; Nourse/Roulac, Decision, pp. 479–484.

⁹²¹ Beziehungen zwischen Zielen können komplementär, konkurrierend oder indifferent sein. Sofern sie komplementär sind, lassen sich hinsichtlich der Ziel-Mittel-Beziehungen Ober- und Unterziele identifizieren. Oberziele sind den Unterzielen übergeordnet, die Teilentscheidungen koordinieren und auf das Oberziel ausrichten. Wenn Ziele in einem konkurrierenden Verhältnis zueinander stehen, können Haupt- und Nebenziele unterschieden werden. Nebenziele können zum dominierenden Ziel werden, wenn ihre mangelnde minimale Erfüllung die Erreichung des Hauptziels a priori ausschließt. Vgl. Heinen, Industriebetriebslehre, S. 15 ff.

⁹²² Zwar werden vor allem Konflikte zwischen den einzelnen Zielen identifiziert, es werden aber keine Lösungsmaßstäbe oder -verfahren geliefert, mit denen diese Ziele strukturiert und das Entscheidungsproblem gelöst werden kann. Vgl. z. B. Levy/Matz, Choosing, p. 21; Wurtzebach/Miles, Real Estate, p. 349.

notwendig, die Ziele des Immobilienmanagements ausgehend von dem obersten Unternehmensziel schrittweise zu deduzieren.

Ziel der marktwertorientierten Unternehmensführung ist die Maximierung des Marktwertes des Eigenkapitals.⁹²⁴ Nach diesem übergeordneten Ziel sind sämtliche Aktivitäten des Unternehmens auszurichten. Als Voraussetzung für die Zielerreichung ist ein umfassendes Zielsystem zu strukturieren, in dem die in einer eindeutigen Ziel-Mittel-Beziehung artikulierten untergeordneten Handlungsziele das Ziel der Marktwertmaximierung konkretisieren. Eines der Handlungsziele ist die effiziente Bereitstellung des Leistungspotentials „Immobilien“ zur Befriedigung des Immobilienbedarfs des Unternehmens und der strategischen Geschäftseinheiten (SGE),⁹²⁵ das – wie alle Handlungsziele – zur Marktwertmaximierung beitragen soll.⁹²⁶ Zur Erreichung dieses Handlungsziels können zunächst grundlegende Oberziele des Immobilienmanagements identifiziert werden. Diese werden auf der Ebene des Funktionsbereichs (FB) des Immobilienmanagements in weitere untergeordnete immobilienbezogene Teilziele näher differenziert,⁹²⁷ deren Zielinhalte dann mittels konkreter, quantifizierter Vorgaben zum Ziel ausmaß operationalisiert werden.⁹²⁸ Diese Zielstruktur verdeutlicht Abbildung 8:

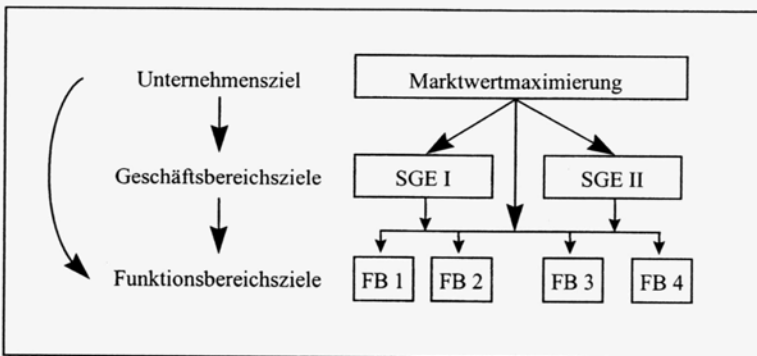


Abbildung 8: Ableitung von Funktionsbereichszielen aus der Marktwertmaximierung

Bei Non-Property Companies liegt eine eindeutige Dominanz der Unternehmensziele über die

⁹²³ Vgl. auch Schäfers, Management, S. 142.

⁹²⁴ Vgl. ausführlich Abschnitt 2.1, Zielsystem der marktwertorientierten Unternehmensführung, S. 13.

⁹²⁵ Vgl. auch Gerl/Roventa, Geschäftseinheiten, S. 140–161; Ulrich, Unternehmenspolitik, S. 113.

⁹²⁶ Vgl. Brown et al., Corporate Real Estate, p. 6; Bouris, Decisions, p. 31; Joroff et al., Management, p. 14.

⁹²⁷ Zur Gliederung der Zielhierarchien vgl. Heinen, Industriebetriebslehre, S. 14 ff.

⁹²⁸ Vgl. Kreikebaum, Unternehmensplanung, S. 51.

immobilienbezogenen Ziele vor,⁹²⁹ die sich in zwei wesentlichen Aussagen widerspiegelt: Zum einen sind immobilienbezogene Ziele Funktionsbereichsziele, die sich aus den Erfordernissen zur Erreichung der Unternehmensziele ableiten und so in enger Verbindung zu Unternehmens- oder Geschäftsbereichszielen formuliert werden.⁹³⁰ Dies begründet die beabsichtigte Kongruenz der immobilienbezogenen Ziele mit den Zielen des Kerngeschäfts,⁹³¹ die die Voraussetzung für die proaktive wertsteigernde Gestaltung der immobilienpezifischen Aktivitäten im Rahmen einer konzeptionellen Gesamtsicht der Unternehmensziele darstellt. Ohne diese enge Verzahnung erscheint eine marktwertmaximale Befriedigung des Immobilienbedarfs des Unternehmens a priori ausgeschlossen. Zum anderen sind immobilienbezogene Ziele selbst nicht Unternehmens- oder Geschäftsbereichsziele, da das Anbieten von Raum auf dem Immobilienmarkt nicht der Gegenstand der Geschäftstätigkeit des Unternehmens ist.⁹³² Sofern Non-Property Companies entscheiden, auf dem Immobilienmarkt Dritten Raum anzubieten, sind sie als Property Companies zu charakterisieren. Hier entsprechen dann immobilienbezogene Ziele den Unternehmens- bzw. Geschäftsbereichszielen.⁹³³

3.3.1.2 Zielhierarchie eines marktwertorientierten Immobilienmanagements

Zur Erfüllung des Handlungsziels der marktwertmaximalen Bereitstellung von Raum können unternehmensweit geltende grundlegende immobilienbezogene Oberziele identifiziert werden.⁹³⁴ Hier lassen sich, wie in Tabelle 9 dargestellt, jeweils leistungs- und finanzwirtschaftliche sowie soziale Oberziele und weitere abgeleitete Unterziele differenzieren.⁹³⁵

⁹²⁹ Brown et al. bezeichnen als „underlying assumption“ wie folgt: „The real estate decision is *always* [kursiv im Original, M.H.] subordinate to the operating decision.“ Brown et al., *Corporate Real Estate*, p. 6. Vgl. auch Wurtzebach/Miles, *Real Estate*, p. 340. Anderer Ansicht ist Schäfers, der grundsätzlich verschiedene Modelle des Verhältnisses von Unternehmens-, Geschäfts- und Immobilienstrategien für möglich hält. Vgl. Schäfers, *Management*, S. 148–151.

⁹³⁰ Vgl. Brown et al., *Corporate Real Estate*, p. 6. Vgl. auch Nourse/Roulac, *Decisions*, p. 476.

⁹³¹ Duckworth formuliert vorsichtig: „A firm's strategic objectives normally [!] revolve around its mainstream operations, rather than its real property portfolio. Therefore, when incongruence occurs, it is usually [!] the real property portfolio that has become misaligned rather the strategic objectives, not vice versa.“ Duckworth, *Dimension*, p. 497.

⁹³² Vgl. dazu Abschnitt 3.1.1.2, Systematisierung von Unternehmen anhand ihres Verhältnisses zu Immobilien, S. 77.

⁹³³ Schäfers sieht in der Erweiterung des Geschäftsfeldes um immobilienbezogene Leistungen ein wesentliches Potential für Non-Property Companies. Vgl. Schäfers, *Management*, S. 140 und S. 142 f. Vertiefend zur Analyse der Entscheidung einer Non-Property Company, einen Geschäftsbereich der Bereitstellung von Immobilien oder die Erbringung von immobilienpezifischen Dienstleistungen aufzubauen und so einen höheren Grad der Diversifikation zu erreichen. Vgl. insb. Meyer, *Geschäftsfeld*.

⁹³⁴ Vgl. Schäfers, *Management*, S. 136.

⁹³⁵ Vgl. auch Ulrich, *Unternehmenspolitik*, S. 99–169. Schäfers unterscheidet ebenfalls grundsätzlich in leistungswirtschaftliche, finanzwirtschaftliche und soziale Ziele, die in einer Matrix den Dimensionen Input-, Struktur-, Effizienz- und Outputziele gegenübergestellt werden. Die dort genannten Outputziele sind in der vorliegenden Konzeption bei einer strikten Unterscheidung von Property und Non-Property Companies jedoch nicht existent. Vgl. Schäfers, *Management*, S. 142 f. Vgl. auch Jürgensohn, *Beiträge*, S. 56 f.

	Leistungs- wirtschaftliche Ziele	Finanz- wirtschaftliche Ziele	Soziale Ziele
Oberziele	<ul style="list-style-type: none"> • Bereitstellung von Raum für den Leistungserstellungsprozeß 	<ul style="list-style-type: none"> • Beitrag zum Marktwert des Eigenkapitals 	<ul style="list-style-type: none"> • Akzeptanz und Leistungsbereitschaft der Stakeholder • Legitimität des Handelns
Ordnungskriterium der Unterziele	<ul style="list-style-type: none"> • Erfolgspotentiale 	<ul style="list-style-type: none"> • Bestimmungselemente des Marktwertes des Eigenkapitals⁹³⁶ 	<ul style="list-style-type: none"> • Stakeholder
Unterziele	<ul style="list-style-type: none"> • Interne Erfolgspotentiale: z. B. Optimierung der Flächennutzung <p>Flexibilität bei Änderung des Produktionslayouts etc.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Zahlungsgröße: Minimierung der Kosten für die Bereitstellung und Bewirtschaftung der Immobilie <p>eventuell Maximierung der Einzahlungen aus Immobilien⁹³⁷</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Staat: z. B. Erfüllung staatlicher Auflagen bei der Erstellung der Immobilie etc.
	<ul style="list-style-type: none"> • Externe Erfolgspotentiale: z. B. Erreichbarkeit für den Kunden <p>Unterstützung des Vertriebs durch attraktiv gestaltete Immobilien</p> <p>Immobilie als Anziehungspunkt für potentielle Kunden ohne direkten Kaufwunsch etc.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Kapitalkostensatz: Unterstützung bei der Minimierung des Kapitalkostensatzes des Unternehmens 	<ul style="list-style-type: none"> • Kunden: Wenn kein Eigenvertrieb, ähnlich wie Öffentlichkeit
		<ul style="list-style-type: none"> • Kapitaleinsatz: Minimierung des Kapitaleinsatzes für Immobilien 	<ul style="list-style-type: none"> • Mitarbeiter:⁹³⁸ z. B. Schaffung einer Corporate Identity durch Immobilien • Bereitstellung hochwertiger Arbeitsplätze etc. • Öffentlichkeit: z. B. Schaffung eines Corporate Images durch die Immobilie etc.

Tabelle 9: Ober- und beispielhafte Unterziele eines marktwertorientierten Immobilienmanagements

Das leistungswirtschaftliche Oberziel verlangt die nutzeradäquate Bereitstellung des physi-

⁹³⁶ Die wertbestimmenden Faktoren werden hier beispielhaft am Residualgewinn-Ansatz verdeutlicht.

⁹³⁷ Einzahlungen aus Immobilien resultieren in Non-Property Companies überwiegend aus dem Verkauf von nicht weiter verwendbaren Immobilien. Einzahlungen aus Mieten von vorübergehenden Vermietungen sind hier zu vernachlässigen, da definiert wurde, daß Non-Property Companies das Anbieten von Immobilien zur Nutzung nicht betreiben und daher auch keine wesentlichen Einzahlungen daraus generieren. Vgl. auch Abschnitt 3.1.1.2, Systematisierung von Unternehmen anhand ihres Verhältnisses zu Immobilien, S. 77.

schen Raums zur Deckung des aus den Geschäftsaktivitäten resultierenden Immobilienbedarfs des Unternehmens und der Geschäftseinheiten. Das finanzwirtschaftliche Oberziel resultiert aus der übergeordneten Zielfunktion und postuliert die Ausrichtung der Aktivitäten des betrieblichen Immobilienmanagements nach dem Beitrag zum Marktwert des Eigenkapitals.⁹³⁹ Gemäß dem sozialen Oberziel ist die Bereitstellung des Raums nach den Anforderungen der Stakeholder auszurichten, um deren Akzeptanz und Leistungsbereitschaft zu gewinnen.⁹⁴⁰

Die Oberziele stehen ähnlich wie die primären und sekundären Unternehmensziele⁹⁴¹ in einem konfligierenden Verhältnis: Als Beispiel gelten insbesondere die Konflikte zwischen den finanzwirtschaftlichen und sozialen Zielen. So schätzen beispielsweise Manager und Mitarbeiter ein Büro in exklusiver Lage sowie eine besondere Ausstattung des Raums, in dem der Mitarbeiter seiner Beschäftigung nachgeht, als ein Zeichen ihres persönlichen Wertes für das Unternehmen ein, was zwar die Leistungsmotivation der Mitarbeiter positiv beeinflusst,⁹⁴² aber gleichzeitig die Immobilienkosten erhöht.⁹⁴³ Ferner stehen z. B. baurechtliche und umweltrechtliche Regelungen in Konflikt mit der Minimierung der Bereitstellungs- und Bewirtschaftungskosten. Darüber hinaus existieren auch konfligierende Beziehungen zwischen leistungs- und finanzwirtschaftlichen immobilienbezogenen Zielen: So besteht Zieldisharmonie zwischen einer hohen Qualität der Immobilien und einem minimalen Kapitaleinsatz.⁹⁴⁴ Vergleichbar mit der Lösung auf der Ebene der Unternehmensziele ist hier ein Ausgleich zwischen den verschiedenen Zielen anhand des Kriteriums der Steigerung des Unternehmenswertes zu schaffen. Da die langfristige Sicherstellung der Partizipation und Motivation der Mitarbeiter, die technische Aufrechterhaltung des Geschäftsbetriebs und die Legitimität des Handelns grundlegende Voraussetzungen für die Erreichung des Unternehmensziels Marktwertmaximierung sind, ist genau derjenige immobilienbezogene Beitrag zum Erfüllungsgrad

⁹³⁸ Vgl. vertiefend dazu Amelung, *Gewerbeimmobilien*, S. 36 ff.

⁹³⁹ Vgl. auch Miles/Pringle/Webb, *Decision*, p. 357; Wurtzebach/Miles, *Real Estate*, p. 349.

⁹⁴⁰ Miles/Pringle/Webb und Wurtzebach/Miles formulieren als eigenständiges immobilienpezifisches Ziel die Minimierung der Agency Costs, die durch Inkongruenzen der immobilienbezogenen Ziele zwischen Management und Aktionären oder auch zwischen Aktionären und Fremdkapitalgebern entstehen können. Vgl. Miles/Pringle/Webb, *Decision*, p. 357; Wurtzebach/Miles, *Real Estate*, S. 350. Als Beispiele für solche Agency Costs gelten z. B. Relokationen und übertrieben gestaltete bzw. überteuerte Gebäude. Ghosh/Rodriguez/Sirmans, *Relocations*, pp. 291–311; Chan/Gau/Wang, *Relocations*, pp. 81–100; Alli/Ramírez/Yung, *Relocation*, pp. 581–599.

⁹⁴¹ Vgl. Abschnitt 2.1.2.1, Primäre und sekundäre Ziele der Marktwertmaximierung, S. 25.

⁹⁴² Amelung identifiziert neben der Motivationssteigerung weitere Zielsetzungen, die ein Unternehmen mit der Bereitstellung von hochwertigen Immobilien verfolgt, wie z. B. Senkung der Fluktuationsrate, Produktivitätssteigerungen, Förderung der Kommunikation und der Teamarbeit. Vgl. Amelung, *Gewerbeimmobilien*, S. 36 f. Für eine empirische Studie siehe Brade, *Marketing-Planungsprozess*.

⁹⁴³ Vgl. Levy/Matz, *Choosing*, pp. 21 f.

dieser Ziele anzustreben, der vor dem Hintergrund einer langfristigen Ausrichtung den größten Marktwertbeitrag liefert.⁹⁴⁵

Auf der nächsten Ebene werden diese Oberziele in mehrere, aus den nutzungsspezifischen Anforderungen an die Immobilien logisch abgeleitete Unter- bzw. Teilziele untergliedert. So läßt sich das leistungswirtschaftliche Oberziel je nach beabsichtigter Nutzung auf jeder Stufe der Wertkette in unterschiedlichen Unterzielen untergliedern, die den Aufbau und Erhalt von immobilienbezogenen Erfolgspotentialen bezwecken sollen. Zum Aufbau interner Erfolgspotentiale können beispielsweise bei Logistik- und Produktionsimmobilien auch Unterziele wie die maximale Ausnutzung des verfügbaren Raums und Flexibilität bei Änderungen des Produktionslayouts etc. im Vordergrund stehen. Beim Aufbau externer immobilienbezogener Erfolgspotentiale können grundlegende Ziele wie z. B. gute Erreichbarkeit für den Kunden und Unterstützung des Vertriebs durch besonders attraktiv gestaltete Immobilien formuliert werden.⁹⁴⁶

Das finanzwirtschaftliche Oberziel für ein marktwertorientiertes Immobilienmanagement ergibt sich aus der Zielfunktion der Marktwertmaximierung.⁹⁴⁷ Im vorherigen Kapitel wurde deutlich, daß nach dem Residualgewinnkonzept der erzielte ökonomische Wert pro Periode gemäß Gleichung (36) in die Berechnungsvariablen Zahlungsüberschüsse, Kapitalkostensatz und investiertes Kapital zerlegt werden kann.⁹⁴⁸

$$EVA_t = X_t - k^{WACC} * IK_{t-1} \quad (36)$$

Residualgewinne entstehen demnach, wenn c. p. Zahlungsüberschüsse gesteigert, der Kapitalkostensatz oder das investierte Kapital reduziert werden.⁹⁴⁹ Aus diesen Überlegungen ergeben

⁹⁴⁴ Vgl. Levy/Matz, Choosing, p. 21.

⁹⁴⁵ Vgl. dazu auch die Argumentation in Abschnitt 2.1.2.1, Primäre und sekundäre Ziele der Marktwertmaximierung, S. 25.

⁹⁴⁶ Vgl. Brade, Marketing-Planungsprozeß, S. 243 ff.

⁹⁴⁷ Vgl. Holst, Finance, pp. 115 ff.; Wurtzebach/Miles, Real Estate, p. 349.

⁹⁴⁸ Zur Verdeutlichung der wesentlichen Zusammenhänge kann auf eine Berücksichtigung der Steuern an dieser Stelle verzichtet werden, da die hier getroffenen Aussagen unabhängig von der Steuerwirkung gelten. Vgl. auch Gleichung (36), S. 50.

⁹⁴⁹ Dies gilt auch vor dem Hintergrund, daß zur Berechnung des Unternehmensgesamtwertes gemäß Gleichung (38) das investierte Kapital der Ausgangsperiode zum MVA zu addieren ist. Es ist ersichtlich, daß bei einer Verringerung des investierten Kapitals in späteren Perioden das Unternehmen die periodischen EVAs c. p. steigern kann, da die Kapitalkostenbelastung geringer wird. Die Veränderungen des investierten Kapitals selbst werden in der Zahlungsgröße X der jeweiligen Periode abgebildet. Vgl. dazu auch Richter, Konzeption, S. 34 f. und Abschnitt 2.2.2.4, Residualgewinnmethode, S. 49. Nach der Definition des EVA nach Stewart $EVA = (RoIC - k) * IK$ ergeben sich aus einem ähnlichen Kalkül Wertsteigerungen, wenn die Differenz von Kapitalrendite und Kapitalkosten (Spread) vergrößert wird oder wenn Kapital in Projekte mit positivem

sich für das betriebliche Immobilienmanagement folgende Ziele:

- Minimierung der Kosten der Bereitstellung und Bewirtschaftung der Immobilien und Maximierung etwaigen Einzahlungen aus der Verwertung von Immobilien.⁹⁵⁰
- Reduktion des Kapitaleinsatzes durch eine Optimierung des Immobilienbestands oder eine Senkung des Kapitalkostensatzes⁹⁵¹

Diese grundlegenden Ziele können in weitere Unterziele differenziert werden: Als Beispiele für weitere immobilienbezogene finanzwirtschaftliche Unterziele sind die Ausnutzung steuerlicher Gestaltungsmöglichkeiten,⁹⁵² die Vermeidung von Übernahmen des Unternehmens, die durch die Verwertung der betrieblichen Immobilien finanziert oder motiviert sind,⁹⁵³ die Nutzung innovativer Finanzierungsformen zur Immobilienfinanzierung und moderne Vertragsformen der Immobilienbereitstellung zu nennen.⁹⁵⁴

Auch aus den sozialen Oberzielen können weitere Unterziele je nach Stakeholder hinsichtlich der auf die immobilienbezogenen Ziele des Unternehmens differenziert werden. Exemplarisch kann das rechtskonforme Verhalten des Unternehmens in immobilienbezogenen Fragen ebenso als Unterziel festgehalten werden wie die Bereitstellung einer attraktiven Arbeitsumgebung für Mitarbeiter und die Schaffung einer Corporate Identity durch z. B. ein einzigartiges Gebäude für die Zentrale des Unternehmens.⁹⁵⁵

Zusammenfassend bleibt festzuhalten, daß die Oberziele der Bereitstellung von Raum für die Geschäftstätigkeit sowie den immobilienbezogenen Beitrag zum Marktwert des Eigenkapitals

Spread investiert bzw. aus Projekten mit negativem Spread freigesetzt wird. Vgl. Stewart, Value, p. 192; Stewart, Fact, pp. 78 ff.

⁹⁵⁰ Vgl. Brown et al., Corporate Real Estate, p. 84. Vgl. auch Bühner, der ähnlich für das gesamte Sachanlagevermögen argumentiert. Vgl. Bühner, Führung, S. 61.

⁹⁵¹ Der Kapitalkostensatz ist abhängig von den Renditeforderungen der Kapitalgeber und der vom Unternehmen festgelegten Kapitalstruktur. Eine Verringerung der Renditeforderung kann so natürlich nur mittelbar erreicht werden. Vgl. Abschnitt 2.1.3, Bestimmung der Renditeforderung der Eigentümer, S. 30.

⁹⁵² Vgl. Schäfers, Management, S. 143; Wurtzebach/Miles, Real Estate, p. 349.

⁹⁵³ Vgl. Wurtzebach/Miles, Real Estate, p. 349.

⁹⁵⁴ Als weitere Ziele werden in der Literatur u. a. die Mischung und Streuung des Immobilienbestands, die Gesamtperformance und die Kapitalrentabilität von Immobilien formuliert. Dieser Auffassung wird hier nicht gefolgt, da Normstrategien eines Immobilienportfolios wie auch eine Messung der Rendite der Immobilien bei Non-Property Companies ausscheiden. Vgl. Schäfers, Management, S. 143 und Abschnitt 3.1.1, Unternehmensimmobilien als Objekt des betrieblichen Immobilienmanagements, S. 73.

und die Akzeptanz der Stakeholder hinsichtlich der Immobiliendimension durch eine Vielzahl von im Einzelfall festzulegenden Unterzielen näher zu bestimmen sind. Diese Unterziele geben die Zielinhalte an, die im folgenden jeweils durch das angestrebte Zielausmaß konkretisiert werden.

3.3.1.3 Operationalisierung der Ziele eines marktwertorientierten Immobilienmanagements

In der Zielhierarchie stellt das bereits operationalisierte und übergeordnete Ziel der Marktwermaximierung den zentralen Maßstab sowie die Orientierungsgröße für alle untergeordneten Ziele dar, die auf ihren Beitrag zum Marktwert des Eigenkapitals hin zu untersuchen und zu konkretisieren sind. Dies soll hier exemplarisch am Unterziel der Minimierung der Immobilienkosten verdeutlicht werden: Das finanzwirtschaftliche Oberziel, einen Beitrag zum Shareholder Value zu liefern, mündet u. a. in der Forderung, einen möglichst hohen Zahlungsüberschuß zu generieren. Das betriebliche Immobilienmanagement kann beispielsweise durch das Unterziel der Minimierung der Immobilienkosten zur Erhöhung des Zahlungsüberschusses beitragen. So können Immobilienkosten z. B. in immobilisenspezifische Kosten pro m^2 und für die gesamte genutzte Fläche in m^2 aufgespalten werden. Bereits durch die Nutzung dieser einfachen Identität läßt sich das Ziel Minimierung der Immobilienkosten in plan-, steuer- und kontrollierbare Zielgrößen überführen, die je nach gewünschtem Zielausmaß in fixierten Zielgrößen wie z. B. einer bestimmten Gesamtfläche oder einer minimalen Zielausprägung der immobilisenspezifischen Kosten je m^2 festgelegt werden können.

Für eine umfassende Operationalisierung der Teilziele des Immobilienmanagements ist ein detaillierteres System aus finanz- und leistungswirtschaftlichen immobilisenspezifischen Zielgrößen notwendig, das die jeweiligen Teile auch nach Funktionsbereichen, Standorten, Gebäudetypen etc. – je nach den unternehmensspezifischen Rahmenbedingungen – weiter differenziert. Sofern qualitative Ziele wie die Zufriedenheit der Mitarbeiter mit der Umgebung des Arbeitsplatzes oder die Akzeptanz des immobilisenspezifischen Auftretens des Unternehmens durch die Öffentlichkeit im Zentrum stehen, kann auf eine mit metrischen Skalen basierende Zielformulierung nur dann zurückgegriffen werden, wenn diese quantitativ erfaßt und gemessen werden.

Zusammenfassend ist festzuhalten, daß sich die Zielbildung im marktwertorientierten Ma-

⁹⁵⁵ Vertiefend zur Schaffung einer Corporate Identity durch Immobilien und dem Einsatz von Unternehmens-

nagement der Unternehmensimmobilien eindeutig und klar aus den operativen Notwendigkeiten der Geschäftstätigkeit der Non-Property Company ableitet. Die immobilienpezifischen Ziele können zwar je nach Märkten und Unternehmen deutlich divergieren, die Marktwertmaximierung als übergeordnete Zielfunktion ermöglicht jedoch eine widerspruchsfreie Gliederung der zum Teil konfligierenden Ziele, da die langfristige Wirkung der Unterziele auf den Marktwert des Eigenkapitals ein eindeutiges und übergeordnetes Entscheidungskriterium darstellt.

3.3.2 Marktwertorientierte Planung des Einsatzes von Unternehmensimmobilien

Die marktwertorientierte Planung des Einsatzes von Unternehmensimmobilien wird aus zwei strategischen Perspektiven initialisiert.⁹⁵⁶ Zum einen sind die immobilienbezogenen Aspekte der Implementierung der Strategien des Unternehmens bzw. der Geschäftseinheiten zu planen, und zum anderen ist es erforderlich, die aus den Unternehmenszielen abgeleiteten immobilienbezogenen Ziele zur Erfüllung des Unternehmensziels der Marktwertmaximierung zu realisieren. Die Planung des Einsatzes der Unternehmensimmobilien auf diesen Ebenen wird zunächst in den folgenden zwei Abschnitten erläutert, ehe ein System zur Erstellung eines immobilienpezifischen Gesamtplans vorgestellt wird, das die beiden Perspektiven zusammenführt.

3.3.2.1 Immobilienbezogene Planung der Implementierung der Geschäftsbereichsstrategien

Um den Erfolg von Geschäftsbereichsstrategien sicherzustellen, ist es erforderlich, der hohen Interdependenz zwischen Strategieformulierung und -implementierung durch eine enge Verzahnung der Geschäftsbereichsstrategien mit den abgeleiteten Funktionsbereichsstrategien Rechnung zu tragen.⁹⁵⁷ Dies gilt insbesondere für das betriebliche Immobilienmanagement, da Unternehmensimmobilien bedeutsame marktliche und ressourcenbasierte Erfolgspotentiale erwirken und für den Aufbau nachhaltiger Wettbewerbsvorteile entscheidend sind, die wiederum für den Erfolg der übergeordneten Geschäftsbereichsstrategie eine kritische Voraussetzung bedeuten können. Weiterhin üben sie einen nicht unwesentlichen Einfluß auf die Kosten- und Vermögensdimension von Strategien aus, so daß nicht nur die Höhe der Investitions- und Finanzierungsvolumina, sondern auch die Vorteilhaftigkeit der geplanten Projekte

immobilien vgl. Amelung, *Gewerbeimmobilien*, S. 43–48.

⁹⁵⁶ Vgl. ähnlich Herzog, *IBM*, S. 692.

⁹⁵⁷ Vgl. Schreyögg, *Unternehmensstrategie*, S. 84. Vgl. auch Bone-Winkel, *Management*, S. 220 ff.

maßgeblich durch die Immobilien beeinflusst wird. Vor diesem Hintergrund wird deutlich, daß die weitläufig in der immobilienökonomischen Literatur artikulierte Forderung, das betriebliche Immobilienmanagement frühzeitig in den strategischen Planungsprozeß des Unternehmens und der Geschäftseinheiten einzubeziehen, begründet ist.⁹⁵⁸

Die Planung des Einsatzes von Unternehmensimmobilien ist ein wesentlicher Bestandteil der Implementierung der marktorientierten Strategien der operativen Aktivitäten des Unternehmens. Die Planung der Implementierung der Strategien läßt sich grundsätzlich in die Aufgabenkomplexe „Umsetzung“ und „Durchsetzung“ unterteilen,⁹⁵⁹ wobei im vorzustellenden Planungssystem der Aufgabenkomplex der Umsetzung der Strategien fokussiert wird.⁹⁶⁰ Die Umsetzung wiederum umfaßt zum einen die bereichsbezogene Spezifizierung der Strategien und zum anderen die Analyse, in welchem Umfang die Ressourcen und Erfolgsfaktoren, die nicht direkt Gegenstand einer Strategie sind, auf diese ausgerichtet werden müssen.⁹⁶¹

Die Aufgabe der immobilienbezogenen Spezifizierung der Strategie der Geschäftsaktivitäten ist es, die vorgegebenen Strategien für das betriebliche Immobilienmanagement weiter zu konkretisieren.⁹⁶² Ziel ist es sicherzustellen, daß die für den Erfolg der Strategien kritischen Handlungen im täglichen Handlungsvollzug nicht verfehlt werden, ohne dabei jedoch die operative Flexibilität derart einzuschränken, daß später erforderliche Anpassungen an geänderte Rahmenbedingungen nicht mehr erfolgen können.⁹⁶³ In den bisherigen Ausführungen wurde von unternehmensweiten und nicht projektspezifischen (Teil-)Zielen ausgegangen. Bei der Spezifizierung sind dagegen auf der Ebene des betrieblichen Immobilienmanagements im Rahmen einer Programm-/Projektplanung für die jeweiligen Strategien einzelne immobilienbezogene Teilziele aufzustellen.⁹⁶⁴ Bei der Bestimmung dieser immobilienbezogenen Teilziele sind selbstverständlich die übergeordneten immobilienpezifischen Ziele entsprechend als

⁹⁵⁸ Vgl. Weatherhead, *Strategy*, p. 56. Brown et al. plädieren für die Einbeziehung der Unternehmensleitung, Repräsentanten der Geschäfts- und der Funktionsbereiche sowie insb. auch der CRE-Manager in den strategischen Planungsprozeß. Vgl. Brown et al., *Corporate Real Estate*, p. 96. Einige Unternehmen scheinen dies bereits zu praktizieren. Vgl. Stuecklin/Beretitsch, *ABB*, S. 543 f.

⁹⁵⁹ Vgl. Abschnitt 2.3.3.1, Implementierung strategischer Pläne, S. 66.

⁹⁶⁰ Die Durchsetzung der geplanten Aktivitäten, die die Akzeptanz und das Verhalten der beteiligten Personen fokussiert, wird hier nicht weiter beleuchtet, da davon ausgegangen wird, daß die Durchsetzung nicht in dem hohen Maße wie die Umsetzung immobilienpezifische Perspektiven enthält. Vgl. auch Kolks, *Strategieimplementierung*, S. 83–86.

⁹⁶¹ Vgl. Kolks, *Strategieimplementierung*, S. 128.

⁹⁶² Vgl. Welge/Al-Laham, *Planung*, S. 414 f.

⁹⁶³ Vgl. Steinmann/Schreyögg, *Management*, S. 250 f.

⁹⁶⁴ Vgl. Kolks, *Strategieimplementierung*, S. 152 f.

Vorgaben zu berücksichtigen. Zur Erreichung der Teilziele sind zielführende Teilstrategien bzw. Taktiken stufenweise vertikal und horizontal in der Strategiehierarchie zu bestimmen; d. h., aus der jeweiligen Geschäftsbereichsstrategie werden auf vertikaler Ebene in eindeutigen Zweck-Mittel-Beziehungen stehende Teilstrategien auf der Ebene des betrieblichen Immobilienmanagements abgeleitet, die auf horizontaler Ebene mit denen anderer Funktionsbereiche wie z. B. Personal oder Finanzierung koordiniert werden müssen.⁹⁶⁵ Die Planung des Einsatzes der Immobilien zur Erreichung der Strategien und der Unternehmensziele kann generell auf dem Wege eines top-down-, bottom-up- oder eines Gegenstromverfahrens erfolgen. Letzteres kann aufgrund der engen Abstimmung der Strategien im Rahmen eines interaktiven Prozesses die erfolgskritische Kongruenz zwischen Unternehmens- und Immobilienstrategien am ehesten gewährleisten.⁹⁶⁶

Werden marktorientierte Strategien in den strategischen Geschäftseinheiten festgelegt, kann nicht davon ausgegangen werden, daß das für deren Implementierung notwendige Ressourcenpotential an Immobilien bereits in adäquater Quantität und Qualität, Zeit und Kosten vorhanden ist.⁹⁶⁷ Daher ist zunächst der immobilienpezifische Bedarf der Strategie zu bestimmen und der vorhandene Immobilienbestand der von der Strategierealisierung betroffenen Funktionsbereiche auf seine Eignung zur Deckung der Anforderungen hin zu analysieren, um Gestaltungsnotwendigkeiten als Differenzen zwischen dem Ist- und Soll-Bestand der Ressourcen offenzulegen. Die immobilienpezifischen Teilstrategien sind auf operativer Ebene weiter durch detaillierte, kurzfristige Maßnahmenprogramme auszugestalten, die zum Ausgleich der Unterdeckung bzw. des Überhangs an Immobilien vorzunehmen sind und so die Erreichung der immobilienbezogenen Teilstrategien und letztlich der Geschäftsbereichsstrategien gewährleisten.

3.3.2.2 Entwicklung von Plänen zur Realisierung immobilienpezifischer Ziele

Neben den immobilienpezifischen Aspekten bei der Implementierung der Geschäftsbereichsstrategien sind ebenfalls immobilienpezifische Pläne aufzustellen, die nicht mit der Implementierung der Geschäftsbereichsstrategien unmittelbar zusammenhängen, um die Realisierung der identifizierten immobilienpezifischen Ziele sicherzustellen.

⁹⁶⁵ Vgl. Kolks, Strategieimplementierung, S. 128 ff.

⁹⁶⁶ Vgl. Brown et al., Corporate Real Estate, pp. 87 f. und pp. 94 f. Vgl. auch Kolks, Strategieimplementierung, S. 97–102; Macharzina, Unternehmensführung, S. 362–366.

⁹⁶⁷ Vgl. Kolks, Strategieimplementierung, S. 149.

Den Ausgangspunkt der Strategieentwicklung für den Funktionsbereich des betrieblichen Immobilienmanagements bildet eine umfassende Analyse der immobilienbezogenen globalen und aufgabenbezogenen Umwelt. Diese stellt Hinweise auf immobilienpezifische Veränderungen der Umwelt bereit, die die Bestimmung des zukünftigen Immobilienbedarfs und die Formen der Bereitstellung von Unternehmensimmobilien maßgeblich beeinflussen können und so für die Ermittlung des Handlungsbedarfs relevant sind. Neben der Analyse der Umwelt ist auch eine Analyse der immobilienpezifischen Aspekte des Unternehmens durchzuführen, um dort Stärken und Schwächen sowie Chancen und Risiken des betrieblichen Immobilienmanagements zu identifizieren.⁹⁶⁸

Die Ergebnisse der strategischen Analyse der immobilienpezifischen Umwelt und des Unternehmens liefern ein umfassendes Verständnis der immobilienpezifischen Situation des Unternehmens, so daß der funktionsbereichsspezifische Handlungsbedarf für das betriebliche Immobilienmanagement offengelegt wird und adäquate Strategiealternativen entwickelt werden können.

3.3.2.3 Aufstellung eines marktwertorientierten immobilienpezifischen Gesamtplans

Der immobilienpezifische Gesamtplan umfaßt die langfristige Prognose des gesamten Immobilienbedarfs und sämtliche notwendigen Teilstrategien und Taktiken, die das Unternehmen zur Deckung des mittel- und langfristigen Immobilienbedarfs zu realisieren beabsichtigt.⁹⁶⁹ Dieser kann beispielsweise im Rahmen der jährlichen Revision der mittel- und langfristigen Strategie der operativen Geschäftstätigkeit durchgeführt werden.

Zur Erstellung eines marktwertorientierten immobilienpezifischen Gesamtplans wird hier ein System aus acht Prozessschritten zugrunde gelegt, die allerdings keinen starren Ablaufplan darstellen, sondern wenn nötig durch Rückkopplungsschleifen mehrere Prozeßdurchläufe ermöglichen.⁹⁷⁰ Dieser Planungsprozeß ist in Abbildung 9 dargestellt.

⁹⁶⁸ Vgl. Bone-Winkel, Management, S. 118–123; Brade, Marketing-Planungsprozeß, S. 98–108; Schäfers, Management, S. 53–64.

⁹⁶⁹ Vgl. ähnlich Herzog, IBM, S. 686. Herzog schätzt den Planungshorizont im betrieblichen Immobilienmanagement bei Non-Property Companies auf ungefähr 2–3 Jahre ein. Herzog, IBM, S. 692.

⁹⁷⁰ Einen Überblick über die Bestandteile und die Verfahrensweise bei der Erstellung eines „Strategic Facilities Plan“ liefern Brown et al. Vgl. Brown et al., Corporate Real Estate, pp. 94–98. Für ein alternatives Planungssystem siehe auch Ebering, Mannesmann, S. 623 f.

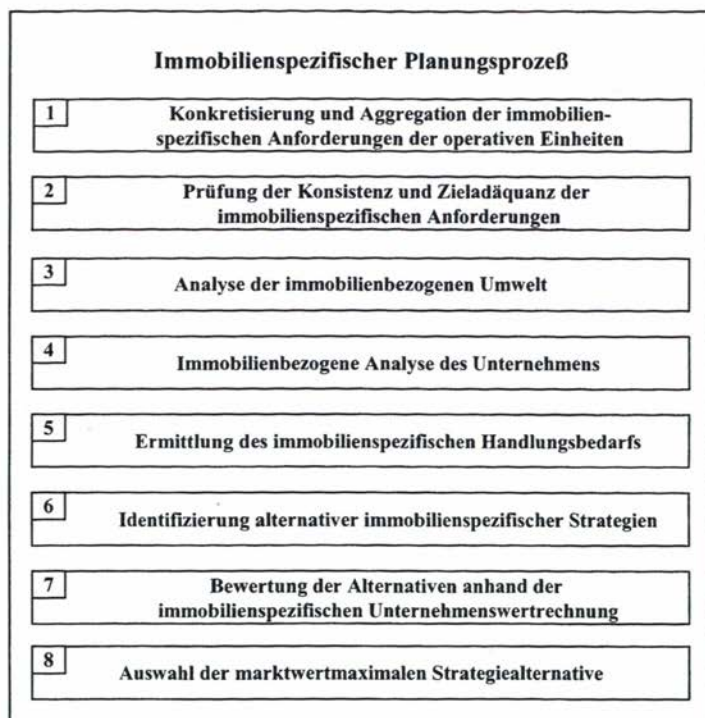


Abbildung 9: Immobilien-spezifischer Planungsprozeß

ad 1.) Konkretisierung und Aggregation der immobilien-spezifischen Anforderungen der operativen Einheiten

In einem ersten Schritt ist aus den jeweiligen übergeordneten Strategien des Kerngeschäfts ein strategiadäquates Anforderungsprofil an immobilien-spezifische Leistungen in den leistungswirtschaftlichen, finanzwirtschaftlichen und sozialen Dimensionen für die Bereitstellung von Raum bzw. Fläche abzuleiten.⁹⁷¹ Wesentlich für die Formulierung des Anforderungsprofils ist die Klärung der Ziele der operativen Einheiten und der strategischen Bedeutung der Immobilien für den Strategieerfolg,⁹⁷² damit bereits frühzeitig die Kongruenz von immobilien-spezifischen Teilstrategien und Geschäftsstrategien und eine entsprechende Priorisierung der Anforderungen gewährleistet ist.

⁹⁷¹ Vgl. Abschnitt 3.3.1, Ziele eines marktwertorientierten Immobilienmanagements, S. 167.

⁹⁷² Vgl. Brown et al., Corporate Real Estate, p. 97.

Erster Ansatzpunkt für die Ermittlung der immobiliespezifischen Anforderungen ist die Bestimmung des Immobilienbedarfs, also der Quantität der beabsichtigten Nutzung (Anzahl der Immobilien, Größe der Fläche bzw. des Raums).⁹⁷³ Im weiteren sind dann die von den Immobilien erwarteten Ausprägungen der wesentlichen Merkmale wie Qualität (Art, Ausstattungsqualität, Service)⁹⁷⁴, Standort⁹⁷⁵ und Layout etc. zu klären.⁹⁷⁶ Diese qualitativen Merkmale können mit Hilfe von Scoring-Modellen zu quantitativen Größen verdichtet werden, um die Daten in einfacher Form zu präsentieren.⁹⁷⁷ Ferner sind die zeitliche Dimensionen der Immobiliennutzung, d. h. Zeitpunkt der Einsatzbereitschaft und Zeithorizont der beabsichtigten Nutzung zu spezifizieren. Außerdem sind Anforderungen bezüglich der benötigten Flexibilität hinsichtlich der identifizierten Merkmale wie qualitative, quantitative und zeitliche Nutzung zu bestimmen.⁹⁷⁸

Ein häufig vernachlässigtes Kriterium stellt das Risiko dar, das das Unternehmen mit der Befriedigung des Immobilienbedarfs eingeht. Da dieses Risiko weitestgehend unabhängig von der Risikoposition des Kerngeschäfts des Unternehmens ist,⁹⁷⁹ sind bei der Bestimmung der Anforderungen an die Immobilienbereitstellung ebenfalls Angaben über die tragbaren und erwünschten Immobilienrisiken notwendig.⁹⁸⁰ Neben leistungswirtschaftlichen Anforderungen sind darüber hinaus finanzwirtschaftliche Zielvorgaben für immobilienbezogene Kosten, Investitionsvolumina und notwendige Finanzierungsleistungen zu bestimmen.⁹⁸¹

⁹⁷³ Ein vereinfachendes Verfahren zur Bestimmung der Anforderungen liefern Brown et al.: Der Flächenbedarf kann vereinfachend bestimmt werden, indem nach der Identifikation der zu beherbergenden Geschäftsaktivitäten zunächst die Mengengerüste für die beabsichtigte Nutzung aufgestellt werden. Dort sind Angaben über die Anzahl der Mitarbeiter spezifiziert nach Aktivitäten und individuellem Flächenbedarf, über die notwendigen Arbeitseinrichtungen sowie über die unterstützenden Einrichtungen aufzulisten. Diese werden dann anhand von festgelegten Flächenstandards in m² transformiert. Vgl. Brown et al., *Corporate Real Estate*, pp. 177–182. Vgl. auch Ebering, Mannesmann, S. 626 ff.

⁹⁷⁴ Vgl. Brade, *Marketing-Planungsprozess*, S. 137f.

⁹⁷⁵ Die betriebliche Standortwahl gilt als ein in der Betriebswirtschaftslehre frühzeitig aufgegriffenes Thema, das hier nicht weiter thematisiert werden soll. Vgl. dazu Bea, *Entscheidungen*, S. 417–430 m. w. N.; Kappeler/Rehkugler, *Entscheidungen*, S. 219–235; Wöhe, *Betriebswirtschaftslehre*, S. 469–484. Auch in der immobilienökonomischen Literatur finden sich Hinweise auf die Entwicklung und auf die Einflßfaktoren der Standortwahl. Vgl. dazu z. B. Brown et al., *Corporate Real Estate*, pp. 199–234; Herzog, IBM, S. 684 f. Bei global operierenden Unternehmen werden Entscheidungen zur Standortwahl für jede strategische Geschäftseinheit nach Kontinenten, Ländern, Regionen und Städten bis hin zum einzelnen Grundstück gegliedert. Vgl. Niehaus/Fleige/Dobler, Siemens, S. 560.

⁹⁷⁶ Vgl. Brown et al., *Corporate Real Estate*, pp. 95 ff.

⁹⁷⁷ Vgl. auch Ebering, Mannesmann, S. 626.

⁹⁷⁸ Vgl. Brown et al., *Corporate Real Estate*, pp. 89 f.

⁹⁷⁹ Vgl. Weatherhead, *Strategy*, p. 57.

⁹⁸⁰ Vgl. Brown et al., *Corporate Real Estate*, pp. 90–94. Vgl. auch Weatherhead, *Strategy*, pp. 57 f.

⁹⁸¹ Liegen Mengengerüste vor, können monetäre Plangrößen aus Erfahrungswerten für Bereitstellungskosten der jeweiligen Qualität (Mietpreise, Kauf- bzw. Herstellungspreise) näherungsweise ermittelt werden. Vgl. auch Brown et al., *Corporate Real Estate*, pp. 182 f.

ad 2.) Prüfung der Konsistenz und der Zieladäquanz der immobilienpezifischen Anforderungen

Die Anforderungen der operativen Einheiten sind hinsichtlich der operativen Zielerfüllung zu analysieren und mit den unternehmensweit geltenden immobilienpezifischen Zielen und weiteren operationalisierten Zielvorgaben wie z. B. Flächenstandards⁹⁸² und Standortvorgaben abzugleichen.⁹⁸³ Weiterhin ist die technische, zeitliche und organisatorische Durchführbarkeit der beabsichtigten Bereitstellung der Immobilien zu überprüfen sowie die wirtschaftliche Vorteilhaftigkeit grob abzuschätzen. Die Anforderungsprofile sind entsprechend zu revidieren, bis Konsistenz, Zieladäquanz und Erfüllbarkeit der Anforderungen gewährleistet sind. Die Pläne auf Geschäftsfeldebene sind dann zu einem unternehmensweiten, nach immobilien-spezifischen Eigenschaften gegliederten Anforderungsprofil zusammenzufassen.

ad 3.) Analyse der immobilienbezogenen Umwelt

Neben den Anforderungen an die Immobilienbereitstellung ist eine umfassende Analyse der immobilienbezogenen globalen und aufgabenbezogenen Umwelt notwendig. Zum einen sind bei der globalen Umwelt die Veränderungen der technologischen, gesellschaftlichen, politisch-rechtlichen und ökologischen Rahmenbedingungen auf ihr Einwirkungspotential hin zu untersuchen.⁹⁸⁴ Zum anderen sind in der aufgabenbezogenen Umweltanalyse die Entwicklungen auf dem Immobilienmarkt auszuwerten, da die erwartete Nachfrage- und Angebotssituation des Beschaffungsmarktes für die betriebliche Immobilienbereitstellung a priori einzelne Strategiealternativen ausschließen oder favorisieren kann. Diese Analysen können mit den aus der strategischen Planung bekannten Analyseinstrumenten wie z. B. Branchenstrukturmodellen erfolgen.⁹⁸⁵ Als Informationsquellen für die Analyse der immobilienbezogenen globalen und aufgabenbezogenen Umwelt sind überwiegend externe veröffentlichte Informationen heranzuziehen.⁹⁸⁶

ad 4.) Immobilienbezogene Analyse des Unternehmens

Die immobilienbezogene Analyse des Unternehmens gliedert sich in die Erfassung und Analyse der bereitgestellten Immobilien und in die strategische Analyse des Leistungspotentials.

⁹⁸² Vgl. z. B. Herzog, IBM, S. 685 und S. 688; Stuecklin/Beretitsch, ABB, S. 545.

⁹⁸³ Vgl. Brown et al., Corporate Real Estate, pp. 95 f.

⁹⁸⁴ Für eine umfassende Darstellung der immobilienpezifischen Umweltveränderungen siehe Bone-Winkel, Management, S. 118–123; Brade, Marketing-Planungsprozeß, S. 98–108; Schäfers, Management, S. 53–64.

⁹⁸⁵ Vgl. Bone-Winkel, Management, S. 124–153; Schäfers, Management, S. 100–105.

Die Erfassung des derzeit vorliegenden immobilienpezifischen Leistungspotentials zielt nicht nur auf Immobilien im Eigentum, sondern ebenfalls auf geleaste oder gemietete Immobilien. Es gilt im folgenden nicht nur, den zur Verfügung stehenden Bestand der den strategischen Geschäftseinheiten zugeordneten Immobilien nach Anzahl und Fläche der Immobilien und Informationen über die aktuelle Nutzungsintensität zu ermitteln.⁹⁸⁷ Ziel der Erfassung ist vielmehr die vollständige Bereitstellung der für die Bestimmung des immobilienpezifischen Handlungsbedarfs notwendigen Informationen, die den identifizierten Anforderungen in Menge und Detaillierungsgrad entsprechen müssen. Dies kann auch Untersuchungen der einzelnen betrachteten Immobilien mittels z. B. Standortanalysen (Makro/Mikro)⁹⁸⁸ und Gebäudeanalysen etc. einschließen. Ergebnis der Erfassung ist eine detaillierte und vollständige Auflistung des bereitgestellten immobilienpezifischen Leistungspotentials. Im Rahmen der Analyse des immobilienpezifischen Leistungspotentials des Unternehmens können anhand der Instrumente der strategischen Planung wie Stärken-Schwächen-Analyse, Wertkettenanalyse und Benchmarking von immobilienbezogenen Leistungen, die an die spezifischen Aspekte des Immobilienmanagements adaptiert werden,⁹⁸⁹ wertvolle Hinweise auf immobilienpezifische Strategiepoteziale abgeleitet werden. Insbesondere ermöglicht das Immobilienbenchmarking⁹⁹⁰, das in der Praxis weit verbreitet erscheint,⁹⁹¹ einen unternehmensinternen Vergleich zwischen verschiedenen Geschäftseinheiten sowie den externen Abgleich mit Wettbewerbern und zeigt durch Differenzen in den determinierten Kennzahlen die Stoßrichtung der immobilienpezifischen Strategien an.⁹⁹²

⁹⁸⁶ Für einen Überblick über externe Informationsquellen siehe Brade, Marketing-Planungsprozeß, S. 91 f.; Schäfers, Management, S. 98.

⁹⁸⁷ In der Praxis werden diese Daten durch formalisierte Meldesysteme erfaßt. Vgl. dazu z. B. Stuecklin/Beretitsch, ABB, S. 545.

⁹⁸⁸ Vgl. Isenhöfer/Väth, Immobilienanalyse, S. 322–360; Schulte/Brade/Haub, Planung, S. 681 f.

⁹⁸⁹ Vgl. Bone-Winkel, Management, S. 116–168; Brade, Marketing-Planungsprozeß, S. 113–119; Schäfers, Management, S. 106–123.

⁹⁹⁰ Vgl. Homann/Schäfers, Immobiliencontrolling, S. 199–204; Weatherhead, Strategy, pp. 160–166.

⁹⁹¹ Vgl. z. B. Ebering, Mannesmann, S. 626 f.; Lampe/Lechtenböhrer, Thyssen, S. 598 ff.; Stuecklin/Beretitsch, ABB, S. 546.

⁹⁹² Vgl. Lampe/Lechtenböhrer, Thyssen, S. 600. Häufig wird versucht, die aus der strategischen Planung bekannten Portfolioanalysen auf Unternehmensimmobilien zu übertragen. Vgl. Schäfers, Management, S. 123–131. Während sich beim Unternehmen bzw. bei Geschäftsbereichen Normstrategien aus der Positionierung der betrachteten Einheiten in einem Portfolio ableiten lassen, ist dieses bei einem Immobilienportfolio nicht angezeigt, da bei Unternehmensimmobilien in einer Non-Property Company selbständige, von dem Immobilienbedarf des Kerngeschäfts losgelöste Investitions- oder Desinvestitionsstrategien sogar kontraproduktiv sein können. Daher ist dem Ansatz eine verminderte Relevanz für immobilienpezifische Fragestellungen in Non-Property Companies beizumessen, was allerdings selbst Befürworter dieses Ansatzes einräumen. Vgl. Schäfers, Management, S. 132 ff. Die Portfolioanalyse hat dagegen ihren besonderen Wert in der Analyse bei der Strategieentwicklung von Property Companies, da bei diesen die Investitionsentscheidungen über Immobilien Entscheidungen über Primär- und nicht wie bei Non-Property Companies über Sekundärinvestitionen sind. Für eine adäquate Adaption der Portfolioanalyse für Property Companies siehe z. B. Bone-Winkel, Management, S. 169–228.

Als Informationsquellen für die immobilienbezogene Analyse des Unternehmens gelten vor allem die unternehmenseigenen strategischen und operativen Planungs- bzw. Informationssysteme, aus denen immobilienpezifische Daten über die gegenwärtige und die zukünftige Nutzung gewonnen werden können.⁹⁹³ Weiterhin sind immobilienpezifische Informationen des externen und internen Rechnungswesens hinzuzuziehen und mit den bereits vorhandenen abzugleichen. In einigen Unternehmen liegen mitunter umfassende, laufend aktualisierte immobilienpezifische Berichtssysteme mit hinreichend hohem Detaillierungsgrad der gespeicherten und verwalteten Informationen vor, so daß in diesen Fällen eine gesonderte Analyse oder zusätzliche Erfassung von Informationen unterbleiben kann.⁹⁹⁴ Sofern auf solche Systeme nicht zurückgegriffen werden kann und auch Planungssysteme keine ausreichenden Informationen bereitstellen, erscheint die Erhebung weiterer Daten unvermeidbar, um einen gleichartigen Informationsstand hinsichtlich der erläuterten Merkmale der Immobilien für den beabsichtigten Abgleich mit dem identifizierten Anforderungsprofil zu erreichen. Die Ergebnisse der strategischen immobilienpezifischen Analyse des Unternehmens liefern ein umfassendes Verständnis für die strategische Situation und somit für die Stärken, Schwächen, Chancen und Risiken des betrieblichen Immobilienmanagements.

ad 5.) Ermittlung des immobilienpezifischen Handlungsbedarfs

Der immobilienpezifische Handlungsbedarf wird zum einen durch den Soll-Ist-Vergleich der Anforderungen an die Immobilienbereitstellung mit den vorhandenen Kapazitäten an Immobilien offengelegt.⁹⁹⁵ Allerdings ist bei der Bestimmung des Handlungsbedarfs aus dem Soll-Ist-Vergleich ein möglicher unternehmensinterner Ausgleich von Überkapazitäten und Unterdeckungen entsprechend zu berücksichtigen, so daß ausschließlich der „Nettobedarf“ des Unternehmens an Flächen als Grundlage für die Bestimmung des Handlungsbedarfs herangezogen wird. Zum anderen ergeben sich aus der strategischen immobilienpezifischen Analyse des Unternehmens Ansatzpunkte, aus denen sich Strategiealternativen für die Erreichung der immobilienpezifischen Ziele entwickeln lassen. Im Mittelpunkt der Entwicklung von unter-

⁹⁹³ Vgl. Brown et al., *Corporate Real Estate*, p. 95; Schäfers, *Management*, S. 96 f. Vgl. auch Ebering, Mannesmann, S. 621 f.; Gutte/Ullrich/Kottmann, *Deutsche Bank*, S. 660; Stuecklin/Beretitsch, *ABB*, S. 541 f.

⁹⁹⁴ Vgl. z. B. Ebering, Mannesmann, S. 621; Niehaus/Fleige/Dobler, *Siemens*, S. 559; Strohmann, *Douglas*, S. 719 f.; Stuecklin/Beretitsch, *ABB*, S. 541 f. Herzog zeigt auf, daß in den Unternehmen eine umfangreiche aktualisierte Datenbasis in einem voll integrierten Datensystem nicht nur für die Planung von Immobilienstrategien zur Verfügung steht bzw. in Zukunft stehen wird, sondern auch die operative Steuerung anhand eines solchen Systems erfolgen kann. Vgl. Herzog, *IBM*, S. 693 f. Grundlegend zur Architektur immobilien-spezifischer Informationssysteme siehe Braun/Oesterle/Haller, *Management*, S. 8–24, S. 51–64 und 141–156.

⁹⁹⁵ Vgl. Stuecklin/Beretitsch, *ABB*, S. 545.

nehmensweit geltenden Immobilienstrategien stehen die Eliminierung von Schwachpunkten (z. B. Reduzierung der überdurchschnittlich hohen Nebenkostenbelastung) und die Verbesserung der Stärken (z. B. Outsourcing von Gebäudedienstleistungen).⁹⁹⁶

Der Handlungsbedarf läßt sich nach Immobilienbereitstellung, -bewirtschaftung und -verwertung gliedern.⁹⁹⁷ In der Immobilienbereitstellung ist je nach Art der Immobilie eine Expansion, Sicherung, Konsolidierung oder Relokation von Flächen vorzunehmen. Für die Immobilienbewirtschaftung stehen vor allem der Erhalt und/oder die Verbesserung des immobilien-spezifischen Leistungspotentials in bezug auf Qualität, Quantität und Zeit sowie die Sicherung bzw. Verringerung der induzierten Immobilienkosten als Ansatzpunkte für Strategien im Vordergrund. Maßnahmen der Immobilienverwertung werden notwendig, sofern eine Reduktion, Relokation und Konsolidierung von Flächen bewirkt werden soll. Der Handlungsbedarf stellt das Volumen der operativen Tätigkeit des betrieblichen Immobilienmanagements dar und kann in eine leistungswirtschaftliche Mengendimension (Flächen- bzw. Raummaße) und in eine finanzwirtschaftliche Wertdimension (monetäre Planungsgrößen bzw. Preise) aufgespalten werden.

ad 6.) Identifizierung alternativer immobilien-spezifischer Strategien

Die Entwicklung von immobilien-spezifischen Strategien zur Befriedigung des Immobilienbedarfs basiert auf den Ergebnissen der Bestimmung des Handlungsbedarfs und der nach außen gerichteten Analyse der immobilienbezogenen Umwelt. Vor diesem Hintergrund werden je nach Aufgabengebiet alternative immobilien-spezifische Teilstrategien für die jeweiligen Strategien der Geschäftseinheiten identifiziert.⁹⁹⁸ So sind z. B. bei der Immobilienbereitstellung zur Expansion von Flächen die grundlegenden Strategien Kauf, Miete, Leasing und Projektentwicklung zu nennen. Strategien zur Verbesserung der Immobilienbewirtschaftung sind beispielsweise Flächenreduktionen⁹⁹⁹, Outsourcing von immobilien-spezifischen Leistungen,¹⁰⁰⁰ Einführung von Verrechnungspreissystemen¹⁰⁰¹ und die Einrichtung einer effizienten

⁹⁹⁶ Vgl. dazu Abschnitt 2.3.2.3, Entwicklung wertsteigernder strategischer Optionen, S. 60.

⁹⁹⁷ Vgl. 3.2.2.1, Immobilienstrategien und induzierte Zahlungsströme, S. 110.

⁹⁹⁸ Vgl. auch Schäfers, Management, S. 151–187.

⁹⁹⁹ Vgl. z. B. Gutte/Ullrich/Kottmann, Deutsche Bank, S. 660.

¹⁰⁰⁰ Vgl. umfassend dazu Schneider, Outsourcing. Vgl. auch Herzog, IBM, S. 690 f.; Weatherhead, Strategy, pp. 89 f.

¹⁰⁰¹ Vgl. Ebering, Mannesmann, S. 630 f.; Herzog, IBM, S. 696 f.

immobilienspezifischen Aufbau- und Ablauforganisation¹⁰⁰². Bei der Immobilienverwertung lassen sich wiederum aktive und passive Strategien der Veräußerung, Vermietung und der Verpachtung unterscheiden.

ad 7.) Bewertung der Alternativen anhand der immobilenspezifischen Unternehmenswertrechnung

Nachdem verschiedene Optionen zur adäquaten Deckung des immobilenspezifischen Handlungsbedarfs entwickelt und deren Durchführbarkeit in technischer und organisatorischer Hinsicht überprüft wurde, sind in einem nächsten Schritt die Marktwertbeiträge der Strategien der Geschäftseinheiten bei alternativen immobilenspezifischen Teilstrategien und Taktiken zu vergleichen. Dazu sind die durch die immobilenspezifischen Teilstrategien induzierten Zahlungsströme für den Detailprognosezeitraum der Strategie zu prognostizieren. Weiterhin sind eventuelle Auswirkungen der Teilstrategien auf die Kapitalkosten des zu bewertenden Geschäftsbereichs zu berücksichtigen. Dies bezieht die Veränderungen der Renditeforderungen der Kapitalgeber ebenso ein wie mögliche Veränderungen der Kapitalstrukturen. Die ermittelten Daten sind dann in das System der immobilenspezifischen Unternehmenswertrechnung einzugeben und die Marktwerte der Geschäftsbereiche für die alternativen Immobilienteilstrategien zu berechnen.

ad 8.) Auswahl der marktwertmaximalen Strategiealternative

Diejenige immobilienbezogene Teilstrategie ist zu wählen, deren Marktwertbeitrag der höchste ist, d. h. die c. p. den Marktwert des Eigenkapitals der Geschäftseinheit bzw. des Unternehmens maximiert.¹⁰⁰³ Die marktwertmaximalen immobilenspezifischen Teilstrategien werden im immobilienbezogenen Gesamtplan zusammengefaßt, der das Pflichtenheft des betrieblichen Immobilienmanagements darstellt.

3.3.3 Marktwertorientierte Steuerung und Kontrolle des Einsatzes von Unternehmensimmobilien

Zunächst ist der im vorherigen Abschnitt entwickelte Gesamtplan im Rahmen der operativen Planung in weiteren mittel- und kurzfristigen Aktionsprogrammen wie Investitions- und Fi-

¹⁰⁰² Vgl. Schäfers, Management, S. 201–222. Als Beispiel vgl. Herzog, IBM, S. 694 f; Lampe/Lechtenböhmer, Thyssen, S. 591–595.

¹⁰⁰³ Vgl. auch Weatherhead, Strategy, p. 56.

finanzierungspläne,¹⁰⁰⁴ Nutzungs- und Umzugspläne sowie Verwertungs- und Vermarktungspläne¹⁰⁰⁵ etc. zu konkretisieren und durch weitere monetäre und nichtmonetäre Zielvorgaben zu operationalisieren. Die so entwickelten Programme stellen Maßnahmenbündel dar, in denen die zu ergreifenden Aktionen, die institutionellen und personellen Verantwortlichkeiten, Budgetzuteilungen und Ressourcenallokationen sowie eine zeitliche Ablaufplanung etc. für die Realisierung vorgegeben sind.¹⁰⁰⁶

Das für die Realisierung eingerichtete Organisations- und Führungssystem steuert die Zielerreichung durch kontinuierliches Monitoring.¹⁰⁰⁷ Neben der operativen Kontrolle der immobilien-spezifischen Teilstrategien, die die Effizienz der Strategierealisierung fokussiert, gilt es auch hier, zur Kompensation der Selektionsrisiken des Planungsprozesses die strategische Kontrolle, die auf die Effektivität der Strategien abzielt,¹⁰⁰⁸ einzusetzen, um Risiken der Fehl-selektion und Vernachlässigung von relevanten Informationen zu minimieren.¹⁰⁰⁹

In der strategischen Prämissenkontrolle werden die der Planung zugrundeliegenden Annahmen über die erwartete Entwicklung der immobilien-spezifischen Situation des Unternehmens und über die zukünftigen Umweltzustände überprüft, um frühzeitig notwendige Anpassungen vollziehen zu können.¹⁰¹⁰ Weiterhin kann eine ungerichtete strategische Überwachung unvorhergesehene und/oder nicht einbezogene Parameter wie z. B. strukturelle Veränderungen des Immobilienmarktes, Änderungen der steuerlichen Rahmenbedingungen für Immobilieninvestitionen oder sozio-kulturelle Trends, die Relevanz für die immobilienbezogenen Pläne erlangen könnten, aufdecken. Die strategische Durchführungskontrolle hinsichtlich Richtigkeit und Gültigkeit der immobilienbezogenen Strategien und der entwickelten Aktionsprogramme überprüft die weitere Tragfähigkeit des immobilien-spezifischen Gesamtplans.¹⁰¹¹ Sofern diese Kontrollen Abweichungen identifizieren oder Anpassungsbedarf signalisieren, sind je nach Situation Änderungen der strategischen Pläne vorzunehmen oder neue immobilien-spezifische Strategien zu entwickeln.

¹⁰⁰⁴ Für Beispiele aus der Unternehmenspraxis vgl. z. B. Ebering, Mannesmann, S. 624–628.

¹⁰⁰⁵ Vgl. z. B. Ebering, Mannesmann, S. 628 ff.; Strohmann, Douglas, S. 723.

¹⁰⁰⁶ Vgl. Kolks, Strategieimplementierung, S. 105.

¹⁰⁰⁷ Vgl. Ebering, Mannesmann, S. 630 ff.

¹⁰⁰⁸ Vgl. auch Ebering, Mannesmann, S. 631.

¹⁰⁰⁹ Vgl. Isenhöfer/Väth, Immobilienanalyse, S. 322–360; Schulte/Brade/Haub, Planung, S. 681 f.; Stuecklin/Beretitsch, ABB, S. 546.

¹⁰¹⁰ Vgl. Strohmann, Douglas, S. 724 f.; Stuecklin/Beretitsch, ABB, S. 546.

Entscheidend für die marktwertorientierte Steuerung und Kontrolle der Zielerreichung der immobilienpezifischen Strategien ist die Orientierung am Marktwertbeitrag zum Unternehmenswert, den die Strategien erzielen. In der operativen Erfolgskontrolle wird so die Zielerreichung anhand der Differenzen zwischen dem prognostizierten und dem realisierten Marktwertbeitrag in der betrachteten Periode gemessen. Um eine kontinuierliche marktwertorientierte Steuerung zu ermöglichen, ist eine laufende Erfassung der tatsächlichen immobilieninduzierten Zahlungsströme notwendig, die mit den prognostizierten Zahlungsströmen im Rahmen eines Soll-Ist-Vergleichs auf Zielerreichung überprüft werden. Bei Abweichungen in den Zahlungsströmen sind zunächst die Ursachen zu untersuchen. Eine Hilfestellung bietet dabei die Aufspaltung der Abweichungen in Mengen- und Wertabweichungen bzw. Abweichungen 2. Grades. Weiterhin sind die bereits zur Operationalisierung der Teilziele und im Planungsprozeß genutzten immobilienpezifischen Kennzahlen hinzuziehen, so daß sichergestellt ist, daß die marktwertorientierte immobilienpezifische Planung und Kontrolle anhand gleicher Maßstäbe erfolgen.¹⁰¹² Danach sind adäquate Maßnahmenbündel zur Korrektur zu definieren oder ggf. bei massiven Differenzen vollständige Planrevisionen durchzuführen.

Weiterhin besteht die Aufgabe, die ex post-Kapitalkosten mit den erwarteten Plandaten zu vergleichen und Abweichungen in den Renditeforderungen der Kapitalgeber und der Kapitalstruktur zu identifizieren. Da die Renditeforderungen per definitionem und die Kapitalstruktur de facto für das betriebliche Immobilienmanagement keine veränderbaren Parameter darstellen, sind diese Abweichungen als Änderungen der Prämissen aufzunehmen. Die Realisierung der geplanten Kapitalkosten fällt vielmehr in das Aufgabengebiet der Unternehmensleitung: Diese kann u. a. durch Entscheidungen über das Portfolio der Geschäftsfelder, über die Risikoposition und durch aktive Informationspolitik versuchen, die Renditeforderungen der Kapitalgeber zu beeinflussen.

Neben der quantitativen Kontrolle sind auch die immobilienbezogenen leistungswirtschaftlichen und sozialen Ziele einer Erfolgskontrolle zu unterziehen. Dazu sind die in der Planung anhand nicht numerischer Zielerreichungsgrade operationalisierten Ziele durch qualitative Analysen wie z. B. Kunden- und Mitarbeiterbefragungen¹⁰¹³ zu überprüfen.

¹⁰¹¹ Vgl. Stuecklin/Beretitsch, ABB, S. 546.

¹⁰¹² Vgl. auch Ebering, Mannesmann, S. 631; Strohmann, Douglas, S. 724 f.

¹⁰¹³ Vgl. Strohmann, Douglas, S. 725.

4 Wertsteigerung durch Separation der Immobilien von operativen Unternehmensaktivitäten

Nachdem im vorherigen Kapitel eine Konzeption des marktwertorientierten Managements der Unternehmensimmobilien entworfen und mit der immobilienpezifischen Unternehmenswertrechnung ein Bewertungskonzept für Wertsteigerungspotentiale entwickelt wurde, werden in diesem Kapitel Strategien zur Separation der Immobilien von Unternehmen als restrukturierende immobilienpezifische Wertsteigerungsstrategien vorgestellt. Diese sind von den traditionellen Wertsteigerungsstrategien zu unterscheiden, bei denen die Immobilien im Unternehmen verbleiben. Bei den restrukturierenden Wertsteigerungsstrategien werden durch kapitalmarktorientierte Transaktionen eine institutionelle Trennung der Immobilien von den (anderen) operativen Unternehmensaktivitäten erreicht.

In einem ersten Schritt wird ein Separationsmodell zur Identifikation von Wertlücken entwickelt. Danach werden grundlegende restrukturierende Wertsteigerungsstrategien vorgestellt, die sich in Strategien zur Separation der Immobilien von Unternehmen durch Veräußerung und in Strategien zur Separation durch Verbriefung von Immobilien in Beteiligungspapieren gliedern lassen. Diese Strategien werden im vorliegenden Abschnitt in Struktur und Wirkungsweise auf den Marktwert des Eigenkapitals untersucht. Dabei fließen auch die Ergebnisse empirischer Studien zur Reaktion des Kapitalmarktes auf die Transaktionen in die Betrachtung ein. Insbesondere stehen bei der Erörterung der Strategien steuerrechtliche und kapitalmarktbezogene Gestaltungen zur Strukturierung der Strategien im Vordergrund.

4.1 Separationsmodell zur Analyse der immobilienbezogenen Wertsteigerungspotentiale

Zunächst werden die Ziele des Separationsmodells und die grundsätzlichen Voraussetzungen für seinen Einsatz erläutert. Daran schließt sich die Erörterung der notwendigen Anpassungen an die entwickelte Unternehmenswertrechnung zur modifizierten Bewertung des Unternehmens an, ehe die Bewertung der Unternehmensimmobilien auf kapitalmarkttheoretischer Basis vorgestellt wird.

4.1.1 Ziel, Methodik und Annahmen des Separationsmodells

Um die Wertsteigerungspotentiale von einzelnen Immobilien, aber auch des gesamten Portfolios der Unternehmensimmobilien abschätzen zu können, ist es ferner notwendig, die Unternehmensimmobilien getrennt vom Unternehmen in einem immobilienpezifischen Separat-

onsmodell zu bewerten.¹⁰¹⁴ Dazu wird das Kalkül um ein Separationsmodell erweitert, das in Abbildung 10 graphisch dargestellt ist.

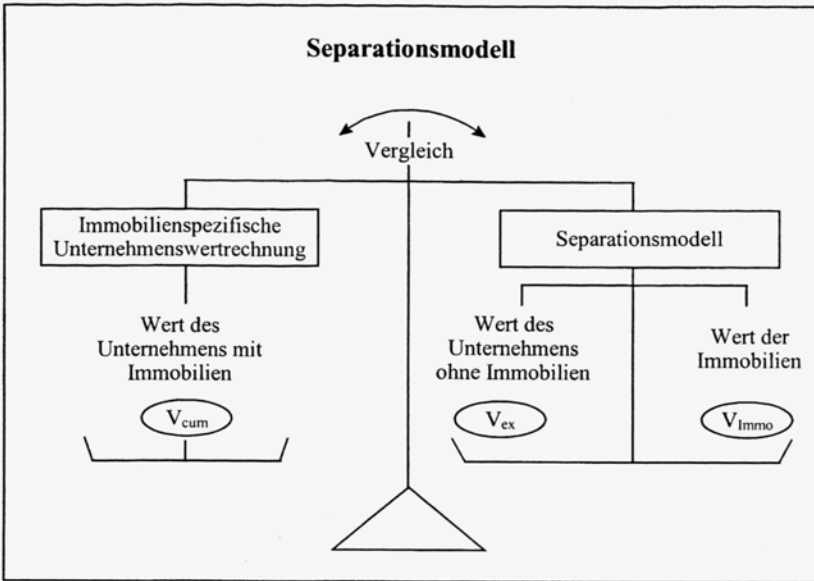


Abbildung 10: Immobilien-spezifisches Separationsmodell

Durch den Vergleich des Wertes des Unternehmens mit Immobilien im Eigentum V_{cum} aus der immobilien-spezifischen Unternehmenswertrechnung mit der Summe des Wertes des Unternehmens ohne Immobilien im Eigentum V_{ex} und des Wertes der markt-bewerteten Immobilien V_{Immo} aus dem Separationsmodell kann festgestellt werden, ob die vom Unternehmen gehaltenen Immobilien in ihrer wertvollsten Verwendung, dem „highest and best use“, zur Maximierung des Marktwertes des Eigenkapitals eingesetzt sind.

Entscheidend ist, daß mit dem Separationsmodell zunächst keine Immobilienstrategien wie Verkauf oder Abspaltung des Immobilienvermögens vom Unternehmen analysiert werden,¹⁰¹⁵ sondern ausschließlich eine getrennte Bewertung der Komponenten als selbständige Einheiten vorgenommen wird. Ziel des Separationsmodells ist es somit, aufzuzeigen, ob das Unterneh-

¹⁰¹⁴ Einen ersten Ansatz in den USA zur getrennten Bewertung liefern Miles/Pringle/Webb. Vgl. Miles/Pringle/Webb, Decision, S. 355-372. Siehe auch Hens, Einsatz, S. 85-89; Terhüme, Bewertung, S. 189 ff.

men die im Eigentum befindlichen Immobilien in der bestmöglichen, d. h. marktwertmaximalen Verwendung („highest and best use“) nutzt, oder ob das Unternehmen Aktionärsvermögen durch die Vernachlässigung von immobilienpezifischen Wertsteigerungspotentialen vernichtet und ineffiziente operative Einheiten des Kerngeschäfts durch die unternehmensinterne Bereitstellung von Immobilien subventioniert.¹⁰¹⁶

Zur Identifikation der Wertlücken im betrieblichen Immobilienmanagement ist es notwendig, die Immobilien getrennt vom Unternehmen zu bewerten, wobei angenommen wird, daß das Unternehmen bei Separation den Immobilienbedarf auf dem Immobilienmarkt zu Marktpreisen decken kann. Wenn die Summe aus dem Wert des Unternehmens ohne Immobilien V_{ex} und dem Wert der Immobilien V_{Immo} den Marktwert des Unternehmens mit Immobilien V_{cum} übersteigt, also $V_{cum} < V_{ex} + V_{Immo}$ gilt, sind Wertlücken in den Unternehmensimmobilien verborgen.

Um die Wertlücken aufzudecken, ist bei der Bewertung der Unternehmensimmobilien von der bestmöglichen Nutzung und den günstigsten Bedingungen für einen potentiellen diversifizierenden Immobilieninvestor auszugehen. In das Separationsmodell werden daher ausschließlich solche Immobilien einbezogen, die an einen dritten Nutzer überlassen werden können und so immobilienpezifische Risikocharakteristika aufweisen,¹⁰¹⁷ von denen ein Investor unsystematische Risiken durch Diversifikation eliminieren kann. Damit werden nicht drittverwendungsfähige Immobilien, also Sonderimmobilien, ausgeschlossen, da diese i. d. R. weniger immobilienpezifische, sondern eher nutzungs- bzw. industriespezifische Risiken bergen. Mehrzweckimmobilien MZI weisen dagegen aufgrund ihrer Drittverwendungsfähigkeit stärker immobilienpezifische Risikocharakteristika auf und sollen daher im Separationsmodell berücksichtigt werden.¹⁰¹⁸

Als Annahmen für das Separationsmodell werden die bisherigen Annahmen zu Kapitalmarkt-

¹⁰¹⁵ Zu möglichen Transaktionen vgl. Kapitel 4, Wertsteigerung durch Separation der Immobilien von operativen Unternehmensaktivitäten, S. 189.

¹⁰¹⁶ Vgl. Miles/Pringle/Webb, *Decision*, pp. 357 f. und p. 369. Vgl. auch Stewart, *Value*, p. 591.

¹⁰¹⁷ Vgl. Abschnitt 3.1.1.3, Systematisierung von Unternehmensimmobilien, S. 82.

¹⁰¹⁸ Miles/Pringle/Webb wählen „General Purpose Buildings“ als zu separierende Objekte aus, da diese ihrer Meinung nach ein besonderes Wertsteigerungspotential beinhalten. Vgl. Miles/Pringle/Webb, *Decision*, p. 360. Im Gegensatz dazu werden hier als Entscheidungskriterium die Risikocharakteristika der Immobilien in den Vordergrund gestellt.

bedingungen und steuerlichen Rahmenbedingungen beibehalten.¹⁰¹⁹ Zusätzlich wird unterstellt, daß das Unternehmen als Mieter und professionelle Immobilieninvestoren als Vermieter auf dem Immobilienmarkt als Mengenanpasser agieren und so keine über dem Gleichgewichtspreis liegenden Mietpreise vereinbaren. Da zunächst eine grundsätzliche Analyse beabsichtigt ist und keine ausschüttungs- oder finanzierungsspezifischen Fragestellungen im Zentrum stehen, erscheint die vereinfachende Annahme einer Vollausschüttung und einer marktorientierten Verschuldungspolitik im Rahmen einer Zielkapitalstruktur akzeptabel, so daß hier die Bewertung des Unternehmens anhand eines Entity-Ansatzes erfolgen kann.¹⁰²⁰

4.1.2 Bestimmung der Bewertungskomponenten des Separationsmodells

4.1.2.1 Bewertung des Unternehmens ohne Immobilien

Für die Bewertung des Unternehmens ohne Immobilien sind einige Anpassungen an die Cash-flow-Berechnung und an die Kapitalkostenermittlung notwendig, die im folgenden erläutert werden. Dazu ist in der Bilanz auf der Aktivseite die Position Grundstücke und Gebäude um den Buchwert der Mehrzweckimmobilien zu vermindern und im Anlagespiegel auszubuchen.¹⁰²¹ Ebenso ist ein der Finanzierung der Immobilien entsprechender Betrag auf der Passivseite zu berücksichtigen.¹⁰²²

• Anpassung des Free Cash-flows

Bei der Bewertung des Unternehmens ohne Immobilien sind die Plan-Bilanzen und Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen um die Wirkung des Eigentums an den Mehrzweckimmobilien zu bereinigen.¹⁰²³ Auch Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung sind anzupassen: Alle immobilienpezifischen Aufwendungen IMK¹⁰²⁴ für den Betrieb und Erhalt der Mehrzweckimmobilien als Nutzenpotential sind entsprechend aus der Gewinn- und Verlustrech-

¹⁰¹⁹ Vgl. auch Abschnitt 2.1.1, Maximierung des Marktwertes des Eigenkapitals, S. 13, Abschnitt 2.2.1, Grundlegende Annahmen, S. 41 und Abschnitt 3.2.1.4, Berücksichtigung der steuerrechtlichen Rahmenbedingungen, S. 105.

¹⁰²⁰ Alternativ könnte auch ein APV-Ansatz verwendet werden, der bei den getroffenen Annahmen zu gleichen Ergebnissen führt.

¹⁰²¹ Es wird angenommen, daß sonstige Bilanzpositionen wie z. B. das Nettoumlaufvermögen nicht von der Separation berührt werden. Da die bilanzmäßige Anpassung im Separationsmodell für die Berechnung des Unternehmensgesamtwertes nicht entscheidend ist, erscheint diese Vereinfachung nicht kritisch.

¹⁰²² Für die Ermittlung des FCF in einem Entity- oder APV-Modell ist reine Eigenkapitalfinanzierung fiktiv zu unterstellen. In diesem Fall ist im Separationsmodell zur Ermittlung des Unternehmensgesamtwertes bei reiner Eigenkapitalfinanzierung folglich auf der Passivseite ausschließlich Eigenkapital vorhanden, so daß eine bilanzielle Aufteilung von Fremd- und Eigenkapital in der Bilanz unterbleiben kann. Wesentlich wird die Aufteilung erst bei der Bestimmung des gewichteten Kapitalkostensatzes.

¹⁰²³ Vgl. Miles/Pringle/Webb, Decision, pp. 361 f.

¹⁰²⁴ Vgl. Gleichung (53), S. 133.

nung des Unternehmens zu entfernen. Statt dieser Positionen werden marktgerechte Mieten für benötigte Flächen inklusive anfallender und umlegbarer Nebenkosten MiA in Rechnung gestellt.¹⁰²⁵ Weiterhin sind die auf die Mehrzweckimmobilien entfallenden Abschreibungen auf Gebäude Ab^G in der Gewinn- und Verlustrechnung des Unternehmens ohne Immobilien herauszurechnen.¹⁰²⁶ Auch ist die Rechnung um eventuell vereinnahmte Mieterträge ME bei nichtbetriebsnotwendigen Mehrzweckimmobilien zu bereinigen, so daß sich der Gewinn vor Steuern bei reiner Eigenkapitalfinanzierung und ohne Mehrzweckimmobilien $GvS^{E,ex}$ aus

$$GvS_t^{E,ex} = GvS_t^{E,cum} + IMK_t^{MZI} + Ab_t^{MZI} - ME_t^{MZI} - MiA_t^{MZI} \quad (91)$$

und der entziehbare Free Cash-flow bei Vollausschüttung, reiner Eigenkapitalfinanzierung sowie bei an die veränderte Bemessungsgrundlage angepaßte Gewerbeertragsteuerzahlung aus

$$FCF_t^{E,ex} = [GvS_t^{E,ex} - S_t^{GE,E,ex}] * (1 - s') - \Delta IK \quad (92)$$

ergibt.

• Anpassung des gewichteten Kapitalkostensatzes

Entsprechend zu den Ausbuchungen der Mehrzweckimmobilien in der Bilanz sind auch Fremd- und Eigenkapitalpositionen auf der Passivseite anteilig zu reduzieren. Die Bestimmung der jeweiligen Anteile ist allerdings nicht unproblematisch, da die fiktive Separation auch Annahmen über die Finanzierung des Unternehmens und der Immobilien erfordert. Bei Verwendung einer Zielkapitalstruktur kann vereinfachend von einer identischen Kapitalstruktur von Unternehmen und Immobilien ausgegangen werden. Dies ist zum einen dann angezeigt, wenn die Kapitalstruktur des Unternehmens und der Immobilien identisch ist, so daß eine Separation keine Veränderung der Kapitalstruktur des Unternehmens herbeiführt. Zum anderen erscheint dies möglich, wenn unterstellt werden kann, daß die aus den operativen Notwendigkeiten der Geschäftstätigkeit abgeleitete und als „optimal“ angesehene Kapitalstruktur aufgrund eines relativ geringen Einflusses der Immobilien auf die Kapitalstruktur trotz Separation weiter vorliegt. Sofern diese Voraussetzungen nicht gegeben sind, was für den Regelfall erwartet werden kann, ist eine veränderte Kapitalstruktur aufgrund der Änderung der Aktivabasis zu ermitteln.¹⁰²⁷ Dazu ist der den Mehrzweckimmobilien zuzuordnende Teil des Fremdkapitals bei der Bestimmung der Kapitalstruktur vom Fremdkapital des Unter-

¹⁰²⁵ Vgl. Miles/Pringle/Webb, Decision, p. 361.

¹⁰²⁶ Die Abschreibungen werden hier nur für die Steuerberechnung korrigiert. Bei Ermittlung des entziehbaren Zahlungsstroms werden weiterhin nur Erweiterungsinvestitionen explizit berücksichtigt.

¹⁰²⁷ Vgl. Miles/Pringle/Webb, Decision, p. 361.

nehmens in Abzug zu bringen.¹⁰²⁸ Vor dem Hintergrund der unterstellten Quasi-Risikolosigkeit der Fremdkapitalpositionen wird angenommen, daß die Renditeforderung der Fremdkapitalgeber von der Separation unberührt bleibt, so daß weiterhin der risikolose Zinssatz i als Fremdkapitalkostensatz angesetzt werden kann.¹⁰²⁹

Auch bei den Eigenkapitalkosten sind Anpassungen zu treffen. MILES/PRINGLE/WEBB erwarten, daß die Separation eine signifikante Änderung des Risikos des Unternehmens zur Folge haben könnte.¹⁰³⁰ Dies sei vom Verhältnis des Risikos des Zahlungsstroms der Immobilien zu den restlichen Zahlungsströmen des Unternehmens abhängig. Unter Zuhilfenahme des CAPM und bei Beschränkung auf Mehrzweckimmobilien mit isolierbarem und in einem Betafaktor ausgedrückten operativen Risiko wird hier der Betafaktor des Unternehmens β bei reiner Eigenkapitalfinanzierung als marktwertgewichteter Durchschnitt der Betafaktoren der einzelnen Projekte bzw. der operativen Geschäftstätigkeit β_O und des Portfolios an Mehrzweckimmobilien $\beta_{Immo,P}$ ¹⁰³¹ betrachtet.¹⁰³²

$$\beta = \beta_O * \frac{V_O}{V} + \beta_{Immo,P} * \frac{V_{Immo,P}}{V} \quad \text{wobei:}^{1033} \quad \beta_{Immo,P} = \sum_{h=1}^n \frac{V_{Immo,h}}{V_{Immo,P}} * \beta_{Immo,h} \quad (42)$$

Durch einfaches Umformen kann so der Betafaktor des Kerngeschäfts ohne Mehrzweckimmobilien berechnet werden.¹⁰³⁴

$$\beta_O = \frac{\beta * V - \beta_{Immo,P} * V_{Immo,P}}{V_O} \quad (93)$$

Je nach Ausprägung des Betafaktors des Kerngeschäfts und des Betafaktors der Immobilien kann der Betafaktor des Unternehmens mit Immobilien größer, gleich oder kleiner als der des Unternehmens ohne Immobilien sein. Entscheidend für die Höhe des Betafaktors des Unternehmens ohne Immobilien ist die Differenz zwischen dem Betafaktor des Unternehmens mit Immobilien und dem Betafaktor der Immobilien sowie das Verhältnis des Marktwertes der

¹⁰²⁸ Zur Bestimmung der Kapitalstruktur vgl. Abschnitt 3.2.4.2.3, Ermittlung der gewichteten Kapitalkosten, S. 156.

¹⁰²⁹ Wenn von dieser Annahme abgewichen wird und ein Einfluß der vermeintlich risikoärmeren Immobilienfinanzierungen abgebildet werden soll, kann dies unter Beachtung von Gleichung (50), S. 123, im Modell abgebildet werden, indem alle immobilienbezogenen Fremdfinanzierungsverträge ausgesondert werden.

¹⁰³⁰ Vgl. Miles/Pringle/Webb, Decision, p. 361.

¹⁰³¹ Zur Ermittlung des Betafaktors der Mehrzweckimmobilien siehe Abschnitt 4.1.2.3, Immobilienspezifische Eigenkapitalkosten und Effizienz des Immobilienmarktes, S. 198.

¹⁰³² Es gilt: $V_O + V_{Immo,P} = V$.

¹⁰³³ Vgl. Gleichung (41), S. 120.

¹⁰³⁴ Diese Überlegungen sind allerdings nur dann haltbar, wenn weiterhin vorausgesetzt wird, daß das Wertadditivitätsprinzip uneingeschränkt gilt, d. h. u. a., daß keine positiven oder negativen Synergien zwischen dem Kerngeschäft und dem Portfolio an Mehrzweckimmobilien vorhanden sind.

Immobilien zum Marktwertes des Unternehmens ohne Immobilien, was durch einfache Umformung von Gleichung (93) gezeigt werden kann:

$$\beta_o = \beta + (\beta - \beta_{\text{Immo},P}) * \frac{V_{\text{Immo},P}}{V_o} \quad (94)$$

Werden Marktpremie und risikoloser Zinssatz als gegeben unterstellt, lassen sich die Eigenkapitalkosten des Unternehmens ohne Immobilien bei reiner Eigenkapitalfinanzierung berechnen, die an die realisierte Kapitalstruktur mittels Gleichung (79) anzupassen sind.¹⁰³⁵ Der gewichtete Kapitalkostensatz für das Unternehmen ohne Immobilien $k^{WACC,ex}$ wird dann analog zu Gleichung (83) berechnet.¹⁰³⁶ Der Wert des Unternehmens ohne Immobilien ergibt sich dann aus der bekannten, hier modifizierten Bewertungsgleichung des Entity-Ansatzes:¹⁰³⁷

$$V^{ex} = \sum_{t=0}^T \frac{[GvS_t^{E,ex} - S_t^{GE,E,ex}] * (1 - s^I) - \Delta IK_t}{(1 + k_{ex}^{WACC})^t} + \frac{[GvS_t^{E,ex} - S_t^{GE,E,ex}] * (1 - s^I)}{(k_{ex}^{WACC} - g) * (1 + k_{ex}^{WACC})^T} \quad (95)$$

4.1.2.2 Kapitalmarkttheoretische Ermittlung des Wertes der Unternehmensimmobilien

Im zweiten Schritt ist der Wert der Mehrzweckimmobilien zu bestimmen, wobei hier eine kapitalmarkttheoretische, am Investor orientierte Methodik verfolgt wird.¹⁰³⁸ Auf die Berücksichtigung der deutschen nach WertV normierten immobilienwirtschaftlichen Bewertungsmethodik¹⁰³⁹ wird verzichtet, da die dort angestrebte Wertinterpretation eines „objektiven“ Verkehrswertes die Berücksichtigung individueller Bedingungen gemäß § 194 BauGB verbietet. Dies wird für die hier im Zentrum stehende Bewertung als zwingend notwendig erachtet, um die Differenzen in der Bewertung der Immobilien offenzulegen, die aus jeweils unterschiedlichen Rahmenbedingungen für die Investoren resultieren können. Weiterhin operieren die in § 7 WertV genannten Bewertungsmodelle und das für Unternehmensimmobilien relevante und in §§ 15–20 WertV kodifizierte Ertragswertverfahren mit in praxi angreifbaren Annahmen wie z. B. konstanten Überschüssen und pauschalen Liegenschaftszinssätzen,¹⁰⁴⁰ die

¹⁰³⁵ Vgl. Abschnitt 3.2.4.2.2, Schätzung der Eigenkapitalkosten, S. 148.

¹⁰³⁶ Vgl. Abschnitt 3.2.4.2.3, Ermittlung der gewichteten Kapitalkosten, S. 156.

¹⁰³⁷ Vgl. dazu Gleichung (89), S. 162.

¹⁰³⁸ Eine andere Ausrichtung wählt Terhürne, der sich an der in der WertV kodifizierten Verfahren zur Bewertung von Immobilien orientiert. Vgl. Terhürne, Bewertung, S. 203 ff.

¹⁰³⁹ Vgl. Kleiber/Simon/Weyers, WertV'88; Kleiber/Simon/Weyers, Verkehrswertermittlung; Rössler et al., Schätzung; Simon/Kleiber, Schätzung. Für einen Überblick über die deutschen Bewertungsmethoden siehe insb. Bals, Immobilienfonds, S. 161–171; Berens/Hoffjan, Wertermittlung, S. 374–385; Leopoldsberger, Wertermittlung, S. 20–84; Leopoldsberger/Thomas, Unternehmensimmobilien, S. 117–153; Thomas, Immobilienindex, S. 193–228; Thomas/Leopoldsberger/Walbröhl, Immobilienbewertung, S. 385–418.

¹⁰⁴⁰ Vgl. § 16 WertV. Für Erläuterungen vgl. Kleiber/Simon/Weyers, WertV'88, S. 223–237; Kleiber/Simon/Weyers, Verkehrswertermittlung, S. 925–966; Leopoldsberger, Bewertung, S. 173–211; Leopoldsberger/Thomas, Unternehmensimmobilien, S. 121 f.; Thomas/Leopoldsberger/Walbröhl, Immobilien-

den Anforderungen einer detaillierten kapitalmarkttheoretischen Bewertung aufgrund der zu hohen Komplexitätsreduktion nur begrenzt standhalten können.¹⁰⁴¹ Ferner können mit den normierten Bewertungsverfahren die steuerlichen Wirkungen der Immobilieninvestitionen bei Investoren, die sich in ihrer Steuersituation unterscheiden, nicht abgebildet werden.¹⁰⁴²

Auch verkürzende angelsächsische Bewertungsmethoden¹⁰⁴³ wie z. B. die Growth Implicit Models¹⁰⁴⁴ liefern keinen geeigneten Rahmen für die Bewertung der Immobilien im Separationsmodell, da dort eine explizite Prognose aller wesentlichen Komponenten des entziehbaren Zahlungsstroms ebenfalls nicht ermöglicht wird.¹⁰⁴⁵ Dies gewährleisten jedoch die auch in der angelsächsischen Bewertungspraxis eingesetzten, bereits vorgestellten Discounted Cash-flow-Methoden der Diskontierung von entziehbaren Zahlungsüberschüssen mit einem risikoäquivalenten Kapitalkostensatz,¹⁰⁴⁶ die bei Berücksichtigung der persönlichen Steuern eines durchschnittlichen Investors auch zur Bewertung der Mehrzweckimmobilien herangezogen werden. Das ist insbesondere deshalb zwingend notwendig, um die Vergleichbarkeit der Ergebnisse durch einen identischen Bewertungsrahmen sicherzustellen.

• Bestimmung des Free Cash-flows

Für die Berechnung des entziehbaren Cash-flows wird zunächst eine detaillierte Planung der immobilienpezifischen Gewinn- und Verlustrechnung für den Detailprognosezeitraum aufgestellt,¹⁰⁴⁷ auf deren Basis die Steuerberechnung bei Vollausschüttung erfolgen kann. Bei einer vollständigen institutionellen Trennung von Immobilienanteil und Unternehmen liegen markt-

bewertung, S. 386, S. 400–411 und S. 438 f.; Terhüme, Bewertung, S. 99–116; Tollmien, Bewertungsverfahren, S. 473–496. Kritisch zu den deutschen Bewertungsmethoden siehe Berens/Hoffjan, Wertermittlung, S. 393; Morgan, Immobilienbewertung, S. 383 ff.

¹⁰⁴¹ Vgl. Berens/Hoffjan, Wertermittlung, S. 393.

¹⁰⁴² Vgl. Berens/Hoffjan, Wertermittlung, S. 393.

¹⁰⁴³ Grundlegend zu den angelsächsischen Bewertungsverfahren siehe RICS, Manual; Brown et al., Corporate Real Estate, pp. 474–506. Für einen Überblick vgl. Leopoldsberger, Wertermittlung, S. 84–123; Morgan/Harrop/Brühl, Bewertungsmethoden, S. 497–512; Thomas/Leopoldsberger/Walbröhl, Immobilienbewertung, S. 419–446. Zum Vergleich von angelsächsischen und deutschen Bewertungsmethoden siehe Thomas, Immobilienwertbegriffe, S. 263–268; Thomas, Ertragswertverfahren, S. 35–38 und S. 82–90.

¹⁰⁴⁴ Vgl. Thomas, Ertragswertverfahren, S. 82–86; Thomas/Leopoldsberger/Walbröhl, Immobilienbewertung, S. 425–433.

¹⁰⁴⁵ Vgl. Thomas/Leopoldsberger/Walbröhl, Immobilienbewertung, S. 438 f.

¹⁰⁴⁶ Vgl. Brown et al., Corporate Real Estate, pp. 494–498. Vgl. auch Leopoldsberger/Thomas, Unternehmensimmobilien, S. 145–151; Thomas, Ertragswertverfahren, S. 86–88; Thomas/Leopoldsberger/Walbröhl, Immobilienbewertung, S. 436 f. Vgl. auch Abschnitt 2.2, Kapitalmarkttheoretische Unternehmensbewertung als entscheidungsorientiertes Instrument der Unternehmensführung, S. 41.

¹⁰⁴⁷ Der Detailprognosezeitraum wird bei den Immobilien unter den gleichen inhaltlichen Regeln wie beim Unternehmen festgelegt, wobei ein Zeitraum von z. B. 8–12 Jahren bei den meisten Anwendungen ausreichend sein sollte. Vgl. dazu Abschnitt 3.2.3.2, Bestimmung des Planungshorizonts, S. 127. Vgl. auch Leopoldsberger/Thomas, Unternehmensimmobilien, S. 147.

liche Vertragsverhältnisse über die Überlassung von Immobilien an das Unternehmen vor.¹⁰⁴⁸ Zunächst stellen die anzusetzenden marktasierten Mieterträge inklusive der vereinnahmten Nebenkosten für den Betrieb der Immobilie die Einnahmen dar, die dem Mietaufwand des Unternehmens ohne Immobilien zuzüglich der nichtoperativen Mieterträge des Unternehmens mit Immobilien entsprechen $ME^I = MiA^{ex} + ME^{cum}$.¹⁰⁴⁹ Mindernd werden sämtliche auf die Mehrzweckimmobilien entfallenden Immobilienbetriebs-, -verwaltungs- und -instandsetzungskosten sowie Abschreibungen in Ansatz gebracht.¹⁰⁵⁰ Der Überschuß wird mit Gewerbe- und Körperschaftsteuer belastet. Die notwendigen Erweiterungsinvestitionen werden vom Zahlungsüberschuß nach Steuern abgezogen.

• Bestimmung der Kapitalkosten

Der anzusetzende Diskontierungssatz entspricht dem gewichteten Kapitalkostensatz, der analog zu den bisherigen Ausführungen bestimmt wird. Wenn bei der Bestimmung der Kapitalkosten des Unternehmens ohne Immobilien die Kapitalstruktur nach Separation als konstant unterstellt wurde, so ist in diesem Fall analog zu verfahren. Das Modell sollte aber grundsätzlich weiter präzisiert werden, indem eine immobilienpezifische, marktwertorientierte Verschuldung für Mehrzweckimmobilien im Rahmen von grundschuldbesicherten Realkrediten mit z. B. 60 % oder 80 % inklusive zweitrangiger Kreditfazilitäten angenommen wird.¹⁰⁵¹ Wichtig für die Transparenz des Separationsmodells ist es, daß die gewählten Annahmen hinsichtlich der Finanzierung in einem ersten Schritt einheitlich auf das Modell übertragen werden, so daß gilt:

¹⁰⁴⁸ Diese Sichtweise ist losgelöst von der Thematik der unternehmensinternen Verrechnungspreissysteme zu sehen, da hier davon ausgegangen wird, daß der Immobilienanteil vollständig losgelöst von den restlichen Unternehmensaktivitäten operiert und keinen institutionellen Beschränkungen unterliegt. Zu immobilien-spezifischen Verrechnungspreissystemen für das unternehmensinterne Controlling siehe Homann/Schäfers, Immobiliencontrolling, S. 204–208; Schäfers, Management, S. 215–223; Terhüme, Bewertung, S. 192–203. Für den praktischen Einsatz marktbasierter immobilien-spezifischer Verrechnungspreise in unternehmensinternen Steuerungssystemen siehe bspw. Stuecklin/Beretitsch, ABB, S. 541; Gutte/Ullrich/Kottmann, Deutsche Bank, S. 659 f. Vgl. auch Herzog, IBM, S. 696 f.

¹⁰⁴⁹ Zu den Aufwendungen des Unternehmens ohne Immobilien sind auch die nichtoperativen Mieterträge zu addieren, die auf der einen Seite des Separationsmodells das Unternehmen mit Immobilien erzielt und die hier auf der anderen Seite des Modells den Immobilien zugerechnet werden.

¹⁰⁵⁰ Vgl. auch Leopoldsberger/Thomas, Unternehmensimmobilien, S. 145–149. Im Gegensatz zu Leopoldsberger/Thomas werden hier Risiken wie Mietausfallwagnisse nicht im FCF, sondern ausschließlich im Kapitalkostensatz berücksichtigt, da eine gespaltene Risikoerfassung durch Risikoabschläge im FCF und durch Erhöhung der Kapitalkosten einer eindeutigen und klaren Beurteilung der operativen Risiken entgegensteht.

¹⁰⁵¹ Diese anteilige Fremdfinanzierung bezieht sich annahmegemäß auf den Marktwert der Mehrzweckimmobilien und nicht auf die Investitionsausgabe. Diese Annahme ist wie jede marktwertorientierte Fremdkapitalfinanzierung nicht unstrittig.

$$F_{cum} = F_{ex} + F_{immo} \quad \text{bzw.} \quad \left(\frac{F_{cum}}{V_{cum}} \right)^{\theta} * V_{cum} = \left(\frac{F_{ex}}{V_{ex}} \right)^{\theta} * V_{ex} + \left(\frac{F_{immo}}{V_{immo}} \right)^{\theta} * V_{immo} \quad (96)$$

Erst in einem zweiten Schritt sind die aus einer unterschiedlichen Finanzierungspolitik resultierenden Marktwertvorsprünge für die einzelnen Bewertungskomponenten zu betrachten. Damit soll erreicht werden, daß Marktwertvorsprünge nach operativer und finanzwirtschaftlicher Herkunft und vor und nach Änderung wesentlicher Parameter getrennt ermittelt werden können.

Die Fremdfinanzierungskosten werden auch hier als risikolos eingestuft. Die Eigenkapitalkosten werden auf Basis des CAPM geschätzt und entsprechen denen, die für die Mehrzweckimmobilien bei der Ermittlung der Eigenkapitalkosten des Unternehmens ohne Immobilien angesetzt wurden, so daß sich das Bewertungskalkül für die Immobilien analog zu den bisherigen Kalkülen aus Gleichung (97) ergibt.¹⁰⁵²

$$V_{immo} = \sum_{t=0}^T \frac{[ME_t - IBK_t - IVK_t - ISK_t - Ab_t - S_{t+1}^{GE,E}] * (1 - s^I) - \Delta IK_t}{(1 + k_{immo}^{WACC})^t} + \frac{[ME_{T+1} - IBK_{T+1} - IVK_{T+1} - ISK_{T+1} - Ab_{T+1} - S_{T+1}^{GE,E}] * (1 - s^I) - \Delta IK_{T+1}}{(k_{immo}^{WACC} - g) * (1 + k_{immo}^{WACC})^T} \quad (97)$$

Mit Hilfe des entwickelten Modells können Immobilien sowie Immobilienunternehmen anhand der prognostizierten Zahlungsströme und der risikoäquivalenten Kapitalkostensätze kapitalmarkttheoretisch bewertet werden.

4.1.2.3 Immobilienspezifische Eigenkapitalkosten und Effizienz des Immobilienmarktes

Bisher wurde die Ermittlung der Renditeforderung bei Immobilieninvestitionen als gegeben bzw. beobachtbar und quantifizierbar unterstellt.¹⁰⁵³ Weiterhin wurde ausgeführt, daß sich der anzusetzende immobilienspezifische Eigenkapitalkostensatz als marktwertgewichtete Renditeforderung der Immobilieninvestitionen in Mehrzweckimmobilien berechnet und daß diese auf Basis des CAPM geschätzt werden kann. Diese Aussagen bedürfen der näheren Erläuterung.¹⁰⁵⁴

¹⁰⁵² Der Index MZI zur Kennzeichnung der Mehrzweckimmobilien unterbleibt hier.

¹⁰⁵³ Vgl. Abschnitt 3.2.2.2, Einfluß der Immobilien auf die Kapitalkosten des Unternehmens, S. 117.

¹⁰⁵⁴ Zur grundsätzlichen Kritik am CAPM siehe Abschnitt 2.1.3.3, Kritische Würdigung der kapitalmarkttheoretischen Methoden zur Bestimmung der Renditeforderung der Anteilseigner, S. 38.

Obwohl bereits frühzeitig vorgeschlagen wurde, das CAPM auch bei der Ermittlung der Renditeforderung für Immobilieninvestitionen einzusetzen, sprechen die besonderen Charakteristika der Immobilien und des Immobilienmarktes zunächst gegen eine Verwendung des CAPM in der bisherigen Form.¹⁰⁵⁵ Insbesondere verlangt die überwiegend vorliegende Illiquidität¹⁰⁵⁶ der Immobilien und die Segmentierung des Immobilienmarktes in Teilmärkte sowie die Tatsache, daß Immobilien im Fall von Wohnimmobilien nicht nur ein Investitions- sondern auch ein Konsumobjekt darstellen, eine besondere Behandlung im Rahmen eines Modells auf Basis eines Kapitalmarktgleichgewichts.¹⁰⁵⁷ Vor diesem Hintergrund sind von verschiedenen Autoren für das CAPM alternative Bewertungsmethoden¹⁰⁵⁸ entwickelt worden, die diese Anwendungsprobleme durch die Aufgabe einiger restriktiver Annahmen und entsprechender Anpassung des CAPM zu lösen versuchen.¹⁰⁵⁹ Trotz dieser Modifikationen sind weitere Vorbehalte angezeigt: Da nur selten marktbestimmte Preise vorliegen und nur bedingt weitere Transaktionsdaten über Immobilienverkäufe öffentlich zugänglich sind, ist die praktische Bestimmung der in das CAPM eingehenden Variablen mit schwerwiegenden Problemen behaftet.¹⁰⁶⁰ Die häufig als Ersatz verwendeten und von Wertgutachtern ermittelten „Verkehrswerte“ können Marktwerte nur bedingt substituieren,¹⁰⁶¹ da sie eine weitere Verzerrung der Ergebnisse unweigerlich mit sich bringen.¹⁰⁶²

Als wesentlichste Einschränkung für die Nutzung des CAPM bleibt die fragliche Effizienz des Immobilienmarktes als Hindernis für die Verwendung eines Kapitalmarktmodells bestehen. Diese Frage ist kritisch, da das Vorliegen von Effizienz unmittelbar mit der für die Anwendung des CAPM zentralen Annahme eines Kapitalmarktgleichgewichts zusammen-

¹⁰⁵⁵ Vgl. Draper/Findlay, Valuation, p. 291; Liu/Grissom/Hartzell, Imperfections, p. 454.

¹⁰⁵⁶ Illiquidität bedeutet in diesem Kontext, daß Investoren bei Immobilien i. d. R. nicht in der Lage sind, bei einem sofortigen Verkauf den Marktpreis zu erzielen, sondern Abschläge hinnehmen müssen. Vgl. dazu auch Liu/Grissom/Hartzell, Imperfections, p. 455.

¹⁰⁵⁷ Vgl. Draper/Findlay, Valuation, pp. 287–291; Liu/Grissom/Hartzell, Imperfections, p. 455.

¹⁰⁵⁸ Zu alternativen Bewertungsmethoden vgl. z. B. Draper/Findlay, Valuation, pp. 291–297.

¹⁰⁵⁹ Liu/Grissom/Hartzell entwickeln ein dreigeteiltes Modell, das jeweils für Aktien, „Income Producing Real Estate“ und Wohnimmobilien eine Bewertungsgleichung bestimmt. Die Modelle zur Bewertung der Immobilien unterscheiden sich von dem für Aktien durch eine modifizierte Definition der Marktpremie, die um den eine Illiquiditätsprämie abbildenden Dividendeneffekt und den Einfluß der Transaktionskosten nach unten korrigiert wird. Vgl. dazu vertiefend Liu/Grissom/Hartzell, Imperfections, pp. 457–477.

¹⁰⁶⁰ Vgl. Draper/Findlay, Valuation, pp. 287 f.

¹⁰⁶¹ Thomas identifiziert vier wesentliche Gründe für von Verkehrswerten abweichende Transaktionspreise: Besondere Vertragsbedingungen, werterhöhende Umbauten, Änderungen des Liegenschaftszinses und die mangelnde Berücksichtigung von Erwerbsnebenkosten. Vgl. Thomas, Immobilienindex, S. 228–233.

¹⁰⁶² Die Verzerrungen resultieren zum einen aus den glättenden Bewertungsmethoden und zum anderen aus den subjektiven Einschätzungen des Bewerters, die in die Bewertung eingehen. Vgl. Draper/Findlay, Valuation, pp. 287 f.; Thomas, Immobilienindex, S. 233–236. Zu angelsächsischen Methoden zur Korrektur der Glättungseffekte siehe Thomas, Immobilienindex, S. 236–244.

hängt.¹⁰⁶³ Gründe für eine mögliche Ineffizienz des Immobilienmarktes sind: Transaktionskosten, mangelnde Transparenz von Preisen und Transaktionen, der lokal geprägte, fragmentierte Charakter des Immobilienmarktes, die beschränkte Teilbarkeit von Immobilieninvestitionen, das aufgrund der langen Entwicklungszeiten für Immobilien kurzfristig unelastische Immobilienangebot und das vom Mengenanpasser abweichende Verhalten der Marktteilnehmer.¹⁰⁶⁴ Obwohl die Informationsbeschaffung für die Bewertung der Immobilien mit erheblichen Kosten verbunden ist und somit berechtigterweise vermutet werden kann, daß die unvollständige Informationsversorgung einer perfekten Marktbewertung entgegensteht, attestieren einige Autoren den Immobilienmärkten Informationseffizienz.¹⁰⁶⁵ Für diese Vertreter ist allerdings nicht das Vorliegen friktionsloser Märkte, sondern eine vollständige und rationale Reflexion der Marktfriktionen in den Marktpreisen bei ökonomisch effizienter Informationsbeschaffung¹⁰⁶⁶ für die Informationseffizienz entscheidend.¹⁰⁶⁷

Bisherige, noch durch weitere Untersuchungen zu bestätigende empirische Studien zur Effizienz der Immobilienmärkte zeigen, daß Marktpreise schnell auf Veränderungen der Rahmenbedingungen reagieren und daß diese größtenteils vorhersehbar sind. Weiterhin existieren Hinweise, daß der Markt für „Income Producing Property“, also insbesondere auch Immobilien wie Mehrzweckimmobilien, die Dritten zur Nutzung gegen Entgelt zur Verfügung gestellt werden, zwar eine höhere Effizienz als der Markt für Wohnimmobilien, aber eine geringere als die von Aktien aufweist.¹⁰⁶⁸ Der Einwand der mangelnden Effizienz des Immobilienmarktes wiegt demnach weniger schwer.

Der Einsatz des CAPM weist allerdings auch praktische Probleme bei der Bestimmung des Betafaktors auf: Liegen keine historischen Daten für eine fortschreibende Prognose vor, ist für die Bestimmung der Betafaktoren für Mehrzweckimmobilien auf Analogie- und Analyseverfahren zurückzugreifen. Da börsennotierte Immobilienaktiengesellschaften im deutschen Ka-

¹⁰⁶³ Bei empirischen Tests der Validität des CAPM wird untrennbar auch gleichzeitig die Markteffizienz als „joint-test condition“ getestet und vice versa. Werden die erwarteten Ergebnisse nicht erreicht, kann dies zum einen an der mangelnden Validität des CAPM, aber genauso an der mangelnden Effizienz der Preisfindung auf dem untersuchten Kapitalmarkt liegen. Vgl. Fama, *Efficient Capital Markets: II*, p. 1589 und p. 1593.

¹⁰⁶⁴ Für eine umfassende Auflistung der Eigenschaften, die die Ineffizienz der Immobilienmärkte begründen können, siehe Draper/Findlay, *Valuation*, pp. 287–291; Gatzlaff/Tirtiroglu, *Efficiency*, pp. 161 f. m. w. N.

¹⁰⁶⁵ Vgl. Draper/Findlay, *Valuation*, pp. 289 ff.

¹⁰⁶⁶ Vgl. Jensen, *Efficiency*, pp. 95–101 insb. pp. 96 f. Vgl. auch Fama, *Efficient Capital Markets: II*, p. 1575.

¹⁰⁶⁷ Vgl. Gatzlaff/Tirtiroglu, *Efficiency*, pp. 161 f. m. w. N. Vgl. auch Draper/Findlay, *Valuation*, p. 290.

¹⁰⁶⁸ Für eine Übersicht über die empirischen Tests der Effizienz des Immobilienmarktes siehe umfassend dazu mit weiteren Nachweisen Gatzlaff/Tirtiroglu, *Efficiency*, pp. 162–182.

pitalmarkt z. Z. noch wenig verbreitet sind,¹⁰⁶⁹ ist die Identifizierung von „Proxy“-Unternehmen schwierig. Weitere methodische Probleme bereitet die Tatsache, daß diese Immobilienaktiengesellschaften im Durchschnitt eine geringe frei gehandelte Marktkapitalisierung und überwiegend eine geringe Handelshäufigkeit aufweisen, so daß die auf Basis des Kursverlaufes gewonnenen Betafaktoren durch Liquiditätseffekte verzerrt sein können. Auch fundamentale Analyseverfahren können nur begrenzt eine Verbesserung der Prognosegüte herbeiführen, da für sie ebenfalls ex post-Renditen liquider Papiere Voraussetzung sind. Wenn Betafaktoren als Indikatoren des systematischen Risikos für Mehrzweckimmobilien auf der Grundlage der bekannten Verfahren geschätzt sind, sollten sie auf ihre Plausibilität hin überprüft werden. So können z. B. Betafaktoren von liquiden ausländischen Immobilienaktiengesellschaften als Vergleichswerte hinzugezogen werden. Werden risikoloser Zinssatz und Marktrendite als gegeben unterstellt, lassen sich historische Betafaktoren auch retrograd aus empirisch beobachtbaren Marktpreisen für Immobilieninvestitionen als grobe Kontrollgrößen ermitteln.

Deutlich wurde, daß die Ermittlung eines immobilienpezifischen Betafaktors im deutschen Kapitalmarkt z. Z. problembehaftet ist, so daß der Einsatz des CAPM zur Bestimmung von immobilienpezifischen Eigenkapitalkosten schwierig ist. Zur Beurteilung des CAPM für die Bestimmung der Renditeforderung bei Immobilieninvestitionen ist das Ausmaß des Fehlers bei möglicherweise verzerrten Betafaktoren einzuschätzen. Empirische Studien konnten auf signifikantem Niveau feststellen, daß die Korrelation der Immobilienrenditen mit den Marktrenditen ebenso wie die Standardabweichung der Immobilienrenditen sehr gering ist,¹⁰⁷⁰ was zu dem ökonomisch einsichtigen Ergebnis von niedrigen Betafaktoren für Immobilieninvestitionen führt. Aus der Bewertungsgleichung des CAPM wird weiterhin deutlich, daß je niedriger der Betafaktor ist, desto geringer auch dessen absoluter Einfluß auf die Renditeforderung ist. Viel entscheidender als der Betafaktor für die Höhe der Eigenkapitalkosten ist die Höhe der risikolosen Verzinsung i.

$$r_j = i + (r_M - i) * \beta_j \quad (10)$$

In der Literatur zur Immobilienbewertung werden alternativ zum CAPM verschiedene Me-

¹⁰⁶⁹ Ein Überblick über die börsennotierten Immobilienaktiengesellschaften in Deutschland findet sich in Paulsen, Immobilien-Aktie.

¹⁰⁷⁰ Vgl. Firstenberg/Ross/Zisler, Real Estate, pp. 29 ff.; Goetzmann/Ibbotson, Performance, pp. 69 f. und p. 75; Grauer/Hakansson, Diversifying, pp. 117–159; Hudson-Wilson/Elbaum, Diversification, pp. 92–99. Für einen Überblick über die Studien zu historischen Immobilienrenditen in den USA siehe Sirmans/Sirmans, Perspective, pp. 127–140 m. w. N.

thoden zur Ermittlung der Kapitalkosten vorgeschlagen: Ähnlich wie beim Liegenschaftszinssatz sollen die Kapitalkosten z. B. retrograd aus Kaufpreisen vergleichbarer Objekte ermittelt werden.¹⁰⁷¹ Problematisch ist dabei nicht nur die Methodik des internen Zinsfußes und die Erhebung der Daten,¹⁰⁷² sondern auch die Bereinigung der gewonnenen Gesamtkapitalrenditen um Finanzierungseinflüsse. Ferner setzt die Bestimmung des Liegenschaftszinssatzes als interner Zinsfuß die Kenntnis aller entziehbaren Zahlungsströme der Vergleichsobjekte voraus.¹⁰⁷³ Insgesamt betrachtet erscheint diese Methode wenig zielführend, da sie weder theoretisch überzeugt noch praktikabel ist. Außerdem werden durchschnittliche Renditen auf vergleichbare Immobilien als Näherungslösung vorgeschlagen.¹⁰⁷⁴ Pauschale Empfehlungen wie z. B. ein zweiprozentiger Aufschlag¹⁰⁷⁵ auf die Umlaufrendite von festverzinslichen Anleihen sind Ausdruck der mangelnden theoretischen Fundierung für die Bestimmung von Eigenkapitalkostensätzen als Lösung für die Bestimmung objektivierter Renditeforderungen.

In diesen Ausführungen wurde deutlich, daß eine Bestimmung der Renditeforderung für Mehrweckimmobilien anhand des CAPM beim derzeitigen Stand des Kapitalmarktes in Deutschland problematisch ist. An der Ermittlung der Renditeforderung der Eigenkapitalgeber für Mehrweckimmobilien wird daher im Rahmen eines pragmatischen Vorgehens trotz der berechtigten Einwände am CAPM festgehalten: Dies erscheint vertretbar, weil Mehrweckimmobilien der Gruppe der effizienter bewerteten Immobilien zuzurechnen sind und so die Problematik eingeschränkter Effizienz des Immobilienmarktes weniger schwer wiegt. Weiterhin ist davon auszugehen, daß die Auswirkungen der mit hoher Wahrscheinlichkeit verzerrten Betafaktoren relativ gering sind. Schließlich muß auch festgehalten werden, daß derzeit kein alternatives objektiviertes Verfahren existiert.¹⁰⁷⁶ Insgesamt betrachtet unterliegt diese marktmäßig objektivierter Ermittlung der Renditeforderung weniger subjektiven Einflüssen als eine heuristische Festlegung von Eigenkapitalkosten und ist jener schlußendlich trotz der nicht ausgeräumten Einwände vorzuziehen.¹⁰⁷⁷

¹⁰⁷¹ Vgl. Leopoldsberger/Thomas, Unternehmensimmobilien, S. 148.

¹⁰⁷² Vgl. Thomas, Ertragswertverfahren, S. 87 f.

¹⁰⁷³ Zur Ableitung des Liegenschaftszinssatzes siehe Thomas/Leopoldsberger/Walbröhl, Immobilienbewertung, S. 405 ff. Vgl. auch Leopoldsberger/Thomas, Unternehmensimmobilien, S. 148.

¹⁰⁷⁴ Vgl. Miles/Pringle/Webb, Decision, p. 360.

¹⁰⁷⁵ Vgl. Leopoldsberger/Thomas, Unternehmensimmobilien, S. 148.

¹⁰⁷⁶ Vgl. auch Abschnitt 2.1.3.3, Kritische Würdigung der kapitalmarkttheoretischen Methoden zur Bestimmung der Renditeforderung der Anteilseigner, S. 38.

¹⁰⁷⁷ Vgl. Drukarczyk, Unternehmensbewertung, S. 246 f. und S. 325–329.

4.1.3 Wertidentität und Wertdifferenz im Separationsmodell

Da im Separationsmodell ausschließlich die entziehbaren Cash-flows sowie die Kapitalkosten zerlegt und bislang keine abweichenden Annahmen über die Finanzierung, die Steuern oder sonstige wertrelevanten Variablen aufgestellt wurden, entspricht die Summe des Wertes des Unternehmens ohne Immobilien und des Wertes der Immobilien im kapitalmarkttheoretischen Modellfall dem Wert des Unternehmens mit Immobilien:¹⁰⁷⁸

$$V_{cum} = V_{ex} + V_{Immo} \quad (98)$$

Voraussetzung für die Geltung von Gleichung (98) ist das Vorliegen vollständiger Märkte, da nur so u. a. die Preise und Marktwerte für Immobilien und Unternehmen für alle Marktteilnehmer im Gleichgewicht und identisch sind. Weiterhin ist in einem solchen (fiktiven) Umfeld die Bestimmung der Betafaktoren für Unternehmen und Immobilien vollständig effizient.

In realiter vorliegenden Bedingungskomplexen ist jedoch davon auszugehen, daß sich Marktkapitalisierung des Unternehmens, Marktwert der Separationsalternative und der Marktwert der Unterlassungsalternative nicht entsprechen. Dies ist im wesentlichen auf zwei Gründe unterschiedlicher Qualität zurückzuführen: Zum einen können bei Separation effiziente Marktwertvorsprünge vorliegen, die aus den marktwirtschaftlichen Rahmenbedingungen wie z. B. unterschiedliche Besteuerung von Immobilieninvestoren und Unternehmen abgeleitet werden.¹⁰⁷⁹ Zum anderen bestehen Wahrnehmungslücken, da in der Realität Marktvollkommenheiten wie z. B. Informationsasymmetrien existieren, die einer effizienten Bewertung der Unternehmen und der Immobilien am Kapitalmarkt entgegenstehen.¹⁰⁸⁰ Weiterhin können andere Bedingungskomplexe wie z. B. Managerversagen vorliegen, die der effizientesten Realisierung der effektivsten Strategie entgegenstehen, so daß die Wertidentität des kapitalmarkttheoretischen Modellfalls nicht erreicht wird. Liegen Wertdifferenzen im Separationsmodell vor, wird deutlich, daß Wertsteigerungspotentiale in den Mehrzweckimmobilien enthalten sind. Wichtig für die Frage, mit welchen Strategien diese Wertsteigerungspotentiale realisiert werden können, ist die Erörterung der möglichen Gründe für Wertdifferenzen im Separationsmodell.

¹⁰⁷⁸ Vgl. auch Miles/Pringle/Webb, Decision, p. 362.

¹⁰⁷⁹ Vgl. Miles/Pringle/Webb, Decision, p. 362.

¹⁰⁸⁰ Vgl. Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, p. 41.

4.1.4 Hypothesen über Ursachen für Wertdifferenzen

4.1.4.1 Marktwertvorsprünge bei effizienter Bewertung

Marktwertvorsprünge für die Separationsalternative bzw. Wertdifferenzen können bei informationseffizienter Bewertung der Komponenten aus verschiedenen Gründen resultieren:

- **Höhere entziehbare Zahlungsströme**

Professionelle Immobilienanbieter wie z. B. Immobilienaktiengesellschaften oder offene Immobilienfonds können besser als Non-Property Companies immobilienpezifische Wettbewerbsvorteile durch Kostenführerschaft und Differenzierung aufbauen. Die im ständigen Wettbewerb auf dem Markt erprobten und bewährten immobilienpezifischen Produkte weisen so nachhaltige Erfolgspotentiale auf. Jene basieren im wesentlichen auf Größenvorteilen und immobilienpezifischen Kernkompetenzen, die Non-Property Companies i. d. R. nicht in diesem Maße realisieren können.¹⁰⁸¹ Die professionellen Immobilienanbieter können daher eher die immobilienpezifischen Leistungen mit höherer Qualität, in kürzerer Zeit oder zu geringeren Kosten bereitstellen, was bei effizienter Bewertung der Immobilien und des Unternehmens zu höheren entziehbaren Zahlungsströmen und/oder geringeren Renditeforderungen der Kapitalgeber führen und so in Marktwertvorsprüngen münden kann. Auch bei den nach der Separation verbleibenden Geschäftsbereichen sorgt die erhöhte Unternehmensklarheit, die „Corporate Clarity“¹⁰⁸², für eine verbesserte Leistungsfähigkeit und führt zu höheren Marktwerten.¹⁰⁸³

- **Unterschiedliche Steuerbelastung für Immobilieninvestoren**

Im Vergleich zu anderen möglichen Haltern von Immobilien, wie z. B. bei privaten Investoren, werden die Erfolge der im Zentrum der Analyse stehenden börsennotierten Aktiengesellschaften, die die Immobilien als Produktionsfaktor zur Erzielung von Erträgen im Kerngeschäft hält, anders besteuert, woraus effiziente Marktwertvorsprünge erwachsen können.¹⁰⁸⁴ Erzielte Erträge der Immobilien unterliegen bei Aktiengesellschaften grundsätzlich voll der

¹⁰⁸¹ Vgl. Owers/Rogers, Divestiture, p. 30.

¹⁰⁸² Vgl. Dugan/Méroz, Corporate Clarity.

¹⁰⁸³ Zur marktwertsteigernden Wirkung der Erhöhung der Unternehmensklarheit und zum Diversifikationseffekt vgl. Berger/Ofek, Diversification, pp. 39–65; Berger/Ofek, Diversified, pp. 1175–1200; Comment/Jarrell, Focus, pp. 67–87; Lang/Stulz, Diversification, pp. 1248–1280; John/Ofek, Focus, pp. 105–126.

¹⁰⁸⁴ Vgl. Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, p. 40. Vgl. auch Miller/Upton, Leasing, pp. 774–785; Myers/Dill/Bautista, Valuation, pp. 811–814.

Gewerbeertragsteuer,¹⁰⁸⁵ während diese z. B. bei einem privaten, nicht gewerbetreibenden Investor nicht erhoben wird. Weiterhin ist darauf hinzuweisen, daß Veräußerungsgewinne, die eine Aktiengesellschaft aus der Verwertung von Immobilien erzielt, steuerpflichtig sind, während diese bei Immobilienverkäufen aus dem Privatvermögen außerhalb der Spekulationsfrist von 10 Jahren gemäß § 23 EStG keiner Besteuerung unterliegen.¹⁰⁸⁶ Da einsichtig ist, daß der Wert eines unbesteuerten Zahlungsstroms bei positiven Steuersätzen größer ist als der eines besteuerten, wird deutlich, daß Immobilien in Abhängigkeit der Besteuerung des Eigentümers der Immobilie unterschiedliche Marktwerte aufweisen.^{1087,1088}

• Höhere Fremdfinanzierungsanteile und niedrigere Fremdkapitalkosten

Bisher wurde davon ausgegangen, daß die Positionen der Fremdkapitalgeber quasi-risikolos sind, so daß Illiquiditätsrisiken ausgeschlossen waren. Werden tatsächlich vorliegende Bonitätsrisiken einbezogen, kann vermutet werden, daß professionelle Immobilieninvestoren aufgrund immobilienpezifischer Größenvorteile und Kernkompetenzen geringere Bonitätsrisiken bei Immobilieninvestitionen als Non-Property Companies aufweisen, so daß sie höhere Verschuldungsquoten und/oder niedrigere Fremdkapitalkosten bei Immobilien als Non-Property Companies realisieren können.¹⁰⁸⁹ Aus dem erhöhten Verschuldungspotential ergeben sich finanzierungsspezifische Marktwertvorsprünge für die Separationsalternative c. p. aus der Substitution von teurerem Eigenkapital durch billigeres Fremdkapital und aus einem höheren Steuerschild der Fremdfinanzierung.¹⁰⁹⁰ Aus den niedrigen Fremdfinanzierungskosten

¹⁰⁸⁵ Gemäß § 9 Nr. 1 GewStG kann bei Personengesellschaften die Summe des Gewinns um 1,2 % des Einheitswertes des Grundbesitzes, der zum Betriebsvermögen des Unternehmens gehört, gekürzt werden. Diese Kürzung wurde in den bisherigen Erörterungen aufgrund ihres relativ geringen Einflusses nicht berücksichtigt. Im besonderen Fall einer ausschließlich den eigenen Grundbesitz verwaltenden Personengesellschaft greift die erweiterte Kürzung der Gewerbesteuer nach § 9 Nr. 1 Satz 2 GewStG, so daß eine Belastung mit Gewerbesteuer nicht erfolgt. Auch diese Regelung wird im Fall der Non-Property Company hier zunächst vernachlässigt, da zunächst von Kapitalgesellschaften ausgegangen wird, die stets der Gewerbesteuer unterliegen. Vgl. dazu Haarmann/Busch, *Steuerliche Aspekte*, S. 396 ff.

¹⁰⁸⁶ Vgl. Meyer-Scharenberg, *Immobilienaktiengesellschaft*, S. 18; Penné/Weimar/Willitzer, *Immobilienbesteuerung*, S. 86–90. Als weitere wichtige Beschränkung der Gewerbesteuerfreiheit von privaten Investoren gilt die sogenannte „3-Objekt-Regel“, nach der beim Vorliegen bestimmter Voraussetzungen der private Investor als gewerblicher Grundstückshändler einen Gewerbebetrieb betreibt und so vollständig gewerbesteuerpflichtig wird. Als wesentliche Voraussetzung gilt u. a., daß der Investor nicht mehr als drei Objekte in einem engen zeitlichen Zusammenhang (fünf Jahre) erwirbt und wieder veräußert. Vgl. dazu auch Köhler, *Immobilieninvestitionen*, S. 455 ff.; Oho/Schelnberger, *Steuerfolgen*, S. 1133–1136 und S. 1153 f.

¹⁰⁸⁷ Inwieweit die unterschiedliche Besteuerung von Immobilieninvestoren die Immobilienpreise beeinflussen und für einen Klienteleffekt sorgt, erscheint unsicher, da dieser Effekt von anderen überlagert zu sein scheint. Vgl. Draper/Findlay, *Valuation*, p. 289.

¹⁰⁸⁸ Vgl. auch Meyer-Scharenberg, *Immobilienaktiengesellschaft*, S. 18. Zur Vorteilhaftigkeit der Immobilienaktiengesellschaft als Vehikel für Immobilieninvestitionen siehe Abschnitt 4.3.5.1, *Immobilienaktie als Vehikel für Immobilieninvestitionen*, S. 257.

¹⁰⁸⁹ Vgl. auch Myers/Dill/Bautista, *Valuation*, p. 815.

¹⁰⁹⁰ Vgl. auch Drukarczyk, *Theorie*, S. 159–162.

resultiert ein vergleichsweise geringerer gewichteter Kapitalkostensatz, der c. p. zu einem höheren Marktwert führt.

• Niedrigere Eigenkapitalkosten

Bei Non-Property Companies ist davon auszugehen, daß diese vor dem Hintergrund ihrer Geschäftstätigkeit und des unternehmensspezifischen Immobilienbedarfs weder ein vollständig diversifiziertes Immobilienportfolio zu halten beabsichtigen noch ein solches in Realität bilden können, so daß das Portfolio der Immobilien im Eigentum der Non-Property Company ein immobilienpezifisches unsystematisches (Rest-)Risiko aufweist. Im Gegensatz dazu sind professionelle Immobilieninvestoren aufgrund des Geschäftsauftrages und der übertragenen zweckgerichteten Finanzierungsmittel eher in der Lage, durch gezielte Diversifikation von z. B. Standorten, Mietern und Immobilientypen im Rahmen eines hinreichend großen Immobilienportfolios diese unsystematischen Risiken weitgehend zu eliminieren.¹⁰⁹¹

Da der Wert von Immobilien im wesentlichen lokalen wertbestimmenden Faktoren folgt,¹⁰⁹² weisen die Renditen von Immobilien nicht nur untereinander je nach Region und Typ,¹⁰⁹³ sondern auch im Vergleich zu anderen Anlageformen wie Aktien und Schuldverschreibungen eine sehr geringe Korrelation auf.¹⁰⁹⁴ Daher können institutionelle Immobilienanbieter ihre gesamte Risikoposition durch Diversifikation nach Regionen und Immobilientypen signifikant reduzieren,¹⁰⁹⁵ so daß sie eine effizientere immobilienpezifische Risiko-Rendite-Position als Non-Property Companies einnehmen können.¹⁰⁹⁶ Diese Institutionen sind deshalb besser als Non-Property Companies geeignet, Risiken der fragmentierten, von lokalen Faktoren abhängigen Immobilienmärkte zu tragen.¹⁰⁹⁷ Infolgedessen können Marktwertvorsprünge durch einen geringeren Eigenkapitalkostensatz bei professionellen Immobilienanbietern bestehen.

¹⁰⁹¹ Vgl. Goetzmann/Ibbotson, Performance, pp. 65–76. Vgl. auch Eichholtz, Diversification, pp. 56–62.

¹⁰⁹² Vgl. Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, p. 39. Lockwood/Rutherford identifizieren in ihrer Studie von industriellen Immobilien von 1987–1991 im Ballungsraum Dallas/Fort Worth mittels eines LISREL-Modells als wesentliche wertbestimmende Faktoren lokale Immobilienmarkteffekte, die physischen Charakteristika der Immobilien und die Lage der Immobilien. Vgl. Lockwood/Rutherford, Determinants, pp. 257–272.

¹⁰⁹³ Vgl. Firstenberg/Ross/Zisler, Real Estate, pp. 24–28; Goetzmann/Ibbotson, Performance, p. 65 und pp. 74 ff.; Hudson-Wilson/Elbaum, Diversification, p. 97.

¹⁰⁹⁴ Vgl. Firstenberg/Ross/Zisler, Real Estate, pp. 29 ff.; Goetzmann/Ibbotson, Performance, pp. 69 f. und p. 75; Grauer/Hakansson, Diversifying, pp. 117–159; Hudson-Wilson/Elbaum, Diversification, pp. 92–99.

¹⁰⁹⁵ Vgl. Firstenberg/Ross/Zisler, Real Estate, pp. 30 ff.; Hudson-Wilson/Elbaum, Diversification, p. 92; Lee/Byrne, Diversification, pp. 38–56.

¹⁰⁹⁶ Vgl. Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, p. 48.

¹⁰⁹⁷ Vgl. Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, p. 40.

4.1.4.2 Ineffizienzen der Bewertung bei realiter vorliegenden Rahmenbedingungen

Die Bewertung der Komponenten des Separationsmodells kann nur bei Vorliegen vollständiger Information in Wertidentität erfolgen. In tatsächlichen Bedingungskomplexen unvollständiger und asymmetrisch verteilter Information ist jedoch zu erwarten, daß die Börsenbewertung der Immobilien im Kapitalmarkt nicht dem Marktwert entspricht und so Wahrnehmungslücken bestehen.¹⁰⁹⁸ Immobilien können dann nach BRENNAN als „Latente Aktiva“ bezeichnet werden. Latente Aktiva sind Vermögensgegenstände im Eigentum von börsennotierten Unternehmen, deren Werte Investoren unbekannt sind und sich daher nicht im Kurs der Aktien widerspiegeln.¹⁰⁹⁹ Der von den Investoren erwartete Wert und heutige Preis dieser latenten Aktiva ist dann bei unterstellter Rationalität der Investoren gleich null.

Das Dilemma bei der Einschätzung des in Mehrzweckimmobilien gebundenen Vermögens liegt u. a. darin, daß Informationsasymmetrien zwischen Kapitalmarkt und Unternehmen vorherrschen.¹¹⁰⁰ Wesentlich ist weiterhin, daß die notwendige Informationssuche über die wertbestimmenden Daten der Mehrzweckimmobilien für einen externen Bewerter bzw. einen Investor nicht nur zeitlich und finanziell prohibitiv ist und auch nur geringe Erfolgchancen verspricht.¹¹⁰¹ Selbst nach erfolgreicher Informationssuche und bei Vorliegen positiver Informationen über immobilienpezifische Wertsteigerungspotentiale sind positive Renditen für den Investor nur dann erzielbar, wenn andere Investoren oder potentielle Investoren ebenfalls diese positiven Informationen suchen, finden und gleichartig bewerten, so daß er als erster an Kurssteigerungen partizipiert.¹¹⁰² Bei der Bewertung von Informationen über Immobilien ist darauf hinzuweisen, daß sich die Marktteilnehmer auf bestimmte Konventionen hinsichtlich der Methoden zur Immobilienbewertung verständigt haben, deren Konsistenz und Angemes-

¹⁰⁹⁸ Vgl. Miles/Pringle/Webb, Decision, p. 362; Owers/Rogers, Divestiture, p. 29.

¹⁰⁹⁹ Vgl. Brennan, Latent Assets, p. 718.

¹¹⁰⁰ Vgl. Draper/Findlay, Valuation, pp. 289 f. Vgl. auch Abschnitt 4.1.2.3, Immobilienspezifische Eigenkapitalkosten und Effizienz des Immobilienmarktes, S. 198.

¹¹⁰¹ Vgl. Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, p. 40; Draper/Findlay, Valuation, pp. 289 f. Miles/Pringle/Webb formulieren pointiert: „The market in general does not have the information to recognize underutilization, and the cost of obtaining the necessary information across a wide range of firms is often prohibitive.“ Miles/Pringle/Webb, Decision, p. 369.

¹¹⁰² Insb. die Interdependenzen von individuellen Informationen und Akquisitionentscheidungen sind in diesem Zusammenhang kritisch. Wenn ausschließlich der einzelne Investor über die Informationen verfügt, ist deren Vorteil gering, sofern die Verzinsung der Aktiva gering ist und kein weiterer Investor die Informationssuche unternimmt. „Thus while too much information acquisition activity will compete away the rewards to acquiring information as in the classical efficient market, too little information acquisition activity also may make it not worthwhile for any individual to undertake it.“ Brennan, Latent Assets, p. 710. Wenn die Informationsbeschaffung mit Kosten verbunden ist, können aus neoinstitutioneller Sicht mehrere Gleichgewichte vorliegen, in denen in einem Fall Informationen gesucht werden und in allen anderen Fällen die Aktiva latent bleiben. Vgl. Brennan, Latent Assets, p. 719.

senheit nicht ex ante gewährleistet sein müssen. Wenn allerdings nur ein einzelner Investor das „korrekte“ Bewertungsverfahren (er-)kennt und anwendet, wird er daraus zunächst keine Vorteile erzielen können, da er zunächst den Markt von der Überlegenheit seiner Bewertungsmethode überzeugen muß, was bei resultierenden Abweichungen in den Marktwerten und allgemein akzeptierten oder gesetzlich kodifizierten Bewertungsmethoden auf erhebliche Widerstände stoßen dürfte.¹¹⁰³

Da selbst für börsennotierte Immobilienaktiengesellschaften, die eine zielgerichtete Informationspolitik für den Kapitalmarkt betreiben, Abschläge auf den Net Asset Value¹¹⁰⁴ in Kauf genommen werden müssen,¹¹⁰⁵ ist für derartig ermittelte Werte für Mehrzweckimmobilien im Unternehmen um so mehr zu erwarten, daß die aus dem Informationsdefizit resultierende Unsicherheit der Bewertung durch nicht unerhebliche Abschläge auf den „tatsächlichen“ Marktwert der Mehrzweckimmobilien abgebildet wird.¹¹⁰⁶ Folglich kann bei Berücksichtigung dieser Überlegungen begründet vermutet werden, daß auf dem Kapitalmarkt Mehrzweckimmobilien in Unternehmen unterbewertet werden. Vor dem Hintergrund, daß der Kapitalmarkt explizit nur diejenigen Tatbestände bewerten kann, von denen er Kenntnis erlangt, und daß Informationen über den Wert der Unternehmensimmobilien nur rudimentär vorliegen, ist überhaupt zu bezweifeln, ob die Mehrzweckimmobilien einer gesonderten Bewertung zugeführt werden können.¹¹⁰⁷

Ob Mehrzweckimmobilien in den Analysen der Investoren im aggregierten Eigenkapitalkostensatz des Unternehmens adäquat berücksichtigt werden, ist ebenfalls fragwürdig. Denn es muß unterstellt werden, daß der Kapitalmarkt das Unternehmen, das keine beobachtbaren immobilienpezifischen Erträge erwirtschaftet,¹¹⁰⁸ in Ermangelung anderer Informationen ausschließlich anhand der öffentlich zugänglichen Informationen über Einzahlungsüberschüsse

¹¹⁰³ Vgl. Brennan, Latent Assets, p. 710.

¹¹⁰⁴ Der Net Asset Value stellt die Differenz zwischen Marktwert der Aktiva und lastenden Verbindlichkeiten dar. Vgl. Scharpenack/Nack/Haub, Immobilien-Aktiengesellschaften, S. 663. Für einen Überblick für die Abschläge auf den Net Asset Value bei deutschen Immobilienaktiengesellschaften siehe z. B. WestLB, Immobilienaktien.

¹¹⁰⁵ Brueggeman/Fisher/Porter identifizieren hohe Informationskosten und mangelnde Kontrolle der Immobilienwerte durch Investoren als wesentliche Gründe für einen „Real Estate Discount“. Vgl. Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, pp. 40 f.

¹¹⁰⁶ Vgl. auch Owers/Rogers, Divestiture, p. 29.

¹¹⁰⁷ „In fact, most financial analysts estimating a firm's earnings do not consider operating or financing options inherent in the firm's real estate, mainly because they do not have access to the necessary information.“ Miles/Pringle/Webb, Decision, p. 360.

¹¹⁰⁸ Vgl. Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, p. 40.

des Kerngeschäfts und dessen Risikocharakteristika bewertet.¹¹⁰⁹ Implizit werden so die mit den Mehrzweckimmobilien verbundenen Zahlungsströme mit dem gewichteten Kapitalkostensatz des Unternehmens diskontiert. Bei vollständiger Information ist dieses angezeigt, da der gewichtete Kapitalkostensatz in diesem Fall die Risikocharakteristika der entziehbaren Zahlungsströme der Mehrzweckimmobilien adäquat berücksichtigt. Im hier vorliegenden Fall der unvollständigen Information muß jedoch angenommen werden, daß die Mehrzweckimmobilien aufgrund mangelnder Information gar nicht als eigenständiges Investitionsobjekt vom Kapitalmarkt identifiziert werden. Folglich werden diese im Bewertungskalkül des Unternehmens mit Immobilien dann auch nicht anteilig im gewichteten Kapitalkostensatz abgebildet, so daß der Grundsatz der Risikoadäquanz von Zahlungsstrom und Diskontierungssatz durchbrochen ist und eine Unterbewertung vorliegt, sofern der immobilienpezifische Kapitalkostensatz unter dem gewichteten Kapitalkostensatz des Unternehmens liegt.

Die in diesem Abschnitt aufgestellten Hypothesen sind im Rahmen empirischer Studien zu überprüfen. Es bleibt festzuhalten, daß vor dem Hintergrund der Informationsasymmetrien die Vermutung über positive Wertdifferenzen zugunsten der Separationsalternative in der Unternehmenspraxis berechtigt erscheint. Andererseits liegen aber auch fundamentale Gründe für Wertdifferenzen bei einer effizienten Bewertung vor, die auf Unterschieden in den Rahmenbedingungen der verschiedenen Investoren gründen.

4.1.5 Transaktionen zur Separation des Immobilienbestands

Stellen Immobilien latente Aktiva dar und liegen somit Wertsteigerungspotentiale vor, ist es notwendig für die Non-Property Company, die latenten Aktiva einer angemessenen Bewertung zuzuführen, ehe dies von einem Arbitrageur durchgeführt wird. Die Separation der Immobilien wird durch die Motive bestimmt, zum einem die „verborgenen“ Werte der Immobilien dem Kapitalmarkt zu signalisieren und zum anderen Marktbeiträge für die Aktionäre zu generieren.¹¹¹⁰

Wenn durch die Separation Wertlücken reduziert oder eliminiert werden können, ist nun zu fragen, wie und unter welchen Bedingungen die Separation des Immobilienbestands von Unternehmen effizient hergestellt werden kann. Dies kann grundsätzlich durch zwei Arten von Transaktionen erreicht werden, die in Abbildung 11 dargestellt sind. Die Transaktionen unter-

¹¹⁰⁹ Vgl. Brennan, Latent Assets, p. 718.

scheiden sich insbesondere im strukturellen Ablauf, in den steuerrechtlichen Folgen, in der Kontrolle über den Immobilienbestand nach der Transaktion und in der Wirkung im Kapitalmarkt.¹¹¹¹

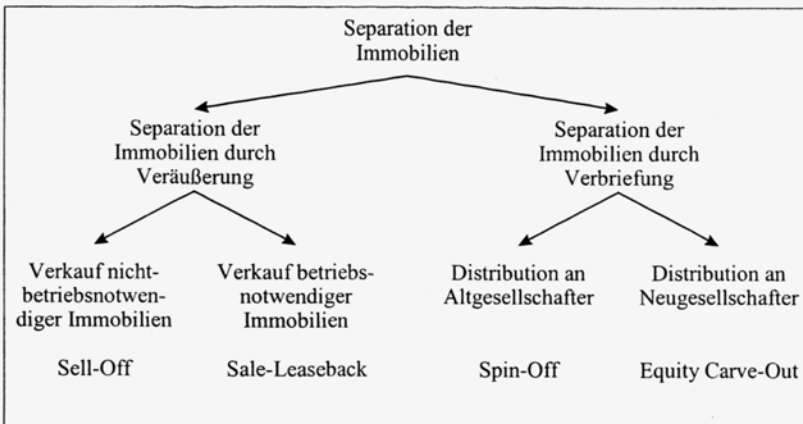


Abbildung 11: Übersicht über die Transaktionen zur Separation der Immobilien vom Unternehmen

Wie in Abbildung 11 dargestellt, können zum einen Immobilien an Immobilieninvestoren i. d. R. in nichtöffentlichen Verhandlungen veräußert werden.¹¹¹² Zu solchen Transaktionen sind z. B. der partielle oder vollständige Verkauf des Immobilienvermögens an Immobilieninvestoren und Sale-Leaseback-Transaktionen¹¹¹³ zu zählen, die einzelne Immobilien, aber auch ganze Bestände umfassen können. Zum anderen kann das Unternehmen für die Immobilien neue Eigentümer am öffentlichen Kapitalmarkt suchen. Dazu sind zunächst die Immobilien bzw. das operative Immobiliengeschäft in eine Aktiengesellschaft zu inkorporieren. Danach sind die neuen Aktien an Gesellschafter der Muttergesellschaft zu verteilen oder an dritte (Neu-)Gesellschafter im Wege einer öffentlichen Begebung von Aktien zu verkaufen.

Im folgenden wird für diese verschiedenen Optionen jeweils die gesellschaftsrechtliche bzw.

¹¹¹⁰ Vgl. Brennan, Latent Assets, p. 717; Owers/Rogers, Divestiture, p. 29.

¹¹¹¹ Vgl. Owers/Rogers, Divestiture, p. 30; Slovin/Sushka/Ferraro, Comparison, p. 90. In beiden Gruppen von Transaktionen werden die Immobilien von den übrigen Aktivitäten getrennt. Dies impliziert auch grundsätzlich die Trennung der Immobilien vom derzeitigen Management. Vgl. Jain, Sell-off, p. 211.

¹¹¹² Vgl. Owers/Rogers, Divestiture, p. 29; Slovin/Sushka/Ferraro, Comparison, p. 90.

vertragliche Struktur der Transaktion dargestellt. Aus der Analyse der Aufnahme der Transaktionen im Kapitalmarkt und des Einflusses der Maßnahmen auf den Marktwert des Eigenkapitals im Modell können Empfehlungen für die Gestaltung abgeleitet werden. Schon hier ist darauf hinzuweisen, daß die Vorteilhaftigkeit der Transaktionen in der betrieblichen Realität vom jeweiligen situativen Datenkranz abhängt. Ziel der vorliegenden Analyse ist es, alternative Transaktionen zur Separation vorzustellen und die Bedingungen für deren Vorteilhaftigkeit anhand des Maßstabes der Marktwertmaximierung und des entwickelten Modells aufzuzeigen.

4.2 Separation durch Veräußerung der Immobilien

Nachdem mit dem Separationsmodell ein hinreichend spezifiziertes Instrument zur Bewertung der Komponenten entwickelt wurde, stehen im vorliegenden Abschnitt zwei Strategien zur Separation der Immobilien durch Veräußerung im Zentrum: Der Sell-Off, in dem nichtbetriebsnotwendige Immobilien veräußert werden, und das Sale-Leaseback, bei dem zeitgleich Immobilien verkauft und vom Veräußerer geleast werden. Die Transaktionen werden im folgenden anhand einer gleichen Gliederung diskutiert, in der Struktur und Motive der Transaktion, Einfluß auf den Marktwert des Eigenkapitals und Reaktionen des Kapitalmarktes erörtert werden. Im Anschluß dazu werden steuerrechtliche Gestaltungsmöglichkeiten in Deutschland zur Verschiebung der bei Veräußerung von Immobilien eventuell entstehenden Steuerlast erörtert.

4.2.1 Sell-Off nichtbetriebsnotwendiger Immobilien

4.2.1.1 Struktur und Motive eines Sell-Offs

Ein Sell-Off kann als ein privat verhandelter Verkauf von Aktiva oder eines Geschäftsbereichs eines Unternehmens, das nach der Transaktion nur geringfügig verändert weiterbestehen bleibt, an ein anderes Unternehmen, das die Aktiva oder den Geschäftsbereich aufnimmt, definiert werden.¹¹¹⁴ Bei Aufgabe der Kontrolle über die Aktiva transformiert die übertragende Gesellschaft illiquide Aktiva in Geldvermögen.¹¹¹⁵ Aus Sicht des übernehmenden Unternehmens weist der Sell-Off die Charakteristika einer Fusion auf, bei der Teile des übertragenden

¹¹¹³ Bei Sale-Leaseback-Transaktionen veräußert das Unternehmen Vermögensgegenstände an einen Dritten, mit dem gleichzeitig ein Vertrag über die Nutzung des Gegenstandes im Wege der Miete oder des Leasings vereinbart wird. Vgl. Abschnitt 4.2.2, Sale-Leaseback-Transaktionen, S. 218.

¹¹¹⁴ Für ähnliche Definitionen siehe Jain, Sell-off, p. 209; Slovin/Sushka/Ferraro, Comparison, pp. 89 f.

¹¹¹⁵ Vgl. Slovin/Sushka/Ferraro, Comparison, p. 92.

Unternehmens mit denen des aufnehmenden verschmelzen.¹¹¹⁶ Aus einem rein finanzierungstheoretischen Blickwinkel tauschen in einem Sell-Off die beteiligten Unternehmen „nur“ zukünftige Zahlungsströme: Das veräußernde Unternehmen verzichtet auf die zukünftigen Zahlungsströme der Aktiva und erhält eine i. d. R. einmalige Zahlung. Das aufnehmende Unternehmen erhält gegen Zahlung des Kaufpreises das Verfügungsrecht über die zukünftigen Zahlungsströme. Da die Höhe und der zeitliche Anfall zukünftiger Zahlungsströme und Kapitalkosten derselben Aktiva für beide Parteien unterschiedlich sein können,¹¹¹⁷ ist es möglich, daß ein Sell-Off für beide Unternehmen marktwert erhöhend wirkt.¹¹¹⁸

Für ein Sell-Off von Unternehmensimmobilien können neben nichtbetriebsnotwendigen Mehrzweckimmobilien wie nicht genutzte Verwaltungsgebäude vor allem auch andere, nichtbetriebsnotwendige Immobilien, wie z. B. Grundstücke und Wohnimmobilien für Mitarbeiter etc., herangezogen werden.¹¹¹⁹ Weiterhin können auch in Konzernen verbundene Property Companies das Objekt eines Sell-Offs darstellen.¹¹²⁰ Der Sell-Off als Verkauf von Immobilien ist relativ unkompliziert.¹¹²¹ Die Transaktion wird nicht öffentlich mit verschiedenen potentiellen Käufern in einem auktionsartigen Prozeß verhandelt. Nach einer gründlichen Untersuchung des Verkaufsgegenstands durch den Käufer und abschließender Verhandlung der Vertragsparameter, kann der schuldrechtliche Vertrag über die Übertragung des Eigentums auf den ausgewählten Käufer geschlossen werden, der den Kaufpreis in einer Geldzahlung gegen die dingliche Übertragung begleicht. Werden Geschäftsanteile an einer Property Company veräußert, wird ebenfalls ein schuldrechtlicher Vertrag abgeschlossen. Da beim Unternehmenskauf eine umfassende Rechtsfolge eintritt, erscheint hier eine tiefergehende Prüfung und ein detaillierteres Vertragswerk angezeigt.

¹¹¹⁶ Vgl. Zaima/Hearth, Selloffs, p. 227.

¹¹¹⁷ Hier wird davon ausgegangen, daß jedes Unternehmen ein einzigartiges Bündel an Aktiva und Verträgen repräsentiert, so daß einzelne Aktiva in einem Unternehmen mehr Wert generieren können als in anderen. Vgl. dazu Cheng/Davidson, Reinterpretation, p. 599.

¹¹¹⁸ Vgl. Zaima/Hearth, Selloffs, p. 227. Kapitalmarkttheoretisch betrachtet erhöhen nur „synergistische“ Sell-offs die Marktwerte der Unternehmen. Vgl. Cheng/Davidson, Reinterpretation, p. 599.

¹¹¹⁹ Brueggeman/Fisher/Porter schlagen bei deutlichen Unterschieden zwischen Marktwerten in der derzeitigen und einer möglichen Nutzung sogar vor, alle Immobilien im Eigentum unabhängig von ihrer Betriebsnotwendigkeit zu veräußern und das Unternehmen an einen anderen Standort zu verlegen. Vgl. Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, p. 44. Da bei den in der Untersuchung unterstellten Rahmenbedingungen als unwahrscheinlich gelten muß, daß Relokationen bei gleichzeitiger Veräußerung marktwert erhöhend wirken können, bleiben sie im folgenden unberücksichtigt.

¹¹²⁰ In empirischen Studien werden einerseits Verkäufe von Grundstücken und Gewerbeimmobilien, andererseits Desinvestitionen von konzernverbundenen Property Companies als Transaktion ausgewählt. Vgl. bspw. Glascock/Davidson/Sirmans, Gains, p. 571.

Durch einen Sell-Off wird grundsätzlich beabsichtigt, suboptimal agierende Unternehmensbereiche zu desinvestieren¹¹²² und den Fokus der Unternehmensaktivitäten zu erhöhen.¹¹²³ Weiterhin nutzen Unternehmen die Erlöse des Sell-Off zur Tilgung von Fremdkapital und realisieren so eine geplante Kapitalstruktur.¹¹²⁴ Für den Sell-Off von Unternehmensimmobilien lassen sich zusätzliche Motive identifizieren: Zentral ist die Vermutung des Unternehmens, daß die Immobilien einen höheren Wert auf dem Markt als im derzeitigen Unternehmenskontext erzielen. Ziel ist es, diese Wertsteigerungspotentiale für das Unternehmen zu realisieren.¹¹²⁵ Ferner kann durch die Realisierung der in den Immobilien enthaltenen stillen Reserven die Wahrscheinlichkeit reduziert werden, daß ein finanziell motivierter Aufkäufer diese zur Finanzierung der Übernahme des Unternehmens einsetzt.¹¹²⁶ Durch die Verwertung des nichtbetriebsnotwendigen Immobilienbestands, des „Surplus Real Estate“¹¹²⁷, können ferner neue Projekte in den operativen Geschäftseinheiten finanziert werden, für die sonst Finanzierungsmittel auf dem Kapitalmarkt beschafft werden müßten.¹¹²⁸

4.2.1.2 Unternehmensinterne Vorbereitung und Durchführung eines Sell-Offs

Zur Maximierung der Veräußerungserlöse der Immobilien ist eine detaillierte Planung des Sell-Offs vorzunehmen.¹¹²⁹ Im Rahmen des immobilienpezifischen Gesamtplans werden die nichtbetriebsnotwendigen Immobilien identifiziert, die bei der Planung der Befriedigung des zukünftigen Immobilienbedarfs des Unternehmens keine Verwendung finden und daher im Rahmen des Sell-Offs veräußert werden sollen.¹¹³⁰ Im folgenden gilt es, den potentiellen Marktwert der Immobilien zu bestimmen und einen zielführenden Veräußerungsplan zu entwerfen.¹¹³¹ Zur Schaffung einer informatorischen Basis werden die betreffenden Immobilien und die regionalen und immobilientypologischen Marktsegmente analysiert und die Ergebnis-

¹¹²¹ Vgl. Owers/Rogers, Divestiture, p. 30.

¹¹²² Vgl. Linn/Rozeff, Sell-off, p. 15.

¹¹²³ Vgl. John/Ofek, Focus, pp. 105 ff.; Linn/Rozeff, Sell-off, p. 15. Für weitere Motive siehe Jain, Sell-off, pp. 210 ff.; Linn/Rozeff, Sell-off, pp. 14–16.

¹¹²⁴ Vgl. Jain, Sell-off, p. 211; Linn/Rozeff, Sell-off, p. 14.

¹¹²⁵ Vgl. Owers/Rogers, Divestiture, p. 29. Vgl. auch Linn/Rozeff, Sell-off, pp. 15 f.

¹¹²⁶ Vgl. Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, p. 44; Cohen, Leasebacks, p. 19; Holman/Johnston/Novogradac, sale-leaseback, p. 79; Milnes/Pollina, Leasebacks, p. 23.

¹¹²⁷ Vgl. Bender, Disposition, p. 18; Jewett, Surplus, p. 7; Nourse, Corporate, pp. 1028 ff.; Nourse/Kingery, Surplus, pp. 1 f.; DeLisle, Model, p. 22.

¹¹²⁸ Vgl. Neidich/Steinberg, Equity, pp. 76–83; Liow, Disposal, p. 20. Vgl. auch Slovin/Sushka/Ferraro, Comparison, p. 93.

¹¹²⁹ Für umfassende Planungsverfahren für Desinvestitionen siehe bspw. Opitz, Desinvestitionen, S. 325–342; Rechsteiner, Desinvestitionen, S. 188–216.

¹¹³⁰ Vgl. Abschnitt 3.3.2.3, Aufstellung eines marktwertorientierten immobilienpezifischen Gesamtplans, S. 178.

se in einer Stärken-Schwächen-Analyse zusammengefaßt.¹¹³² Ferner sind Analysen über mögliche Käufer und deren Ziele durchzuführen.¹¹³³ Auf dieser Basis sind Veräußerungsalternativen bei unterschiedlichen Verwendungen und Ausstattungen der Immobilie zu entwickeln,¹¹³⁴ die aus der Perspektive eines möglichen Käufers zu bewerten sind.¹¹³⁵ Sind Veräußerungsstrategien identifiziert, werden diese aus Sicht des veräußernden Unternehmens mit Hilfe der Unternehmenswertrechnung bewertet und diejenige ausgewählt, die den maximalen Marktbeitrag liefert. Nach dieser Auswahl wird die Feinplanung des Veräußerungsprozesses initiiert, in der u. a. das „packaging“¹¹³⁶ der Immobilien sowie die organisatorische Vorbereitung und die zeitliche Durchführung des Verkaufs geplant werden.¹¹³⁷

4.2.1.3 Einfluß des Sell-Offs auf den Marktwert des Eigenkapitals

Durch die Separation der nichtbetriebsnotwendigen Immobilien von Unternehmen mittels Sell-Off werden sämtliche Bewertungskomponenten der entwickelten Unternehmensrechnung beeinflusst. Bei der Analyse des Einflusses auf die beiden Bewertungskomponenten Zahlungsströme und Kapitalkosten kann auf die Ergebnisse der vorangegangener Abschnitte zurückgegriffen werden und es können Hinweise auf die Wirkung des Sell-Offs auf den Marktwert des Eigenkapitals abgeleitet werden.¹¹³⁸

• Höhe und zeitliche Verteilung der Zahlungsströme

Durch den Sell-Off des Immobilienbestands fließt dem Unternehmen der Verkaufspreis für die Immobilien abzüglich eventuell anfallender Nebenkosten für Makler, Notar und Berater in der Betrachtungsperiode zu. Der gesamte Veräußerungserlös ist als gewinnerhöhende Betriebseinnahme steuerpflichtig, wobei der Buchwert sowie Nebenkosten gewinnmindernd

¹¹³¹ „[...] it is vital that a corporation desiring to sell a surplus facility understand the true economics potential of it [...]“ Bender, Disposition, p. 19.

¹¹³² Vgl. Bender, Disposition, pp. 19 f.; Jewett, Surplus, pp. 7–10.

¹¹³³ Vgl. Opitz, Desinvestitionen, S. 326.

¹¹³⁴ Ziel dieser Analyse ist die Bestimmung des „highest and best use“ der Immobilien. Für eine Analyse der verschiedenen grundlegenden Optionen vgl. Jewett, Surplus, pp. 8 ff. Vgl. auch Nourse/Kingery, Marketing, pp. 22–24; Smith, Redeveloping, p. 9.

¹¹³⁵ Zur Bewertung der möglichen Veräußerungsstrategie aus Sicht eines Käufers sind jeweils Zahlungsströme zu prognostizieren und mit einem risikoadäquaten Zinssatz zu diskontieren. Vgl. Nourse/Kingery, Marketing, p. 24.

¹¹³⁶ Vgl. Bender, Disposition, pp. 19 ff.

¹¹³⁷ Vgl. Nourse/Kingery, Marketing, pp. 24 f.

¹¹³⁸ Vgl. Abschnitt 3.2.2, Auswirkung der Unternehmensimmobilien auf die Berechnungskomponenten des Unternehmenswertes, S. 109.

abgesetzt werden.¹¹³⁹ Der eventuell erzielte Veräußerungsgewinn wird mit Gewerbe- und Körperschaftsteuer belastet.¹¹⁴⁰ Das Unternehmen kann die Steuerzahlungen durch die Verrechnung des Veräußerungsgewinns mit eventuell vorhandenen Verlustvorträgen vermeiden oder durch die Nutzung der Regelungen des § 6 b EStG in die Zukunft verschieben.¹¹⁴¹ Gleichzeitig entfallen die bisherigen Vermietungserträge der nichtbetriebsnotwendigen Immobilien des nichtoperativen Bereichs des Unternehmens wie auch die immobilien-spezifischen Betriebs- und Verwaltungskosten.

• Kapitalkosten

Bei der Ermittlung der Renditeforderung der Eigenkapitalgeber sind Anpassungen vorzunehmen. Werden Mehrzweckimmobilien mit isolierbarem Betafaktor veräußert, ist der Betafaktor für das Gesamtunternehmen bei reiner Eigenkapitalfinanzierung um den Einfluß dieser Aktiva zu bereinigen.¹¹⁴² Scheiden Immobilien, deren Betafaktor wie z. B. bei Sonderimmobilien nicht isolierbar ist, aus, sind die Kapitalkosten solange nicht anzupassen, bis sich das zugrundeliegende operative Geschäftsrisiko der die Immobilien vorher nutzenden Geschäftseinheit durch das Sell-Off ändert.¹¹⁴³ Werden die Immobilien in Geldmittel umgewandelt und im Unternehmen nicht für den operativen Geschäftsbetrieb verwendet, sind diese Mittel bei der Berechnung der Renditeforderung zu vernachlässigen.¹¹⁴⁴

In den bisherigen Überlegungen wurde angenommen, daß die Positionen der Fremdfinanzierungskontrakteure aufgrund vertraglicher Sicherungsmaßnahmen als quasi-risikolos anzusehen sind. Wenn Fremdkapitalgeber jedoch bevorzugte Bedienungsrechte an den veräußerten Immobilien verlieren, können deren Positionen nicht länger als quasi-risikolos gelten.¹¹⁴⁵ Sofern Fremdkapitalpositionen durch Grundpfandrechte an den betreffenden Immobilien gesichert sind, kann eine Veräußerung der Immobilien die Position der durch die Immobilien ge-

¹¹³⁹ Vgl. auch die Definition des Veräußerungsgewinns in § 6 b II EStG. Vgl. auch Penné/Weimar/Willitzer, Immobilienbesteuerung, S. 155.

¹¹⁴⁰ Vgl. auch Abschnitt 3.2.2.1.3, Immobilienverwertung, S. 115.

¹¹⁴¹ Zur zeitlichen Verschiebung der Steuerzahlungen vgl. Abschnitt 4.2.3, Nutzung des § 6 b EStG zur Vermeidung der direkten Besteuerung von Veräußerungsgewinnen, S. 224.

¹¹⁴² Dazu sind die marktwertgewichteten Betafaktoren der veräußerten Immobilien vom Betafaktor des Immobilienportfolios zu subtrahieren.

¹¹⁴³ Vgl. Abschnitt 3.2.2.2, Einfluß der Immobilien auf die Kapitalkosten des Unternehmens, S. 117.

¹¹⁴⁴ In der Ermittlung des Unternehmensgesamtwertes sind überschüssige, d. h. für das operative Geschäft nicht notwendige, und nicht ausgeschüttete Geldmittel mit ihrem Marktwert anzusetzen und dem Unternehmensgesamtwert zuzurechnen.

¹¹⁴⁵ Vgl. Hardtmann, Wertsteigerungsanalyse, S. 214.

sicherten Fremdkapitalgeber nicht verschlechtern.¹¹⁴⁶ Wenn Bonitätsrisiken zugelassen werden und wenn das Unternehmen aus dem Veräußerungserlös von belastungsfreien Immobilien Ausschüttungen an Aktionäre leistet und so den Verschuldungsgrad des Unternehmens bei gleichzeitiger Reduzierung der Haftungsmasse erhöht, steigt das Risiko der ungesicherten Fremdkapitalpositionen, was c. p. zu einem sinkenden Marktwert dieser Fremdfinanzierungskontrakte führt. Verbleiben die Geldmittel im Unternehmen, können sich die Risikopositionen der ungesicherten Fremdkapitalgeber verbessern, da sich zum einen die Liquidität des Unternehmens erhöht und zum anderen die mit den Immobilien verbundenen Risiken, wie z. B. Verwertungs- oder Umweltrisiken, eliminiert werden.¹¹⁴⁷ Im Modellfall bleiben die Fremdkapitalkosten aufgrund der durch Kreditsicherheiten hinreichend erlangten Quasi-Risikolosigkeit der Fremdkapitalpositionen konstant. Bei Aufgabe dieser Annahme sind die zukünftigen Fremdkapitalkosten abhängig von der Verwendung der Veräußerungserlöse.

Es erscheint intuitiv einsichtig, daß die Bestimmung der Zielkapitalstruktur des Unternehmens unabhängig von den nichtbetriebsnotwendigen Immobilien erfolgt. Die Auswirkungen der Transaktionen, die von der als optimal angesehenen Zielkapitalstruktur wegführen, können vom Unternehmen z. B. durch Aufnahme oder Tilgung von Fremdkapital korrigiert werden. Zusammenfassend kann festgehalten werden, daß bei einem Sell-Off einzelner Immobilien eine merkliche Änderung der Kapitalkosten i.d.R. als unwahrscheinlich gelten muß.¹¹⁴⁸

• Veränderung des Marktwertes des Eigenkapitals

Wenn der Kapitalmarkt das Unternehmen und die Immobilien vollständig effizient bewertet und das Unternehmen die Immobilien zum Marktwert veräußert, resultiert bei Vernachlässigung von Transaktionskosten keine Veränderung des Unternehmensgesamtwertes, da hier ausschließlich eine marktwertneutrale Transformation von Aktiva vollzogen wurde. Marktwerterhöhungen ergeben sich bei Berücksichtigung von Transaktionskosten allerdings, wenn der Marktwert der Immobilien im Unternehmenskontext geringer als der Nettozufluß von

¹¹⁴⁶ Zur Herstellung der Veräußerbarkeit der Immobilien zum Marktwert ist vom Verkäufer die Löschungsbeurteilung der Begünstigten aus den Grundpfandrechten beizubringen. Diese ist nur zu erhalten, wenn die Tilgung der Forderungen der Fremdkapitalgeber sichergestellt ist. Übernimmt der Erwerber die Belastungen, kann der Veräußerer folglich nur die Differenz aus Marktwert und Belastungen erzielen. Die Positionen der Fremdkapitalgeber werden in beiden Fällen voll erfüllt.

¹¹⁴⁷ Vgl. Brueggeman/Fisher, Finance, p. 540.

¹¹⁴⁸ Dieses Ergebnis kann auch durch eine empirische Studie von Christensen/Levi bestätigt werden. Vgl. Christensen/Levi, Risk, pp. 583 f.

Geldmitteln bei Veräußerung ist.¹¹⁴⁹ Wesentlich ist, daß durch die Veröffentlichung der Transaktionsdaten Wahrnehmungslücken eliminiert werden können, sofern die veräußerten Immobilien latente Aktiva darstellten. Wenn Sell-Offs den Marktwert des Eigenkapitals erhöhen oder Wahrnehmungslücken eliminieren, dann müssen Ankündigungen von Sell-Offs im halbstreng informationseffizienten Kapitalmarkt mit positiven Überrenditen einhergehen.

4.2.1.4 Reaktionen des Kapitalmarktes auf Sell-Offs

Empirische Untersuchungen von Sell-Offs von Unternehmensbereichen in den USA zeigen, daß Aktien von verkaufenden Unternehmen positive abnormale Renditen bei Ankündigung eines Sell-Offs erzielen.¹¹⁵⁰ Erste Studien zur Reaktion des Kapitalmarktes auf Ankündigungen von Immobiliendesinvestitionen im Wege des Sell-Offs von OWERS/ROGERS und GLASCOCK/DAVIDSON/SIRMANS konnten ebenfalls signifikante positive Überrenditen am Tag der Ankündigung der Transaktion beobachten.¹¹⁵¹ Weitere Untersuchungen konnten dieses Ergebnis auch für aktuellere Untersuchungszeiträume und bei Verwendung alternativer Schätzmethoden bestätigen.¹¹⁵²

Obwohl von einer halbstrengen Form der Informationseffizienz des Kapitalmarktes auszugehen ist, weisen die empirischen Untersuchungen darauf hin, daß durch die Veröffentlichung der Transaktionsdaten neue Informationen den Kapitalmarkt erreichen:¹¹⁵³ Die Offenlegung der vorher unbekannten Marktwerte der Immobilien ermöglicht eine separate Bewertung der Aktiva und mündet in einen steigenden Kurs der Aktie des veräußernden Unternehmens.¹¹⁵⁴ Weiterhin wird eine höhere Effizienz des Eigentums beim Käufer, bedingt z. B. durch unterschiedliche steuerliche Behandlung des Eigentums, als mögliche Ursache für positive abnormale Renditen erkannt.¹¹⁵⁵ Untersuchungen bestätigen die einsichtige Vermutung, daß die Stärke der Reaktion des Kapitalmarktes vom Anteil der Aktiva am Marktwert des Unterneh-

¹¹⁴⁹ Vgl. Linn/Rozeff, Sell-Off, p. 20. Vgl. auch Neidich/Steinberg, Equity, p. 77.

¹¹⁵⁰ Vgl. Cheng/Davidson, Reinterpretation, pp. 599–611; Jain, Sell-off, pp. 213–222; Lang/Poulsen/Stulz, Asset sales, pp. 3–37; Zaima/Hearth, Selloffs, pp. 233–236. Für eine Übersicht über frühere Studien siehe Linn/Rozeff, Sell-off, p. 18. Zur Wirkung von Desinvestitionen im Kapitalmarkt vgl. die Übersichten bei Graml, Desinvestitionen, S. 45–58; Rechsteiner, Desinvestitionen, S. 231–246.

¹¹⁵¹ Vgl. Owers/Rogers, Divestiture, pp. 29–33; Glascock/Davidson/Sirmans, Gains, pp. 567–582.

¹¹⁵² Vgl. Christensen/Levi, Risk, pp. 591 ff.; Myer/He/Webb, Effect, pp. 487–500. Booth/Glascock/Sarkar basieren die Studie auf eine aktuellere Datenbasis (131 Transaktionen im Zeitraum 1980–1989) und verwenden im Gegensatz zu vorherigen Studien autoregressive Tendenzen berücksichtigende Schätzmethoden. Vgl. Booth/Glascock/Sarkar, ReExamination, pp. 195–202.

¹¹⁵³ Vgl. Owers/Rogers, Divestiture, p. 30. Vgl. auch Linn/Rozeff, Sell-off, p. 17; Zaima/Hearth, Selloffs, p. 228.

¹¹⁵⁴ Vgl. Owers/Rogers, Divestiture, p. 30.

¹¹⁵⁵ Vgl. Linn/Rozeff, Sell-off, p. 20. Weiterhin werden Unterschiede in der Anzahl der Käufer und Verkäufer als mögliche Ursache für positive Effekte angesehen. Vgl. Glascock/Davidson/Sirmans, Gains, pp. 573–580.

mens abhängig ist.¹¹⁵⁶ Ferner weisen die Ergebnisse der Studie von LANG/POULSEN/STULZ darauf hin, daß der Kapitalmarkt auf eine Verwendung der Veräußerungserlöse zur Tilgung von Fremdkapital oder zu Ausschüttungen an Eigenkapitalgeber positiv reagiert, während eine Verwendung der Erlöse zur internen Finanzierung eine signifikant geringere positive Rendite zeigt.¹¹⁵⁷ Nachdem mit dem Sell-Off eine Separationsstrategie für nichtbetriebsnotwendige Immobilien vorgestellt wurde, stehen im Zentrum des nächsten Abschnitts Sale-Leaseback-Transaktionen, mit denen betriebsnotwendige Immobilien von Unternehmen getrennt werden können:

4.2.2 Sale-Leaseback-Transaktionen

4.2.2.1 Struktur und Motive einer Sale-Leaseback-Transaktion

In einer Sale-Leaseback-Transaktion veräußert ein Unternehmen Immobilien, die es weiterhin beabsichtigt zu nutzen, an einen Immobilieninvestor.¹¹⁵⁸ Zu diesem Zweck werden gleichzeitig ein Kaufvertrag und ein Leasingvertrag zwischen dem Erwerber bzw. Leasinggeber und dem Veräußerer bzw. Leasingnehmer geschlossen.¹¹⁵⁹ Im Leasingvertrag werden dem Veräußerer dabei regelmäßige Kauf- oder Mietverlängerungsoption(en) zur Sicherung des längerfristigen Nutzungsrechts gewährt.¹¹⁶⁰

Für eine Sale-Leaseback-Transaktion kommen aus Sicht des veräußernden Unternehmens grundsätzlich alle genutzten Immobilien, insbesondere aber Mehrzweckimmobilien, in Frage. Da Leasinggeber allerdings ein Minimum an Drittverwendungsfähigkeit der für eine Sale-Leaseback-Transaktion in Frage kommenden Immobilien verlangen,¹¹⁶¹ um im Falle der vorzeitigen Beendigung bei Vollamortisationsverträgen bzw. grundsätzlich bei Teilamortisationsverträgen eine profitable Anschlußverwendung sicherzustellen, sind Sonderimmobilien und Spezialimmobilien nur eingeschränkt oder meist nur zu unvorteilhaften Konditionen für

¹¹⁵⁶ Vgl. Zaima/Hearth, Selloffs, p. 236.

¹¹⁵⁷ Vgl. Lang/Poulsen/Stulz, Asset sales, pp. 3–23. Aus neoinstitutioneller Sicht wird dazu die Erklärung angeboten, daß der Kapitalmarkt annimmt, daß die Unternehmensführung diese Free Cash-flows für Projekte verwendet, die nicht ihre risikoäquivalenten Kapitalkosten erwirtschaften. Eine Bestätigung dieser Hypothese durch die empirischen Ergebnisse konnten Lang/Poulsen/Stulz jedoch nicht feststellen. Vgl. Lang/Poulsen/Stulz, Asset sales, p. 22.

¹¹⁵⁸ Vgl. Rutherford, Evidence, p. 522.

¹¹⁵⁹ Vgl. Adams/Clarke, leaseback, p. 31; Alvayay/Rutherford/Smith, Leaseback, p. 207; Cohen, Leasebacks, p. 18; Holman/Johnston/Novogradac, sale-leaseback, p. 77; Milnes/Pollina, Leasebacks, p. 23; Rodriguez/Sirmans, Evidence, p. 22. Hier soll die Diskussion der Parameter des Leasingvertrags nicht vertieft werden. Siehe dazu stellvertretend Gabele/Dannenberg/Kroll, Immobilien-Leasing, S. 21–118.

¹¹⁶⁰ Vgl. Cohen, Leasebacks, p. 18. Schließlich gibt der Veräußerer das Verfügungsrecht und damit auch die Kontrolle über die Immobilien ab. Vgl. Levy/Matz, Implementing, p. 53.

¹¹⁶¹ Vgl. Milnes/Pollina, Leasebacks, p. 24.

Sale-Leaseback-Transaktionen verwendbar.¹¹⁶² Für Leasinggeber sind daher fungible, nutzungsflexible Mehrzweckimmobilien attraktiv, die keine umweltrechtlichen, baulichen oder sonstigen Problembereiche aufweisen.¹¹⁶³

Leasing stellt eine Form der externen Finanzierung und ein Substitut für grundpfandrechtlich besicherte Fremdverschuldung dar.¹¹⁶⁴ Wird ein vollständiger Markt unterstellt und werden Steuern und Transaktionskosten ausgeschlossen, ist das Unternehmen indifferent zwischen der Leasingalternative und dem fremdfinanzierten Eigentum der Immobilien.¹¹⁶⁵ Wenn diese Annahmen aufgegeben werden, können Vorteile für beide Vertragsparteien in der Leasingalternative bestehen. Weist der Leasinggeber z. B. einen höheren Steuersatz auf, dann resultieren höhere Steuerschilde aus der Abzugsfähigkeit der Zinszahlungen und der Abschreibungen.¹¹⁶⁶ Mit einer Sale-Leaseback-Transaktion kann so in Abhängigkeit von den Rahmenbedingungen eine günstigere Form der Bereitstellung der betriebsnotwendigen Immobilien erreicht werden.¹¹⁶⁷

Des weiteren legt ein Unternehmen durch eine Sale-Leaseback-Transaktion den Wert der bisher nicht bewerteten vom Unternehmen genutzten Immobilien offen und kann so Wahrnehmungslücken reduzieren.¹¹⁶⁸ Weiterhin ermöglicht eine Sale-Leaseback-Transaktion durch die Transformation der Immobilien in liquide Aktiva die Refinanzierung oder Tilgung von Krediten, die Ausschüttung von überschüssigem Kapital an Aktionäre oder auch die Finanzierung von Projekten der operativen Geschäftseinheiten.¹¹⁶⁹ Der allgemein den Sale-Leaseback-Transaktionen zuerkannte Vorteil der „off-balance-sheet“-Finanzierung, die eine höhere Ge-

¹¹⁶² Weiterhin stehen dem Leasing von Spezialimmobilien auch handels- und steuerrechtliche Nachteile entgegen: Sofern der in der Praxis seltene Fall des Spezialleasings auftritt, d. h. der Leasinggegenstand aufgrund seiner besonderen Ausrichtung an den Bedürfnissen des Leasingnehmers für Dritte nur bedingt oder nicht genutzt werden kann, dann ist die Immobilie grundsätzlich dem Vermögen des Leasingnehmers zuzuordnen, so daß viele Vorzüge des Leasings nicht greifen. Vgl. BMF-Schreiben vom 23.12.1991. Vgl. auch Gabel/Dannenber/Kroll, Immobilien-Leasing, S. 62.

¹¹⁶³ Vgl. Milnes/Pollina, Leasebacks, p. 24.

¹¹⁶⁴ Vgl. Alvayay/Rutherford/Smith, Leaseback, p. 208; Cohen, Leasebacks, p. 18; Liow, Disposal, p. 21; Rodriguez/Sirmans, Evidence, p. 22. Vgl. auch Brealey/Myers, Finance, pp. 739 f.

¹¹⁶⁵ Vgl. einführend Slovin/Sushka/Polonchek, Wealth, pp. 291 f. m. w. N.; Smith/Wakefield, Leasing, pp. 895 ff.

¹¹⁶⁶ Vgl. Alvayay/Rutherford/Smith, Leaseback, p. 208; Rodriguez/Sirmans, Evidence, p. 22. Vgl. umfassender Will/Buhl/Weinhardt, Immobilienleasing, S. 939-945.

¹¹⁶⁷ Die quantitative Vorteilhaftigkeit von Sale-Leaseback-Transaktionen wird im Abschnitt 4.2.2.3, Einfluß der Sale-Leaseback-Transaktion auf den Marktwert des Eigenkapitals, S. 221, untersucht.

¹¹⁶⁸ Vgl. Brueggeman/Fisher, Finance, p. 542.

¹¹⁶⁹ Vgl. Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, p. 44; Holman/Johnston/Novogradac, sale-leaseback, p. 79; Liow, Disposal, p. 21; Spremann, Investition, S. 350.

samtverschuldung und niedrigere Kapitalkosten ermöglichen soll,¹¹⁷⁰ muß kritisch beurteilt werden. Es kann nicht glaubhaft versichert werden, daß Fremdkapitalgeber diese fixen Auszahlungsansprüche Dritter bei ihren Kreditentscheidungen unberücksichtigt lassen, oder daß ihnen die Informationen über Sale-Leaseback-Transaktionen vorenthalten werden können.¹¹⁷¹ Darüber hinaus werden auch Verlustausgleiche und andere „bilanzpolitische“ Ziele mit Sale-Leaseback-Transaktionen verfolgt.¹¹⁷² REDMAN/TANNER stellten in einer empirischen Untersuchung in den USA fest, daß Sale-Leaseback-Transaktionen in praxi hauptsächlich zur Finanzierung von Unternehmensexpansion und zur Tilgung von Fremdkapital und nicht zuletzt aus steuerlichen Motiven erfolgen.¹¹⁷³⁻¹¹⁷⁴

4.2.2.2 Unternehmensinterne Vorbereitung und Durchführung

Wie der Sell-Off ist die Sale-Leaseback-Transaktion durch eine detaillierte Planung vorzubereiten.¹¹⁷⁵ Allerdings ist bei der Veräußerung genutzter Immobilien häufig eine detaillierte Planung notwendig. Zunächst sind im immobilienpezifischen Gesamtplan diejenigen Immobilien zu identifizieren, die sich aufgrund ihrer Eigenschaften der Drittverwendungsfähigkeit in besonderem Maße für eine solche Transaktion eignen. Ferner sind sämtliche innerbetrieblichen organisatorischen Voraussetzungen für eine Veräußerung zu schaffen. Im weiteren sind mögliche Vertragspartner zu kontaktieren und deren Konditionen für eine Sale-Leaseback-Transaktion einzuholen. Zur Evaluierung der alternativen Angebote sind zunächst die Zahlungsströme und eventuelle Auswirkungen auf die Kapitalkosten des Unternehmens zu prognostizieren. Besonders sind dabei die steuerlichen Auswirkungen der Transaktion und die mögliche Nutzung vorliegender Verlustvorträge zu analysieren. Der Marktwertbeitrag der Strategie ist dann mit Hilfe der entwickelten Unternehmenswertrechnung zu berechnen.¹¹⁷⁶

¹¹⁷⁰ Vgl. Cohen, Leasebacks, p. 19; Knutsen, Impact, p. 28; Levy/Matz, Implementing, p. 53. Manning schließt aus Expertengesprächen, daß die Auffassung weit verbreitet ist, daß eine „off-balance-sheet“-Finanzierung niedriger Kapitalkosten bedinge. Vgl. Manning, Leasing, p. 83.

¹¹⁷¹ Vgl. Myers/Dill/Bautista, Valuation, p. 815. Gabele/Dannenberg/Kroll halten Sale-Leaseback-Transaktionen „eigentlich nur für bonitätsstarke Unternehmen mit sehr guten zukünftigen Ertragsaussichten“ für möglich. Vgl. Gabele/Dannenberg/Kroll, Immobilien-Leasing, S. 84.

¹¹⁷² Vgl. Feinen, Immobilien-Leasing, S. 559.

¹¹⁷³ Vgl. Redman/Tanner, Financing, pp. 229 f.

¹¹⁷⁴ Für weitere Motive vgl. auch Ebert, Perspective, pp. 19 f.; Manning, Ownership, p. 11; Smith/Wakefield, Leasing, pp. 907 f.

¹¹⁷⁵ Vgl. die Ausführungen im Abschnitt 4.2.1.2, Unternehmensinterne Vorbereitung und Durchführung eines Sell-Offs, S. 213.

¹¹⁷⁶ Vgl. Abschnitt 3.2, Entwicklung einer immobilienpezifischen Unternehmenswertrechnung, S. 99.

4.2.2.3 Einfluß der Sale-Leaseback-Transaktion auf den Marktwert des Eigenkapitals

Analog zur Vorgehensweise beim Sell-Off wird auch hier komponentenweise die Wirkung der Sale-Leaseback-Transaktionen über die induzierten Veränderungen der Zahlungsströme und der Kapitalkosten auf den Marktwert des Eigenkapitals untersucht.

- **Höhe und zeitliche Verteilung der Zahlungsströme**

Durch die Veräußerung der Immobilien erhält das Unternehmen in der Betrachtungsperiode den erzielten Preis abzüglich der Aufwendungen für den Verkauf und der Steuern auf den Veräußerungsgewinn. Wie beim Sell-Off kann das Unternehmen die Steuerzahlungen durch die Verrechnung des Veräußerungsgewinns mit eventuell vorhandenen Verlustvorträgen vermeiden oder durch die Nutzung der Regelungen des § 6 b EStG in die Zukunft verschieben.¹¹⁷⁷

Für die Nutzung der Immobilien entrichtet das Unternehmen periodisch eine voll als Betriebsausgabe abzugsfähige, lineare oder degressiv fallende Leasingrate, die als Aufwand für die Immobilienbereitstellung in die Gewinn- und Verlustrechnung einfließt. Durch die Veräußerung der Immobilien entfallen die periodischen Abschreibungen sowie Zinszahlungen auf immobilienbezogenes Fremdkapital. Wird davon ausgegangen, daß der Leasinggeber das Objekt in einem höheren Maße fremdfinanzieren kann und die Leasingraten zumindest Abschreibungen, Tilgung und Zinszahlungen umfassen, dann fällt beim Leasing eine geringere Steuerlast an. Ist im Leasingvertrag eine erlaßkonforme Kaufoption vorgesehen und wird diese am Ende der Laufzeit ausgeübt,¹¹⁷⁸ fallen neben dem dann zu leistenden Kaufpreis auch Erwerbsnebenkosten wie z. B. Grunderwerbsteuer und Notarkosten an.

- **Kapitalkosten**

Die Kapitalkosten verändern sich durch den Verkauf der Immobilien ähnlich wie beim Sell-Off: Der Betafaktor des Gesamtunternehmens bei reiner Eigenkapitalfinanzierung ist im Fall der Veräußerung von Mehrzweckimmobilien wie beim Sell-Off anzupassen.¹¹⁷⁹ Werden als Sekundärinvestitionen zu klassifizierende Immobilien ohne isolierbaren Betafaktor veräußert und ändert sich durch die Sale-Leaseback-Transaktion das operative Risiko des Geschäftsbe-

¹¹⁷⁷ Zur zeitlichen Verschiebung der Steuerzahlungen vgl. Abschnitt 4.2.3, Nutzung des § 6 b EStG zur Vermeidung der direkten Besteuerung von Veräußerungsgewinnen, S. 224.

¹¹⁷⁸ Eine erlaßkonforme Ausgestaltung der Kaufoption ermöglicht die Bilanzierung beim Leasinggeber. Als Voraussetzung dafür sieht der Teilamortisationserlaß des BMF vor, daß die Grundmietzeit weniger als 90 % der betriebsnotwendigen Nutzungsdauer entspricht und der Ausübungspreis der Kaufoption größer als der Restbuchwert bei Ablauf der Grundmietzeit ist. Siehe dazu BMF-Schreiben vom 23.12.1991.

reichs nicht, was als wahrscheinlich zu bewerten ist, dann sind keine Anpassungen der geschäftsbereichsspezifischen Betafaktoren angezeigt. Eine Sale-Leaseback-Transaktion wirkt sich allerdings auf das finanzielle Risiko des Unternehmens aus: Durch den Abschluß eines Leasingvertrags wird eine hundertprozentige Fremdfinanzierung eines Produktionsfaktors erreicht, der vor der Transaktion i. d. R. nur partiell fremdfinanziert wurde. Schätzt die Unternehmensleitung eine vollständige Fremdfinanzierung dieses Produktionsfaktors als vorteilhaft ein, mündet dies in einer revidierte Vorgabe für die anzustrebende Zielkapitalstruktur. An diese veränderte Zielkapitalstruktur ist die Renditeforderung der Eigentümer entsprechend anzupassen.¹¹⁸⁰

Wie im Fall des Sell-Offs sind grundpfandrechtlich gesicherte Fremdkapitalpositionen bei einem Sale-Leaseback nicht ausbeutungsoffen. Werden Bonitätsrisiken angenommen, mündet eine Erhöhung des Verschuldungsgrades des Unternehmens wie im Falle einer Leasingfinanzierung von Immobilien in eine Steigerung des Risikos der ungesicherten Fremdfinanzierungskontrakte. Dieses führt bei einer Marktbewertung zwingend zu Vermögenseinbußen der Fremdfinanzierungskontrakteure und u. U. zu zukünftig höheren Fremdkapitalkosten für das Unternehmen.

• Veränderung des Marktwertes des Eigenkapitals

Aus der unterschiedlichen steuerlichen Behandlung von Leasinggeber und Leasingnehmer,¹¹⁸¹ aus finanziellen und operativen Vorteile¹¹⁸² des Leasinggebers aufgrund immobilien spezifischer Kernkompetenzen sowie aus Risikoaspekten¹¹⁸³ kann sich bei effizienter Bewertung ein Barwertvorteil des Leasings ergeben, der zwischen den Vertragspartnern verteilt werden kann.¹¹⁸⁴

Allerdings werden durch die Realisierung der stillen Reserven beim Verkauf der Immobilien beim Veräußerer z. T. erhebliche Steuerzahlungen ausgelöst, die die finanzielle Vorteilhaftig-

¹¹⁷⁹ Vgl. Abschnitt 4.2.1, Sell-Off nichtbetriebsnotwendiger Immobilien, S. 211.

¹¹⁸⁰ Vgl. dazu Gleichung (79), S. 156.

¹¹⁸¹ Vgl. Miller/Upton, Leasing, pp. 774–785; Myers/Dill/Bautista, Valuation, pp. 811–814. Vgl. auch Allen/Rutherford/Springer, Wealth, pp. 568 f.; Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, p. 45; Drukarczyk, Theorie, S. 475–478. Ein wesentlicher Vorteil neben möglichen niedrigeren Hebesätzen liegt z. B. bei der Gewerbesteuer darin, daß die 50 %ige Hinzurechnung der Dauerschuldzinsen, die beim fremdkapitalfinanzierten Kauf anfallen, gemäß § 8 GewStG beim Leasing entfallen. Vgl. Blümich-Hofmeister, GewStG, S. 37 ff., Rz. 90. Vgl. dazu Spremann, Investition, S. 350 f.

¹¹⁸² Vgl. Myers/Dill/Bautista, Valuation, p. 815. Vgl. auch Drukarczyk, Theorie, S. 468 f.

¹¹⁸³ Vgl. Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, p. 45.

keit einer Sale-Leaseback-Transaktion beeinträchtigen können.¹¹⁸⁵ Verschiedene Autoren halten daher Sale-Leaseback-Transaktionen ausschließlich dann für vorteilhaft, wenn die Veräußerungsgewinne durch Verlustvorträge oder Verluste des Unternehmens im Veräußerungsjahr steuerfrei vereinnahmt werden können.¹¹⁸⁶ Für das veräußernde Unternehmen sind Sale-Leaseback-Transaktionen vorteilhaft, wenn der netto generierte Zahlungsstrom aus der Veräußerung der Immobilien größer ist als die Summe der Barwerte der zukünftig zu entrichtenden Leasingraten und des Barwertes der aufgegebenen Steuerschilde.¹¹⁸⁷

4.2.2.4 Reaktionen des Kapitalmarktes auf Sale-Leaseback-Transaktionen

Erste empirische Studien untersuchten die Reaktion des Kapitalmarktes auf Sale-Leaseback-Transaktionen in den USA: SLOVIN/SUSHKA/POLONCHEK stellen in einer Stichprobe von 59 Sale-Leaseback-Transaktionen im Zeitraum von 1975–1985 fest, daß die Aktien des veräußernden Unternehmens am Tag der Ankündigung der Transaktion positive abnormale Renditen aufweisen, die sie auf die Reduzierung der Kapitalwerte zukünftiger Steuerzahlungen zurückführen.¹¹⁸⁸ Diese Ergebnisse konnten in zwei Studien von RUTHERFORD bestätigt werden, der konkludiert, daß der zusätzliche Wert für die Aktionäre des veräußernden Unternehmens nicht zu Lasten der Fremdkapitalgeber erfolgte, sondern vielmehr aus der Offenlegung der Marktwerte der Immobilien resultierte.¹¹⁸⁹ ALVAYAY/RUTHERFORD/SMITH stellten in einer Studie auf Basis einer Stichprobe im Zeitraum 1987–1989 in den USA fest, daß der Kapitalmarkt bei verändertem Steuersystem Sale-Leaseback-Transaktionen nicht länger positiv honoriert.¹¹⁹⁰ Diese Ergebnisse unterstreichen den bedeutenden Einfluß der Merkmale des zugrundeliegenden Steuersystems auf die Vorteilhaftigkeit von Sale-Leaseback-Transaktionen und deren Perzeption im Kapitalmarkt.¹¹⁹¹ In einer empirischen Studie zu Sale-Leaseback-Transaktionen in Großbritannien stellen ADAMS/CLARKE fest, daß die Aktien veräußernder Unternehmen negative abnormale Renditen bei Ankündigung einer Sale-Leaseback-Transaktion erzielen.¹¹⁹² ADAMS/CLARKE vermuten, daß der Kapitalmarkt in Großbritannien

¹¹⁸⁴ Vgl. Drukarczyk, Theorie, S. 478.

¹¹⁸⁵ Vgl. Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, p. 45.

¹¹⁸⁶ Vgl. Feinen, Immobilien-Leasing, S. 559; Gabele/Dannenberg/Kroll, Immobilien-Leasing, S. 85.

¹¹⁸⁷ Vgl. Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, p. 45.

¹¹⁸⁸ Vgl. Slovin/Sushka/Polonchek, Wealth, pp. 296 ff.

¹¹⁸⁹ Vgl. Rutherford, Evidence, pp. 522–528; Rutherford, Impact, pp. 75–80.

¹¹⁹⁰ Im theoretischen Teil der Analyse weisen Alvayay/Rutherford/Smith u. a. nach, daß ein wechselseitiger Zusammenhang zwischen den jeweiligen Steuersätzen und Kapitalwerten der Zahlungsströme für Leasinggeber und -nehmer besteht, der Hinweise dafür liefert, daß nach der Steuerreform von 1986 Sale-Leaseback-Transaktionen in den USA unvorteilhaft sind. Vgl. Alvayay/Rutherford/Smith, Leaseback, pp. 230 f.

¹¹⁹¹ Vgl. Rodriguez/Sirmans, Evidence, p. 24.

¹¹⁹² Vgl. Adams/Clarke, leaseback, pp. 31–46.

Sale-Leaseback-Transaktionen trotz einer steuerlichen Vorteilhaftigkeit als Signal für eine verschlechterte Ergebnissituation im veräußernden Unternehmen ansieht.¹¹⁹³

Vor dem Hintergrund dieser Studien kann die Hypothese aufgestellt werden, daß der Kapitalmarkt zwar die steuerliche Vorteilhaftigkeit einer Sale-Leaseback-Transaktion bewertet, die vermuteten Motive des Unternehmens für eine Sale-Leaseback-Transaktion allerdings einen höheren Stellenwert einnehmen.

4.2.3 Nutzung des § 6 b EStG zur Vermeidung der direkten Besteuerung von Veräußerungsgewinnen

Die Möglichkeiten der Übertragung von stillen Reserven auf neue Wirtschaftsgüter, die das Einkommensteuerrecht Steuerpflichtigen im § 6 b EStG gewährt, wird häufig als besonders vorteilhafte steuerliche Gestaltung beim Verkauf von Immobilien dargestellt.¹¹⁹⁴ Im folgenden sollen die steuerlichen Regelungen kurz dargestellt und deren mögliche vorteilhafte Wirkung analysiert werden.

Ziel dieser Regelung ist es, Unternehmen die ökonomisch sinnvolle Anpassung an strukturelle Veränderungen zu erleichtern, indem die aus der Veräußerung von bestimmten Wirtschaftsgütern gewonnenen Geldmittel durch Verzicht auf die sofortige Besteuerung vollständig für Reinvestitionen bereitstehen.¹¹⁹⁵ Der Anwendungsbereich dieser Regelung ist dabei auf die Steuerpflichtigen beschränkt, die durch Betriebsvermögensvergleich den Gewinn ermitteln.¹¹⁹⁶ Weiterhin können nur die Veräußerungsgewinne derjenigen in § 6 b I EStG abschließend aufgelisteten Wirtschaftsgüter übertragen werden, die vor der Veräußerung mindestens sechs Jahre ununterbrochen zum Anlagevermögen einer inländischen Betriebsstätte gehört haben.¹¹⁹⁷ Hinsichtlich des Anteils des übertragbaren Veräußerungsgewinns und der Art der Reinvestitionsobjekte sind ebenfalls Beschränkungen zu beachten.¹¹⁹⁸ So können die Veräußerungsgewinne aus Immobilien (Grund und Boden sowie Gebäude) ausschließlich auf neuangeschaffte Immobilien übertragen werden. Während für Non-Property Companies die Vorzüge sich auf einen Zinsvorteil und die Möglichkeit zur steuerbegünstigten Relokation von Unternehmen-

¹¹⁹³ Vgl. Adams/Clarke, leaseback, pp. 34 f.

¹¹⁹⁴ Vgl. z. B. Feinen, Immobilien-Leasing, S. 560.

¹¹⁹⁵ Vgl. Penné/Weimar/Willitzer, Immobilienbesteuerung, S. 156 m. w. N.

¹¹⁹⁶ Vgl. § 6 b IV Nr. 1 EStG. Vgl. auch Schmidt-Glanegger, EStG, S. 573 f., Rz. 2.

¹¹⁹⁷ Vgl. Penné/Weimar/Willitzer, Immobilienbesteuerung, S. 159 f.; Schmidt-Glanegger, EStG, S. 575–578, Rz. 10–26 und S. 584 f., Rz. 55–59.

steilen beschränken, erlaubt diese Regelung Property Companies steuerbegünstigte Portfoliobereinigungen.

Werden die Reinvestitionen nicht im Jahr der Veräußerung getätigt, können die Veräußerungsgewinne steuerunschädlich in einen Sonderposten mit Rücklageanteil für maximal vier Jahre eingestellt werden.¹¹⁹⁹ Wenn in diesem Zeitraum die Reinvestitionen nicht erfolgt sind, ist die Rücklage gewinnerhöhend aufzulösen,¹²⁰⁰ wobei ein anzusetzender 6 %iger kalkulatorischer Gewinnzuschlag für jedes Jahr n den Zinseffekt der Steuerstundung kompensiert.¹²⁰¹ Sofern die gewichteten Kapitalkosten des veräußernden Unternehmens über der internen Verzinsung des Steuereinkredits nach Steuern liegen, ist die Rücklage für Reinvestitionen grundsätzlich vorzunehmen:

$$(\sqrt[n]{1 + n \cdot 0,06} - 1) \cdot (1 - s^{GE,K}) < k^{WACC} \quad (99)$$

Durch die Nutzung der Reinvestition gemäß § 6 b EStG vermeidet das veräußernde Unternehmen die Besteuerung des Veräußerungsgewinns VG in der Betrachtungsperiode:¹²⁰²

$$VG \cdot s^{GE,K} \quad (100)$$

Da die Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten des neuen Wirtschaftsguts um den Veräußerungserlös des ausscheidenden Wirtschaftsguts gekürzt werden, verliert das Unternehmen die periodische Abschreibung auf diesen Betrag.¹²⁰³

$$Ab \cdot s^{GE,K} \text{ mit } Ab_t = \frac{VG}{n} \quad (101)$$

Der Steuerschild der Abschreibungen ist durch Diskontierung mit dem risikobehafteten gewogenen Kapitalkostensatz k^{WACC} zu ermitteln.¹²⁰⁴ Die Inanspruchnahme des § 6 b EStG weist so einen positiven Marktwertbeitrag auf.

¹¹⁹⁸ Vgl. dazu Schmidt-Glanegger, EStG, S. 578–581, Rz. 30–38.

¹¹⁹⁹ Bei Immobilienreinvestitionen verlängert sich diese Frist gemäß § 6 b III 3 EStG auf sechs Jahre, wenn für neu hergestellte Gebäude mit der Herstellung vor dem Ende des vierten Jahres begonnen wird. Vgl. auch Penné/Weimar/Willitzer, Immobilienbesteuerung, S. 162. Zur Verbuchung der § 6 b EStG-Rücklage vgl. bspw. Haeger, Bilanzrecht, S. 445–450.

¹²⁰⁰ Vgl. Schmidt-Glanegger, EStG, S. 592, Rz. 97.

¹²⁰¹ Vgl. Penné/Weimar/Willitzer, Immobilienbesteuerung, S. 162 f.

¹²⁰² Der Veräußerungsgewinn berechnet sich nach § 6 b II EStG aus der Differenz des Veräußerungspreises abzüglich der Veräußerungskosten und dem Buchwert, mit dem das Wirtschaftsgut im Zeitpunkt der Veräußerung anzusetzen wäre.

¹²⁰³ Die Summe der Abschreibungen entspricht dem übertragenden Veräußerungsgewinn. Bei der Berechnung der Abschreibungen wird von der Nutzungsdauer n des Reinvestitionsobjektes ausgegangen.

¹²⁰⁴ Hier wird davon ausgegangen, daß der Steuerschild der Abschreibungen nur dann wirkt, wenn entsprechende operative Überschüsse vorliegen. Diese sind jedoch risikobehaftet, so daß der Abschreibungsschild mit dem risikoäquivalenten gewichteten Kapitalkostensatz des operativen Geschäfts zu diskontieren ist.

$$V^{\S 6b EStG} = VG * s^{GE,K} - \sum_{t=1}^n \frac{Ab_t * s^{GE,K}}{(1 + k^{WACC})^t} \quad (102)$$

Der Barwertvorteil zwischen der Reinvestitionsalternative und der Unterlassung der Nutzung von § 6 b EStG ist absolut c. p. um so größer, je größer der Veräußerungsgewinn, der Kapitalkostensatz und der Steuersatz und je länger die Nutzungsdauer der neu beschafften Aktiva sind. Festzuhalten ist allerdings, daß die Besteuerung des Veräußerungsgewinns auch bei Nutzung der Regelungen des § 6 b EStG durch die Veräußerung der Immobilien initiiert ist: Spätestens nach Ablauf der Reinvestitionsfrist beginnt die direkte oder indirekte Besteuerung.

Zusammenfassend ist festzuhalten, daß die Separation von Immobilien und operativen Geschäftsbereichen durch den Verkauf der Immobilien in Form des Sell-Offs oder der Sale-Leaseback-Transaktionen erreicht werden kann. Die Besteuerung der bei der Veräußerung aufgedeckten stillen Reserven kann nur durch Verlustverrechnung vollständig vermieden werden. Die Regelungen des § 6 b EStG liefern zwar einen Barwertvorteil durch Steuerstundungen, führen aber letztlich zu einer vollständigen Besteuerung der Veräußerungsgewinne.

4.3 Separation durch Verbriefung der Immobilien in Beteiligungspapieren

Nachdem im vorherigen Abschnitt die Alternativen zur Separation der Immobilien von Unternehmen im Wege der Veräußerung dargestellt wurden, steht nun die Separation durch die Verbriefung der Immobilien in Beteiligungspapieren im Vordergrund der Analyse. Diese erfolgt grundsätzlich in zwei Schritten: Zunächst ist es notwendig, die Immobilien in eine Aktiengesellschaft¹²⁰⁵ zu inkorporieren und so die Trennung der Immobilien vom restlichen Vermögen des Unternehmens herzustellen. Nach der Börseneinführung sind die geschaffenen und börsennotierten Aktien an Investoren zu verteilen. Die Distribution kann an Altgesellschafter der Ausgangsgesellschaft oder an neue Gesellschafter erfolgen.¹²⁰⁶

Im folgenden werden in einem ersten Schritt die Möglichkeiten, Formen und Folgen der Spaltung der Immobilien von Unternehmen im deutschen Recht sowie die notwendigen Voraussetzungen bzw. das Verfahren für eine Börseneinführung der geschaffenen Aktien dargestellt. Im Anschluß daran gilt es, die wesentlichen Alternativen der Distribution der geschaf-

¹²⁰⁵ Da hier das Ziel unterstellt wird, die Anteile des aufnehmenden Rechtsträgers an einer Börse notieren zu lassen, wird als Rechtsform ausschließlich die Aktiengesellschaft betrachtet.

¹²⁰⁶ Vgl. dazu Abschnitt 4.3.3, Distribution der Aktien an Altgesellschafter: Spin-Off, S. 246 und Abschnitt 4.3.4, Distribution der Aktien an Neugesellschafter: Equity Carve-Out, S. 252.

fenen Effekten in ihrer Struktur und Auswirkung auf den Marktwert des Eigenkapitals zu erläutern.

4.3.1 Spaltung der Immobilien von Unternehmen

4.3.1.1 Möglichkeiten der Trennung von Unternehmensteilen im deutschen Recht

Im deutschen Recht stehen grundsätzlich zwei Alternativen zur Inkorporierung und Trennung der Immobilien zur Verfügung, die im folgenden erläutert werden:

1. Teilschrittmodell mit Einzelrechtsübertragung
2. Spaltung gemäß Umwandlungsgesetz (UmwG) mit Gesamtrechtsübertragung

ad 1.) Teilschrittmodell mit Einzelrechtsübertragung

Beim Teilschrittmodell, das bis zur Einführung des UmwG das einzige Vehikel zur Spaltung von Unternehmen in Deutschland darstellte, werden im Wege der Einzelrechtsübertragung zunächst die Vermögensgegenstände von der Ausgangsgesellschaft auf eine bereits existierende oder zu diesem Zwecke gegründete Gesellschaft übertragen.¹²⁰⁷ Sofern die empfangende Gesellschaft noch nicht besteht, können die Immobilien im Wege der Sachgründung gemäß § 27 AktG eingebracht werden.¹²⁰⁸ Existiert bereits eine Gesellschaft, können die Immobilien durch Sachkapitalerhöhung gemäß § 183 AktG auf die Gesellschaft übertragen werden.¹²⁰⁹ In beiden Fällen erfolgt die Übertragung der Immobilien gemäß den sachenrechtlichen Vorschriften der §§ 873, 925 BGB im Wege der Einzelrechtsübertragung.¹²¹⁰ Als Gegenleistung erhält die Ausgangsgesellschaft Aktien der aufnehmenden Gesellschaft.

In einem zweiten Schritt werden nun diese neu geschaffenen Beteiligungspapiere verteilt. Bei Distribution an die Altgesellschafter ist dabei eine verhältnismäßige Verteilung der Aktien der neuen Gesellschaft herzustellen. Dies kann auf unterschiedliche Arten erfolgen:¹²¹¹ Werden die Anteile aller Aktionäre durch eine Sachdividende an die Altgesellschafter „ausgeschüttet“, sind die strengen Ausschüttungsregeln des AktG zu beachten: Die Sachdividende kann nicht höher als der ordnungsgemäß festgestellte und für die Ausschüttung vorgesehene

¹²⁰⁷ Vgl. Schultze, spin-off, S. 32-35.

¹²⁰⁸ Vgl. vertiefend dazu Hüffer, AktG, S. 115-126. Vgl. auch Henn, Handbuch, S. 51 f.

¹²⁰⁹ Vertiefend zur Sachkapitalerhöhung siehe Hüffer, AktG, S. 736-743.

¹²¹⁰ Weitere Vermögensgegenstände werden gemäß den sachenrechtlichen Vorschriften des BGB (Bewegliche Sachen gemäß §§ 929 ff. BGB, Forderungen gemäß § 398 BGB und andere Rechte gemäß § 413 BGB) übertragen. Vgl. Palandt-Bassenge, BGB, S. 1132 f. sowie Palandt-Heinrichs, BGB, S. 461 f. und S. 474 f.

Bilanzgewinn sein,¹²¹² so daß für eine solche Distribution der Anteile eine entsprechende Gewinnsituation der Ausgangsgesellschaft kritische Voraussetzung ist.¹²¹³ Ferner ist wesentlich, daß Einstimmigkeit unter den Aktionären hinsichtlich einer Sachdividende in Form von Anteilen einer Immobilienaktiengesellschaft bestehen muß.¹²¹⁴ Da dies bei Publikumsgesellschaften kaum erreichbar sein dürfte, muß die Sachdividende als Mechanismus zur Verteilung der geschaffenen Aktien als ungeeignet gelten.¹²¹⁵ Alternativ zur Sachdividende kann die Verteilung der Aktien unter Zuhilfenahme der Kapitalherabsetzung gemäß § 222 AktG erfolgen:¹²¹⁶ Hierbei setzt die abgebende Gesellschaft ihr Kapital in Höhe des Stammkapitals der aufnehmenden Gesellschaft herab, so daß die Rückzahlungsansprüche der Altgesellschafter durch die Aktien der die Immobilien aufnehmenden Gesellschaft genau erfüllt werden und die quotale Beteiligung der Aktionäre konstant bleibt. Als Beispiel für eine Trennung der Immobilien vom operativen Geschäft im Wege der Kapitalherabsetzung ist die Realteilung der Löwenbräu AG im Jahre 1982 in die Immobilienaktiengesellschaft Monachia Grundstücks-AG und die Löwenbräu AG zu nennen.¹²¹⁷

Der Trennung der Immobilien von den operativen Einheiten stehen bei Anwendung des Teilschrittmodells insbesondere steuerrechtliche Nachteile entgegen: Auf der Ebene der Gesellschaft wie auch der Gesellschaft kann eine Gewinnrealisierung mit nachfolgender Besteuerung der stillen Reserven nicht vermieden werden.¹²¹⁸ Weiterhin treten auch die aufwendigen Übertragungen der Vermögensgegenstände im Wege der Einzelrechtsnachfolge sowie bei der Sachdividende der schwerwiegende Nachteil der Ausschüttungsbegrenzung hinzu, so daß das Teilschrittmodell für die Separation der Immobilien von Unternehmen kaum in Betracht kommen kann.¹²¹⁹

¹²¹¹ Vgl. Gäbelein, Unternehmensspaltung, S. 1421 und S. 1423; Schultze, spin-off, S. 34 f.

¹²¹² Vgl. § 57 III AktG i. V. m. § 58 I bis IV AktG.

¹²¹³ Diese Vorschrift gilt in praxi als ein wesentliches Hindernis bei der Verteilung der Aktien an die Altgesellschafter im Wege der Sachdividende, da bei der Auskehrung bedeutender Aktiva die Grenze des ausschüttbaren Jahresüberschusses überschritten wird.

¹²¹⁴ Grundsätzlich ist im AktG eine Zahlung von Geld als Dividende vorgesehen, so daß dem Aktionär nach Auffassung der Rechtskommentierung keine Sachdividende gegen seinen Willen zugemutet werden kann. Für diese Form der Verteilung der Aktien heißt dies, daß alle beteiligten Aktionäre zustimmen müssen. Vgl. dazu vertiefend Hüffer, AktG, S. 256, Rz. 28.

¹²¹⁵ Vgl. Schultze, spin-off, S. 34.

¹²¹⁶ Vgl. Hüffer, AktG, S. 918-926.

¹²¹⁷ Vgl. Bühner, Strategie, S. 513-528.

¹²¹⁸ Vgl. auch § 1 UmwStG. Vgl. Herzig/Momen, Spaltung, S. 2158.

¹²¹⁹ Vgl. auch Schultze, spin-off, S. 57 f.

ad 2.) Spaltung gemäß UmwG mit Gesamtübertragung

Im deutschen Umwandlungsgesetz sind in § 123 I bis III UmwG drei verschiedene Arten der Spaltung vorgesehen.¹²²⁰ Die Aufspaltung nach § 123 I UmwG zerschlägt das übertragende Unternehmen unter Auflösung ohne Abwicklung und überträgt das gesamte Vermögen im Wege der Sonderrechtsnachfolge¹²²¹ auf mindestens zwei andere, bestehende oder zu gründende, Rechtsträger.¹²²² Die Aktionäre des übertragenden und aufgelösten Unternehmens erhalten in der Folge pro rata die Anteile der aufnehmenden Rechtsträger.

Im Gegensatz zur Aufspaltung geht bei der Abspaltung nach § 123 II UmwG das übertragende Unternehmen nicht unter, sondern überträgt nur einen Teil seiner Vermögensgegenstände auf einen oder mehrere, bestehende oder zu gründende, Rechtsträger.¹²²³ Auch hier werden wie bei der Aufspaltung Anteile der übernehmenden oder neuen Rechtsträger an die Aktionäre des übertragenden Rechtsträgers gewährt.¹²²⁴

Wie bei der Abspaltung geht bei der in § 123 III UmwG geregelten Ausgliederung ein Teil des Vermögens des übertragenden Rechtsträgers auf einen anderen, bereits bestehenden (Ausgliederung zur Aufnahme) oder neu zu gründenden (Ausgliederung zur Neugründung bzw. Ausgründung), Rechtsträger über.¹²²⁵ Im Gegensatz zu Auf- oder Abspaltung erhalten aber nicht die Anteilseigner des übertragenden Rechtsträgers, sondern der Rechtsträger selbst die Anteile des übernehmenden Rechtsträgers, so daß der übertragende zum übernehmenden Rechtsträger in einem Mutter-Tochter-Konzernverhältnis steht. Die Beteiligungsverhältnisse der Anteilseigner des übertragenden Rechtsträgers werden hiervon nicht berührt.¹²²⁶

¹²²⁰ Vgl. Dehmer, UmwG, S. 460-470; Eisele/Renner, Grundzüge, S. 171 ff.; Gäbelein, Unternehmensspaltung, S. 1420f.; Herzig/Förster, Problembereiche, S. 338 f.; Herzig/Ott, Spaltungsbremse, S. 2034; Neye, Reform, S. 2070; Lutter-Teichmann, UmwG, S. 1000-1003, Rz. 12-15; Wochinger/Dötsch, Umwandlungssteuergesetz, S. 21 f.; Wagner, Umwandlungsgesetz, S. 28; Wöhe/Bilstein, Unternehmensfinanzierung, S. 122 f.

¹²²¹ Im Rahmen der Sonderrechtsnachfolge als Unterform der Gesamtrechtsnachfolge werden alle im Spaltungs- und Übernahmevertrag festgelegten Teile uno actu als Ganzes auf den übernehmenden Rechtsträger übertragen. Der besondere Vorteil liegt darin, daß die einzelnen Vermögensgegenstände nicht näher bezeichnet werden müssen. Insbesondere können so Forderungen ohne Zustimmung der Gläubiger übertragen werden. Nachteilig wirkt die gesamtschuldnerische Haftung aller beteiligten Rechtsträger. Vertiefend dazu vgl. Dehmer, UmwG, S. 518.

¹²²² Vgl. § 123 I Nr. 1 und Nr. 2 UmwG. Vgl. auch Eisele/Renner, Grundzüge, S. 172. Zum Begriff des Rechtsträgers siehe z. B. Dehmer, Umwandlungssteuergesetz, S. 1714 f.

¹²²³ Vgl. § 123 II Nr. 1 und Nr. 2 UmwG. Zum Begriff des Rechtsträgers siehe § 3 UmwG. Vgl. auch Lutter-Teichmann, UmwG, S. 1006 ff., Rz. 1-6.

¹²²⁴ Gemäß § 128 UmwG ist auch eine nicht verhältnismäßige Spaltung bei Zustimmung aller Anteilseigner des übertragenden Rechtsträgers möglich.

¹²²⁵ Vgl. Eisele/Renner, Grundzüge, S. 172.

Grundsätzlich sieht das UmwG bei der Spaltung keine besonderen Anforderungen an die übertragenden Vermögensgegenstände vor, so daß sowohl eine Tochtergesellschaft wie auch einzelne Vermögensgegenstände wie Immobilien im Wege der Gesamtrechtsnachfolge übertragen werden können.¹²²⁷ Die Gesamtrechtsnachfolge ermöglicht dabei insbesondere die relativ unkomplizierte Übertragung ganzer Vertragsverhältnisse.¹²²⁸ Das zentrale Motiv für eine Nutzung der Spaltungsvehikel des UmwG liegt im Wahlrecht für den Übergang der Vermögensgegenstände zu Buchwerten oder zu Teilwerten.¹²²⁹

4.3.1.2 Formen der Spaltung der Immobilien von Unternehmen

Die Separation der Immobilien von den operativen Geschäftsbereichen des Unternehmens kann zum einen in zwei Schritten durch Ausgliederung und nachfolgende Abspaltung oder alternativ in einem Schritt durch Abspaltung erreicht werden.

Bei der ersten Alternative werden zunächst die Immobilien im Wege der Ausgliederung in eine Immobilienaktiengesellschaft inkorporiert. Die Muttergesellschaft überträgt dabei die Immobilien auf schon bestehende oder neu zu gründende Rechtsträger und erhält dafür entsprechend einbringungsgeborene Anteile an der die Immobilien aufnehmenden Tochtergesellschaft. Die Aktien entstehen entweder durch Kapitalerhöhung oder durch Neugründung. In einem zweiten Schritt können danach die Aktien an die Anteilseigner der Ausgangsgesellschaft verteilt oder an neue Gesellschafter verkauft werden. Bei der Verteilung der Anteilsscheine an die Altgesellschafter ist eine pro rata Beteiligung herzustellen. Dies kann gemäß § 123 II UmwG mit der Abspaltung erreicht werden. Bei der Distribution an Dritte sind die Anteile nachfolgend in den Börsenhandel einzuführen und im Wege einer öffentlichen Begebung zu verkaufen.¹²³⁰

Die Trennung der Immobilien von Unternehmen mit anschließender Verteilung der Anteilsscheine kann auch in direktem Wege durch eine Abspaltung erreicht werden.¹²³¹ Die Voraussetzung der Ausgliederung kann allerdings besonders bei der Separation von Immobilien

¹²²⁶ Vgl. Schultze, spin-off, S. 39.

¹²²⁷ Vgl. § 123 III UmwG. Vgl. auch Dehmer, UmwG, S. 469 f., Rz. 24 f.

¹²²⁸ Zu den Vor- und Nachteilen der Gesamtrechtsnachfolge im Vergleich zur Einzelrechtsnachfolge siehe bspw. Schultze, spin-off, S. 44 ff.

¹²²⁹ Vgl. §§ 11 bis 13, §§ 15, 16 sowie § 20 UmwStG. Im § 1 UmwStG wird festgelegt, daß eine Aufdeckung der stillen Reserven der zu übertragenden Vermögensgegenstände nur bei Durchführung im Wege des UmwStG erfolgen kann.

¹²³⁰ Vgl. Abschnitt 4.3.2, Börseneinführung einer abgespaltenen Immobilienaktiengesellschaft, S. 241.

zwingend notwendig sein, um das Immobilienunternehmen auf eine eigenständige Existenz auf dem Produkt- und Kapitalmarkt vorzubereiten. Dazu erscheint es angezeigt, daß die Gesellschaft die Marktfähigkeit ihrer Produkte erst in einer Vorlaufphase testet, um das Erfolgspotential des Unternehmens und die Erfolgsfähigkeit des Managements zu demonstrieren. Weiterhin ist es notwendig, die Vertragsbeziehungen zwischen dem Immobilienunternehmen und den operativen, langfristig im Konzernverbund verbleibenden Geschäftsbereichen marktwirtschaftlich zu reorganisieren. Dazu sind nicht nur marktorientierte vertragliche Strukturen zu schaffen, sondern es sind insbesondere die Geschäftsbereiche mit zu tragenden Marktpreisen für die Leistungen des Immobilienunternehmens zu konfrontieren.

Die Kombination der Spaltungsformen Ausgliederung und Abspaltung ist jedoch nicht unstrittig:¹²³² Das UmwG schreibt zwar keine eindeutige Regelung vor, verbietet jedoch die Erweiterung der abschließend in § 1 UmwG aufgelisteten Umwandlungsarten.¹²³³ Werden nebeneinander Spaltungsarten kombiniert, d. h., werden Anteile eines ausgegliederten Rechtsträgers sowohl an den übertragenden als auch an dritte Rechtsträger übertragen, ist davon auszugehen, daß der Gesamtvorgang § 123 I bis III UmwG widerspricht.¹²³⁴ Da die hier vorgesehene nacheinander folgende Kombination keine neue Spaltungsformen generiert, sondern die kodifizierten ausschließlich zeitlich nachfolgend kombiniert, ist davon auszugehen, daß diese Kombination der Umwandlungsarten nicht gegen das Analogieverbot des § 1 II UmwG verstößt.¹²³⁵ Ist eine Abspaltung betriebswirtschaftlich sinnvoll, ist diese Alternative der aufeinander folgenden Ausgliederung und Abspaltung grundsätzlich vorzuziehen. Es bleibt aber festzuhalten, daß in Abhängigkeit der strategischen Situation des abzutrennenden Immobilienunternehmens ein zweistufiges Vorgehen zwingend erforderlich sein kann.

4.3.1.3 Steuerliche Behandlung der Spaltung

Entscheidend für die Vorteilhaftigkeit von Spaltungsalternativen für die Trennung der Immobilien von Unternehmen sind die steuerlichen Folgen der handelsrechtlichen Übertragung der Aktiva sowie der Auskehrung der Anteile. Als wesentliche Steuerarten bei der Separation von

¹²³¹ Vgl. Schultze, spin-off, S. 41.

¹²³² Vgl. Kallmeyer, Spaltungsarten, S. 81-83. Vgl. auch Lutter-Teichmann, UmwG, S. 1003, Rz. 16 ff.

¹²³³ Vgl. Eisele/Renner, Grundzüge, S. 171; Schultze, spin-off, S. 42 ff.

¹²³⁴ Vgl. Dehmer, UmwG, S. 468, Rz. 17.

¹²³⁵ Vgl. Dehmer, UmwG, S. 468, Rz. 17; Schulze, spin-off, S. 43 f.

Immobilien sind insbesondere Ertragsteuern wie Körperschaftsteuer und Gewerbesteuer¹²³⁶ sowie die Grunderwerbsteuer von Bedeutung,¹²³⁷ die im folgenden diskutiert werden.

• Ertragsteuern

Bei der Ausgliederung werden die Immobilien im Wege der Einbringung gemäß § 20 und § 24 UmwStG übertragen.¹²³⁸ Dabei kann der übertragende Rechtsträger die Vermögensgegenstände zu Buchwerten oder zu einem höheren Wert einbringen.¹²³⁹ Voraussetzung für die Einbringung der Immobilien zu Buchwerten ist nach § 20 I 2 UmwStG, daß die Einbringung durch eine inländische Kapitalgesellschaft gegen Aktien an der aufnehmenden inländischen Kapitalgesellschaft erfolgt und daß die aufnehmende Gesellschaft aufgrund ihrer Beteiligung unmittelbar die Mehrheit an der Gesellschaft erhält, deren Anteile eingebracht werden.¹²⁴⁰ Werden diese Voraussetzungen erfüllt, kann eine steuerneutrale Buchwertverknüpfung erfolgen und eine Versteuerung des in den stillen Reserven enthaltenen und anzusetzenden Übertragungsgewinns bei der Ausgliederung vermieden werden. Die Besteuerung der in den stillen Reserven verborgenen Gewinnbestandteile erfolgt bei einer späteren Veräußerung der Anteile.¹²⁴¹

Bei der Abspaltung können ebenfalls die Vermögensgegenstände gemäß § 15 UmwStG zu Buchwerten oder zu einem höheren Wert übertragen werden.¹²⁴² Bei Aufstockung zu Teilwerten (§§ 15 I, III und IV UmwStG) entsteht auf Ebene des übertragenden Rechtsträgers in der steuerlichen Übertragungsbilanz ein steuerpflichtiger Übertragungsgewinn,¹²⁴³ der grundsätzlich ungemindert mit dem Körperschaftsteuersatz und mit entsprechendem Gewerbesteuer-

¹²³⁶ Im Gegensatz zur Regelung vor der Einführung des UmwStG ist nur der bei einer Spaltung entstehende Übertragungsgewinn voll gewerbesteuerpflichtig, während der aus einer Verschmelzung resultierende Übernahmeertrag gewerbesteuerfrei ist. Vgl. auch Dehmer, Umwandlungssteuergesetz, S. 1758; Thiel et al., Umwandlungssteuer-Erlaß, S. 167.

¹²³⁷ Vgl. Eisele/Renner, Grundzüge, S. 174.

¹²³⁸ Vgl. BMF-Schreiben vom 25.03.1998, UmwStG, Rz. 01.06. Vgl. dazu Dehmer, Umwandlungssteuergesetz, S. 1758 f.; Herzig/Ott, Spaltungsbremse, S. 2034 f.

¹²³⁹ Vgl. § 20 II bis IV UmwStG. Vgl. Dehmer, UmwG, S. 1474, Rz. 236-238.

¹²⁴⁰ Vgl. Haarmann/Busch, Steuerliche Aspekte, S. 402; Killinger, Übergang, S. 981; Wochinger/Dötsch, Umwandlungssteuergesetz, S. 32 ff.

¹²⁴¹ Vgl. § 21 I UmwStG. Vgl. auch Killinger, Übergang, S. 981.

¹²⁴² Vgl. § 11 I UmwStG. Vgl. auch ausführlich Dehmer, UmwG, S. 1286-1290; Herzig/Förster, Problemfelder, S. 340 f. und S. 347; Herzig/Momen, Spaltung, S. 2157 f. Zur Rechnungslegung und zu den buchungs-technischen Folgen der Buchwertfortführung siehe bspw. HFA, Stellungnahme 1/1998, S. 27-34; Herzig/Förster, Problemfelder, S. 347 ff.; Wochinger/Dötsch, Umwandlungssteuergesetz, S. 25-29.

¹²⁴³ Zur Ermittlung des Übertragungsgewinns siehe beispielhaft Dehmer, UmwG, S. 1305-1310; Herzig/Förster, Problemfelder, S. 339 f.

ersatz auf Ebene des übertragenden Rechtsträgers zu versteuern ist.¹²⁴⁴ Da die übernehmende Gesellschaft die Werte der Steuerbilanz des übertragenden Rechtsträgers gemäß § 12 I i. V. m § 4 I UmwStG fortführt, tritt keine Steuerbelastung beim übernehmenden Rechtsträger auf.¹²⁴⁵

Bei der Übertragung der Vermögensgegenstände zu Buchwerten gemäß § 15 I UmwStG i. V. m. § 11 I UmwStG dagegen entsteht aufgrund der Buchwertverknüpfung kein Übertragungsgewinn.¹²⁴⁶ Um diese Vorschrift zur Verschiebung der Besteuerung auszunutzen, sind allerdings strenge Anforderungen zu erfüllen, die durchaus als „Spaltungsbremse“¹²⁴⁷ wirken können.¹²⁴⁸ Während das UmwG grundsätzlich kein besonderes qualifizierendes Betriebsvermögen voraussetzt, können gemäß § 15 I UmwStG ausschließlich Teilbetriebe innerhalb der Spaltung zu Buchwerten übertragen werden.¹²⁴⁹ Da der Begriff des Teilbetriebs im UmwStG nicht explizit kodifiziert ist, ist die hier anzusetzende Interpretation nicht unstrittig: Von den Finanzbehörden wird auf § 16 EStG verwiesen,¹²⁵⁰ der auch in ertragsteuerlichen Regelungen von der herrschenden Lehre einheitlich als Definition des Teilbetriebs herangezogen wird.¹²⁵¹ Nach dieser Definition stellt ein Teilbetrieb einen mit einer gewissen Selbständigkeit ausgestatteten, organisch geschlossenen Teil des Gesamtbetriebs dar, der für sich allein lebensfähig ist.¹²⁵² Nicht als Teilbetrieb gelten demnach einzelne Vermögensgegenstände, die diese Voraussetzung nicht erfüllen. Diese Auffassung der Finanzbehörden ist jedoch in der Literatur z. T. sehr umstritten.¹²⁵³ In dieser dort betonten stärker funktionsbezogenen Interpretation wird auf die eigenständige Funktionsfähigkeit eines Teils abgestellt,¹²⁵⁴ während die Finanzver-

¹²⁴⁴ Vgl. Herzig/Momen, Spaltung, S. 2158.

¹²⁴⁵ Vgl. Herzig/Momen, Spaltung, S. 2158 f.

¹²⁴⁶ Vgl. Dehmer, UmwG, S. 1302 f.; Herzig/Förster, Problembereiche, S. 340.

¹²⁴⁷ Vgl. Herzig/Ott, Spaltungsbremse, S. 2033 und S. 2036 ff.

¹²⁴⁸ Vgl. die Übersichten bei Dötsch, Umwandlungssteuerrecht, S. 287 und Herzig/Momen, Spaltung, S. 2159.

¹²⁴⁹ Vgl. Blumers, Spaltung, S. 496; Herzig/Förster, Problembereiche, S. 340 und S. 342; Herzig/Momen, Spaltung, S. 2160 f.; Thiel, Spaltung, S. 240. Umfassend dazu vgl. Dötsch, Umwandlungssteuerrecht, S. 290-301.

¹²⁵⁰ Vgl. BMF-Schreiben vom 25.03.1998, UmwStG, Rz. 15.01-15.09. Vgl. auch Dehmer, UmwG, S. 1254-1258, Thiel et al., Umwandlungssteuer-Erlaß, S. 156 f.

¹²⁵¹ Vgl. Haarmann/Busch, Steuerliche Aspekte, S. 403; Herzig/Förster, Problembereiche, S. 342.

¹²⁵² Vgl. R 139 III 1 EStR. Vgl. auch Thiel, Spaltung, S. 240. Zu den Teilbetrieben gehören demnach auch Mitunternehmeranteile und 100 %ige Beteiligungen an Kapitalgesellschaften. Vgl. Dehmer, UmwG, S. 1260-1268; Thiel et al., Umwandlungssteuer-Erlaß, S. 157.

¹²⁵³ Vgl. Blumers, Spaltung, S. 496 m. w. N.; Blumers, Einführungsschreiben, S. 1876 ff.; Dehmer, Umwandlungssteuergesetz, S. 1755 und S. 1762; Herzig/Förster, Problembereiche, S. 342; Herzig/Mommen, Spaltung, S. 2213; Herzig/Ott, Spaltungsbremse, S. 2037; Hörger, Abspaltung, S. 29; Krebs, Umstrukturierung, S. 2082.

¹²⁵⁴ Diese Interpretation geht auf die Regelung des Artikels 2 i der EG-Fusionsrichtlinie zurück. Umfassend dazu vgl. Blumers, Spaltung, S. 496-500. Vgl. auch Blumers, Einführungsschreiben, S. 1876 f.; Dehmer, Umwandlungssteuergesetz, S. 1755.

waltung einer tätigkeitsorientierten Auslegung folgt.¹²⁵⁵

Bei einer Abspaltung ist das Vorliegen eines Teilbetriebs für eine Übertragung zu Buchwerten für den übertragenden wie auch für den abgespaltenen Rechtsträger gemäß § 15 I 2 UmwStG zwingend notwendig.¹²⁵⁶ Generell ist bei der Abspaltung operativer Geschäftsbereiche davon auszugehen, daß die Teilbetriebsvoraussetzung als erfüllt anzusehen ist. Liegt diese wie z. B. bei Abspaltung einzelner Wirtschaftsgütern nicht vor, stellt die Abspaltung eine Sachausschüttung an die Anteilseigner des übertragenden Rechtsträgers zum gemeinen Wert der Wirtschaftsgüter und eine Einlage in den aufnehmenden Rechtsträger dar.¹²⁵⁷ Dabei werden die stillen Reserven der übertragenden Wirtschaftsgüter aufgedeckt, so daß eine Gewinnrealisierung auf Ebene der übertragenden Gesellschaft unweigerlich eintritt.¹²⁵⁸

Insbesondere bei der Abspaltung von Immobilien ist die Teilbetriebsvoraussetzung eine kritische Hürde.¹²⁵⁹ Einzelne Grundstücke gelten grundsätzlich nicht als Teilbetrieb, so daß bei der reinen Übertragung von Grundstücken eine steuerneutrale Gestaltung nicht möglich ist.¹²⁶⁰ Wird die Interpretation des Teilbetriebs durch die Finanzverwaltung und -rechtsprechung angelegt, muß das abzuspaltende Immobilienunternehmen einen vollständig eingerichteten Gewerbebetrieb aufweisen, der für sich allein lebensfähig ist. Als Kriterien für die Teilbetriebsvoraussetzung lassen sich allgemein u. a. eine getrennte Verwaltung, der Einsatz unterschiedlichen Personals, eine räumliche Trennung von anderen Betriebsteilen, ein abgegrenzter Kundenstamm und eine eigenständige Preisgestaltung nennen.¹²⁶¹ Für das Immobilienunternehmen können somit als weitere spezifische Mindestanforderungen die Existenz von marktwirtschaftlich gestalteten Mietverträgen mit der Muttergesellschaft und von Mieterträgen auf dem Immobilienmarkt mit Dritten identifiziert werden, um die Funktionsfähigkeit als Immobilienunternehmen nachzuweisen.

Neben der Teilbetriebsvoraussetzung existieren weitere Bedingungen für eine steuerneutrale

¹²⁵⁵ Vgl. Dehmer, UmwG, S. 1256.

¹²⁵⁶ Vgl. Dehmer, Umwandlungssteuergesetz, S. 1755. Mitunternehmeranteile sowie Beteiligungen an Kapitalgesellschaften, die das gesamte Nennkapital umfassen, gelten ebenfalls als Teilbetriebe. Vgl. § 15 I 3 UmwStG und BMF-Schreiben vom 25.03.1998, UmwStG, Rz. 03-15.06. Vgl. auch Dötsch, Umwandlungssteuerrecht, S. 293 f.

¹²⁵⁷ Vgl. Krebs, Umstrukturierung, S. 2083.

¹²⁵⁸ Vgl. BMF-Schreiben vom 25.03.1998, UmwStG, Rz. 15.10 f.

¹²⁵⁹ Insbesondere ist die Zuordnung der Immobilien bei der Spaltung von Teilbetrieben von Bedeutung, die beide die Immobilien gleichzeitig nutzen. Vgl. dazu umfassend Blumers, Spaltung, S. 497 ff.

¹²⁶⁰ Vgl. Haarmann/Busch, Steuerliche Aspekte, S. 403.

Buchwertfortführung: Grundlegend für eine Übertragung zu Buchwerten ist die Gewährleistung der Besteuerung der stillen Reserven in der Zukunft.¹²⁶² Zusätzlich besteht ein dreifaches Mißbrauchsverbot.¹²⁶³ Nach der Mißbrauchsregel des § 15 III 1 UmwStG müssen die zu übertragenden Mitunternehmeranteile bzw. 100 %ige Beteiligungen an Kapitalgesellschaften mindestens drei Jahre vor der Spaltung durch Übertragung von einzelnen Wirtschaftsgütern erworben worden sein.¹²⁶⁴

Als zweite Mißbrauchsregel dürfen gemäß § 15 III 3 und 4 UmwStG des weiteren durch die Spaltung weder Veräußerungen vorgenommen noch Voraussetzungen für den Verkauf der Wirtschaftsgüter geschaffen werden, die es erlauben, eine Besteuerung der stillen Reserven zu umgehen.¹²⁶⁵ Eine schädliche Veräußerung liegt dann vor, wenn innerhalb von fünf Jahren nach der Spaltung Anteile an einer an der Spaltung beteiligten Körperschaft veräußert werden, die mehr als 20 % der Anteile des übertragenden Rechtsträgers am Spaltungsstichtag darstellen.¹²⁶⁶ Wird die Trennung von Gesellschafterstämmen erwirkt, besteht eine dritte Mißbrauchsregel darin, daß die Beteiligung an der übertragenden Körperschaft mindestens fünf Jahre vor Spaltungsstichtag bestanden haben muß.¹²⁶⁷ Diese Klauseln schränken die Möglichkeit einer steuerneutralen Spaltung erheblich ein, so daß bei Publikumsgesellschaften mit liquidem Börsenhandel der Aktien zusammenfassend festgestellt werden muß, daß Abspaltung der Immobilien mit anschließender Börseneinführung der geschaffenen Anteile im Wege des

¹²⁶¹ Vgl. Dehmer, UmwG, S. 1255.

¹²⁶² Vgl. dazu Herzig/Mommen, Spaltung, S. 2160 ff.; Thiel, Spaltung, S. 239 f. Als weitere Voraussetzung für eine Buchwertfortführung gilt, daß keine Gegenleistungen außer der Gewährung von Gesellschaftsanteilen gewährt wird. Insbesondere ist gemäß § 15 I i. V. m. § 11 I 1 Nr. 2 UmwStG eine Gegenleistung in Barmitteln ausgeschlossen. Vgl. umfassend dazu Dehmer, UmwG, S. 1290-1297; Herzig/Förster, Problembereiche, S. 346 f.

¹²⁶³ Vgl. grundlegend dazu Herzig/Mommen, Spaltung, S. 2160 f.

¹²⁶⁴ Vgl. BMF-Schreiben vom 25.03.1998, UmwStG, Rz. 15.14-15.21. Vgl. Dehmer, Umwandlungssteuergesetz, S. 1756; Herzig/Förster, Problembereiche, S. 342; Herzig/Mommen, Spaltung, S. 2160; Thiel, Spaltung, S. 241.

¹²⁶⁵ Vgl. Dehmer, Umwandlungssteuergesetz, S. 1756 f.; Herzig/Förster, Problembereiche, S. 345 f.; Herzig/Mommen, Spaltung, S. 2160; Thiel, Spaltung, S. 241 ff. Vgl. vertiefend dazu Dehmer, UmwG, S. 1277-1283. Im Rahmen dieser Regel ist auch eine Kapitalerhöhung bei der übertragenden Körperschaft innerhalb von fünf Jahren schädlich, wenn kein angemessenes Aufgeld vergütet wird oder wenn die Mittel innerhalb der Frist an die Altgesellschafter ausgekehrt werden. Vgl. BMF-Schreiben vom 25.03.1998, UmwStG, Rz. 15.25. Vgl. auch Hörger, Abspaltung, S. 31.

¹²⁶⁶ Durch diese Regelung soll insbesondere verhindert werden, daß bei Publikumsaktiengesellschaften die Veräußerung eines einzigen Anteils zum Verlust der Steuerneutralität führt. Vgl. Wagner, Umwandlungsrecht, S. 459. Vgl. auch Blumers, Einführungsschreiben, S. 1879; Herzig/Mommen, Spaltung, S. 2160; Thiel, Spaltung, S. 242; Wochinger/Dötsch, Umwandlungssteuergesetz, S. 23 f.

¹²⁶⁷ Vgl. § 15 I 1 i. V. m. § 11 I UmwStG sowie § 15 III 4 UmwStG und BMF-Schreiben vom 25.03.1998, UmwStG, Rz. 15.35-15.40. Vgl. auch Blumers, Einführungsschreiben, S. 1879; Dehmer, UmwG, S. 1283 ff.; Herzig/Förster, Problembereiche, S. 346; Herzig/Mommen, Spaltung, S. 2160; Hörger, Abspaltung, S. 31, Thiel et al., Umwandlungssteuer-Erlaß, S. 159 f.

UmwG nicht ohne weiteres steuerfrei erfolgen kann.

• Grunderwerbsteuer

Neben der möglichen Belastung mit Körperschaft- und Gewerbesteuer gewinnt bei der Ausgliederung bzw. Abspaltung von Immobilien die Grunderwerbsteuer an Bedeutung.¹²⁶⁸ Gemäß § 1 I 3 GrEStG wird durch eine nach Handelsrecht erfolgende Spaltung eine Grunderwerbsteuerpflicht ausgelöst, soweit zum Vermögen des zu spaltenden Rechtsträgers Immobilien gehören.¹²⁶⁹ Allerdings ergeben sich je nach Form der Abspaltung und der Rechtsform des abzuspaltenden Unternehmens grunderwerbsteuerliche Besonderheiten. Im folgenden werden hier ausschließlich die die Kapitalgesellschaften betreffenden Zusammenhänge erläutert.

Bei der Einzelübertragung von inländischen Grundstücken auf eine aufnehmende Gesellschaft entsteht eine Grunderwerbsteuerpflicht entweder gemäß § 1 I Nr. 1 GrEStG durch verpflichtendes Rechtsgeschäft oder gemäß § 1 I Nr. 2 GrEStG durch Auflassung.¹²⁷⁰ Bei der Übertragung von Immobilien im Wege der Sonderrechtsnachfolge im Rahmen von Spaltungsvorgängen des UmwG als Eigentumsübergang unmittelbar kraft Gesetz wird zunächst grundsätzlich eine Grunderwerbsteuerpflicht gemäß § 1 I Nr. 3 GrEStG ausgelöst.¹²⁷¹ Für Erwerbsvorgänge bis zum 01.01.1997 stellt wie bei der Einzelrechtsnachfolge auch hier der Wert der Gegenleistung für die Übertragung der Immobilien, der im Spaltungsvertrag angegeben ist, die Bemessungsgrundlage für die Grunderwerbsteuer dar.¹²⁷² Der auf das Grundstück entfallende Teil der Gegenleistung berechnet sich dabei nach der BORUTTAU'schen Formel, nach der der mit der Gesamtgegenleistung multiplizierte Teilwert des Grundstücks durch die Summe des Teilwertes des Grundstücks und des Teilwertes der sonstigen Gegenstände dividiert wird.¹²⁷³ Für Erwerbsvorgänge nach dem 01.01.1997 werden Umwandlungsvorgänge gemäß § 8 II Nr. 2 i. V. m. § 138 II oder III BewG nach den Grundbesitzwerten besteuert, sofern der Erwerbs-

¹²⁶⁸ Vgl. Dehmer, UmwG, S. 1737; Dehmer, Umwandlungssteuergesetz, S. 1762.

¹²⁶⁹ Vgl. auch FinMin Baden-Württemberg, Erlaß vom 19.12.1997. Dabei ist es unerheblich, ob die Immobilien im Wege der Gesamt-, Sonder- oder Einzelrechtsnachfolge übertragen werden. Vgl. Dehmer, UmwG, S. 1737.

¹²⁷⁰ Vgl. grundlegend zur Grunderwerbsteuerpflicht aus Verpflichtungsgeschäft und Auflassung Boruttau-Fischer, GrEStG, S. 175–194 und S. 209–213.

¹²⁷¹ Vgl. Boruttau-Fischer, GrEStG, S. 238–254, insbesondere Rz. 531–542.

¹²⁷² Vgl. FinMin Bayern, Erlaß vom 14.07.95.

¹²⁷³ Vgl. auch Boruttau-Sack, GrEStG, S. 733, Rz. 111 und S. 889, Rz. 539 f.; Fleischer, Grunderwerbsteuer, S. 1394 f. Vertiefend zur Gegenleistung vgl. Boruttau-Viskorf, GrEStG, S. 676–707 und Boruttau-Sack, GrEStG, S. 708–919. Vgl. auch Dehmer, UmwG, S. 1737.

vorgang nach § 1 I Nr. 3 GrEStG steuerpflichtig ist.¹²⁷⁴

Die Ausgliederung der Immobilien von einer Kapitalgesellschaft in eine Kapitalgesellschaft unterliegt gemäß § 1 III GrEStG der Grunderwerbsteuer.¹²⁷⁵ Werden die Immobilien in eine Personenhandelsgesellschaft eingebracht, ist gemäß § 5 II GrEStG der Vermögensübergang Grunderwerbsteuerlich begünstigt, wenn die einbringende Kapitalgesellschaft an der übernehmenden Gesamthand beteiligt war bzw. infolge der Umstrukturierungsmaßnahme beteiligt wird.¹²⁷⁶ Wird im folgenden eine Grunderwerbsteuerlich unschädliche Umwandlung der ausgegliederten Personenhandelsgesellschaft in eine Kapitalgesellschaft nach einem vorgefaßten Plan in zeitlichem und sachlichem Zusammenhang mit der Grundstücksübertragung vorgenommen,¹²⁷⁷ scheidet eine Befreiung von der Grunderwerbsteuerpflicht gemäß § 5 II GrEStG aus, da die einbringende Gesellschaft nicht mehr über ihre Gesamthandsberechtigung am Grundstück beteiligt ist.¹²⁷⁸

Bei der Auf- und Abspaltung von Immobilien in eine Kapitalgesellschaft besteht gemäß § 1 I Nr. 3 GrEStG grundsätzlich eine Grunderwerbsteuerpflicht.¹²⁷⁹ Allerdings ist die Abspaltung aus Grunderwerbsteuerlicher Sicht der Aufspaltung vorzuziehen, da nur der übertragende Teil der inländischen Immobilien unter die Steuerpflicht fällt.¹²⁸⁰ Während bei der Aufspaltung sämtliche Immobilien der Grunderwerbsteuer unterliegen, erfüllen die beim übertragenden Rechtsträger verbleibenden Immobilien nicht den Besteuerungstatbestand.¹²⁸¹ Vor diesem Hintergrund schließen HERZIG/MOMMEN, daß eine Besteuerung der Übertragung der Grundstücke mit Grunderwerbsteuer vermieden werden kann, wenn die Immobilien bei der

¹²⁷⁴ Vgl. FinMin Baden-Württemberg, Erlaß vom 19.12.1997. Vgl. auch Boruttau-Sack, GrEStG, S. 890, Rz. 539; Fleischer, Grunderwerbsteuer, S. 1395.

¹²⁷⁵ Vgl. auch FinMin Baden-Württemberg, Erlaß vom 19.12.1997, Teilziffer II.3.

¹²⁷⁶ Vgl. Dehmer, UmwG, S. 1738; Fleischer, Grunderwerbsteuer, S. 1392. Umfassend zur Einbringung von Immobilien in eine Personengesellschaft siehe Müller, Gestaltungsmöglichkeiten, S. 1385–1391.

¹²⁷⁷ Gemäß BFH-Beschluß vom 4. Dezember 1996 unterliegen formwechselnde Umwandlungen mangels Rechtsträgerwechsels nicht der Grunderwerbsteuer. Vgl. auch FinMin Baden-Württemberg, Erlaß vom 19.12.1997, Teilziffer IV.2. Vgl. auch Boruttau-Fischer, GrEStG, S. 245–250.

¹²⁷⁸ Vgl. FinMin Baden-Württemberg, Erlaß vom 10.07.1998. Umfassend dazu vgl. Boruttau-Viskorf, GrEStG, S. 627–637.

¹²⁷⁹ Vgl. FinMin Bayern, Erlaß vom 14.07.95; FinMin Baden-Württemberg, Erlaß vom 19.12.1997, Teilziffer II.1 und II.2. Vgl. auch Boruttau-Fischer, GrEStG, S. 251, Rz. 560. Auch die Übertragung einer 100 %igen Beteiligung ist gemäß § 1 III Nr. 3 bzw. Nr. 4 GrEStG Grunderwerbsteuerpflichtig. Vgl. Dehmer, UmwG, S. 1737.

¹²⁸⁰ Vgl. Fleischer, Grunderwerbsteuer, S. 1391 f.

¹²⁸¹ Vgl. Dehmer, UmwG, S. 1738. Zu den Gestaltungsnotwendigkeiten siehe vertiefend Fleischer, Grunderwerbsteuer, S. 1392.

Ursprungsgesellschaft verbleiben.¹²⁸² Für die Abspaltung eines Immobilienunternehmens bedeutet dieser Vorschlag, daß das gesamte operative nichtimmobilienbezogene Geschäft des übertragenden Rechtsträgers auf einen neuen Rechtsträger überzugehen hat. Kann dieser Vorgang körperschaft- und gewerbesteuerlich neutral strukturiert werden, steht dieser Gestaltung aus steuerlichen Gesichtspunkten nichts entgegen. Sollten bei dieser Transaktion jedoch Ertragsteuern anfallen, ist diese Konstruktion nur dann vorteilhaft, wenn die etwaige Grunderwerbsteuerlast die anfallenden Ertragsteuern überkompensiert.¹²⁸³ Wenn steuerliche Sonder-situationen wie Verlustvorträge ausgeblendet werden, dürfte dieser Sachverhalt allerdings vor dem Hintergrund der stark unterschiedlichen Steuersätze nur dann vorliegen, wenn die Immobilien den weitaus überwiegenden Teil der Aktiva des Rechtsträgers vor der Spaltung ausmachen.

In der Praxis und in der Literatur wird die zusätzliche Belastung der Spaltungsformen mit Grunderwerbsteuer stark kritisiert und eine generelle Befreiung gefordert, da diese Verkehrssteuer die Vorteilhaftigkeit der Spaltung maßgeblich belastet.¹²⁸⁴ Trotz dieser Kritik steht allerdings eine Änderung der Gesetzgebung oder der Verfahrensweise der Finanzverwaltung in naher Zukunft nicht in Aussicht, so daß festgestellt werden muß, daß bei der Separation eines Immobilienunternehmens von der übertragenden Gesellschaft mit nachfolgendem Börsengang die Grunderwerbsteuer kaum vermieden werden kann. Zusammenfassend ist festzuhalten, daß die Separation der Immobilien von den anderen Geschäftsaktivitäten durch Nutzung der im UmwG angebotenen Spaltungsformen zwar im Wege der Sonderrechtsnachfolge handelsrechtlich effizient, aber nur unter erheblich einschränkenden Bedingungen steuerneutral erfolgen kann. Da die Immobilien in den vorgestellten Fällen bei Nutzung der Spaltungsformen des UmwG auf eine Kapitalgesellschaft als neuen Rechtsträger übertragen werden, fällt grundsätzlich Grunderwerbsteuer an.¹²⁸⁵ Zur Aushebelung dieser hemmenden steuerrechtlichen Regelungen können durchaus erste Ansatzpunkte identifiziert werden: Anstatt Aktien können z. B. auch Genußscheine¹²⁸⁶ als aktienähnliches Surrogat von der abgespaltenen Immobilienaktiengesellschaft emittiert werden, die neben einer festen Verzinsung eine weitere

¹²⁸² Vgl. Herzig/Mommen, Spaltung, S. 2213.

¹²⁸³ Vgl. Fleischer, Grunderwerbsteuer, S. 1390.

¹²⁸⁴ Vgl. Boruttau-Fischer, GrEStG, S. 250 f. m. w. N.; Dehmer, Umwandlungssteuergesetz, S. 1762; Fleischer, Grunderwerbsteuer, S. 1396.

¹²⁸⁵ Siehe zu weiteren Steuerminimierungsvorschlägen wie die Beeinflussung der Bemessungsgrundlage und des -zeitpunkts Fleischer, Grunderwerbsteuer, S. 1395 f.

Erfolgsbeteiligung verbriefen. Da so keine formale Veräußerung von Anteilen vollzogen wird, entsteht auch kein Besteuerungstatbestand. Weiterhin können zur Umgehung der 5-Jahresfrist gemäß § 15 III UmwStG auch Wandelanleihen emittiert werden,¹²⁸⁷ die dem Halter ein Wandelrecht in Aktien der Immobilienaktiengesellschaften nach fünf oder sechs Jahren einräumt, so daß ebenfalls kein Gesellschafterwechsel innerhalb der Frist steuerschädlich eintritt. Auch diese hier skizzierten, komplizierteren ertragsteuerminimierenden Gestaltungsformen laufen allerdings mit Blick auf den eindeutigen Willen des Gesetzgebers zur Besteuerung der stillen Reserven Gefahr, vor dem Hintergrund vorab gefaßter Gesamtpläne als Mißbrauchstatbestände gemäß § 15 UmwStG oder sogar als Umgehungstatbestände gemäß § 42 AO ihre vermeidliche Vorteilhaftigkeit einzubüßen.¹²⁸⁸

4.3.1.4 Abwicklung der Spaltung

Für die Vorbereitung und Durchführung der Spaltung sind neben rechtlichen vor allem auch organisatorische Aspekte zu beachten: Aus einem unternehmensinternen organisatorischen Blickwinkel sind wie bei der Separation der Immobilien durch Verkauf die abspaltbaren Immobilien zu identifizieren. Aufgrund der marktgerichteten Aktivität des abzusplattendes Immobilienunternehmens ist davon auszugehen, daß insbesondere Mehrzweckimmobilien als Aktiva übertragen werden. Werden alle Mehrzweckimmobilien des Unternehmens und somit auch betriebsnotwendige Immobilien abgespalten, ist es notwendig, daß das übertragende Unternehmen gleichzeitig marktorientierte Mietverträge mit dem abzusplattendes Immobilienunternehmen über diejenigen Immobilien abschließt, deren weitere Nutzung es beabsichtigt.

Weiterhin sind konstitutive Entscheidungen über das Immobilienunternehmen z. B. hinsichtlich Geschäftsauftrag, strategischer Positionierung im Immobilienmarkt, Kapitalausstattung und Besetzung des Managements zu treffen.¹²⁸⁹ Dazu sind unternehmensinterne Ressourcen für das Immobilienunternehmen freizusetzen: So sind für das Unternehmen geeignete Mitarbeiter mit immobilienpezifischem Know-how unternehmensintern und/oder -extern zu gewinnen. Ferner ist die allgemeine Betriebsbereitschaft des Immobilienunternehmens herzu-

¹²⁸⁶ Genußscheine verbriefen Genußrechte, die allgemein als finanzielle Ansprüche des Inhabers des Genußscheines an ein Unternehmen definiert werden können. Vgl. vertiefend dazu Kakuschke, Genußscheinen, S. 48–54; Westphal, Genußscheinkapital, S. 9–15.

¹²⁸⁷ Zu den Charakteristika von Wandelanleihen siehe bspw. Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 386–390.

¹²⁸⁸ Vgl. auch Krebs, Umstrukturierung, S. 2083.

stellen; dazu ist das Unternehmen z. B. mit ausreichender Liquidität zu versorgen. In enger Abstimmung mit diesen Entscheidungen steht die Planung des zukünftigen Kapitalmarktauftritts des neuen Immobilienunternehmens. Da ein Spin-Off für die Aktionäre der Muttergesellschaft nur vorteilhaft sein kann, wenn die neu geschaffenen Aktien eine entsprechende Werthaltigkeit und Liquidität im Markt aufweisen, ist ein adäquates Emissionskonzept zu entwickeln und zielgerichtet zu implementieren.

Die rechtliche Abwicklung der Spaltung gliedert sich in drei Hauptschritte:¹²⁹⁰ Als rechtsgeschäftliche Grundlage ist in der Vorbereitungsphase bei der Spaltung zur Aufnahme gemäß § 126 UmwG ein Spaltungs- und Übernahmevertrag zu schließen.¹²⁹¹ Wenn bei der Spaltung ein neuer Rechtsträger entstehen soll, ist dagegen gemäß § 136 UmwG ein Spaltungsplan notwendig.¹²⁹² Die Umwandlung unterliegt grundsätzlich der Prüfung durch einen sachverständigen Prüfer,¹²⁹³ die bei der Spaltung gemäß § 127 UmwG in Form eines Spaltungsberichtes dokumentiert wird.¹²⁹⁴ Im zweiten Schritt, der Beschlußphase, entscheiden die Anteilseigner der beteiligten Rechtsträger mit der erforderlichen qualifizierten Mehrheit über die Durchführung der Spaltung.¹²⁹⁵ Bei Zustimmung wird der Umwandlungsvertrag rechtskräftig. Nach der Beschlußfassung ist im letzten Schritt die Anmeldung in das Handelsregister zu beantragen.¹²⁹⁶ Mit der Eintragung ins Handelsregister wird die Spaltung gemäß § 131 UmwG rechtskräftig.¹²⁹⁷ Im Anschluß an die erfolgte Spaltung ist dann die Börseneinführung zu betreiben und die Aktien sind entweder an die Altgesellschafter im Verhältnis ihrer Beteiligung an der Muttergesellschaft zu verteilen oder im Wege der öffentlichen Begebung an fremde Investoren zu verkaufen. Diese Strategien werden im Anschluß an die nachfolgenden Kapitel zur Börseneinführung im einzelnen erörtert.

¹²⁸⁹ Diese Aufzählung ist keineswegs abschließend. In der Abspaltung eines im Vorfeld nicht eigenständig operierenden Unternehmens ist die gesamte Struktur des Unternehmens zu bestimmen.

¹²⁹⁰ Vgl. Dötsch, Umwandlungssteuerrecht, S. 273; Neye, Reform, S. 2071.

¹²⁹¹ Vertiefend zu Form und Inhalt des Spaltungs- und Übernahmevertrags vgl. Dehmer, UmwG, S. 485–502; Lutter-Priester, UmwG, S. 1015–1035; Wöhe/Bilstein, Unternehmensfinanzierung, S. 124 f.

¹²⁹² Vgl. Dehmer, UmwG, S. 563–574; Lutter-Priester, UmwG, S. 1130 ff.; Neye, Reform, S. 2071.

¹²⁹³ Zur Spaltungsprüfung siehe Engelmeyer, Informationsrechte, S. 332; Lutter-Hommelhoff, UmwG, S. 1036–1052; Wöhe/Bilstein, Unternehmensfinanzierung, S. 125 f.

¹²⁹⁴ Vgl. Dehmer, UmwG, S. 502–505; Eisele/Renner, Grundzüge, S. 173; Engelmeyer, Informationsrechte, S. 331.

¹²⁹⁵ Vgl. Lutter-Priester, UmwG, S. 1052–1056; Wöhe/Bilstein, Unternehmensfinanzierung, S. 126.

¹²⁹⁶ Vgl. Eisele/Renner, Grundzüge, S. 173; Lutter-Priester, UmwG, S. 1057–1062; Neye, Reform, S. 2071.

¹²⁹⁷ Vgl. Dehmer, UmwG, S. 515–535; Lutter-Teichmann, UmwG, S. 1062–1069.

4.3.2 Börseneinführung einer abgespaltenen Immobilienaktiengesellschaft

4.3.2.1 Rechtliche Voraussetzungen für eine Börseneinführung

Für die Einführung der Anteile des abgespaltenen Immobilienunternehmens an einer Wertpapierbörse sind verschiedene rechtliche und wirtschaftliche Anforderungen zu erfüllen: Als grundlegende Voraussetzung für eine Börseneinführung ist das Immobilienunternehmen als Aktiengesellschaft (bzw. Kommanditgesellschaft auf Aktien) zu inkorporieren.¹²⁹⁸ Weitere rechtliche Voraussetzungen werden durch das vorgesehene Börsensegment¹²⁹⁹ bestimmt, in dem das Immobilienunternehmen zum Handel zugelassen werden soll.¹³⁰⁰ Für ein Immobilienunternehmen kommt dabei insbesondere der amtliche Handel in Frage, da in diesem Segment die größten und liquiden existierenden börsennotierten Immobilienunternehmen notiert werden.¹³⁰¹ Für den amtlichen Handel sind dabei die strengsten Zulassungsvoraussetzungen zu erfüllen:¹³⁰² So müssen die Aktien gemäß § 2 I BörsZulV eine Marktkapitalisierung von mindestens DM 2,5 Mio. aufweisen. Dies dürfte bei aus Spaltungen hervorgehenden Immobilienunternehmen in aller Regel als unproblematisch gelten, da davon auszugehen ist, daß vor dem Hintergrund der mit der Transaktion verbundenen Kosten Spaltungen nur ab einem mittelgroßen Volumen vorteilhaft vorgenommen werden können.

Zur Sicherstellung einer angemessenen Liquidität der Aktien müssen weiterhin gemäß § 9 I BörsZulV mindestens 25 % des gezeichneten Kapitals der Immobilienaktiengesellschaft am Markt plziert werden. Die Erfüllung dieser Vorschrift kann allerdings zu einer rückwirkenden Besteuerung des Abspaltungsvorgangs führen, da die Veräußerung von Anteilen an der Börse als entgeltliche Veräußerung im UmwStG angesehen wird.¹³⁰³ Gemäß § 15 III 2 UmwStG dürfen innerhalb von fünf Jahren nicht mehr als 20 % des Unternehmens vor der Spaltung veräußert werden,¹³⁰⁴ um eine Buchwertverknüpfung zu gewährleisten und damit eine Realisierung der stillen Reserven zu vermeiden.¹³⁰⁵ Die Finanzverwaltung führt

¹²⁹⁸ Vgl. Hennigs, Börseneinführung, S. 12; Koch/Wegmann, Börseneinführung, S. 35.

¹²⁹⁹ Vgl. auch Blättchen, Börse, S. 8; Gerke/Rapp, Eigenkapitalbeschaffung, S. 292 f.

¹³⁰⁰ Vgl. Koch/Wegmann, Börseneinführung, S. 50.

¹³⁰¹ Vgl. dazu Scharpenack/Nack/Haub, Immobilien-Aktiengesellschaften, S. 661. Bei den Börseneinführungen von Tochtergesellschaften in Deutschland werden allerdings überwiegend die Unternehmen im geregelten Markt plziert, der weniger strenge Auflagen an die Unternehmen stellt. Vgl. Hennigs, Börseneinführung, S. 35; Schultze, spin-off, S. 55.

¹³⁰² Das Zulassungsverfahren ist im Börsengesetz, in der Börsenzulassungsverordnung sowie in den Börsenordnungen der jeweiligen Regionalbörsen geregelt.

¹³⁰³ Vgl. Dötsch, Umwandlungssteuerrecht, S. 303 f.

¹³⁰⁴ Vgl. BMF-Schreiben vom 25.03.1998, UmwStG, Rz. 15.27. Vgl. Abschnitt 4.3.1.3, Steuerliche Behandlung der Spaltung, S. 231.

¹³⁰⁵ Vgl. vertiefend dazu Dötsch, Umwandlungssteuerrecht, S. 302-305.

dazu aus, daß die 20 %-Quote gemäß dem Verhältnis der übergehenden Vermögensteile aufzuteilen ist.¹³⁰⁶ Daraus folgt bei einer Börsennotierung von 25 % des abgespaltenen Immobilienunternehmens im amtlichen Markt, daß die auf das Immobilienunternehmen übertragenen Immobilien bis zu maximal 80 % des Vermögens der Gesellschaft vor Spaltung ausmachen dürfen, ohne daß die steuerneutrale Buchwertfortführung gefährdet ist. Zwingende Voraussetzung für diese Grenze im obigen Beispiel ist aber, daß im Zeitraum von fünf Jahren kein einziger Anteil der Muttergesellschaft veräußert wird. Werden Anteile von Mutter- und Tochtergesellschaft im 5-Jahres-Zeitraum veräußert, dürfen die übertragenen Immobilien nur einen entsprechend geringeren Anteil am Gesamtvermögen ausmachen, was nachstehende Tabelle 10 verdeutlicht.¹³⁰⁷

Gesellschaft A nach Spaltung						
Anteil des übergegangenen Vermögens in %	1	10	20	30	40	50
Zulässige Quote in %	100	100	100	66,7	50	40
Gesellschaft B nach Spaltung						
Anteil des übergegangenen Vermögens in %	99	90	80	70	60	50
Zulässige Quote in %	20,2	22,2	25	28,6	33,3	40
Bei Veräußerung von Anteilen an der Gesellschaft A in Höhe der zulässigen Quote verbleiben für die Gesellschafter der Gesellschaft B	19,2	12,2	0	0	0	0

Tabelle 10: Maximale Veräußerungsquoten nach § 15 III 2 UmwStG¹³⁰⁸

Vor diesem Hintergrund wird deutlich, daß eine Einführung der Immobilien im amtlichen Markt aufgrund des minimal zu platzierenden Grundkapitals u. U. zu einer rückwirkenden Besteuerung der Abspaltung führen kann. Wenn das Immobilienunternehmen nachweisen kann, daß auch bei geringeren Platzierungsquoten ein ordnungsgemäßer Börsenhandel gewährleistet ist, sieht § 9 I BörsZulV vor, auch eine geringere Platzierungsquote zuzulassen.¹³⁰⁹ Da der mehrfache Verkauf von Aktien, die aus einer Spaltung resultieren und bereits einmal

¹³⁰⁶ Vgl. BMF-Schreiben vom 25.03.1998, UmwStG, Rz. 15.28.

¹³⁰⁷ Gesellschaft A und B sind beides Gesellschaften, die aus einer Spaltung resultieren. Es ist unerheblich, welche Gesellschaft die ursprüngliche war und welche Form der Spaltung vorliegt. In Abhängigkeit des Anteils des übergegangenen Vermögens an der Ursprungsgesellschaft werden nun als „zulässige Quote“ derjenige Anteil des gezeichneten Kapitals der Gesellschaften berechnet, der steuerunschädlich veräußert werden kann.

¹³⁰⁸ Vgl. Thiel, Spaltung, S. 242. Vgl. auch BMF-Schreiben vom 25.03.1998, UmwStG, Rz. 15.29, Dötsch, Umwandlungssteuerrecht, S. 309 f.

¹³⁰⁹ Vgl. Schultze, spin-off, S. 56.

veräußert wurden, nicht schädlich für die Buchwertfortführung ist, steht ein reger Börsenhandel so lange der umwandlungssteuerrechtlichen Norm nicht entgegen, wie ein erstmaliger Verkauf die 20 %-Grenze nicht überschreitet.¹³¹⁰

Grundsätzlich gilt gemäß § 3 I BörsZulV, daß das Immobilienunternehmen mindestens drei Jahre bestanden und für diesen Zeitraum entsprechende Jahresabschlüsse offengelegt haben muß. Davon kann allerdings gemäß § 3 II BörsZulV abgesehen werden, sofern es im Interesse von Emittent und Markt ist. Werden Aktien, die aus einer Spaltung entstehen, zum Börsenhandel zugelassen, sind gemäß § 41 I 1 BörsZulV zusätzlich zum Börsenprospekt Unterlagen bereitzustellen, die die Spaltung beschreiben. Sofern eine Spaltung zur Neugründung erfolgte und somit noch kein Jahresabschluß für das Immobilienunternehmen festgestellt werden konnte, ist die Eröffnungsbilanz am Sitz des Emittenten oder der Zulassungsstelle zur Einsicht bereitzuhalten.¹³¹¹

4.3.2.2 Phasenspezifische Abwicklung der Börseneinführung

Im folgenden wird die Abwicklung der Börseneinführung der Aktien der abgespaltenen Tochtergesellschaft grob skizziert, wobei angenommen wird, daß die entstehenden Aktien an neue Investoren veräußert werden.¹³¹² Da das Verfahren bei der Verteilung der Anteile an Altgesellschafter nach der Marketingphase endet und bis dahin weitgehend identisch ist, wird hier nicht im besonderen darauf eingegangen.

Nach der grundsätzlichen Entscheidung für eine Börseneinführung und der Bestimmung der wesentlichen Parameter wird im Rahmen vorzubereitender Maßnahmen ein unternehmensinternes Projektteam zusammengestellt und für die Emission eine Emissionsbank ausgewählt.¹³¹³ Diese ist bei der Einführung eines Immobilienunternehmens in den amtlichen Markt gemäß § 36 II BörsG zwingend hinzuziehen und übernimmt zahlreiche Einzelaufgaben als Emissionshaus im Rahmen des Börsengangs.¹³¹⁴ Für den Emittenten ist entscheidend, daß die Emissionsbank neben exzellenten Marktkenntnissen des Segments „Immobilienaktiengesellschaft

¹³¹⁰ Vgl. Dötsch, Umwandlungssteuerrecht, S. 308.

¹³¹¹ Vgl. Schultze, spin-off, S. 56.

¹³¹² Die erstmalige Einführung von Aktien an der Börse wird auch als Initial Public Offering (IPO) bezeichnet. Vgl. umfassend Jakob, Initial Public Offerings, S. 7. Zur Börseneinführung von Tochtergesellschaften vgl. ausführlich Hasselmann, Tochtergesellschaften; Hennigs, Börseneinführung, Volk, Tochtergesellschaften.

¹³¹³ Vgl. Koch/Wegmann, Börseneinführung, S. 195. Vertiefend zu den Auswahlkriterien siehe Schlick, Going Public, S. 123–126.

ten“ über eine entsprechend hohe Plazierungskraft bei der Investorenzielgruppe verfügt. Ein weiteres Kriterium für die Auswahl ist ferner die Bereitstellung von ausreichender finanzieller Ressourcen durch die Emissionsbank zur Pflege des Sekundärmarktes, um so den nachhaltigen Erfolg der Börseneinführung der Immobilienaktiengesellschaft sicherzustellen.¹³¹⁵ Nach dem die Voraussetzungen für einen Börsengang geschaffen sind, wird der in Abbildung 12 dargestellte Prozeß der Börseneinführung initiiert:¹³¹⁶

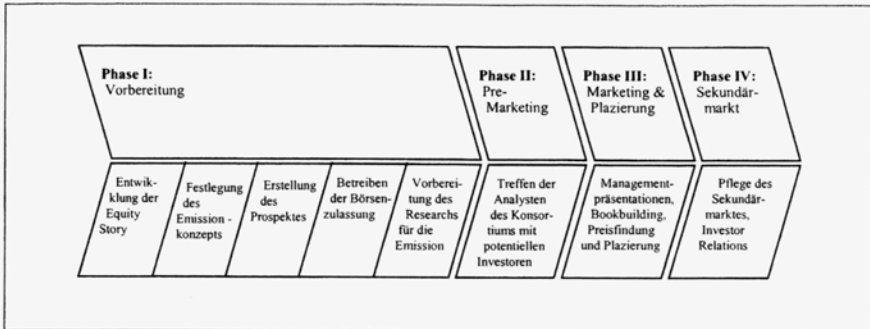


Abbildung 12: Phasenspezifischer Ablauf der Börseneinführung

In der Vorbereitungsphase sind in enger Zusammenarbeit zwischen Emittent und Emissionsbank Analysen hinsichtlich der Durchführbarkeit der Börseneinführung anzufertigen: Dort stehen neben einer Prüfung der Börsenreife des Immobilienunternehmens vor allem grundlegende Überlegungen zur zukünftigen Aktionärsstruktur, zur Equity Story und zum Verhältnis zwischen Muttergesellschaft und Immobilienunternehmen im Vordergrund.¹³¹⁷ Sind diese grundlegenden Eckpunkte festgelegt, werden alle Entscheidungen hinsichtlich der einzelnen Parameter der Börseneinführung durch detaillierte Analysen vorbereitet: Neben einer kapitalmarktorientierten Unternehmensbewertung gilt es, die Anlagestrategien institutioneller Investoren hinsichtlich Immobilienaktien zu analysieren und die potentielle Nachfrage nach den Aktien der Immobilienaktiengesellschaft abzuschätzen. In einem detaillierten immobilien-spezifischen Emissionskonzept sind die bestimmenden Parameter wie Emissionsvolumen und Preisspanne, die Entscheidung über Kapitalerhöhung und Umplazierung, Vermarktungs- und Plazierungsmodalitäten, Börsenplatz und -segment, Publizitätskonzept und einen detaillierten

¹³¹⁴ Zu Funktionen des Emissionshauses vgl. Gerke/Rapp, Eigenkapitalbeschaffung, S. 293 ff.; Schlick, Going Public, S. 111–122.

¹³¹⁵ Vgl. Titzrath, Going Public, S. 152 f.

¹³¹⁶ Vgl. auch Thommen/Achleitner, Betriebswirtschaftslehre, S. 459.

Zeitplan für die Börseneinführung festzulegen.¹³¹⁸ In Zusammenarbeit zwischen Emittent und Emissionsbank sind zusätzliche Wertpapierhäuser in ein Konsortium für die Begebung der Aktien einzuladen. Weiterhin ist das Börsenzulassungsverfahren durch die Emissionsbank zu betreiben, wobei im wesentlichen die Erstellung und Einreichung des Börsenprospekts, der von Emittent, Emissionsbank und weiteren Beratern erstellt wird, bei der Börsenzulassungsstelle im Vordergrund steht.¹³¹⁹

In der Phase „Pre-Marketing“ steht die Vorbereitung des Auftritts des Management durch die Wertpapieranalysten der Konsortialbanken bei Investoren im Mittelpunkt.¹³²⁰ Es ist im Wege einer fortwährenden Kommunikation mit Investoren, Wertpapieranalysten und Mitarbeitern bereits frühzeitig die Chance zu ergreifen, den Kapitalmarkt von der Vorteilhaftigkeit der Investition in die Aktien des Immobilienunternehmens zu überzeugen. Zur Erfüllung dieser Aufgabe ist ein koordiniertes Vorgehen zwischen Emittent und Emissionsbank zwingend notwendig. Dabei sind von den am Emissionskonsortium teilnehmenden Wertpapierhäuser emissionsbegleitendes Research zur Immobilienaktiengesellschaft und gegebenenfalls zum Immobilienmarkt für die Marketingphase vorzubereiten.

In der Phase Marketing und Plazierung präsentiert sich das Management der Immobilienaktiengesellschaft im Rahmen von Einzelgesprächen und Unternehmenspräsentationen mit potentiellen institutionellen Investoren und steht den potentiellen Anlegern für detaillierte Fragen zur Verfügung.¹³²¹ Während dieser Phase können beim Verkauf der Anteile an neue Investoren Zeichnungswünsche beim Konsortium oder beim Bookrunner abgegeben werden, der im Wege des Bookbuildings¹³²² ein Orderbuch erstellt und dieses auf die Güte der Investoren hin analysiert. Mit der endgültigen Preisfestsetzung und der Allokation der Aktien an die Investoren ist die Plazierung der Aktien vollzogen.

Nach dem Druck, der Veröffentlichung und der Übergabe des endgültigen Börsenprospekts an neue Investoren ist die Börseneinführung abgeschlossen. Die Aktien sind dann an der Börse notiert und so auf dem Sekundärmarkt handelbar, der insbesondere vom Bookrunner und

¹³¹⁷ Vgl. Trobitz/Wilhelm, *Going Public*, S. 168.

¹³¹⁸ Vgl. Koch, *Going Public*, S. 251 ff.; von Oettingen, *Planung*, S. 101.

¹³¹⁹ Vgl. Titzrath, *Going Public*, S. 143.

¹³²⁰ Vgl. Jakobs, *Initial Public Offerings*, S. 169–185; Thommen/Achleitner, *Betriebswirtschaftslehre*, S. 458 f.

¹³²¹ Vgl. Jakobs, *Initial Public Offerings*, S. 186–189.

vom Konsortium gepflegt wird.¹³²³ Nach erfolgter Börseneinführung muß es Ziel des Unternehmens sein, nicht nur durch die laufende gesetzlich vorgeschriebene Publizität, wie z. B. die Veröffentlichung von Geschäftsberichten oder Informationsbereitstellung anlässlich von Hauptversammlungen, sondern auch durch eine proaktive Informationspolitik in Form von Unternehmenspräsentationen, Analystentreffen und Pressemitteilungen eine kapitalmarktorientierte Kommunikation aufzubauen.¹³²⁴

Bei der Distribution der geschaffenen Anteile lassen sich zwei bereits mehrfach erwähnte grundlegende Optionen unterscheiden, die im folgenden hinsichtlich ihrer Struktur, ihrer Wirkung auf den Marktwert des Eigenkapitals und der Reaktionen im Kapitalmarkt analysiert werden.

4.3.3 Distribution der Aktien an Altgesellschafter: Spin-Off

4.3.3.1 Struktur und Motive eines Spin-Offs

Ein Spin-Off ist die Pro-rata-Verteilung von Aktien einer abgrenzbaren oder zum Zweck des Spin-Offs ausgegliederten Tochtergesellschaft an die Gesellschafter der Muttergesellschaft.¹³²⁵ Ergebnis eines Spin-Offs sind zwei rechtlich und wirtschaftlich unabhängige Unternehmen mit identischen Gesellschafterstämmen, wobei die Aktien der Unternehmen vollständig getrennt voneinander an der Börse notiert werden.¹³²⁶ Nach dem Spin-Off bestehen so keine personellen, institutionellen, funktionellen oder strukturellen Verbindungen zum übertragenden Unternehmen, so daß das abgespaltene Unternehmen nicht mehr dem Einflußbereich der Muttergesellschaft unterliegt.¹³²⁷ Bei einem Spin-Off fließt i. d. R. weder dem übertragenden noch dem übernehmenden Unternehmen neues Kapital zu.¹³²⁸

Unter deutschen Rahmenbedingungen kann ein Spin-Off der Immobilien handelsrechtlich,

¹³²² Vgl. umfassend zum Bookbuilding Jakobs, Initial Public Offerings, S. 169–218. Vgl. auch Koch/Wegmann, Börseneinführung, S. 195 f.; Thiel, Emissionspreisfindung, S. 221–230.

¹³²³ Vgl. von Oettingen, Planung, S. 8

¹³²⁴ Die Kommunikation mit dem Kapitalmarkt und Investoren wird unter dem Begriff „Investor Relations“ zusammenfaßt. Vgl. dazu grundlegend Allendorf, Investor Relations. Vgl. auch Koch, Going Public, S. 256; Titzrath, Going Public, S. 143.

¹³²⁵ Vgl. Ball/Rutherford/Shaw, Wealth, p. 598; Cornell, Spin-Off, p. 3 f.; Gordon, Spin-Offs, p. 61; Hite/Owers, Reactions, pp. 410 f.; Slovin/Sushka/Ferraro, Comparison, p. 91. Für eine Übersicht über verschiedene Definitionen amerikanischer Autoren siehe Schultze, spin-off, S. 11.

¹³²⁶ Vgl. Ball/Rutherford/Shaw, Wealth, p. 598; Cornell, Spin-Off, pp. 3 f.; Slovin/Sushka/Ferraro, Comparison, p. 91.

¹³²⁷ Vgl. Schultze, spin-off, S. 12.

¹³²⁸ Vgl. Cornell, Spin-Off, p. 6; Slovin/Sushka/Ferraro, Comparison, p. 91.

wie im vorherigen Abschnitt dargestellt, durch die Kombination einer Ausgliederung mit einer nachfolgenden Abspaltung oder alternativ direkt durch eine Abspaltung erreicht werden. Dazu werden in einem ersten Schritt die Immobilien und damit verbundene Organisationseinheiten in eine Aktiengesellschaft inkorporiert und von den anderen operativen Einheiten des Unternehmens institutionell getrennt. In einem zweiten Schritt werden die börsennotierten Anteile an der Immobilienaktiengesellschaft an die Altgesellschafter des übertragenden Unternehmens verteilt. Im US-amerikanischen Rechtsraum kann diese Spaltung eines Unternehmens im Wege einer Sachdividende steuerfrei erreicht werden.¹³²⁹ Aus steuerrechtlicher Sicht kann in Deutschland ein Spin-Off dagegen nicht ohne weiteres steuerneutral dargestellt werden.

Es lassen sich eine Vielzahl von Motiven für ein Spin-Off identifizieren: Neben dem elementaren Ziel der Unternehmenswertsteigerung stehen vor allem strategische Motive wie z. B. die Veränderung der Produkt- oder Marktbereichsstrategie, die Konzentration der Aktivitäten auf das Kerngeschäft sowie die Steigerung der Unternehmensklarheit im Vordergrund.¹³³⁰ Auch organisatorische Motive wie die Verbesserung der Handlungsfähigkeit der Tochtergesellschaften, die Vereinfachung der Organisationsstruktur, Förderung der Motivation der Mitarbeiter sowie die Disziplinierung des Managements gelten als wesentliche Ziele für Spin-Offs.¹³³¹ Darüber hinaus spielen finanzwirtschaftliche Motive wie z. B. die Abwehr von feindlichen Übernahmen, die Vorbereitung einer Unternehmensübernahme sowie die Verbesserung der Kapitalstruktur eine Rolle.¹³³² Am häufigsten scheinen Spin-Offs aber jedoch aus rechtlichen Gründen wie Regulierungsaufgaben sowie die Nutzung von Steuervorteilen motiviert zu sein.¹³³³

4.3.3.2 Einfluß des Spin-Offs auf den Marktwert des Eigenkapitals

Ein Spin-Off der Immobilien eines Unternehmens beeinflusst alle wesentlichen Bewertungskomponenten der Unternehmenswertrechnung. Da nach der Transaktion zwei Unternehmen

¹³²⁹ Vgl. Cusatis/Miles/Woolridge, Evidence, p. 100; Hite/Owers, Reactions, p. 412; Schipper/Smith, Spin-Off, pp. 438 f.

¹³³⁰ Vgl. Cornell, Spin-Off, pp. 41 f.; Gordon, Spin-Offs, p. 61; Hite/Owers, Restructuring, pp. 581 f.; Schipper/Smith, Effects, p. 452; Slovin/Sushka/Ferraro, Comparison, p. 90.

¹³³¹ Vgl. Hite/Owers, Restructuring, p. 581; Slovin/Sushka/Ferraro, Comparison, pp. 90 f.

¹³³² Vgl. Cornell, Spin-Off, pp. 39 f.; Cusatis/Miles/Woolridge, Evidence, pp. 105 f.; Hite/Owers, Restructuring, pp. 581 f. Wichtig ist herauszustellen, daß durch den Spin-Off dem übertragenden Unternehmen keine Geldmittel zufließen, eine Veränderung der Kapitalstruktur sich aber durch die Übertragung der Verbindlichkeiten auf das aufnehmende Unternehmen ergeben kann.

¹³³³ Vgl. Hite/Owers, Restructuring, pp. 581 f.; Schipper/Smith, Spin-Off, pp. 452–455.

losgelöst voneinander operieren, ist der Einfluß eines Spin-Offs auf die bewertungsrelevanten Komponenten für die beteiligten Unternehmen separat zu analysieren. Der Maßstab für die Vorteilhaftigkeit eines Spin-Offs ist die Reichtumsposition der Anteilseigner, die durch die Marktwerte des Eigenkapitals beider Unternehmen operationalisiert werden kann.

- **Höhe und zeitliche Verteilung der Zahlungsströme**

Durch einen Spin-Off der Immobilien sind für die weitere Nutzung der Immobilie vom übertragenden Unternehmen marktgerechte Mieten inklusive Nebenkosten an das abgespaltene Immobilienunternehmen zu leisten, was den operativen Zahlungsüberschuß der übertragenden Gesellschaft direkt vermindert. Da keine Abschreibungen mehr vorliegen, entfällt deren Steuerschild auf die separierten Immobilien, was zu einer weiteren Verminderung des Zahlungsüberschusses führt. Wurden vor dem Spin-Off die Immobilien vom übertragenden Unternehmen vermietet, werden keine immobilienpezifische Zahlungsströme im nichtbetrieblichen Bereich mehr erzielt. Nach dem Spin-Off unternimmt die Muttergesellschaft i. d. R. keine weiteren Immobilieninvestitionen, so daß damit verbundene Auszahlungen unterbleiben. Ferner vermindern sich die direkten Kosten für die Immobilienbereitstellung, die jetzt vom Immobilienunternehmen getragen werden. Zusammenfassend bedeutet das, daß sich der Zahlungsstrom für das übertragende Unternehmen im Regelfall verringert.

Das entstehende Immobilienunternehmen erzielt einen Zahlungsstrom durch die Vermietung von Immobilien an das übertragende Unternehmen und an Dritte. Ob der Zahlungsstrom größer, gleich oder geringer als die Verminderung des Zahlungsstroms des übertragenden Unternehmens ist, hängt insbesondere von der operativen Leistungsfähigkeit, von der steuerlichen Situation des Immobilienunternehmens und von der steuerlichen Gestaltung der Separation ab.¹³³⁴

- **Kapitalkosten**

Durch einen Spin-Off der Immobilien können sich die Kapitalkosten des übertragenden Unternehmens verändern, wenn die Kapitalgeber ihre Renditeforderungen revidieren oder das Unternehmen eine andere Kapitalstruktur als optimal erachtet und implementiert. Wie schon gezeigt wurde, sind für eine mögliche Veränderung der Renditeforderung der Typ der abgespaltenen Immobilien sowie der Einfluß der Immobilien auf die Leistungsfähigkeit der opera-

¹³³⁴ Siehe auch Abschnitt 4.3.1.3, Steuerliche Behandlung der Spaltung, S. 231.

tiven Geschäftsbereiche entscheidend.¹³³⁵ Wenn Mehrzweckimmobilien mit isolierbarem Betafaktor abgespalten werden, kann die Veränderung der Renditeforderung der Eigenkapitalgeber anhand Gleichung (93) geschätzt werden.¹³³⁶ Wird dem Kapitalmarkt durch den Spin-Off signalisiert, daß die Unternehmensführung verstärkt die Interessen der Eigenkapitalgeber verfolgt, kann sogar mit sinkenden Renditeforderungen gerechnet werden. Wenn eine Separation der Immobilien ebenfalls eine Trennung von den gegebenenfalls vorhandenen immobilien-spezifischen Finanzierungsformen mit sich bringt, ist die Zielkapitalstruktur um diese zu bereinigen. Bei einer Veränderung der Zielkapitalstruktur ist deren Wirkung auf die Renditeforderungen der Kapitalgeber ebenfalls im Kalkül zu berücksichtigen.

Die Kapitalkosten des neu entstehenden Immobilienunternehmens hängen wesentlich von den Risikocharakteristika und Merkmalen des abgespaltenen Immobilienportfolios ab. Daneben beeinflussen leistungswirtschaftliche Faktoren wie z. B. die immobilisenspezifische Kompetenz des Unternehmens im Immobilienmarkt und finanzwirtschaftliche Faktoren wie Finanzierungsstrategie und Kapitalstruktur die anzusetzenden Kapitalkosten.

• Veränderung der Reichtumsposition der Anteilseigner

Bei Annahme vollkommener Märkte und dem Ausschluß von Synergien zwischen den zu trennenden Teilen verändert sich die Reichtumsposition der Anteilseigner – gemessen am Marktwert des Eigenkapitals beider Unternehmen nach der Transaktion – durch einen Spin-Off nicht.¹³³⁷ Wird von realiter vorliegenden Bedingungskomplexen und damit von Transaktionskosten ausgegangen und weiter angenommen, daß aufgrund von Größenvorteilen Synergien in finanz- und leistungswirtschaftlicher Hinsicht bestehen, müssen Spin-Offs diese Vorteile der Unterlassungsalternative überkompensieren, um Marktwertsteigerungen für die Aktionäre zu realisieren.¹³³⁸ In Abhängigkeit von den tatsächlich vorliegenden Daten entstehen Marktwertsteigerungen bei Spin-Offs aus der Eliminierung von operativen Ineffizienzen und Agentenkosten, der unterschiedlichen Steuersituation der Bewertungsobjekte und aus der Reduzierung der unsystematischen Risiken im Immobilienportfolio.¹³³⁹ Ein Spin-Off der Immobilien in ein unabhängiges Immobilienunternehmen ist vorteilhaft, wenn die Summe der

¹³³⁵ Vgl. Abschnitt 4.1.2.3, Immobilienspezifische Eigenkapitalkosten und Effizienz des Immobilienmarktes, S. 198.

¹³³⁶ Vgl. Abschnitt 4.1.2.1, Bewertung des Unternehmens ohne Immobilien, S. 192.

¹³³⁷ Vgl. Hite/Owers, Reactions, p. 411.

¹³³⁸ Vgl. Hite/Owers, Reactions, p. 411.

Marktwerte des Eigenkapitals des entstehenden Immobilienunternehmens und der verbleibenden Non-Property Company größer ist als der Marktwert des Eigenkapitals des Unternehmens vor der Transaktion.

4.3.3.3 Reaktionen des Kapitalmarktes auf Spin-Offs

Eine Vielzahl von empirischen Studien in den USA befaßt sich mit den Reaktionen des Kapitalmarktes auf die Ankündigung von Spin-Offs: HITE/OWERS konnten in einer Stichprobe von 123 Spin-Offs in den Jahren 1963–1981 eine abnormale durchschnittliche Rendite von +3,3 % vom Tag vor bis zum Tag der Ankündigung der Transaktion feststellen.¹³³⁹ Dieser positive Effekt konnte von SCHIPPER/SMITH, MILES/ROSENFELD und CUSATIS/MILES/WOOLRIDGE in weiteren empirischen Studien bestätigt werden.¹³⁴¹ Für einen längeren Untersuchungszeitraum ergeben sich höhere abnormale Renditen für das absplattende Unternehmen: MILES/ROSENFELD ermitteln in einer Stichprobe von 55 Unternehmen eine abnormale durchschnittliche Rendite für das Zeitintervall von 181 Tagen (–120 vor bis +60 Tage nach der Ankündigung des Spin-Offs) von ca. +22,1 %.¹³⁴² Die positiven Effekte sind dabei um so stärker, je größer die Marktkapitalisierung der abgespaltenen Tochtergesellschaft im Verhältnis zu der der Muttergesellschaft ist.¹³⁴³ Ferner konnten HITE/OWERS in einer Analyse der angekündigten Motive für das Spin-Off feststellen, daß der Kapitalmarkt insbesondere Spin-Offs honoriert, in denen eine Reduzierung des Diversifikationsgrades angestrebt wird, und daß auch die Vorbereitung einer Unternehmensübernahme als positives Signal gilt, während Zerschlagungen aus regulativen Gründen keine positive Reaktion des Kapitalmarktes hervorrufen.¹³⁴⁴ SCHIPPER/SMITH konkludieren bei einer Analyse der Ursachen der positiven Effekte, daß diese auf Vermögensseinbußen der Fremdkapitalgeber, Steuer- bzw. Regulierungsvorteilen und verbesserten Vertragsbeziehungen des Unternehmens bzw. Reduzierung der Agentenkosten basieren können.¹³⁴⁵

¹³³⁹ Vgl. Cusatis/Miles/Woolridge, Evidence, pp. 101–104. Vertiefend dazu siehe Abschnitt 4.1.4, Hypothesen über Ursachen für Wertdifferenzen, S. 204.

¹³⁴⁰ Vgl. Hite/Owers, Reactions, p. 411.

¹³⁴¹ Vgl. Cusatis/Miles/Woolridge, Evidence, pp. 104 f.; Miles/Rosenfeld, Spin-Off, pp. 1597–1606; Schipper/Smith, Effects, pp. 437–467; Schipper/Smith, Phenomenon, pp. 26–29.

¹³⁴² Vgl. Miles/Rosenfeld, Spin-Off, pp. 1597–1606.

¹³⁴³ Vgl. Hite/Owers, Reactions, pp. 428 ff.

¹³⁴⁴ Vgl. Hite/Owers, Reactions, pp. 430–434.

¹³⁴⁵ Vgl. Schipper/Smith, Effects, pp. 447–464; Schipper/Smith, Phenomenon, p. 24. Zu einem anderen Ergebnis kommen Hite/Owers in ihrer Untersuchung. Sie schließen aus ihren Ergebnissen, daß die These, die positiven Renditen der Spin-Offs resultierten aus Gewinnen der Aktionäre zu Lasten der Gläubiger, verworfen werden kann. Vgl. Hite/Owers, Reactions, pp. 422–428.

Wenn ein Spin-Off der Immobilien den Diversifikationsgrad reduziert und durch explizite Vertragsgestaltung ein größeres Maß an Effizienz erreicht wird, ist zu erwarten, daß die Ankündigung eines Spin-Offs der Immobilien ebenfalls in abnormale positive Renditen der Aktien münden. In einer empirischen Studie mit einer Stichprobe von 33 Spin-Offs von Immobilienunternehmen im Zeitraum von 1962–1983 konnten HITE/OWERS eine durchschnittliche positive abnormale Rendite von +5,7 % am Tag der Ankündigung der Transaktion feststellen, die sie auf Steuervorteile und effizientere Vertragsgestaltungen zurückführen.¹³⁴⁶ Diese Ergebnisse konnten in den empirischen Untersuchungen von BALL/RUTHERFORD/SHAW bestätigt werden.¹³⁴⁷

HITE/OWERS stellten außerdem fest, daß die Verteilung der abnormalen Renditen in der Stichprobe, die sowohl Immobilienunternehmen als auch Non-Property Companies als übertragende Unternehmen umfaßte, stark variierte: Die größten Renditen erfuhren dabei Non-Property Companies, die ihre Immobilien abspalteten.¹³⁴⁸ Weiterhin gewannen die Autoren Hinweise darauf, daß ein linearer Zusammenhang zwischen prozentualem Anteil des platzierten Grundvermögens und der abnormalen Rendite bestehen könnte. Die vorliegenden empirischen Studien deuten darauf hin, daß der Kapitalmarkt wohl in der Lage ist, Immobilien effizient zu bewerten, und den Immobilien einen höheren Wert zumißt, wenn diese von professionellen Immobilienunternehmen bewirtschaftet werden.¹³⁴⁹

Zusammenfassend ist festzuhalten, daß die positiven Effekte bei der Ankündigung von Spin-Offs in den USA zeigen, daß der Kapitalmarkt die Separation der Immobilien im Wege eines Spin-Offs als vorteilhaft einschätzt. Im deutschen Kapitalmarkt lassen sich allerdings nur wenige Beispiele für Spin-Offs der Immobilien finden.¹³⁵⁰ Als einzige wesentliche Transaktion gilt die Realteilung der Löwenbräu AG im Jahr 1982, die laut BÜHNER eine positive abnormale Rendite aufwies.¹³⁵¹ Trotz weniger Einzelfälle ist für den deutschen Kapitalmarkt das Fehlen von weiteren Transaktionen ein möglicher Hinweis für die ungünstigen Rahmenbe-

¹³⁴⁶ Vgl. Hite/Owers, Spin-Off, pp. 409–436.

¹³⁴⁷ Ball/Rutherford/Shaw stellen in einer Stichprobe von 39 Spin-Offs in den Jahren 1968 bis 1990 eine positive abnormale Rendite von 3,195 % fest. Vgl. Ball/Rutherford/Shaw, *Wealth*, pp. 597–605.

¹³⁴⁸ Vgl. Hite/Owers, Spin-Off, pp. 409–436.

¹³⁴⁹ Vgl. Brueggeman/Fisher/Porter, *Rethinking*, p. 42.

¹³⁵⁰ Die Daten der Securities Data Company zeigen für den Zeitraum vom 01.01.1993 bis 31.12.1998 keinen Spin-Off von Immobilien mit Beteiligung eines deutschen Unternehmens.

¹³⁵¹ Vgl. Bühner, Realteilung, S. 953–956; Bühner, *Strategie*, S. 519.

dingungen für Spin-Offs in der Vergangenheit.¹³⁵² War dies vor Einführung des UmwG auf die aufwendige Einzelübertragung der Aktiva und Passiva mit entsprechend unvorteilhafter Realisierung der stillen Reserven zurückzuführen, stehen dieser Transaktion heute die als Spaltungsbremsen wirkenden Auflagen des UmwStG entgegen, so daß Unternehmen von der Abspaltung der Immobilien und Ausgabe der Anteile an Altgesellschafter absehen.

4.3.4 Distribution der Aktien an Neugesellschafter: Equity Carve-Out

4.3.4.1 Struktur und Motive eines Equity Carve-Outs

Bei einem Equity Carve-Out¹³⁵³ werden Aktien einer Tochtergesellschaft im Rahmen einer erstmaligen öffentlichen Begebung frei auf dem Kapitalmarkt veräußert.¹³⁵⁴ Die Börseneinführung der Tochtergesellschaft kann dabei durch eine Kapitalerhöhung mit Ausschluß des Bezugsrechts oder durch direkten Verkauf der Aktien aus dem Bestand der Muttergesellschaft erfolgen.¹³⁵⁵ Im Regelfall plazierte dabei das veräußernde Unternehmen nur einen Teil der Tochtergesellschaft und verbleibt zumeist Mehrheitsgesellschafter, so daß die Tochtergesellschaft nur eine begrenzte Autonomie erhält.¹³⁵⁶ Die eintretenden (Minderheits-)Gesellschafter können dabei grundsätzlich neue wie auch bestehende Gesellschafter sein. Den Veräußerungserlös aus dem Equity Carve-Out erhält die veräußernde Gesellschaft, die darüber frei verfügen, d. h. ihn z. B. für interne Projekte oder zur Rückzahlung von Barmitteln an Kapitalgeber verwenden kann. Wird gleichzeitig eine Kapitalerhöhung durchgeführt, fließt dieser Teil aus der Begebung dem Emittenten, d. h. der Tochtergesellschaft, zu. Im Rahmen des Equity Carve-Outs werden die Aktien der Tochtergesellschaft in den Börsenhandel eingeführt, so daß der Wert des Unternehmens unabhängig von der Muttergesellschaft börsentäglich ermittelt wird.¹³⁵⁷ Equity Carve-Outs können je nach Perspektive als Instrument zur Begebung von Aktien und damit als Finanzierungsinstrument oder als Verkauf von Aktiva und damit als Restrukturierungsinstrument betrachtet werden.¹³⁵⁸ Wesentliche Unterschiede zum Spin-Off bestehen darin, daß bei einem Equity Carve-Out zum einen die veräußernde Gesellschaft i. d. R. die Kontrolle über die Tochtergesellschaft im ersten Schritt nicht aufgibt und

¹³⁵² Bühner sieht vor allem auch in der negativen Einschätzung der Transaktion durch die Öffentlichkeit einen Grund für ein Ausbleiben von Spaltungen. Vgl. Bühner, Unternehmensspaltung, S. 809.

¹³⁵³ Als Synonyme werden in der anglo-amerikanischen Literatur auch „partial public offering“ oder „split-off IPOs“ verwendet. Vgl. Nanda, Equity, p. 1717; Schipper/Smith, Equity, p. 611; Weston/Chung/Siu, Takeovers, p. 245.

¹³⁵⁴ Vgl. Stewart, Value, p. 493; Van Horne, Management, pp. 624 f.; Weston/Chung/Siu, Takeovers, p. 245.

¹³⁵⁵ Vgl. Pellens, Börseneinführung, S. 852.

¹³⁵⁶ Vgl. Allen/McConnell, Equity, p. 163; Pellens, Börseneinführung, S. 852; Slovin/Sushka/Ferraro, Comparison, p. 91; Van Horne, Management, p. 625.

¹³⁵⁷ Vgl. Weston/Chung/Siu, Takeovers, p. 245.

daß ihr zum anderen durch die Plazierung der Aktien Barmittel zufließen.¹³⁵⁹ Im Gegensatz zum Sell-Off, bei dem der Käufer i. d. R. ein einzelnes Unternehmen ist, dem die Kontrolle an den Aktiva vollständig übereignet wird, erwirbt beim Equity Carve-Out eine Vielzahl von „passiven“ Investoren die Beteiligungsrechte an der Gesellschaft.¹³⁶⁰

Bei einem Equity Carve-Out der Immobilien sind zunächst die Immobilienbestände wie bei einem Spin-Off in eine Immobilienaktiengesellschaft zu inkorporieren. Die Anteile werden dann im Wege einer öffentlichen Begebung und Börseneinführung erstmalig im Kapitalmarkt plazierte. Je nachdem, wieviel Einfluß die Muttergesellschaft auf das Immobilienunternehmen zu wahren beabsichtigt, werden Anteile an fremde Gesellschafter im Markt veräußert, so daß das börsennotierte Immobilienunternehmen nach der Transaktion einen erweiterten oder u. U. völlig neuen Gesellschafterstamm aufweist.

Die Motive für ein Equity Carve-Out sind denen eines Spin-Offs ähnlich: Das Equity Carve-Out der Immobilien ermöglicht Investoren, die im Immobilienvermögen liegenden Wachstums- und Ertragspotentiale getrennt zu bewerten und in diese separat zu investieren.¹³⁶¹ Durch das Equity Carve-Out von Immobilien wird somit ein „pure play“-Unternehmen geschaffen, das sich auf eine operative Geschäftstätigkeit konzentriert und daher im Kapitalmarkt eine attraktive und knappe Investitionsmöglichkeit darstellt.¹³⁶² Wesentliches Ziel der Muttergesellschaft ist die Reduzierung der Investitionen in Geschäftsbereiche, die nicht zu den Kerngeschäftsfeldern des Unternehmens gehören, um so die Unternehmensklarheit zu steigern.¹³⁶³ Diese gewonnene Klarheit erleichtert die Bewertung der Muttergesellschaft insofern, als daß auf dem öffentlichen Markt eine tägliche Preisfeststellung ihrer Beteiligung an der Tochtergesellschaft erfolgt. Insbesondere können Finanzierungsziele der Muttergesellschaft verwirklicht werden: Neben der positiven Wirkung einer mit dem Equity Carve-Out verbundenen Kapitalerhöhung auf die Eigenkapitalsituation der Tochtergesellschaft und dem gewonnenen Zugang zum Kapitalmarkt können Finanzierungspotentiale im Konzern geschont bzw. erweitert werden.¹³⁶⁴ Des weiteren kann durch ein Equity Carve-Out mittels eines

¹³⁵⁸ Vgl. Allen/McConnell, Equity, p. 163.

¹³⁵⁹ Vgl. Schipper/Smith, Equity, p. 613.

¹³⁶⁰ Vgl. Allen/McConnell, Equity, p. 163; Slovin/Sushka/Ferraro, Comparison, p. 90; Weston/Chung/Siu, Takeovers, p. 245.

¹³⁶¹ Vgl. auch Schipper/Smith, Equity, p. 611. Kritisch dazu vgl. Stewart, Value, pp. 503 f.

¹³⁶² Vgl. Schipper/Smith, Equity, p. 612; Van Horne, Management, p. 625.

¹³⁶³ Vgl. Pellens, Börseneinführung, S. 855; Slovin/Sushka/Ferraro, Comparison, p. 90.

¹³⁶⁴ Vgl. Pellens, Börseneinführung, S. 855. Kritisch dazu vgl. Stewart, Value, pp. 497 f.

marktwertorientierten Anreizsystems die Motivation der Manager der dann unabhängigeren Tochtergesellschaft, die nun einer intensivierten Kapitalmarktkontrolle unterliegt, gesteigert werden.¹³⁶⁵

4.3.4.2 Einfluß des Equity Carve-Outs auf den Marktwert des Eigenkapitals

Anders als beim Spin-Off erhält der Aktionär der Muttergesellschaft beim Equity Carve-Out keine Aktien der emittierten Tochtergesellschaft, so daß sich seine Reichtumsposition allein aus dem Marktwert seiner Beteiligung an der Muttergesellschaft ergibt. Werden Anteile des börsennotierten Immobilienunternehmens im Portfolio der Muttergesellschaft zurückbehalten, fließt der Marktwert des börsennotierten Immobilienunternehmens in die Bestimmung des Marktwertes der Muttergesellschaft ein. Auch durch den Equity Carve-Out werden sämtliche bewertungsrelevanten Komponenten der Unternehmenswertrechnung tangiert, wobei ähnliche Zusammenhänge wie beim Spin-Off bestehen, so daß auf vorhergegangene Abschnitte verwiesen werden kann.

- **Höhe und zeitliche Verteilung der Zahlungsströme**

Beim Equity Carve-Out werden wie beim Spin-Off die Immobilien von der Muttergesellschaft separiert, so daß bei dieser Alternative grundsätzlich die gleichen immobilienbezogenen Zahlungsströme bei der Muttergesellschaft anfallen. Zusätzlich erhält die Muttergesellschaft bei einem Equity Carve-Out in der Betrachtungsperiode den Emissionserlös für die Aktien, die aus dem Bestand der Muttergesellschaft plaziert wurden. Dieser Emissionserlös vermindert sich um die Emissionskosten und um die eventuell zu zahlenden Steuern bei der Veräußerung der Anteile. Für das Immobilienunternehmen ergeben sich die gleichen immobilien-spezifischen Zahlungsströme wie beim Spin-Off. Des weiteren erhält das Immobilienunternehmen im Falle einer Kapitalerhöhung weitere Barmittel, die den Zahlungsstrom der Periode der Transaktion erhöhen.

- **Kapitalkosten**

Grundsätzlich bestehen auch hier bei der Separation der Immobilien von Unternehmen die gleichen Zusammenhänge wie beim Spin-Off.¹³⁶⁶ Allerdings sind der Einfluß eines zurückgehaltenen Anteils am Immobilienunternehmen sowie der Erlös aus der Veräußerung der An-

¹³⁶⁵ Vgl. Rappaport, *Shareholder Value* (1998), p. 118.; Schipper/Smith, *Equity*, p. 617; Stewart, *Value*, p. 494; Van Horne, *Management*, p. 625. Vgl. auch Pellens, *Börseneinführung*, S. 855.

¹³⁶⁶ Vgl. Abschnitt 4.3.3.2, Einfluß des Spin-Offs auf den Marktwert des Eigenkapitals, S. 247.

teile zu berücksichtigen. Der Betafaktor des Immobilienunternehmens kann besser als bei der Separation durch Veräußerung von Immobilien geschätzt werden, da mit der Börsennotierung auf tatsächlich vorliegende Renditedaten für das Immobilienunternehmen zurückgegriffen werden kann.

Wie beim Spin-Off kann ein Equity Carve-Out zu einer Trennung von den immobilien-spezifischen Finanzierungsformen führen, deren Wirkung in der Zielkapitalstruktur zu berücksichtigen ist. Aus dem Equity Carve-Out kann wie beim Spin-Off aus operativen Gesichtspunkten eine Revision der Zielkapitalstruktur angezeigt sein. Im Gegensatz zum Spin-Off fließen dem Unternehmen beim Equity Carve-Out Barmittel aus der Veräußerung der Anteile an der Tochtergesellschaft zu, die zur Erreichung der neuen Zielkapitalstruktur durch Tilgung von Fremdkapital, zur Finanzierung neuer Projekte oder zur Ausschüttung an Aktionäre verwandt werden können. Das Potential für diese Verwendungen wird dabei von der Höhe des Anteils des Marktwertes der veräußerten Aktien am Marktwert der Muttergesellschaft vor der Spaltung bestimmt.

- **Veränderung der Marktwertes des Eigenkapitals**

Da der Aktionär ausschließlich Aktien der Muttergesellschaft hält, bestimmt sich die Vorteilhaftigkeit des Equity Carve-Outs aus der Veränderung des Marktwertes des Eigenkapitals der Muttergesellschaft. Der Marktwert des Eigenkapitals der Muttergesellschaft steigt dann, wenn die Summe des Erlöses aus der Veräußerung der Anteile am Immobilienunternehmen, aus dem Marktwert der übrigen Geschäftsbereiche der Muttergesellschaft sowie aus dem Marktwert der im Eigentum der Muttergesellschaft verbleibenden Anteile am Immobilienunternehmen größer ist als der Marktwert der Muttergesellschaft vor dem Equity Carve-Out. Können mit dem Veräußerungserlös der Anteile neue wertsteigernde Projekte finanziert werden, für die keine Finanzierungsmittel im Unternehmen anderweitig bereitstehen, ist anstatt des für diese Projekte zu verwendenden Veräußerungserlöses der höhere Marktwert dieser Projekte anzusetzen.

4.3.4.3 Reaktionen des Kapitalmarktes auf Equity Carve-Outs

Ähnlich der Studien zu den Spin-Offs existieren für den US-amerikanischen Kapitalmarkt auch empirische Untersuchungen über die Wirkung von Equity Carve-Outs: SCHIPPER/SMITH stellen in einer Stichprobe von 76 Ankündigungen von Equity Carve-Outs im Zeitraum von 1965–1983 fest, daß am Tag der Ankündigung die Aktien der Muttergesellschaft eine durch-

schnittliche positive abnormale Rendite von +1,6 % zeigen.¹³⁶⁷ Die kumulative Überrendite erreicht im Zeitraum von 44 Tagen vor und 40 Tagen nach der Ankündigung +4,5 %. Dieses Ergebnis überrascht im Vergleich zu den Ergebnissen der Analyse von Ankündigungen anderer Aktienemissionen in den USA, die eine durchschnittliche negative abnormale Rendite von circa -3 % zeigen.¹³⁶⁸

Die empirische Überprüfung der Interpretation des Equity Carve-Outs als Finanzierungsinstrument legt interessante Ergebnisse offen: SCHIPPER/SMITH führen die positive Reaktion des Kapitalmarktes auf die Trennung der Investitionsprojekte der Tochter- von der Muttergesellschaft bei separierten Finanzierungsmöglichkeiten, auf die Entstehung eines öffentlichen Marktes für die Aktien der Tochtergesellschaft, auf die Restrukturierung der Aktiva und auf verbesserte Anreizsysteme für Manager zurück.¹³⁶⁹ Des weiteren zeigt NANDA in seiner Analyse, daß, sofern Aktien der Muttergesellschaft am Markt unterbewertet sind, Unternehmen Eigenkapital auf der Ebene der höher bewerteten Tochtergesellschaft emittieren.¹³⁷⁰ SLOVIN/SUSHKA/FERRARO schließen aus ihrer Untersuchung, daß sich Unternehmen Equity Carve-Outs bedienen, wenn sie erwarten, daß außenstehende Investoren die zu separierende Aktie höher bewerten als das Unternehmen selbst.¹³⁷¹ ALLEN/McCONNELL führen weiter aus, daß insbesondere Unternehmen mit Finanzierungsengpässen Equity Carve-Outs durchführen und, wenn die Veräußerungserlöse zur Tilgung von Fremdkapital verwendet werden, signifikant höhere positive Überrenditen erzielen, als wenn erlöste Barmittel in die Finanzierung interner Projekte fließt.¹³⁷²

Für den deutschen Kapitalmarkt zeigt PELLENS in einer Stichprobe aus 11 deutschen Unternehmen, daß Equity Carve-Outs zu geringfügig unter Null liegenden kumulierten Überrenditen führen.¹³⁷³ Dabei sind vor allem dann negative Reaktionen zu verzeichnen, wenn ein deutliches Underpricing vorliegt und die Bezugsrechte von Altgesellschaftern ausgeschlossen sind. Kritisch angemerkt werden muß, daß neben der geringen Anzahl auch die Heterogenität der in der Studie von PELLENS berücksichtigten Transaktionen die Ergebnisse verzerren kann, so daß weitere Studien zur Wirkung von Equity Carve-Outs in Deutschland angezeigt sind.

¹³⁶⁷ Vgl. Schipper/Smith, Equity, p. 614.

¹³⁶⁸ Vgl. dazu bspw. Nanda, Equity, p. 1717 m. w. N.

¹³⁶⁹ Vgl. Schipper/Smith, Equity, p. 614.

¹³⁷⁰ Vgl. Nanda, Equity, pp. 1718 f.

¹³⁷¹ Vgl. Slovin/Sushka/Ferraro, Comparison, p. 103.

¹³⁷² Vgl. Allen/McConnell, Equity, pp. 163-187.

Im deutschen Kapitalmarkt lassen sich auch nur einzelne Transaktionen für Equity Carve-Outs von Immobilienunternehmen identifizieren,¹³⁷⁴ so daß derzeit keine ausreichende Datenmenge für eine Untersuchung zur Wirkung von Equity Carve-Outs von Immobilienunternehmen vorliegt.

In Bezug auf die amerikanischen Studien ist festzuhalten, daß Equity Carve-Outs in großen Stichproben vom Kapitalmarkt durchweg positiv aufgenommen wurden. Dies konnte bei nur wenigen Transaktionen auf den deutschen Kapitalmarkt nicht bestätigt werden. Unter dem Vorbehalt der eingeschränkten Übertragbarkeit auf deutsche Rahmenbedingungen lassen sich aus den Ergebnissen der Studien Hinweise für die Gestaltung von Equity Carve-Outs von Immobilienunternehmen gewinnen, die im folgenden Abschnitt näher erläutert werden.

Zusammenfassend kann festgestellt werden, daß die in den vorangegangenen Abschnitten erläuterten Transaktionen zur Separation von Immobilien durch Verbriefung in Aktien im Kapitalmarkt positive Reaktionen hervorrufen. Es lassen sich zusätzliche Erkenntnisse aus den Studien gewinnen, die für die Gestaltung der Separation eingesetzt werden können. Mit Blick darauf werden im nächsten Abschnitt die Besonderheiten der Immobilienaktie erläutert und Ansatzpunkte für das im Zentrum der Börseneinführung stehende Emissionskonzept entwickelt.

4.3.5 Besonderheiten bei der Börseneinführung von Immobilienaktiengesellschaften

Da sich Immobilienaktien in vielfältiger Weise von Aktien anderer Wirtschaftszweige unterscheiden, erscheint es angezeigt, zunächst ihre wesentliche Merkmale herauszuarbeiten. Dabei sind neben kapitalmarktbezogenen Besonderheiten in der Bewertung und Handelbarkeit vor allem steuerrechtliche Unterschiede hervorzuheben. Darüber hinaus sollen generelle Anforderungen an die ökonomische Börsenreife von (abgespaltenen) Immobilienunternehmen aufgezeigt werden. Zu diesem Zweck gilt es, insbesondere die Erkenntnisse der empirischen Studien zur Aufnahme von Spaltungen und Börseneinführungen von Tochtergesellschaften zu berücksichtigen.¹³⁷⁵ Basierend auf diesen Überlegungen soll abschließend ein Anforderungs-

¹³⁷³ Vgl. Pellens, Börseneinführung, S. 860–869.

¹³⁷⁴ Als einziges aktuelles und nennenswertes Beispiel läßt sich die Plazierung der Anteile der Wünsche AG am Bauverein zu Hamburg im Juni 1998 nennen, die an den Wertpapierbörsen Frankfurt und Hamburg im amtlichen Handel notiert sind. Vgl. dazu Börsenprospekt Bauverein zu Hamburg.

¹³⁷⁵ Vgl. Abschnitt 4.3.3.3, Reaktionen des Kapitalmarktes auf Spin-Offs, S. 250 und Abschnitt 4.3.4.3, Reaktionen des Kapitalmarktes auf Equity Carve-Outs, S. 255.

profil für ein Emissionskonzept für die Börseneinführung von abgespaltenen Immobilienunternehmen entwickelt werden.

4.3.5.1 Immobilienaktie als Vehikel für Immobilieninvestitionen

4.3.5.1.1 Begriff und Arten der Immobilienaktie

Die Immobilienaktie verbrieft das Beteiligungsrecht an einer Immobilienaktiengesellschaft, die im folgenden als ein börsennotiertes Immobilienunternehmen in Form einer Aktiengesellschaft oder eine Kommanditgesellschaft auf Aktien definiert wird.¹³⁷⁶ Bei dieser Definition soll hier aber nicht die reine Verbindung der Rechtsform "Aktiengesellschaft" mit dem Geschäftsfeld "Immobilien" im Vordergrund stehen, sondern vielmehr soll aus Investorensicht die Immobilienaktiengesellschaft als ein Vehikel zur fungiblen Anlage in Immobilien mit börsentäglicher amtlicher Preisfeststellung auf dem öffentlichen Kapitalmarkt verstanden werden, das als operatives Unternehmen aktiv auf dem Immobilienmarkt agiert und sich durch ein professionelles Management eines Immobilienportfolios auszeichnet.¹³⁷⁷

Grundsätzlich lassen sich zwei Extrempositionen auf dem Kontinuum der Kernaktivitäten eines Immobilienunternehmens – die Verwaltung auf der einen und die Entwicklung von Immobilien auf der anderen Seite – identifizieren.¹³⁷⁸ Fokussieren Immobilienunternehmen ausschließlich an die Verwaltung von Immobilien und verzichten sie vollständig auf die Projektentwicklung, können sie als reine bestandshaltende Immobilienunternehmen definiert werden. Steht dagegen die Projektentwicklung im Mittelpunkt der Geschäftstätigkeit von Unternehmen, sind diese als projektentwickelnde Immobilienunternehmen zu bezeichnen.¹³⁷⁹ Diese beiden grundlegenden Erscheinungsformen von Immobilienunternehmen lassen sich deskriptiv beispielsweise anhand der Unterscheidungskriterien Höhe des Betafaktors und Art der Bilanzierung der Immobilien näher fassen:¹³⁸⁰ Da bei den bestandshaltenden Immobilienunternehmen i. d. R. nur eine geringe Volatilität der Cash-flows vorliegt, weisen sie geringe Betafaktoren auf. Weiterhin stehen bei bestandshaltenden Immobilienaktiengesellschaften die Immobilien langfristig dem Unternehmen zur Verfügung, so daß sie als dem Anlagevermögen

¹³⁷⁶ Vgl. Bone-Winkel, Vergleich, S. 516.

¹³⁷⁷ Die Immobilienaktie ist weder in Theorie noch in der Praxis sehr verbreitet. In der betriebswirtschaftlichen Literatur liegen nur wenige Beiträge vor, die die Immobilienaktie als Anlageform thematisieren.

¹³⁷⁸ Vgl. auch Abschnitt 3.1.1.2, Systematisierung von Unternehmen anhand ihres Verhältnisses zu Immobilien, S. 78.

¹³⁷⁹ Für eine Unterscheidung in ertrags- und substanzorientierte Immobilienunternehmen siehe Haub, Erfolgchancen, S. 149 f.

¹³⁸⁰ Vgl. auch Haub, Erfolgchancen, S. 167 f.

zugehörig bilanziert werden. Dadurch, daß das Entwicklungsgeschäft von volatileren Cash-flows geprägt ist, weisen ertragsorientierte Immobilienunternehmen höhere Risiken und damit auch höhere Betafaktoren auf. Aufgrund des nur kurzfristigen Verbleibens der Immobilien im Vermögen der projektentwickelnde Immobilienunternehmen sind sie dem Umlaufvermögen zuzuordnen. Diese Systematisierung ist zwar für eine grundsätzliche Unterscheidung hilfreich, kommt aber einer zutreffenden Beschreibung der tatsächlichen Begebenheiten nur bedingt nahe, da diese idealtypische Einteilung der Immobilienunternehmen realiter nur selten möglich sein dürfte.

Die Immobilienaktie stellt hinsichtlich ihres Risiko/Rendite-Profiles eine einzigartige Form der Immobilieninvestition dar, die mit alternativen Kapitalanlageformen in Immobilien in einem Konkurrenzverhältnis steht. Im folgenden werden die wesentlichen Vor- und Nachteile der Immobilienaktie als Anlageform dargestellt.¹³⁸¹ Ziel ist es dabei, nicht die Anlageformen in Immobilien zu vergleichen, sondern im Sinne einer kapitalmarktorientierten Emissionsvorbereitung diejenigen Potentiale und die Hindernisse für die Emission einer Immobilienaktiengesellschaft zu identifizieren, die den Erfolg der Emission maßgeblich beeinflussen.

4.3.5.1.2 Gesellschafts- und handelsrechtliche Vor- und Nachteile der Immobilienaktie

Die umfassenden gesetzlichen Vorschriften des Aktiengesetzes sichern den Aktionären die Wahrung ihrer Interessen.¹³⁸² So gewährleisten insbesondere die Mitverwaltungsrechte der Aktionäre die Möglichkeiten zur Einflußnahme auf die Verwaltung der Aktiengesellschaft.¹³⁸³ Die Aktionäre besitzen ein Auskunftsrecht und können durch Wahrnehmung ihres Stimmrechts in der Hauptversammlung auf die personelle Besetzung der Organe der Gesellschaft und auf gewichtige Einzelentscheidungen Einfluß ausüben. Darüber hinaus besitzen Aktionäre wichtige Vermögensrechte, z. B. einen Dividendenanspruch und ein Bezugsrecht auf neue Aktien sowie Teilnahme am Liquidationserlös, die die Vermögenspositionen der Aktionäre schützen.¹³⁸⁴ Während der Investor bei anderen gemeinschaftlichen Investitionsformen, wie z. B. bei offenen Immobilienfonds, keinerlei Einfluß auf die Anlage- und Ausschüttungspolitik ausüben kann, ist die Rechtsstellung des Immobilienaktionärs im Vergleich zu anderen

¹³⁸¹ Für einen Überblick über die Investitionsformen in Immobilien siehe Bone-Winkel, Immobilienanlageprodukte, S. 670–677.

¹³⁸² Einführend vgl. Kraft/Kreutz, Gesellschaftsrecht, S. 309–312.

¹³⁸³ Vgl. dazu §§ 118, 131, 134 sowie § 245 AktG. Vgl. auch Schmidt, Gesellschaftsrecht, S. 805 f.

¹³⁸⁴ Vgl. Schmidt, Gesellschaftsrecht, S. 805f.

Investitionsformen als umfassend und stärker einzuschätzen.¹³⁸⁵ Da Immobilienaktiengesellschaften den Regelungen der §§ 325 bis 329 HGB unterliegen, ist ein gesetzlicher Mindestumfang an Transparenz hinsichtlich der gegenwärtigen und zukünftigen Vermögens- und Ertragslage des Unternehmens gewährleistet. Die durch handelsrechtliche Bestimmungen geschaffene Transparenz muß insbesondere bei Immobilienaktiengesellschaften als unzureichend gelten, da die im Bestand gehaltenen Immobilien gemäß § 255 HGB zu Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten bewertet werden, so daß den Aktionären Informationen zum aktuellen Marktwert der Immobilien fehlen.¹³⁸⁶ Nur wenn Verkehrswerte im Wege einer proaktiven und freiwilligen Informationspolitik den Investoren kommuniziert werden, kann die asymmetrische Informationslage zwischen Immobilienaktiengesellschaft und potentiell Investor verringert werden.¹³⁸⁷

4.3.5.1.3 Kapitalmarktbezogene Vorzüge und Grenzen der Immobilienaktie

Die kapitalmarktbezogenen Vor- und Nachteile bestimmen im wesentlichen die Rahmenbedingungen für eine Börseneinführung von Immobilienaktiengesellschaften. Insbesondere lassen sich bei Immobilienaktien das hohe Maß an Liquidität und Fungibilität der Aktien und die unabhängige börsentägliche Marktbewertung als bedeutende Vorteile der Immobilienaktie im Vergleich mit anderen Investitionsformen identifizieren:

- **Liquidierung der Immobilien und Liquidität der Immobilienaktien**

Ein zentraler Vorteil der Immobilienaktiengesellschaft liegt in der relativ unproblematischen Übertragbarkeit der Immobilienaktie im Vergleich zu alternativen Investitionsformen.¹³⁸⁸ Immobilien werden grundsätzlich als nicht fungibel bezeichnet, da sie nur unter hohen Transaktionskosten und großem Zeitaufwand veräußert werden können und die Anzahl der potentiellen Erwerber aufgrund des hohen Investitionsvolumens begrenzt ist.¹³⁸⁹ Im Gegensatz dazu sind Immobilienaktien standardisiert und öffentlich im Börsenhandel von einem Investor auf einen anderen übertragbar, so daß das in Aktien verbriefte Eigentum an ganzen Immobilienportfolios schnell und effizient transferiert werden kann. Durch die Inkorporierung der Immobilien in die Immobilienaktiengesellschaft wird eine Liquidierung der Immobilien in handel-

¹³⁸⁵ Vgl. Bone-Winkel, Vergleich, S. 518.

¹³⁸⁶ Zur Bilanzierung der Immobilien in Non-Property Companies siehe Abschnitt 3.2.2.1, Immobilienstrategien und induzierte Zahlungsströme, S. 110.

¹³⁸⁷ Vgl. bspw. Scharpenack/Nack/Haub, Immobilien-Aktiengesellschaften, S. 669f.

¹³⁸⁸ Vgl. Haub, Erfolgchancen, S. 174; Meyer-Scharenberg, Immobilienaktiengesellschaft, S. 15.

¹³⁸⁹ Vgl. auch Scharpenack/Nack/Haub, Immobilien-Aktiengesellschaften, S. 676.

bare und fungible Wertpapiere erreicht. Der Investor kann so schnell und transaktionskostenminimierend bei einer fairen Bewertung durch die Börse die Immobilieninvestition monetarisieren.

Die Liquidität deutscher Immobilienaktien muß jedoch vor dem Hintergrund der durchschnittlich relativ geringen Handelsvolumina im internationalen Vergleich wie auch im Branchenvergleich bislang als sehr beschränkt gelten: Bei einigen kleineren notierten Immobilienaktiengesellschaften wird nicht börsentäglich ein Handel der Aktien dokumentiert,¹³⁹⁰ so daß diese Aktien nicht als fungibel bezeichnet werden können. Die mangelnde Liquidität der Anteile vermindert erheblich die Attraktivität dieser Immobilienaktien für Investoren, da diese zu Kursverzerrungen und damit zu ineffizienten Börsenbewertungen führen. Gründe für die mangelnde Liquidität einzelner Immobilienaktien liegen in der relativ geringen Marktkapitalisierung und dem geringen frei handelbaren Anteil am gezeichneten Kapital.¹³⁹¹ Trotz dieser z. T. vorherrschenden Illiquidität der Immobilienaktien ist im Vergleich zu den nicht fungiblen Anteilen von geschlossenen Immobilienfonds und Direktinvestitionen in Immobilien festzuhalten, daß Immobilienaktien den Investoren eine vergleichsweise höhere Liquidität bieten.¹³⁹²

• Tägliche unabhängige Marktbewertung

Im Gegensatz zu den illiquiden Investitionsformen der Direktanlage und des geschlossenen Immobilienfonds sowie zu den veräußerbaren Anteilen offener Immobilienfonds, deren Wert als Rücknahmepreis durch die Depotbank nach den Bestimmungen der §§ 21 II und 35 KAGG festgelegt wird, werden die Kurse von Immobilienaktien frei durch Nachfrage und Angebot am Markt amtlich und unabhängig festgestellt und unterliegen dort einer strengen Börsenaufsicht.¹³⁹³ Für den Investor liegt der Vorteil in der Transparenz der Kursfindung und in den Möglichkeiten, die eine auf den individuellen Erwartungen der Investoren basierende Bewertung der Immobilienaktie eröffnen.

¹³⁹⁰ Vgl. beispielsweise die Darstellung der Handelsvolumina deutscher Immobilienaktien bei Paulsen, Immobilien-Aktie.

¹³⁹¹ Vgl. auch Scharpenack/Nack/Haub, Immobilien-Aktiengesellschaften, S. 675.

¹³⁹² Vgl. Bone-Winkel, Vergleich, S. 519.

¹³⁹³ Vgl. auch die Konzeption von Vöth. Vgl. Vöth, Grundstücks-Investmentaktiengesellschaft.

4.3.5.1.4 Relative Risiko/Rendite-Position der Immobilienaktien

Unter der relativen Risiko/Rendite-Position der Immobilienaktien wird hier das Verhältnis von erwarteter Rendite der Investition in die Immobilienaktie zum erwarteten einzugehenden Risiko im Vergleich zu alternativen Investitionen verstanden. Im folgenden sollen verschiedene Aspekte betrachtet werden, die die relative Risiko/Rendite-Position der Immobilienaktie beeinflussen.

- **Renditevorsprünge durch geringe Transaktionskosten**

Bei direkten Immobilieninvestitionen entstehen im Rahmen der Vorbereitung, des Abschlusses, der Ausführung und der Kontrolle der für den Eigentumsübergang notwendigen Verträge hohe Transaktionskosten.¹³⁹⁴ In der Vorbereitung entstehen z. B. hohe Kosten für Suche und Auswahl des Investitionsobjektes. Weiterhin fallen beim Abschluß des Grundstückskaufvertrags Kosten für Notar, Gericht, Makler und Grunderwerbsteuer an.¹³⁹⁵ Bei der Übertragung von Immobilienaktien entstehen diese Kosten nicht, so daß bei Immobilienaktien z. B. im Vergleich zu Direktinvestitionen und in geringerem Maße zu offenen Immobilienfonds erhebliche Auszahlungen in der Erwerbsperiode nicht anfallen, und somit c. p. die Investition in Immobilienaktien einen Renditevorsprung aufweist.¹³⁹⁶

- **Renditevorsprünge durch ein aktives und marktwertorientiertes Management**

Im Vergleich zu den offenen Immobilienfonds, die in ihrer Anlagepolitik den strikten Regelungen des KAGG hinsichtlich Anzahl, Art und relativer Größe der Objekte unterliegen, sind Immobilienaktiengesellschaften in ihren operativen und investiven Entscheidungen nur gegenüber der Satzung und gegebenenfalls einem direkt erteilten Auftrag der Hauptversammlung verpflichtet, so daß innerhalb des von den Aktionären abgesteckten Rahmens mehr Raum für eine unternehmerische Betätigung besteht. Weiterhin müssen Immobilienaktiengesellschaften keine Mindestliquidität für Anteilsrücknahmen wie offene Immobilienfonds nachweisen, da bei Aktiengesellschaften keine Rücknahmepflichten für ausgegebene Anteile bestehen. Laut SCHARPENACK/NACK/HAUB können Immobilienaktiengesellschaften daher ein aktiveres Immobilienmanagement betreiben.¹³⁹⁷ Auch wenn regulatorische Rahmenbedingungen auf ein größeres Betätigungsfeld für Immobilienaktiengesellschaften hinweisen, ist diese Aussage in einer empirischen Analyse zu überprüfen.

¹³⁹⁴ Vgl. Schulte et al., Betrachtungsgegenstand, S. 21.

¹³⁹⁵ Vgl. Abschnitt 3.2.2.1.1, Immobilienbereitstellung, S. 110.

¹³⁹⁶ Vgl. Bone-Winkel, Vergleich, S. 525; Haub, Erfolgchancen, S. 176; Scharpenack/Nack/Haub, Immobilien-Aktiengesellschaften, S. 677.

¹³⁹⁷ Vgl. Scharpenack/Nack/Haub, Immobilien-Aktiengesellschaften, S. 677.

• Höhere Fremdfinanzierung

Da Immobilienaktiengesellschaften keinen gesetzlichen Grenzen wie zum Beispiel offenen Immobilienfonds für eine Fremdfinanzierung unterliegen,¹³⁹⁸ können sich durch eine marktwerthmaximale Nutzung der Verschuldungsmöglichkeiten im Vergleich zu anderen Anlageformen weitere Marktwert- bzw. Renditevorsprünge ergeben, sofern die Kapitalkosten für das Fremdkapital unter denen des Eigenkapitals liegen.¹³⁹⁹

• Risiko der Anlage in Immobilienaktiengesellschaften

Während für Investoren bei offenen Immobilienfonds aufgrund der gesetzlichen Rücknahmeverpflichtung der Kapitalanlagegesellschaft ein Totalverlust der Investition weitgehend auszuschließen ist, haftet der Aktionär in voller Höhe des Nennwertes der Aktien im Falle des Konkurses der Immobilienaktiengesellschaft. Das Gesamtrisiko, das der Aktionär im Rahmen der Investition übernimmt, hängt von den operativen und finanziellen Risiken ab, die das Immobilienunternehmen im Portfolio und in den zu realisierenden Projekten eingeht. Weiterhin können Anlagen in Immobilienaktiengesellschaften geringere Risiken als private Investitionen aufweisen, da aufgrund eines höheren Diversifikationsgrades und immobilienpezifischen Kernkompetenzen des Management der Immobilienaktiengesellschaft Risiken verringert werden.

4.3.5.1.5 Besteuerung der Immobilienaktiengesellschaft

Die steuerlichen Rahmenbedingungen sind einer besonderen Betrachtung zu unterziehen, um zu ermitteln, inwieweit steuerliche Regelungen in Deutschland der Immobilienanlage in Form der Immobilienaktiengesellschaft entgegenstehen oder förderlich sind. Während ein Privatanleger die Veräußerungsgewinne gemäß § 23 I EStG außerhalb der Spekulationsfrist von zehn Jahren ertragsteuerfrei vereinnahmen kann,¹⁴⁰⁰ fallen bei der Immobilienaktiengesellschaft grundsätzlich eine Körperschaft- und Gewerbesteuerbelastung auf Veräußerungsgewinne an. Dieser relative Nachteil zur Privatinvestition wird jedoch dadurch entschärft, daß die Steuerfreiheit der Veräußerungsgewinne im Privatvermögen weiter eingeschränkt ist.¹⁴⁰¹ So unterliegen auch Privatpersonen, die gewerblichen Grundstückshandel betreiben, der Be-

¹³⁹⁸ Gemäß § 37 III 2 KAGG dürfen Belastungen für Fremdfinanzierungen bei offenen Immobilienfonds 50 % des Verkehrswertes der im Sondervermögen befindlichen Grundstücke nicht überschreiten.

¹³⁹⁹ Vgl. Meyer-Scharenberg, Immobilienaktiengesellschaft, S. 17.

¹⁴⁰⁰ Vgl. umfassend dazu Gänger, Einkommensteuer, Kap. II D, Rz. 12–36; Penné/Weimar/Willitzer, Immobilienbesteuerung, S. 165–191.

¹⁴⁰¹ Vgl. Meyer-Scharenberg, Immobilienaktiengesellschaft, S. 18 f.

steuerung durch Einkommensteuer und Gewerbesteuer.¹⁴⁰²

Die Steuerfreiheit auf private Veräußerungsgewinne nach zehn Jahren erlaubt aber faktisch ausschließlich eine passive Immobilieninvestition. Eine Verkürzung der Spekulationsfrist bei Immobilieninvestitionen kann auf Ebene der Anleger durch die Nutzung der Immobilienaktie als Anlageform ermöglicht werden: Bei Wertpapieren, wie z. B. Immobilienaktien, ist gemäß § 23 I EStG eine steuerfreie Veräußerung nach einer Spekulationsfrist von einem Jahr möglich.

Immobilienaktiengesellschaften können ferner, wie bereits ausgeführt, unter Nutzung des § 6 b EStG die Zahlungswirksamkeit der Steuer zeitlich strecken und den Nachteil der Besteuerung der Veräußerungsgewinne durch den Zinseffekt der Steuerstundung mindern.¹⁴⁰³ Außerdem kann die laufende Gewerbesteuerbelastung bei rein vermögensverwaltenden Immobilienaktiengesellschaften unter Nutzung der erweiterten Kürzung gemäß § 9 I Nr. 1 2 GewStG ganz vermieden werden.¹⁴⁰⁴ Zwingende und strenge Voraussetzung für die erweiterte Kürzung ist, daß die Immobilienaktiengesellschaft keiner gewerblichen Aktivität nachgeht, sondern ausschließlich das eigene Vermögen verwaltet.¹⁴⁰⁵ Weiterhin dürfen auch keine Immobilien einem dort gewerbetreibenden Aktionär zur Nutzung überlassen werden.¹⁴⁰⁶

Aus dieser Betrachtung wird deutlich, daß Immobilienaktiengesellschaften insbesondere bei der Besteuerung der Veräußerungserlöse grundsätzlich Nachteile im Vergleich zu anderen Anlageformen in Immobilien aufweisen. Diese erscheinen aber vor dem Hintergrund der erwarteten Verlängerung der Spekulationsfrist für Privatpersonen weniger stark zu wiegen. Da aktive Immobilieninvestoren als gewerbliche Grundstückshändler weiterhin ebenfalls gewerbesteuerpflichtig sind,¹⁴⁰⁷ tritt auch die grundsätzliche Gewerbesteuerpflicht der Immobilienaktiengesellschaft in ihrer relativen Bedeutung zurück. Die Immobilienaktiengesellschaft

¹⁴⁰² Laut höchstrichterlicher Rechtsprechung ist davon auszugehen, daß eine Privatperson gewerblich Grundstückshandel betreibt, wenn sie innerhalb von fünf Jahren mehr als drei Objekte an- und wieder verkauft. Vgl. umfassend dazu Gänger, Einkommensteuer, Kap. II D, Rz. 1–11; Köhler, Immobilieninvestitionen, S. 455 f.

¹⁴⁰³ Vgl. dazu Abschnitt 4.2.3, Nutzung des § 6 b EStG zur Vermeidung der direkten Besteuerung von Veräußerungsgewinnen, S. 224.

¹⁴⁰⁴ Vgl. Haarmann/Busch, S. 397; Meyer-Scharenberg, Immobilienaktiengesellschaft, S. 19 f.

¹⁴⁰⁵ Vgl. Haarmann/Busch, S. 397.

¹⁴⁰⁶ Vgl. § 9 I Nr. 1 5 GewStG.

¹⁴⁰⁷ Vgl. dazu die Ausführungen in Fn. 1086, S. 205.

kann durch eine Trennung von gewerbesteuerpflichtigen und -freien Aktivitäten sogar einen Teil der Gewerbesteuer vollständig vermeiden, so daß insgesamt festgestellt werden kann, daß Immobilienaktiengesellschaften durch die Ausnutzung der Steuergestaltungsmöglichkeiten die bestehenden steuerlichen Nachteile im Vergleich zu den anderen Anlageformen weitgehend kompensieren kann.¹⁴⁰⁸

Zusammenfassend kann festgestellt werden, daß Immobilienaktien im Vergleich zu alternativen Anlageformen in Immobilien eine Vielzahl von Vorzügen aufweisen. Ob die Immobilienaktie in der skizzierten Form in Deutschland auf rege Nachfrage der Investoren treffen wird, kann hier nicht abschließend beurteilt werden. Allerdings bestehen deutliche Hinweise darauf, daß die Investition in Immobilienaktien aufgrund des besonderen Merkmals der Fungibilität der Immobilieninvestition Nachfrage am deutschen Kapitalmarkt generieren kann.

4.3.5.2 Börsenreife von Immobilienaktiengesellschaften

Neben den rechtlichen Voraussetzungen, die den grundlegenden Handlungsrahmen für eine Zulassung der Aktien zum Börsenhandel abstecken, ist insbesondere die wirtschaftliche Börsenreife für die erfolgreiche erstmalige Plazierung von Aktien im Kapitalmarkt entscheidend.¹⁴⁰⁹ Ein Unternehmen besitzt die Börsenreife, wenn es einen als Marktkonvention geltenden Katalog von grundlegenden Kriterien erfüllt, der die Voraussetzungen für die Akzeptanz der Börseneinführung im Markt abbildet.¹⁴¹⁰ Da diese Kriterien der Börsenreife den Erfolgsfaktoren einer Börseneinführung entsprechen, ist es das Ziel der Muttergesellschaft, zum Zeitpunkt der Börseneinführung eine maximale Erfüllung dieser Kriterien zu erreichen.¹⁴¹¹ Ein wesentlicher Faktor stellt dabei die Unternehmensgröße dar, die i. d. R. durch den Umsatz operationalisiert wird.¹⁴¹² Obwohl in der Literatur als Mindestgröße ein Umsatz von DM 50 Mio. als ausreichend betrachtet wird, zeigt die Analyse von erstmaligen Emissionen, daß der durchschnittliche Jahresumsatz der neu börsennotierten Unternehmen bei ca. DM 1 Mrd. liegt.¹⁴¹³ Bei der Börseneinführung von abgespaltenen Immobilienaktiengesellschaften kann das Mindestvolumen an Umsatz nur bei einem hinreichend großen Immobilienportfolio erreicht werden.

¹⁴⁰⁸ Vgl. Meyer-Scharenberg, Immobilienaktiengesellschaft, S. 19 f.

¹⁴⁰⁹ Vgl. Gerke/Rapp, Eigenkapitalbeschaffung, S. 289 f.; Schultze, Spin-off, S. 56.

¹⁴¹⁰ Vgl. Thommen/Achleitner, Betriebswirtschaftslehre, S. 455 f.; Schlick, Going Public, S. 89–105; von Oettingen, Planungen, S. 77.

¹⁴¹¹ Vgl. von Oettingen, Going, Public, Sp. 900.

¹⁴¹² Vgl. Thommen/Achleitner, Betriebswirtschaftslehre, S. 456.

Bei der Emission von Aktien einer Tochtergesellschaft ist insbesondere auch der Anteil des Umsatzes der Muttergesellschaft relevant, der auf die Tochtergesellschaft entfällt. Vor dem Hintergrund, daß börsennotierte Mutter- und Tochtergesellschaft zur Maximierung des Emissionserlöses sich am Kapitalmarkt als unterschiedliche Unternehmen zu positionieren beabsichtigen, wird als Richtwert ein maximaler Umsatzanteil des abgespaltenen Unternehmens von 30 % bis 50 % vorgeschlagen.¹⁴¹⁴ Dies erscheint bei der Spaltung von Unternehmensimmobilien unproblematisch, wenn nur geringe nichtoperative Umsätze im Immobilienbereich vor der Spaltung generiert werden. Erzielt die Immobilienaktiengesellschaft erhebliche Umsätze nach der Spaltung durch die Vermietung der Immobilien an die Muttergesellschaft, steht dies einer klar differenzierten Positionierung der Muttergesellschaft und der Immobilienaktiengesellschaft im Markt so lange nicht entgegen, wie die Unabhängigkeit des Immobilienunternehmens nicht gefährdet ist. Stellt der mit der Muttergesellschaft erzielte Umsatz den überwiegenden Anteil der Gesamtumsatzerlöse der Immobilienaktiengesellschaft dar, ist der generierte Zahlungsstrom relativ gleichförmig und bildet weitestgehend das Kreditrisiko der Muttergesellschaft ab.

Kritisch für eine erfolgreiche Positionierung der Immobilienaktiengesellschaft im Kapitalmarkt ist daher um so mehr die Fähigkeit, Erfolge auf dem Immobilienmarkt durch die Leistungserstellung an Dritte zu erzielen. Je größer das Umsatzvolumen mit Dritten auf dem Immobilienmarkt ist, desto geringer ist die Abhängigkeit des Immobilienunternehmens von der Muttergesellschaft und desto eher kann die Immobilienaktiengesellschaft das Mieterrisiko hinreichend diversifizieren, so daß Investoren eine niedrigere Renditeforderung haben. Kann eine hinreichende Diversifizierung nicht erreicht werden, führen die höheren Renditeforderungen c. p. zu niedrigeren Marktwerten, was bei einem Equity Carve-Out den Emissionserlös der Muttergesellschaft schmälert.

Weitere wesentliche Faktoren für die Börsenreife sind die zukünftigen Gewinnerwartungen und Wachstumsperspektiven der Immobilienaktiengesellschaft.¹⁴¹⁵ Auch die Klarheit der Unternehmensziele, die verfolgte Strategie auf dem Immobilienmarkt und die Organisation des Unternehmens werden von potentiellen Investoren kritisch untersucht. Bedeutsam für die Ein-

¹⁴¹³ Vgl. Hennigs, Börseneinführung, S. 15.

¹⁴¹⁴ Hennigs konnte in Expertengesprächen feststellen, daß der Anteil des Umsatzes der Tochtergesellschaft an der Muttergesellschaft maximal 50 % betragen sollte. Vgl. Hennigs, Börseneinführung, S. 16.

¹⁴¹⁵ Vgl. Jakob, Initial Public Offering, S. 54; Schlick, Going Public, S. 91–94 und S. 101 f.

schätzung der Immobilienaktiengesellschaft durch den Kapitalmarkt ist insbesondere die Kompetenz und Erfahrung des Managements im Immobilien- und im Kapitalmarkt.¹⁴¹⁶ Als weiterer elementarer Punkt der Börsenreife steht das eigenständige und unverwechselbare Erscheinungsbild der Immobilienaktiengesellschaft im Vordergrund.¹⁴¹⁷

Zusammenfassend kann festgestellt werden, daß an Immobilienunternehmen eine Vielzahl von grundlegenden Anforderungen für einen Börsengang erfüllen müssen. Liegt eine hinreichende Börsenreife vor, kann die Börseneinführung verfolgt werden. Für eine erfolgreiche Emission sind die Besonderheiten der Immobilienaktien im Emissionskonzept zu berücksichtigen, die im nächsten Abschnitt diskutiert werden.

4.3.5.3 Elemente eines Emissionskonzeptes für abgespaltene Immobilienaktiengesellschaften

Die Ausgestaltung des Emissionskonzeptes orientiert sich sowohl an den Zielen der Muttergesellschaft als auch an den Anforderungen des Kapitalmarktes gegenüber Immobilienaktiengesellschaften.¹⁴¹⁸ Den wahrscheinlich wichtigsten Erfolgsfaktor für die Börseneinführung einer Immobilienaktiengesellschaft im Wege eines Spin-Offs oder Equity Carve-Outs stellt die Gestaltung des zukünftigen Verhältnisses zwischen Mutter- und Tochtergesellschaft dar: Entscheidend für die Aufnahme der Aktie im Markt ist dabei der Grad der Abhängigkeit der Immobilienaktiengesellschaft von der Muttergesellschaft. Auf der einen Seite mündet ein zu starker Einfluß der Muttergesellschaft, der zu Lasten der Aktionäre des Immobilienunternehmens führen könnte, in einem nicht unerheblichen Abschlag auf den Veräußerungspreis der Aktien. Auf der anderen Seite hat eine sofortige und vollständige Trennung der Unternehmen ebenfalls Nachteile, da das Immobilienunternehmen einen Großteil der Vermietungsumsätze abrupt verlieren und weiterhin von potentiellen Investoren ein „Kassemachen“ der Muttergesellschaft unterstellt werden könnte.

Als optimale Struktur kann eine sogenannte „Arm's Length“-Beziehung¹⁴¹⁹ vorgeschlagen werden, die auf der einen Seite eine Beteiligung der Muttergesellschaft nach der Börseneinführung und auf der anderen Seite eine marktwirtschaftlich organisierte Mieter-Vermieter-

¹⁴¹⁶ Vgl. Hennigs, Börseneinführung, S. 20 f., Jakob, Initial Public Offering, S. 54.

¹⁴¹⁷ Vgl. Hennigs, Börseneinführung, S. 17f.

¹⁴¹⁸ Vgl. Titzrath, Going Public, S. 139 ff.

¹⁴¹⁹ Vgl. Hennigs, Börseneinführung, S. 17.

Beziehung vorzieht, in der das Immobilienunternehmen Immobilien der Muttergesellschaft zu Marktkonditionen bereitstellt. Stehen keine umwandlungssteuerrechtlichen Strukturen dem entgegen, sollte das Emissionsvolumen über 25 % des Stammkapitals der Immobilienaktiengesellschaft liegen, um so den Neuaktionären eine qualifizierende Beteiligung zu gewähren.¹⁴²⁰ Auf der anderen Seite sollte es aber nicht mehr als 50 % des Stammkapitals betragen, um am Markt dem negativen und somit den Emissionserfolg gefährdenden Eindruck der Liquidierung der Immobilien auf Kosten der Neuaktionäre vorzubeugen. Ausschlaggebend ist ferner, ob die Aktien aus den Beständen der Muttergesellschaft oder im Wege einer Kapitalerhöhung der Immobilienaktiengesellschaft entstehen. Bei erstmaligen Börseneinführungen präferieren Neuaktionäre bei der Allokation der Emissionserlöse, daß das Emissionsvolumen dem Unternehmen zufließt, und akzeptieren daher nur begrenzte Umplazierungen.¹⁴²¹ Um potentielle Investoren zu versichern, daß die Muttergesellschaft keinen schnellen Verkauf ihrer Anteile plant, sollte sie sich zu einer Plazierungssperre verpflichten, in einem bestimmten Zeitraum nach Plazierung der Aktien keine weiteren Aktien aus ihrem Eigentum zu veräußern.

Für die Muttergesellschaft sowie für das Immobilienunternehmen ist weiterhin das Emissionsvolumen von Bedeutung. Das Volumen der zufließenden Geldmittel folgt dabei den operativen Erfordernissen des Immobilienunternehmens, während der Umfang der umzuplazierenden Aktien von der Muttergesellschaft vorgegeben wird. Unabhängig von diesen Überlegungen ist bei der Bestimmung des Emissionsvolumens die Aufnahmefähigkeit des Kapitalmarktes zu beachten.¹⁴²² Die Höhe des Kapitalbedarfs ihrerseits wird mittels der bestehenden und angestrebten Eigenkapitalausstattung sowie durch die Wachstumserwartungen festgelegt.¹⁴²³ Um eine ausreichende Liquidität der Immobilienaktiengesellschaft im Sekundärmarkt sicherzustellen und die gesetzlichen Mindestanforderungen zu erfüllen, sollte das Emissionsvolumen im hier favorisierten Börsensegment des amtlichen Handels über DM 500 Mio. liegen.¹⁴²⁴

Gerade für die Börseneinführung einer Immobilienaktiengesellschaft ist die Planung der Pla-

¹⁴²⁰ Vgl. Jakobs, Initial Public Offerings, S. 60 f; Titzrath, Going Public, S. 140.

¹⁴²¹ Vgl. Gerke/Rapp, Eigenkapitalbeschaffung, S. 297 f.; von Oettingen, Going Public, Sp. 902.

¹⁴²² Vgl. Schlick, Going Public, S. 105 f.

¹⁴²³ Vgl. Gerke/Rapp, Eigenkapitalbeschaffung, S. 296 f.

¹⁴²⁴ Vgl. Gerke/Rapp, Eigenkapitalbeschaffung, S. 297; Hennigs, Börseneinführung, S. 36 f; von Oettingen, Going Public, Sp. 902

zierung bei Investorengruppen, die sich durch Langfristigkeit der Investition in das Unternehmen auszeichnen, ein wesentlicher Erfolgsfaktor. Dies ist bei Immobilienaktiengesellschaften insbesondere wichtig, da diese als neues „Produkt“ auf dem Kapitalmarkt bei Anlegern mit kurzfristigen Anlagehorizont unter Kursdruck geraten können. Aus der Analyse der möglichen Höhe und Struktur der Nachfrage nach den Aktien des Immobilienunternehmens ist daher eine Platzierungsstrategie zu entwickeln, die die Zielinvestoren und mögliche Zeichnungsquoten nach geographischen und institutionellen Segmenten auflistet. Diese Platzierungsstrategie stellt den Rahmen für das Marketingkonzept der Emission dar. In diesem sollten insbesondere Maßnahmen der Kommunikation wie z. B. die Veröffentlichung spezieller Studien zum Immobilienmarkt und Analysen zur steuerlichen Vorteilhaftigkeit von Immobilieninvestitionen in Aktien berücksichtigt werden, um potentielle Investoren von den grundlegenden Trends zu überzeugen. Weiterhin empfiehlt sich eine verlängerte Marketingperiode, da Immobilienaktien – anders als eine Aktie anderer Wirtschaftszweige – bisher nur eine geringere Verbreitung im deutschen Kapitalmarkt erreicht haben. Da die Erwartungen der Investoren die Bewertung des Unternehmens maßgeblich beeinflussen, ist es essentiell für eine erfolgreiche Börseneinführung, die Gewinn- und Wachstumspotentiale der Immobilienaktiengesellschaft zu identifizieren und die Fähigkeit des Unternehmens, diese zu realisieren, den potentiellen Investoren zu kommunizieren.

Die Aktien sollten im Wege des Bookbuildings begeben werden, um so ein Höchstmaß an strategischer Flexibilität für die Allokation der Aktien und der Preisfestlegung zu erzielen. Der Emissionspreis als wichtigste Variable der Emission wird auf der Grundlage einer kapitalmarktorientierten Unternehmensbewertung und weiterer Analysen in Abstimmung mit dem Emissionshaus von den Organen der Gesellschaft festgelegt. Insbesondere bei Immobilienaktien ist dies kritisch, da kein eindeutig Bewertungssystem für deutsche Immobilienaktiengesellschaften im Markt beobachtbar ist und weiterhin kaum Präzedenzfälle existieren.¹⁴²⁵

Die Wahl des richtigen Zeitpunkts und die Planung des Ablaufs der Emission ist ein weiterer wichtiger Bestandteil des Emissionskonzepts, bei dem insbesondere Branchen- und Unternehmensverfassung, Konjunkturverlauf und Börsenklima beachtet werden müssen. Im derzeitig aus wenigen Immobilienaktiengesellschaften bestehenden Markt kann eine Non-Property Company durch die Emission einer Immobilienaktiengesellschaft ein völlig neues

Marktsegment erschließen und so eine Vorreiterrolle bei der Entwicklung des deutschen Kapitalmarktes übernehmen. Dies kann signifikante Vorteile für die Muttergesellschaft wie auch für das Immobilienunternehmen im Kapitalmarkt bieten: Durch die Emission des Immobilienunternehmens demonstriert die Muttergesellschaft nicht nur die nachhaltige Entschlossenheit des Management zur Schaffung von Shareholder Value sondern auch Kompetenz in der Nutzung des Kapitalmarktes zur Erreichung dieses Ziels. Die neu geschaffene Immobilienaktiengesellschaft kann in der Emission die ungeteilte Aufmerksamkeit der in Immobilienaktien investierenden Anleger gewinnen und darüber hinaus auch kompetitive Vorteile auf dem Immobilienmarkt durch eine erhöhte öffentliche Präsenz realisieren.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, daß das zu entwickelnde Emissionskonzept für Immobilienaktiengesellschaften in besonderem Maße auf die Besonderheiten des Immobiliengeschäftes und auf die Neuartigkeit der in Aktien verbriefen Immobilien eingehen muß, um bei den potentiellen Investoren das Vertrauen in die Anlageform zu schaffen.

¹⁴²⁵ Vgl. auch Haub, Erfolgsfaktoren, S. 156 f. Zur Festlegung des Emissionskurses bei der Emission von Tochtergesellschaften siehe Hasselmann, Tochtergesellschaften, S. 131–138.

5 Zusammenfassung und Ausblick

5.1 Ergebnisse der Arbeit

Ziel der vorliegenden Arbeit war die Entwicklung eines marktwertorientierten Managements der Unternehmensimmobilien und deren Integration in die marktwertorientierte Unternehmensführung. Zur Erreichung dieser Zielsetzung wurden

- 1.) der Rahmen für das marktwertorientierte Management der Unternehmensimmobilien innerhalb der marktwertorientierten Unternehmensführung aufgezeigt,
- 2.) eine integrierte immobilienpezifische Unternehmenswertrechnung als zentrales Instrument für ein marktwertorientiertes Immobilienmanagement entwickelt,
- 3.) ein System zur marktwertorientierten Planung, Steuerung und Kontrolle des Einsatzes der Immobilien konzipiert,
- 4.) ein Modell zur Analyse der Wertsteigerungspotentiale bei der Separation der Immobilien von Unternehmen konstruiert und
- 5.) wesentliche Wertsteigerungsstrategien zur Herstellung der Separation der Immobilien von Unternehmen auf ihre gesellschafts-, handels- und steuerrechtliche sowie kapitalmarktbezogene Durchführbarkeit in Deutschland überprüft sowie die Voraussetzungen für deren ökonomische Vorteilhaftigkeit erörtert.

Die Ergebnisse der Arbeit werden im folgenden thesenförmig zusammengefaßt.

ad 1.) Marktwertorientierte Unternehmensführung

Für die marktwertorientierte Unternehmensführung stellt die Maximierung des Marktwertes des Eigenkapitals eine theoretisch konsistente und praktisch operable Zielfunktion dar, die eventuell bestehende Zielkonflikte der Kapitalgeber löst und eine ökonomisch effiziente Erfüllung der Interessen der Stakeholder koordiniert und sicherstellt. Der zentrale Maßstab für die Investitionsentscheidung ist die ex ante-Renditeforderung der Eigentümer, die mittels des CAPM approximiert werden kann und in den Diskontierungszinssatz der kapitalmarkttheoretischen Unternehmensbewertung mündet. Den Ausgangspunkt und Rahmen für die Konzeption der marktwertorientierten Unternehmensführung bildet das strategische Management, dessen umfangreiches Instrumentarium zur Strategieentwicklung und -implementierung zu diesem Zweck mit der finanztheoretischen Zielfunktion und der kapitalmarkttheoretischen Unternehmensbewertung kombiniert wird.

ad 2.) Immobilienspezifische Unternehmenswertrechnung

Die in der Arbeit entwickelte immobilienpezifische Unternehmenswertrechnung ist geeignet, die Spezifika der Immobilien als Wirtschaftsgut in Unternehmen adäquat abzubilden und finanzwirtschaftlich zu bewerten, so daß eine Selektion von marktwertsteigernden Immobilienstrategien ermöglicht wird. Für eine zielführende Berücksichtigung der Immobilien in der Unternehmenswertrechnung werden Immobilien und Unternehmen anhand der abgeleiteten ökonomischen Rollen „Produktionsfaktor“, „Objekt der Geschäftstätigkeit“ und „Produkt“ systematisiert. Ferner eröffnet die im Rahmen der Arbeit getroffene Unterscheidung von Immobilien hinsichtlich ihrer Drittverwendungsfähigkeit in Mehrzweck-, Spezial- und Sonderimmobilien eine Analyse ihrer Wirkung auf die Bewertungskomponenten der Unternehmenswertrechnung. Die umfassende integrierte finanzwirtschaftliche Planungsrechnung ermöglicht durch weitere immobilienpezifische Nebenrechnungen eine adäquate Abbildung der unternehmens- und immobilienbezogenen Strategien. Der parallele Einsatz der Entity- und der APV-Methode im vorliegenden Modell bewährt sich, da diese Methoden bei nur geringer zusätzlicher Komplexität entsprechend ihrer Vorzüge optimal eingesetzt werden können.

ad 3.) Marktwertorientierte Planung, Steuerung und Kontrolle des Einsatzes der Unternehmensimmobilien

In die marktwertorientierte Unternehmensführung läßt sich ein System des marktwertorientierten Immobilienmanagements integrieren. Ausgangspunkt für diese Verknüpfung des marktwertorientierten Managements der Unternehmensimmobilien mit der marktwertorientierten Unternehmensführung bildet die Einordnung der immobilienbezogenen Ziele in die Zielhierarchie des Unternehmens. Bezugnehmend auf die prozessuale Interpretation des strategischen Managements wird präskriptiv ein Prozeß zur marktwertorientierten Planung, Steuerung und Kontrolle des Einsatzes der Unternehmensimmobilien entworfen: In der marktwertorientierten Planung des Einsatzes der Unternehmensimmobilien sind die Immobilienbedürfnisse der operativen Teileinheiten zu koordinieren, in einem immobilienpezifischen Gesamtplan zu aggregieren und Strategien zur Befriedigung des Immobilienbedarfs anhand der entwickelten immobilienpezifischen Unternehmenswertrechnung zu bewerten und auszuwählen. Die Steuerung und Kontrolle des Einsatzes der Unternehmensimmobilien erfolgt anhand von kompatiblen immobilienpezifischen Erfolgsmaßstäben und der entwickelten Unternehmenswertrechnung.

ad 4.) Immobilienspezifisches Separationsmodell

Zur Analyse der restrukturierenden immobilienpezifischen Wertsteigerungsstrategien, bei

denen durch Transaktionen auf dem Kapitalmarkt eine institutionelle Trennung der Immobilien von den anderen Unternehmensaktivitäten erreicht wird, wurde ein Modell entwickelt, das die Zahlungsströme der Immobilien von denen des Unternehmens trennt und diese bei Ansatz von jeweils risikoäquivalenten Kapitalkosten separat bewertet. Während bei Annahme eines vollkommenen Kapitalmarktes und beim Ausschluß von Steuern und Transaktionskosten Wertidentität zwischen der Separations- und der Unterlassungsalternative herrscht, ist bei realiter vorliegenden Bedingungskomplexen davon auszugehen, daß Wertdifferenzen bestehen, die eine Separation der Immobilien von Unternehmen notwendig machen. Dies läßt sich zum einen bei effizienter Bewertung von Unternehmen und Immobilien auf Unterschiede in den steuerlichen Rahmenbedingungen, den Möglichkeiten der Diversifikation und der operativen immobilienpezifischen Leistungsfähigkeit von professionellen Immobilienunternehmen im Vergleich zu Non-Property Companies zurückführen. Zum anderen wird deutlich, daß beim Vorliegen von unvollständiger und asymmetrisch verteilter Information Wahrnehmungslücken bestehen können, die zu einer Divergenz von Marktkapitalisierung und Marktwerten der Alternativen führen. Das Separationsmodell ermöglicht die Ermittlung des maximalen Marktwertes im immobilienpezifischen Pentagon-Konzept und liefert so einen objektivierten Vergleichsmaßstab für restrukturierende immobilienpezifische Wertsteigerungsstrategien.

ad 5.) Strategien zur Separation der Immobilien von Unternehmen

Grundsätzlich lassen sich zwei Arten der Transaktionen zur Separation der Immobilien von Unternehmen identifizieren:

- Separation durch Veräußerung der Immobilien
- Separation durch Verbriefung der Immobilien in Beteiligungspapiere

Während die Veräußerung der nichtbetriebsnotwendigen Immobilien im Wege des Sell-Offs erfolgt, sind Immobilien, deren Nutzung durch die Non-Property Company zukünftig beabsichtigt ist, in Sale-Leaseback-Transaktionen vom Unternehmen zu separieren. Der Einfluß dieser Transaktionen auf den Marktwert des Eigenkapitals der Non-Property Company wird als vorteilhaft eingeschätzt. In bisherigen empirischen Untersuchungen solcher Transaktionen in den USA konnte ein positiver Effekt am Kapitalmarkt bestätigt werden. Allerdings muß festgehalten werden, daß bei der Separation von Immobilien durch Veräußerung Steuerzahlungen anfallen können, die die Vorteilhaftigkeit der Transaktion beeinträchtigen. Die Regelung des § 6 b EStG leistet allerdings eine Steuerstundung, deren Barwertvorteil den Nachteil der durch die Veräußerung unweigerlich initiierten Steuerbelastung mindert.

Die Separation der Immobilien im Wege der Verbriefung in Beteiligungspapiere stellt eine umfangreiche Restrukturierung dar, die u. U. sämtliche Immobilien der Non-Property Company umfassen kann. Im Vergleich zu den Transaktionen der Separation durch Veräußerung ist die Verbriefung in Beteiligungspapiere ungleich aufwendiger, da hier der öffentliche Kapitalmarkt für Beteiligungspapiere von der Non-Property Company angesprochen wird. In einem ersten Schritt sind die Immobilien in eine Aktiengesellschaft zu inkorporieren. Danach sind die geschaffenen Aktien an die Altgesellschafter zu verteilen (Spin-Off) oder an „fremde“ Investoren zu veräußern (Equity Carve-Out). Wie bei der Separation durch Veräußerung kann auch bei der Separation durch Verbriefung eine Besteuerung der Übertragungsgewinne entstehen, die die Vorteilhaftigkeit der vorgestellten Transaktionen beeinträchtigen kann. Aus der Analyse bisheriger Studien zu Spin-Offs und Equity Carve-Outs sowie der Untersuchung der Charakteristika der Immobilienaktie kann geschlossen werden, daß die Einführung von Immobilienaktiengesellschaften an der Börse eine besondere Strukturierung des Emissionskonzepts verlangt, da Immobilienaktien in Deutschland bisher nur wenig verbreitet sind und daher ein spezifisches Marketing erfordern.

5.2 Konsequenzen für die betriebliche Praxis und Ansatzpunkte weiterer Forschung

Mit Blick auf die Ergebnisse der Arbeit sollen abschließend Konsequenzen für die Unternehmenspraxis und in einem Ausblick der Erkenntnisraum für weiterführende Untersuchungen aufgezeigt werden.

Vor dem Hintergrund der bisherigen Transaktionen zur Separation der Immobilien und der Analyse der Wirkungszusammenhänge kann erwartet werden, daß Non-Property Companies zukünftig auch in Deutschland die Separation der Immobilien vom Unternehmen verfolgen werden. Allerdings bestehen innerhalb der Unternehmen erhebliche Hemmnisse für die Separation von Immobilien. Als mögliche Gründe lassen sich neben emotionalen Beweggründen wie z. B. Besitzstandsdenken etc. vor allem auch die obsoleete Interpretation der Rolle der Immobilien in Unternehmen identifizieren. Als das wohl größte Hemmnis für eine Separation muß die Besteuerung der Veräußerungs- bzw. Übertragungsgewinne gelten. Es lassen sich zwar erste Ansatzpunkte für komplexere Strukturen entwickeln, um eine Besteuerung zu minimieren bzw. zu umgehen. Diese scheitern jedoch, sofern ein vorab gefaßter Gesamtplan zur Umgehung der Besteuerung nachweisbar ist und somit die Mißbrauchstatbestände des § 15 UmwStG vorliegen. Mithin muß davon ausgegangen werden, daß eine Besteuerung der Buchgewinne nicht ausgeschlossen werden kann. Die Vorteilhaftigkeit der Separation ist aber nicht an der Vermeidung der Besteuerung, sondern am Marktwertbeitrag der Separation zu

messen, der zwar von der Besteuerung maßgeblich beeinflusst wird, aber nicht allein von dieser abhängig ist.

In der Praxis liegt oft das Mißverständnis vor, die Minimierung der Steuerzahlung sei identisch mit dem Ziel der Marktwertmaximierung. Das häufig angeführte Argument, daß weit in die Zukunft verlagerte Steuerzahlungen einen heutigen Barwert von null aufweisen, ist nicht stichhaltig, da die dann versteuerten Gewinne, die den Aktionären zustehen, heute ebenfalls einen Barwert von null aufweisen. In einem solchen Verständnis der vorhandenen ausschüttbaren Zahlungsströme stellen Immobilien latente Aktiva dar, deren Wert für den Aktionär gleich null ist: De facto wird der Aktionär in diesem Extremfall enteignet und dahingehend entmündigt, daß die Entscheidung, die Aktiva einer alternativen Verwendung zuzuführen, nicht von ihm getroffen werden kann. Dem Argument, Immobilien würden Reserven für Krisenzeiten darstellen, ist ebenfalls kritisch zu begegnen, da Immobilien in konjunkturellen Krisenzeiten bei einem Notverkauf erhebliche Preisabschläge hinnehmen müssen und somit nur eine bedingte Werthaltigkeit aufweisen. Weiterhin können Immobilien nur unzureichend vom Kapitalmarkt bewertet werden, so daß Aktionäre eine kontinuierliche Unterbewertung hinnehmen müssen.

Trotz dieser Widerstände muß festgehalten werden, daß insbesondere die Verbriefung von Immobilien in Beteiligungspapiere durch die Transformation von Immobilienportfolios in professionelle Immobilienunternehmen und deren Emission auf dem Kapitalmarkt eine besondere Attraktivität aufweist. Diese resultiert vor allem aus den zu erwartenden wertsteigernden Effekten zugunsten der Non-Property Company. Die Analyse der Immobilienaktie als Form der indirekten Anlage in Immobilien verdeutlicht, daß Immobilienaktien besonders für Anleger attraktiv sind, die bei höherer Liquidität und größeren Chance bereit sind, höhere Risiken als beispielsweise bei offenen Immobilienfonds einzugehen.

Vor diesem Hintergrund und der Tatsache, daß in den USA in den letzten Dekaden die Eigentumsquote an betrieblich genutzten Immobilien stark zurückging, ist zusammenfassend festzuhalten, daß Non-Property Companies in Deutschland zukünftig die Separation der Immobilien von den anderen Unternehmensaktivitäten verstärkt vollziehen werden. Inwieweit und in welchem Zeitraum sich dabei ein öffentlicher Markt für Beteiligungspapiere in Immobilienaktiengesellschaften entwickelt, ist in hohem Maße davon abhängig, ob es gelingt, institutionelle Investoren von der Vorteilhaftigkeit der Immobilienaktie als Form der Anlage in Immobilien zu überzeugen.

Für die wissenschaftliche Forschung ergeben sich aus der vorliegenden Arbeit weiterführende Ansatzpunkte: Im Zentrum zukünftiger Studien zum Corporate Real Estate Management von Non-Property Companies könnten leistungswirtschaftliche Wertsteigerungsstrategien und insbesondere die Entwicklung wertsteigernder Finanzierungsprodukte für diejenigen Immobilien der Non-Property Companies stehen, die aufgrund ihrer mangelnden Drittverwendungsfähigkeit oder wegen ihrer strategischen Bedeutung im Unternehmen verbleiben müssen. Im Rahmen dieser Untersuchungen erscheint es angezeigt, die in der Arbeit auf Basis von theoretischen Zusammenhängen gewonnenen Hypothesen zur Wirkung der Immobilien auf die Renditeforderung der Kapitalgeber empirisch zu überprüfen.

Ferner erscheint es notwendig, einen umfassenden Ansatz für das marktwertorientierte Management von Immobilien in börsennotierten Immobilienunternehmen zu entwerfen. Auch gilt es, die Bewertung von Immobilienaktiengesellschaften im Kapitalmarkt näher zu untersuchen und kritisch zu würdigen, um ein theoretisch überzeugendes und praktisch einsetzbares Instrument zur Bewertung von Immobilienaktiengesellschaften und zur Preisfindung von Kapitalmarktmaßnahmen zu entwickeln. Es wird dabei notwendig sein, die im europäischen Kapitalmarkt vorherrschende Substanzorientierung zu überwinden und einen umfassenden, an den Zahlungsströmen des Immobilienunternehmens ansetzenden Bewertungsansatz zu konzipieren, der kapitalmarkttheoretische Ansprüche an die Unternehmensbewertung von Immobilienunternehmen erfüllt.

Zusammenfassend ist festzuhalten, daß die erwartete Entwicklung eines öffentlichen Marktes für in Aktien verbriefte Immobilien ein neues Forschungsgebiet entstehen läßt, das in Deutschland derzeit nicht existiert. Damit gewinnt die in der Schnittmenge von Kapitalmarkttheorie und Immobilienökonomie liegende wissenschaftliche Betätigung an Dynamik.

Literaturverzeichnis

- Abel, Bodo** (*Leitidee*): Denken in theoretischen Modellen als Leitidee der Wirtschaftswissenschaften, in: Raffée, Hans/Abel, Bodo (Hrsg.): Wissenschaftstheoretische Grundfragen der Wirtschaftswissenschaften, München 1979, S. 138–160
- Abromeit-Kremser, Bernd** (*Immobilieninvestmentfonds*): Offene Immobilieninvestmentfonds: betriebswirtschaftliche Aspekte ihres Managements, Wien 1986
- Achleitner, Ann-Kristin/Achleitner, Paul** (*Erfolgsstrategien*): Ansatzpunkte unternehmerischer Erfolgsstrategien, in: Achleitner, Ann-Kristin/Thoma, Georg (Hrsg.): Handbuch Corporate Finance – Konzepte, Strategien und Praxiswissen für das moderne Finanzmanagement, Köln 1997, Kapitel 2.1.1.1., S. 1–13
- Adams, Andrew T./Clarke, Richard T.** (*leaseback*): Stock market reaction to sale and leaseback announcements in the UK, in: JoPR, Vol. 13 (1996), pp. 31–46
- Albach, Horst** (*Editorial*): Editorial, in: ZfB, 67. Jg. (1997), H. 7, S. 673–675
- Albach, Horst** (*Wissenschaft*): Betriebswirtschaftslehre als Wissenschaft, in: Albach, Horst/Brockhoff, Klaus (Hrsg.): Die Zukunft der Betriebswirtschaftslehre in Deutschland, in: ZfB Ergänzungsheft 3/93, Wiesbaden 1993, S. 7–26
- Albrecht, Thomas** (*Marktrisikoprämie*): Was wissen wir über die Höhe der Marktrisikoprämie bei Aktien? – Überlegungen zur Ermittlung sinnvoller Eigenkapitalkosten im Rahmen von Shareholder Value-Konzepten, in: BFuP, 49. Jg. (1997), H. 5, S. 567–579
- Alchian, Armen A./Demsetz Harold** (*Production*): Production, Information Costs, and Economic Organisation, in: AER, Vol. 72 (1972), pp. 777–795
- Allen, Marcus T./Rutherford, Ronald C./Springer, Thomas M.** (*Wealth*): The Wealth Effects of Corporate Real Estate Leasing, in: JoRER, Vol. 8 (1993), No. 4, pp. 567–578
- Allendorf, Georg J.** (*Investor Relations*): Investor Relations deutscher Publikumsgesellschaften – Eine theoretische und empirische Wirkungsanalyse, Diss. European Business School Oestrich-Winkel 1996

- Alli, Kasim L./Ramírez, Gabriel G./Yung, Kenneth** (*Relocation*): Corporate Headquarter Relocation: Evidence of Capital Markets, in: AREUEAJ, Vol. 19 (1991), No. 4, pp. 581–599
- Alvayay, Jaime R./Rutherford, Ronald C./Smith, William S.** (*Leaseback*): Tax Rules and the Sale and Leaseback of Corporate Real Estate, in: REE, Vol. 23 (1995), No. 2, pp. 207–238
- Ambrose, Brent W.** (*Impact*): Corporate Real Estate's Impact on the Takeover Market, in: JoREFE, Vol. 3 (1990), No. 4, pp. 307–322
- Amelung, Volker E.** (*Gewerbeimmobilien*): Gewerbeimmobilien – Planer, Bauherren, Wettbewerber, Berlin et al. 1996 (zugl. Diss. Hochschule St. Gallen 1994)
- Amstad, Gerold** (*Immobilien*): Immobilien als Anlageobjekte (unter besonderer Berücksichtigung der Privatversicherung) (zugl. Diss. Hochschule St. Gallen 1969)
- Ansoff, H. Igor** (*Discontinuity*): Managing Surprise and Discontinuity – Strategic Response to Weak Signals. Die Bewältigung von Überraschungen – Strategische Reaktionen auf schwache Signale, in: zfbf, 28. Jg. (1976), S. 129–152.
- Ansoff, H. Igor** (*Implanting*): Implanting Strategic Management, Englewood Cliffs (N.J.) et al. 1984
- Ansoff, H. Igor/Declerck, Roger P./Hayes, Robert L.** (*Strategic Management*): From Strategic Planning to Strategic Management, in: Ansoff, H. Igor/Declerck, Roger P./Hayes, Robert L. (Editors): From Strategic Planning to Strategic Management, London et al. 1976, pp. 39–78
- Apgar, Mahlon IV** (*Costs*): Uncovering Your Hidden Occupancy Costs, in: HBR, Vol. 71 (1993), No. 3, pp. 124–137
- Apgar, Mahlon IV** (*Strategic*): A Strategic View of Real Estate, in: REI, Vol. 11 (1986), No. 2, pp. 6–11
- Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V.** [zitiert: Arbeitskreis „Finanzierung“] (*Unternehmenssteuerung*): Wertorientierte Unternehmenssteuerung mit differenzierten Kapitalkosten, in: zfbf, 48. Jg. (1996), H. 6, S. 543–578
- Arthur Andersen & Co., SC** [zitiert: **Arthur Andersen**] (*assets*): Wasted assets? A survey of corporate real estate in Europe, o. Verlag, o. O. 1995

- Arthur Andersen & Co., SC [zitiert: Arthur Andersen] (*Line*):** Real Estate in the Corporation: The Bottom Line from Senior Management, o. Verlag, o. O. 1993
- Atkinson, Anthony A./Waterhouse, John H./Wells, Robert B. (*Stakeholder*):** A Stakeholder Approach to Strategic Performance Measurement, in: SMR, Vol. 38 (1997), pp. 25–37
- Backes-Gellner, Uschi/Geil, Linus (*Managervergütung*):** Managervergütung und Unternehmenserfolg – Stand der theoretischen und empirischen Forschung, in: WISU, 26. Jg. (1997), H. 5, S. 468–475
- Backes-Gellner, Uschi/Pull, Kerstin (*Widerspruch*):** Betriebliche Sozialpolitik und Maximierung des Shareholder Value: ein Widerspruch? – Eine empirische Analyse alternativer Erklärungsansätze, in: ZfB, 69. Jg. (1999), H. 1, S. 51–70
- Baetge, Jörg (*Bilanzen*):** Bilanzen, 4., überarb. Aufl., Düsseldorf 1996
- Baetge, Jörg/Krause, Clemens (*Unternehmensbewertung*):** Die Berücksichtigung des Risikos bei der Unternehmensbewertung, in: BFuP, 46. Jg. (1994), H. 5, S. 433–456
- Ballwieser, Wolfgang (*Aggregation*):** Aggregation, Komplexion und Komplexitätsreduktion, in: Wittmann, Waldemar et al. (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Teilband 1, A–H, 5., völlig neu gestaltete Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 50–57
- Ballwieser, Wolfgang (*Aktuelle Aspekte*):** Aktuelle Aspekte der Unternehmensbewertung, in: Wpg, 47. Jg. (1994), H. 4/5, S. 119–129
- Ballwieser, Wolfgang (*Komplexitätsreduktion*):** Unternehmensbewertung und Komplexitätsreduktion, 3., überarb. Aufl., Wiesbaden 1990
- Ballwieser, Wolfgang (*Rechnungswesen*):** Das Rechnungswesen im Lichte ökonomischer Theorie, in: Ordelheide, Dieter/Rudolph, Bernd/Büsselmann, Elke (Hrsg.): Betriebswirtschaftslehre und ökonomische Theorie, Stuttgart 1991, S. 97–124
- Ballwieser, Wolfgang (*Shareholder Value*):** Adolf Moxter und der Shareholder Value-Ansatz, in: Ballwieser, Wolfgang et al. (Hrsg.): Bilanzrecht und Kapitalmarkt: Festschrift zum 65. Geburtstag von Adolf Moxter, Düsseldorf 1994, S. 1377–1405
- Ballwieser, Wolfgang (*Steuern*):** Unternehmensbewertung und Steuern, in: Elschen, Rainer et al. (Hrsg.): Unternehmenstheorie und Besteuerung: Dieter Schneider zum 60. Geburtstag, München 1995, S. 15–37

- Ballwieser, Wolfgang** (*Unternehmensbewertung*): Methoden der Unternehmensbewertung, in: Gebhardt, Günther/Gerke, Wolfgang/Steiner, Manfred (Hrsg.): Handbuch des Finanzmanagements, München 1993, S. 151–176
- Balogh, Colin/Corgel, John/Logan, Gregg** (*Planning*): Financial Planning for Real Estate Production Decisions, in: REI, Vol. 12 (1987), No. 2, pp. 1–5
- Bals, Werner** (*Immobilienfonds*): Die ökonomische Position von Anteilsinhabern offener Immobilienfonds – eine Analyse, Frankfurt am Main 1994 (zugl. Diss. Univ. Regensburg 1993)
- Bamberg, Günther/Coenberg, Adolf G.** (*Entscheidungslehre*): Betriebswirtschaftliche Entscheidungslehre, 9., überarb. Aufl., München 1996
- Bamberger, Ingolf/Wrona, Thomas** (*Ressourcenansatz*): Der Ressourcenansatz und seine Bedeutung für die Strategische Unternehmensführung, in: zfbf, 48. Jg. (1996), H. 2, S. 130–153
- Barwise, Patrick/March, Paul R./Wensley, Robin** (*Finance and Strategy*): Must Finance and Strategy Clash?, in: HBR, Vol. 67 (1989), No. 5, pp. 85–90
- Bauer, Christoph** (*Aktienanlagen*): Das Risiko von Aktienanlagen: die fundamentale Analyse und Schätzung von Aktienrisiken, Köln 1992 (zugl. Diss. Univ. Münster 1991)
- Bea, Franz X.** (*Entscheidungen*): Entscheidungen des Unternehmens, in: Bea, Franz X./Dichtl, Erwin/Schweitzer, Marcell (Hrsg.): Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, Bd. 1, Grundfragen, 7., neubearb. Aufl., Stuttgart 1997, S. 376–507
- Bea, Franz X.** (*Wirtschaftsordnung*): Wirtschaftsordnung, in: Bea, Franz X./Dichtl, Erwin/Schweitzer, Marcell (Hrsg.): Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, Bd. 1, Grundfragen, 7., neubearb. Aufl., Stuttgart 1997, S. 203–220
- Bea, Franz X./Haas, Jürgen** (*Management*): Strategisches Management, Stuttgart/Jena 1995
- Beaver, William/Kettler, Paul/Scholes, Myron** (*Association*): The Association Between Market Determined and Accounting Determined Risk Measures, in: AR, Vol. 45 (1970), No. 3, pp. 654–682
- Behrens, Gerold** (*Wissenschaftstheorie*): Wissenschaftstheorie und Betriebswirtschaftslehre, in: Wittmann, Waldemar et al. (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Teilband 3, R–Z, 5., völlig neu gestaltete Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 4763–4772

- Bell, Michael A. (*Management*):** The Importance of Sound Fixed Asset Management, in: ID, Vol. 156 (1987), No. 1, pp. 11–13 (61–63)
- Bellinger, Bernhard (*Betriebswirtschaftslehre*):** Allgemeine und Spezielle Betriebswirtschaftslehre(n), in: Wittmann, Waldemar et al. (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Teilband 1, A–H, 5., völlig neu gestaltete Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 68–84
- Bender, Andrew D. (*Disposition*):** Disposition Alternatives for Surplus Corporate Real Estate, in: REFJ, Vol. 6 (1991), No. 3, pp. 18–22
- Berens, Wolfgang/Hoffjan, Andreas (*Wertermittlung*):** Wertermittlung von Immobilien auf Basis vollständiger Finanzpläne, in: zfbf, 47. Jg. (1995), H. 4, S. 373–395
- Berger, Philip G./Ofek, Eli (*Diversification*):** Diversification's effect on firm value, in: JOFE, Vol. 17 (1995), No. 1, pp. 39–65
- Berger, Philip G./Ofek, Eli (*Diversified*):** Bustup Takeovers of Value-Destroying Diversified Firms, in: JoF, Vol. 41 (1996), No. 4, pp. 1175–1200
- Berle, Adolf A. Jr./Means, Gardiner C. (*Corporation*):** The Modern Corporation and Private Property, New York et al. 1932
- Biergans, Enno (*Steuerarten*):** Steuerarten, betriebliche, in: Wittmann, Waldemar et al. (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Teilband 2, I–Q, 5., völlig neu gestaltete Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 4004–4016
- Bimberg, Lothar H. (*Renditeberechnung*):** Langfristige Renditeberechnung zur Ermittlung von Risikoprämien – Empirische Untersuchung der Rendite von Aktien, festverzinslichen Wertpapieren und Tagesgeld in der Bundesrepublik Deutschland für den Zeitraum von 1954 bis 1988, 2., unveränderte Aufl., Frankfurt am Main et al. 1993 (zugl. Diss. Univ. Wuppertal 1990)
- Bingham, Bruce B. (*Takeover*):** Managing Corporate Real Estate in a Takeover, in: ID, Vol. 158, No. 1, pp. 6–9 (104–107)
- Birle, Peter (*Grunderwerbsteuer*):** Grunderwerbsteuer, in: Birle, Peter et al. (Hrsg.): Haus- und Grundbesitz in der Besteuerung, Loseblatt-Ausgabe (Stand: 3. Ergänzungslieferung 3/98), Herne/Berlin 1997, Kapitel II. A., [zitiert: Birle, Grunderwerbsteuer, Kapitel, Randziffer]

- Bischoff, Jörg** (*Shareholder Value*): Das Shareholder Value-Konzept. Darstellung – Probleme – Handhabungsmöglichkeiten, Wiesbaden 1994 (zugl. Diss. Univ. München 1994)
- Black, Andrew/Wright, Philip/Bachman John E.** (*Shareholder Value*): In Search of Shareholder Value – Managing the Drivers of Performance, London 1998
- Black, Fischer/Jensen, Michael C./Scholes, Myron** (*Tests*): The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests, in: Jensen, Michael C. (Editor): Studies in the Theory of Capital Markets, New York/Washington/London 1972, pp. 79–121
- Blättchen, Wolfgang** (*Börse*): Warum Sie überhaupt an die Börse gehen sollten – die Sicht des externen Beraters, in: Volk, Gerrit (Hrsg.): Going Public: der Gang an die Börse, Stuttgart 1996, S. 3–26
- Bleicher, Knut** (*Führung*): Führung, in: Wittmann, Waldemar et al. (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Teilband 1, A–H, 5., völlig neu gestaltete Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 1270–1284
- Bleicher, Knut** (*Konzept*): Das Konzept Integriertes Management, 4., rev. und erw. Aufl., Frankfurt am Main/New York 1996
- Bleicher, Knut** (*Management*): Normative Management: Politik, Verfassung und Philosophie des Unternehmens, Frankfurt am Main/New York 1994
- Blohm, Hans/Lüder, Klaus** (*Investition*): Investition. Schwachstellenanalyse des Investitionsbereichs und Investitionsrechnung, 8., aktualisierte und erg. Aufl., München 1995
- Blumers, Wolfgang** (*Einführungsschreiben*): Die Spaltung im Einführungsschreiben zum UmwStG, in: BB, 52. Jg. (1997), H. 37, S. 1876–1881
- Blumers, Wolfgang** (*Spaltung*): Ausgliederung und Spaltung und wesentliche Betriebsgrundlagen, in: DB, 48. Jg. (1995), H. 10, S. 496–500
- Blumig, Walter** (*EStG*): Einkommensteuergesetz, Körperschaftsteuergesetz, Gewerbesteuergesetz: Kommentar, Loseblattsammlung, 59. Ergänzungslieferung Stand April 1989, Bd. 4, §§ 1–55 KStG und §§ 1–37 GewStG, München [zitiert: Blümich-Bearbeiter, Gesetz, Seite, Randziffer]
- Blyth, Michael L./Friskey, Elizabeth A./Rappaport, Alfred** (*Implementing*): Implementing the Shareholder Value Approach, in: JoBS, Vol. 6 (1986), No. 3, pp. 48–60

- Bone-Winkel, Stephan** (*Immobilienanlageprodukte*): Immobilienanlageprodukte in Deutschland, in: Die Bank, o.Jg. (1996), H. 10, S. 670–677
- Bone-Winkel, Stephan** (*Management*): Das strategische Management von offenen Immobilienfonds – unter besonderer Berücksichtigung der Projektentwicklung von Gewerbeimmobilien, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Bd. 1, Köln 1994 (zugl. Diss. European Business School Oestrich-Winkel 1994)
- Bone-Winkel, Stephan** (*Vergleich*): Immobilienanlageprodukte: Überblick und Vergleich, in: Schulte, Karl-Werner/Bone-Winkel, Stephan/Thomas, Matthias (Hrsg.): Handbuch Immobilieninvestition, Köln 1998, S. 497–529
- Booth, G. Geoffrey/Glascock, John L./Sarkar, Salil K.** (*ReExamination*): A ReExamination of Corporate Sell-Offs of Real Estate Assets, in: JoREFE, Vol. 12 (1996), No. 2, pp. 195–202
- Born, Karl** (*Unternehmensbewertung*): Unternehmensanalyse und Unternehmensbewertung, Stuttgart 1995
- Börsig, Clemens** (*Unternehmenswert*): Unternehmenswert und Unternehmensbewertung, in: zfbf, 45. Jg. (1993), H. 1, S. 79–91
- Boruttau, Ernst P.** (*GrESStG*): Grunderwerbsteuergesetz: Kommentar, 14., völlig neubearbeitete Auflage, München 1997 [zitiert: Boruttau-Bearbeiter, GrESStG, Seite, Randziffer]
- Bouris, Georges** (*Decisions*): Aligning Real Estate Decisions with Company Financial Objectives, in: Site Selection Europe, Vol. 39 (1994), No. 3, pp. 31–33
- Brade, Kerstin H.** (*Marketing-Planungsprozeß*): Strategischer Marketing-Planungsprozeß für Büroimmobilien: Anwendung der Kausalanalyse zur Erforschung der Mieterverhalten, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Bd. 7, Köln 1998 (zugl. Diss. European Business School Oestrich-Winkel 1997)
- Braun, Hans-Peter/Oesterle, Eberhard/Haller, Peter** (*Management*): Facility Management: Erfolg in der Immobilienbewirtschaftung, Berlin et al. 1996
- Braun, Wolfram** (*Forschungsmethoden*): Forschungsmethoden der Betriebswirtschaftslehre, in: Wittmann, Waldemar et al. (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Teilband 1, A–H, 5., völlig neu gestaltete Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 1220–1236
- Brealey, Richard A./Myers, Stewart C.** (*Finance*): Principles of Corporate Finance, Fifth Edition, New York et al. 1996

- Breid, Volker** (*Erfolgspotentialrechnung*): Erfolgspotentialrechnung. Konzeption im System einer finanzierungstheoretisch fundierten, strategischen Erfolgsrechnung, Stuttgart 1994 (zugl. Diss. Univ. München o.J.)
- Brennan, Michael J.** (*Latent Assets*): Latent Assets, in: JoF, Vol. 45 (1990), No. 3, pp. 709–730
- Bretzke, Wolf-Rüdiger** (*Prognoseproblem*): Das Prognoseproblem bei der Unternehmensbewertung – Ansätze zu einer risikoorientierten Bewertung ganzer Unternehmungen auf der Grundlage modellgestützter Erfolgsprognosen, Düsseldorf 1975
- Bretzke, Wolf-Rüdiger** (*Unternehmensbewertung*): Unternehmensbewertung in dynamischen Märkten, in: BFuP, 45. Jg. (1993), H. 1, S. 39–45
- Bronner, Tillmann** (*Wertsteigerung*): Wertsteigerung durch strategische Entscheidungen: Analyse anhand eines strategischen Unternehmensmodells, Stuttgart 1995 (zugl. Diss. Univ. München unter dem Titel Bronner, Tillmann: Strukturierung strategischer Entscheidungssituationen 1995)
- Brown, Robert K.** (*Operation*): Building the Proactive Real Estate Operation, in: ID, Vol. 153 (1989), No. 3, pp. 23–24
- Brown, Robert K. et al.** (*Corporate Real Estate*): Managing Corporate Real Estate, New York 1993
- Brueggeman, William B./Fisher, Jeffrey D.** (*Finance*): Real Estate Finance and Investment, Ninth Edition, Homewood/Boston 1993
- Brueggeman, William B./Fisher, Jeffrey D./Porter, David M.** (*Rethinking*): Rethinking Corporate Real Estate, in: JoACF, Vol. 3 (1990), No. 1, pp. 39–50
- Brune, Jens W.** (*Instrument*): Der Shareholder-Value-Ansatz als ganzheitliches Instrument strategischer Planung und Kontrolle. Eine Untersuchung unter Beachtung besonderer Rahmenbedingungen in der Bundesrepublik Deutschland, Diss. Univ. Köln 1995
- Bufka, Jürgen/Schiereck, Dirk/Zinn, Kai** (*Kapitalkostenbestimmung*): Kapitalkostenbestimmung für diversifizierte Unternehmen – ein empirischer Methodenvergleich, in: ZfB, 69. Jg. (1999), H. 1, S. 115–131
- Bühner, Rolf** (*Führung*): Unternehmerische Führung mit Shareholder Value, in: Bühner, Rolf (Hrsg.): Der Shareholder-Value-Report: Erfahrungen, Ergebnisse, Entwicklungen, Landsberg/Lech 1994, S. 9–75

Bühner, Rolf (*Lean Management*): Lean Management und Shareholder Value, in: Bühner, Rolf (Hrsg.): Der Shareholder-Value-Report: Erfahrungen, Ergebnisse, Entwicklungen, Landsberg/Lech 1994, S. 145–167

Bühner, Rolf (*Management-Wert-Konzept*): Das Management-Wert-Konzept: Strategien zur Schaffung von mehr Wert in Unternehmen, Stuttgart 1990

Bühner, Rolf (*Raider*): Managen wie ein Raider, in: HBM, 12. Jg. (1990), H. 1, S. 36–41

Bühner, Rolf (*Realteilung*): Marktwert und Realteilung, in: ZfB, 54. Jg. (1984), H. 10, S. 947–963

Bühner, Rolf (*Risiko*): Strategien zwischen Rendite und Risiko, in: Absatzwirtschaft, 39. Jg. (1996), H. 1, S. 36–40

✓ **Bühner, Rolf** (*Shareholder Value*): Shareholder Value. Eine Analyse der 50 großen Aktiengesellschaften in der Bundesrepublik Deutschland, in: DBW, 53. Jg. (1993), H. 6, S. 749–769

Bühner, Rolf (*Strategie*): Strategie und Organisation – Analyse und Planung der Unternehmensdiversifikation mit Fallbeispielen, 2., überarb. und erw. Aufl., Wiesbaden 1993

Bühner, Rolf (*Transparenz*): Mehr Transparenz bis in die einzelnen Geschäftseinheiten, in: BddW, 27. September 1994, S. 1

✗ **Bühner, Rolf/Tuschke, Anja** (*Shareholder Value*): Zur Kritik am Shareholder Value – eine ökonomische Analyse –, in: BFuP, 49. Jg. (1997), H. 5, S. 499–516

Bühner, Rolf (*Unternehmensspaltung*): Unternehmensspaltung – Motive und Aktienmarktreaktionen, in: zfbf, 50. Jg. (1998), H. 9, S. 809–840

Buse, Christoph (*Management*): Strategisches Management von industrieverbundenen Wohnungsunternehmen, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Köln (Veröffentlichung in Druck) (zugl. Diss. European Business School Oestrich-Winkel 1998)

C&L Deutsche Revision Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft [zitiert: C&L Deutsche Revision] (*Unternehmensführung*): Wertorientierte Unternehmensführung. Die Ergebnisse einer internationalen Studie von C&L bei 300 Unternehmen in 13 Ländern zum Thema Shareholder Value, Frankfurt am Main 1997

Case, Fred E. (*Stores*): Managing Corporate Real Assets For Their Stores of Value, in: ID, Vol. 155, March/April 1986, No. 2, pp. 11–13 (309–311)

- Chan, Su Hau/Gau, George W./Wang, Ko** (*Relocations*): Stock Market Reaction to Capital Investment Decisions: Evidence from Business Relocations, in: JoFQA, Vol. 30 (1995), No. 1, pp. 81–100
- Cheng, Louis T.W./Davidson III, Wallace N.** (*Reinterpretation*): Reinterpretation of the Shareholder Gains in Selloff Transactions, in: JoBFA, Vol. 20 (1993), No. 4, pp. 599–611
- Chmielewicz, Klaus** (*Erfolgsrechnung*): Integrierte Finanz, Bilanz- und Erfolgsrechnung, in: Gebhardt, Günther/Gerke, Wolfgang/Steiner, Manfred (Hrsg.): Handbuch des Finanzmanagements, München 1993, S. 43–66
- Christensen, Donald G./Levi, Donald R.** (*Risk*): Corporate Restructurings Involving Real Estate Assets: Some Earnings and Risk Signal Implications, in: JoRER, Vol. 8 (1993), No. 4, pp. 579–595
- Coenberg, Adolf G.** (*Jahresabschluß*): Jahresabschluß und Jahresabschlußanalyse: betriebswirtschaftliche, handels- und steuerrechtliche Grundlagen, 15., überarb. Aufl., Landsberg/Lech 1994
- Coenberg, Adolf G./Sautter, Michael T.** (*Unternehmensakquisition*): Strategische und finanzielle Bewertung von Unternehmensakquisitionen, in: DBW, 48. Jg. (1988), H. 6, S. 691–710
- Cohen, Gerald** (*Leasebacks*): Sale/Leasebacks: How They Can Benefit the Corporation, in: ID, Vol. 157 (1988), No. 6, pp. 18–20 (1480–1482)
- Comment, Robert/Jarrell, Gregg A.** (*Focus*): Corporate focus and stock returns, in: JoFE, Vol. 37 (1995), No. 1, pp. 67–87
- Conzen, Georg** (*Development*): – Development – Eine Strukturanalyse des bundesrepublikanischen Projektentwicklungsmarktes, unter besonderer Beachtung von Development-Gesellschaften, Dortmund 1993
- Copeland, Thomas E.** (*Value*): Why value value? in: MKQ, o. Jg. (1994), No. 4, pp. 97–109
- Copeland, Thomas E./Koller, Tim/Murrin, Jack** (*Unternehmenswert*): Unternehmenswert: Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung (Originaltitel: Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, Deutsche Übersetzung von T. Schmidt und F. Mader), 2., aktualisierte und erw. Aufl., Frankfurt am Main/New York 1998

- Copeland, Thomas E./Koller, Tim/Murrin, Jack** (*Valuation*): Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, Second Edition, New York 1994
- Copeland, Thomas E./Weston, J. Fred** (*Theory*): Financial Theory and Corporate Policy, Third Edition, Reading et al. 1992
- Cornell, Bradford/Shapiro, Alan C.** (*Stakeholders*): Corporate Stakeholders and Corporate Finance, in: FM, Vol. 16 (1987), No. 2, pp. 5–14
- Cornell, Joseph W.** (*Spin-Off*): Spin-Off to Play-Off: An Analytical Guide to Investing in Corporate Divestitures, New York et al. 1998
- Cusatis, Patrick/Miles, James A./Woolridge, J. Randall** (*Evidence*): Some New Evidence That Spin-Offs Create Value, in: JoACF, Vol. 7 (1994), No. 2, pp. 100–107
- Cyert, Richard M./March, James G.** (*Theorie*): Eine verhaltenswissenschaftliche Theorie der Unternehmung, 2. Aufl. (Deutsche Ausgabe herausgegeben vom Carnegie Bosch Institut, Originaltitel: A Behavioral Theory of the Firm, Englewood Cliffs (N.J.), 1963, übersetzt von Gerda Bernhardt und Siegfried Gagsch), Stuttgart 1995
- Damodaran, Aswath** (*Finance*): Corporate Finance. Theory and Practice, New York et al. 1997
- Damodaran, Aswath** (*Valuation*): Damodaran on Valuation. Security Analysis for Investment and Corporate Finance, New York et al. 1994
- Day, George S.** (*Questions*): Tough Questions of Developing Strategies, in: JoBS, Vol. 6, (1986), No. 3, pp. 60–68
- Day, George S.** (*Value*): Market Driven Strategy: Process for Creating Value, New York/London 1990
- Day, George S./Fahey, Liam** (*Strategy*): Putting Strategy into Shareholder Value Analysis, in: HBR, Vol. 68 (1990), No. 2, pp. 156–162
- Day, L. Linn** (*Planning*): Facilities' Role in Strategic Planning, in: ID, Vol. 157 (1988), No. 2, pp. 12–16
- Dehmer, Hans** (*Umwandlungsgesetz*): Umwandlungsgesetz – Umwandlungssteuergesetz: Kommentar, 2., völlig neubearbeitete Auflage, München 1996
- Dehmer, Hans** (*Umwandlungssteuergesetz*): Das Umwandlungssteuergesetz 1994 (Teil I und II), in: DStR, 32. Jg. (1994), H. 47, S. 1713–1722 und H. 48, S. 1753–1762

- Deimling, Helmut/Rudolph, Rainer 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
- DeLisle, James R.** (*Model*): A Multi-Period, Interactive Portfolio Model for Corporate Real Estate, in: ID, Vol. 157 (1988), No. 3, pp. 17–23 (675–681)
- Dellmann, Klaus** (*Finanzplanung*): Finanzplanung, in: Chmielewicz, Klaus/Schweitzer, Marcell (Hrsg.): Handwörterbuch des Rechnungswesens, 3., völlig neu gestaltete und erg. Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 636–646
- Diederichs, Claus J.** (*Projektentwicklung*): Grundlagen der Projektentwicklung, in: Diederichs, Claus J. (Hrsg.): Handbuch der strategischen und taktischen Bauunternehmensführung, Wiesbaden/Berlin 1996, S. 345–382
- Dieterich, Thomas** (*Mitbestimmung*): Mitbestimmung im Umbruch, in: Mitbestimmung, 10. Jg. (1996), H. 12, S. 56–57
- Dinkelbach, Werner** (*Ziele*): Ziele, Zielvariablen und Zielfunktionen, in: DBW, 38. Jg. (1978), H. 1, S. 51–58
- Dirrigl, Hans** (*Konzepte*): Konzepte, Anwendungsbereiche und Grenzen einer strategischen Unternehmensbewertung, in: BFuP, 46. Jg. (1994), H. 5, S. 409–432
- Dirrigl, Hans/Wagner, Franz W.** (*Ausschüttungspolitik*): Ausschüttungspolitik unter Berücksichtigung der Besteuerung, in: Gebhardt, Günther/Gerke, Wolfgang/Steiner, Manfred (Hrsg.): Handbuch des Finanzmanagements, München 1993, S. 261–287
- Donaldson, Gordon** (*Financial Goals*): Financial Goals: Management vs. Stockholders, in: HBR, Vol. 41 (1963), No. 3, pp. 117–129
- Dörner, Wolfgang** (*Unternehmensbewertung*): Die Unternehmensbewertung, in: Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland (Hrsg.): Wirtschaftsprüfer-Handbuch 1992. Handbuch für Rechnungslegung. Prüfung und Beratung, Band II, bearbeitet von Budde, Wolfgang D. et al., 10. Aufl., Düsseldorf 1992, S. 1–136
- Dötsch, Ewald** (*Umwandlungssteuerrecht*): Umwandlungssteuerrecht. Umstrukturierung von Unternehmen – Verschmelzung – Spaltung – Formwechsel – Einbringung, 4., aktualisierte und erweiterte Auflage, Stuttgart 1998

- Draper, Dennis W./Findlay, M. Chapman** (*Valuation*): Capital Asset Pricing and Real Estate Valuation, in: Major, John B./Pan, Fung-Shine (Editors): Contemporary real estate finance: selected readings, Upper Saddle River 1996, pp. 277–302
- Drucker, Peter F.** (*Survival*): Business Objectives and Survival Needs: Notes on a Discipline of Business Enterprise, in: JoB, Vol. 31 (1958), No. 2, pp. 81–90
- Drukarczyk, Jochen** (*Bemerkungen*): Bemerkungen zu den Theoremen von Modigliani-Miller, in: zfbf, 17 Jg. (1970), S. 528–544
- Drukarczyk, Jochen** (*Finanzierung*): Finanzierung – Eine Einführung, 7., neubearb. und erw. Aufl., Stuttgart 1996
- Drukarczyk, Jochen** (*Insolvenz*): Unternehmen und Insolvenz: zur effizienten Gestaltung des Kreditsicherungs- und Insolvenzrechts, Wiesbaden 1987
- Drukarczyk, Jochen** (*Kapitalkosten*): Kapitalkosten, in: Busse von Colbe, Walther/Pellens, Bernhard (Hrsg.): Lexikon des Rechnungswesens – Handbuch der Bilanzierung und Prüfung, der Erlös-, Finanz-, Investitions- und Kostenrechnung, München/Wien 1998, S. 404–407
- Drukarczyk, Jochen** (*Pensionsrückstellungen*): Finanzierung über Pensionsrückstellungen, in: Gebhardt, Günther/Gerke, Wolfgang/Steiner, Manfred (Hrsg.): Handbuch des Finanzmanagements, München 1993, S. 229–260
- Drukarczyk, Jochen** (*Theorie*): Theorie und Politik der Finanzierung, 2., völlig neugestaltete Aufl., München 1993
- Drukarczyk, Jochen** (*Unternehmensbewertung*): Unternehmensbewertung, München 1996
- Drukarczyk, Jochen/Richter, Frank** (*Unternehmensgesamtwert*): Unternehmensgesamtwert, anteilseignerorientierte Finanzentscheidungen und APV-Ansatz, in: DBW, 55. Jg. (1995), H. 5, S. 559–580
- Duckworth, Steven L.** (*Dimension*): Realizing the Strategic Dimension of Corporate Real Property Through Improved Planning and Control Systems, in: JoRER, Vol. 8 (1993), No. 4, pp. 495–509
- Dugan, Gary/Méroz, Caroline** (*Corporate Clarity*): Corporate Clarity in Germany – Cleary Improving, J.P. Morgan Securities Ltd. Equity Research, London 1997
- Duhaime, Irene M./Thomas, Howard** (*Management*): Financial Analysis and Strategic Management, in: JoEB, Vol. 35 (1983), pp. 413–440

- Ebering, Thomas** (*Mannesmann*): Fallstudie Mannesmann, unter Mitarbeit von Bettina Strecker, in: Schulte, Karl-Werner/Schäfers, Wolfgang (Hrsg.): Handbuch Corporate Real Estate Management, Köln 1998, S. 607–637
- Ebert, Larry P.** (*Perspective*): Lease vs. Buy: The Corporate Perspective, in: REI, Vol. 12 (1987), No. 1, pp. 15–20
- Eichholtz, Piet M.A.** (*Diversification*): Does International Diversification Work Better for Real Estate than for Stocks and Bonds?, in: FAJ, Vol. 52 (1996), No. 1, pp. 56–62
- Eichhorn, Wolfgang** (*Modelle*): Modelle und Theorien in den Wirtschaftswissenschaften, in: Raffée, Hans/Abel, Bodo (Hrsg.): Wissenschaftstheoretische Grundfragen der Wirtschaftswissenschaften, München 1979, S. 60–104
- Eisele, Wolfgang** (*Kapital*): Kapital, in: Wittmann, Waldemar et al. (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Teilband 1, A–H, 5., völlig neu gestaltete Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 1063–1074
- Eisele, Wolfgang/Renner, Wolfgang** (*Grundzüge*): Grundzüge des neuen Umwandlungsrechts und Umwandlungssteuerrechts, Teil 1, in: WiSt, 25. Jg. (1996), H. 4, S. 170–174
- Elschen, Rainer** (*Allgemeine*): Was ist das Allgemeine in der „Allgemeinen Betriebswirtschaftslehre“, in: Elschen, Rainer et al. (Hrsg.): Unternehmenstheorie und Besteuerung: Dieter Schneider zum 60. Geburtstag, Wiesbaden 1995, S. 203–227
- Elschen, Rainer** (*Anwendungsmöglichkeiten*): Gegenstand und Anwendungsmöglichkeiten der Agency-Theorie, in: zfbf, 43. Jg. (1991), H. 11, S. 1002–1012
- Elschen, Rainer** (*Shareholder Value*): Shareholder Value und Agency-Theorie-Anreiz- und Kontrollsysteme für Zielsetzungen der Anteilseigner, in: BFuP, 43. Jg. (1991), H. 3, S. 209–220
- Elstner, Rainer** (*Bilanzielle Aspekte*): Bilanzielle Aspekte im Corporate Real Estate Management, in: Schulte, Karl-Werner/Schäfers, Wolfgang (Hrsg.): Handbuch Corporate Real Estate Management, Köln 1998, S. 433–462
- Elton, Edwin. J./Gruber, Martin J.** (*Theory*): Modern Portfolio Theory and Investment Analysis, Fifth Edition, New York 1995
- Emans, Hartmut** (*Planung*): Konzepte zur strategischen Planung, in: Henzler, Herbert A. (Hrsg.): Handbuch strategische Führung, Wiesbaden 1988, S. 109–131

- Engelmeyer, Cécilie** (*Informationsrechte*): Informationsrechte und Verzichtsmöglichkeiten im Umwandlungsgesetz, in: BB, 53. Jg. (1998), H. 7, S. 330–335
- Esser, Werner-Michael/Ringlstetter, Max** (*Wertschöpfungskette*): Die Rolle der Wertschöpfungskette in der strategischen Planung, in: Kirsch, Werner (Hrsg.): Beiträge zum Management strategischer Programme, München 1991, S. 511–537
- Estey, Richard** (*Corporate*): How Corporate Real Estate Departments Contribute to the Bottom Line, in: ID, Vol. 157 (1988), No. 4, pp. 4–6 (910–912)
- Eversmann, Moritz** (*Potentiale*): Die Betriebsimmobilie als Produktionsfaktor: Verborgene Potentiale, in: GM, 8. Jg. (1995), H. 6/7, S. 50–55
- Ewert, Ralf** (*Rechnungslegung*): Rechnungslegung, Gläubigerschutz und Agency-Probleme, Wiesbaden 1986 (zugl. Diss. Univ. Passau 1985)
- Falk, Bernd** (*Gewerbe-Immobilien*): Gewerbe-Immobilien, 6., überarb. und erw. Aufl., Landsberg/Lech 1994
- Falk, Bernd** (*Immobilien-Handbuch*): Immobilien-Handbuch – Wirtschaft, Recht, Bewertung, Landsberg/Lech Loseblatt-Ausgabe, 29. Nachlieferung 2/1998 [zitiert, Falk, Immobilien-Handbuch, Teil, Kapitel, Seite]
- Falk, Bernd** (*Immobilien-Management*): Immobilien-Management – Grundlagen, Stand und Entwicklungsperspektiven, in: Falk, Bernd (Hrsg.): Das große Handbuch Immobilien-Management, Landsberg/Lech 1997, S. 11–36
- Fama, Eugene F.** (*Agency Problems*): Agency Problems and the Theory of the Firm, in: JoPE, Vol. 88 (1980), No. 2, pp. 288–307
- Fama, Eugene F.** (*Efficient Capital Markets*): Efficient Capital Marktes: A Review of Theory and Empirical Work, in: JoF, Vol. 25 (1970), pp. 383–417
- Fama, Eugene F.** (*Efficient Capital Markets: II*): Efficient Capital Markets: II, in: JoF, Vol. 46 (1991), No. 5, pp. 1575–1617
- Fama, Eugene F.** (*Foundations*): Foundations of Finance. Portfolio Decision and Securities Prices, New York 1976
- Fama, Eugene F.** (*Investment and Financing*): The Effects of a Firm's Investment and Financing Decisions on the Welfare of its Security Holders, in: AER, Vol. 68 (1978), No. 3, pp. 272–284

- Fama, Eugene F.** (*Market*): Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance, in: JoFE, Vol. 49 (1998), No. 3, pp. 283–306
- Fama, Eugene F./French, Kenneth R.** (*Cross-Section*): The Cross-Section of Expected Stock Returns, in: JoF, Vol. 47 (1992), No. 2, pp. 427–465
- Fama, Eugene F./French, Kenneth R.** (*dead or alive*): The CAPM is wanted, dead or alive, in: JoF, 51. Jg. (1996), No. 5, pp. 1947–1958
- Fama, Eugene F./Jensen, Michael C.** (*Ownership and Control*): Separation of Ownership and Control, in: JoLE, Vol. 26 (1983), No. 2, pp. 301–325
- Fama, Eugene F./McBeth, J.** (*Equilibrium*): Risk, Return and Equilibrium: Empirical Tests, in: JoPE, Vol. 81 (1973), pp. 607–636
- Fama, Eugene F./Miller, Merton H.** (*Theory*): The Theory of Finance, Hinsdale 1972
- Feider, Josef/Schoppen, Willi** (*Management*): Prozeß der strategischen Planung – Vom Strategieprojekt zum strategischen Management, in: Henzler, Herbert A. (Hrsg.): Handbuch strategische Führung, Wiesbaden 1988, S. 665–689
- Feinen, Klaus** (*Immobilien-Leasing*): Immobilien-Leasing und Immobilien-Management, in: Falk, Bernd (Hrsg.): Das grosse Handbuch Immobilien-Management, Landsberg/Lech, 1997, S. 551–567
- Firstenberg, Paul M./Ross, Stephen A./Zisler, Randall C.** (*Real Estate*): Real Estate: The whole story, in: JoPM, Vol. 14 (1988), No. 1, pp. 22–34
- Fisher, Irving** (*Interest*): The Rate of Interest – Its Nature, Determination and Relation to Economic Phenomena, New York 1907 (Faksimile-Ausgabe „Klassiker der Nationalökonomie“, Düsseldorf 1994)
- Flassak, Hansjörg** (*Unternehmenskontrolle*): Der Markt für Unternehmenskontrolle – eine ökonomische Analyse vor dem Hintergrund des deutschen Gesellschaftsrechts, Bergisch Gladbach/Köln 1995 (zugl. Diss. Univ. Köln 1995)
- Flehinghaus, Wolfgang** (*Gestaltungsmöglichkeiten*): Probleme und Gestaltungsmöglichkeiten bei Kauf- und Gewerbemietverträgen aus der Sicht von Immobiliennutzern, in: Schulte, Karl-Werner/Schäfers, Wolfgang (Hrsg.): Handbuch Corporate Real Estate Management, Köln 1998, S. 463–494

- Fleischer, Heinrich** (*Grunderwerbsteuer*): Die Vermeidung von Grunderwerbsteuer durch steuergünstige Gestaltungen bei der Umstrukturierung von Unternehmen, in: DStR, 38. Jg. (1996), H. 36, S. 1390–1397
- Follak, Klaus P./Leopoldsberger, Gerrit** (*Finanzierung*): Finanzierung von Immobilienprojekten, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Handbuch Immobilienprojektentwicklung, unter Mitarbeit von Bernd Heuer und Stephan Bone-Winkel, Köln 1996, S. 223–244
- Francfort, Alfred J./Rudolph, Bernd** (*Kapitalstrukturen*): Zur Entwicklung der Kapitalstrukturen in Deutschland und in den Vereinigten Staaten von Amerika. Eine vergleichende empirische Untersuchung, in: zfbf, 44. Jg. (1992), H. 12, S. 1059–1079
- Franke, Günter** (*Agency-Theorie*): Agency-Theorie, in: Wittmann, Waldemar et al. (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Teilband 1, A-H, 5., völlig neu gestaltete Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 38–49
- Franke, Günter** (*Kapitalstruktur*): Theorie der Kapitalstruktur, in: Gerke, Wolfgang/Steiner, Manfred (Hrsg.): Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 2., überarb. und erw. Aufl., Stuttgart 1995, Sp. 1178–1193
- Franke, Günter** (*Separation*): Kapitalmarkt und Separation, in: ZfB, 53. Jg. (1983), H. 3, S. 239–260
- Franke, Günter/Hax, Herbert** (*Finanzwirtschaft*): Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 3., neu bearb. Aufl., Berlin et al. 1994
- Frantzmann, Hans-Jörg** (*Aktien*): Zur Messung des Marktrisikos deutscher Aktien, in: zfbf, 42. Jg. (1990), H. 1, S. 67–83
- Frantzmann, Hans-Jörg** (*Saisonalitäten*): Saisonalitäten und Bewertung am deutschen Aktien- und Rentenmarkt, Frankfurt am Main 1989 (zugl. Diss. Univ. Karlsruhe 1989)
- Freeman, R. Edward** (*Management*): Strategic Management. A Stakeholder Approach, Boston et al. 1984
- Freygang, Winfried** (*Kapitalallokation*): Kapitalallokation in diversifizierten Unternehmen: Ermittlung divisionaler Eigenkapitalkosten, Wiesbaden 1993 (zugl. Diss. Univ. Köln 1993)
- Friedinger, Alfred** (*Wertsteigerungs-Management*): Wertsteigerungs-Management bei der VA Technologie AG, in: Höfner, Klaus/Pohl Andreas (Hrsg.): Wertsteigerungs-Ma-

nagement. Das Shareholder Value-Konzept: Methoden und erfolgreiche Beispiele, Frankfurt am Main/New York 1994, S. 281–302

Fruhan, William E. (*Value Gap*): Corporate Raiders Head'em Off at Value Gap, in: HBR, Vol. 66 (1988), No. 3, pp. 63–68

Fuller, Russel J./Kerr, Halbert S. (*Pure-Play*): Estimating the Divisional Cost of Capital: An Analysis of the Pure-Play Technique, in: JoF, Vol. 36 (1981), No. 5, pp. 997–1009

Gabele, Eduard/Dannenberg, Jan/Kroll, Michael (*Immobilien-Leasing*): Immobilien-Leasing: Vertragsformen, Vor- und Nachteile, steuerliche Analyse, 3., überarbeitete Aufl., Wiesbaden 1998

Gäbelein, Wolfgang (*Unternehmensspaltung*): Die Unternehmensspaltung. Aktuelle Probleme und Gesetzgebungsvorhaben, in: BB, 44. Jg. (1989), H. 21, S. 1420–1425

Gaitanides, Michael/Raster, Max (*Anmerkungen*): Shareholder Value Management. Anmerkungen zum Beitrag von Rolf Bühner „Shareholder Value“, in: DBW, 53. Jg. (1993), S. 749–769, in: DBW, 55. Jg. (1995), H. 2, S. 261–265

Gälweiler, Aloys (*Unternehmensführung*): Strategische Unternehmensführung, zusammengestellt, bearb. und erg. von Markus Schwaninger, Frankfurt am Main/New York 1987

Gälweiler, Aloys (*Unternehmensplanung*): Unternehmensplanung: Grundlagen und Praxis, Neuausgabe bearb. und erg. von Markus Schwaninger, Frankfurt am Main/New York 1986

Gänger, Hartmut (*Einkommensteuer*): Einkommensteuer, in: Birle, Peter et al. (Hrsg.): Haus- und Grundbesitz in der Besteuerung, Loseblatt-Ausgabe (Stand: 3. Ergänzungslattlieferung 3/98), Herne/Berlin 1997, Kapitel II. D, [zitiert: Gänger, Einkommensteuer, Kapitel, Randziffer]

Gatzlaff, Dean H./Tirtiroglu, Dogan (*Efficiency*): Real Estate Market Efficiency: Issues and Evidence, in: JoREL, Vol. 3 (1995), pp. 157–189

Gedenk, Karin (*Steuerung*): Agency-Theorie und die Steuerung von Geschäftsführern – Paradebeispiel oder Problemfall?– in: DBW, 58 Jg. (1998), H. 1, S. 22–37

Gerbich, Marcus/Levis, Mario/Venmore-Rowland, Piers (*Property*): Property initial public offerings: regulations, costs and price reactions, in: JoPF, Vol. 6 (1995), No. 1, pp. 38–54

- Gerke, Wolfgang** (*Portefeuille-Theorie*): Portefeuille-Theorie, in: Wittmann, Waldemar et al. (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Teilband 3, R-Z, 5., völlig neu gestaltete Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 3263–3273
- Gerke, Wolfgang/Rapp, Heinz-Werner** (*Eigenkapitalbeschaffung*): Eigenkapitalbeschaffung durch Erstemission von Aktien, in: Gebhardt, Günther/Gerke, Wolfgang/Steiner, Manfred (Hrsg.): Handbuch des Finanzmanagements, München 1993, S. 287–312
- Gerl, Kurt/Roventa, Peter** (*Geschäftseinheiten*): Strategische Geschäftseinheiten – Perspektiven aus der Sicht des Strategischen Managements, in: Kirsch, Werner/Roventa, Peter (Hrsg.): Bausteine eines Strategischen Managements: Dialoge zwischen Wissenschaft und Praxis, Berlin/New York 1983, S. 140–161
- Gerum, Elmar** (*Eigentümerführung*): Manager- und Eigentümerführung, in: Kieser, Alfred/Reber, Gerhard/Wunderer, Rolf (Hrsg.): Handwörterbuch der Führung, 2., neu gestaltete Aufl., Stuttgart 1995, Sp. 1457–1468
- Gerum, Elmar** (*Unternehmensordnung*): Unternehmensordnung, in: Bea, Franz X./Dichtl, Erwin/Schweitzer, Marcell (Hrsg.): Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, Bd. 1, Grundfragen, 7., Neubearb. Aufl., Stuttgart 1997, S. 280–375
- Gerum, Elmar** (*Unternehmensverfassung*): Unternehmensverfassung, in: Frese, Erich (Hrsg.): Handwörterbuch der Organisation, 3., völlig neu gestaltete Aufl., Stuttgart 1992, Sp. 2480–2502
- Gerum, Elmar** (*Verfügungsrechte*): Unternehmensverfassung und Theorie der Verfügungsrechte – einige Anmerkungen, in: Budäus, Dietrich/Gerum, Elmar/Zimmermann, Gebhard (Hrsg.): Betriebswirtschaftslehre und Theorie der Verfügungsrechte, Wiesbaden 1988, S. 21–43
- Ghosh, Chinmoy/Rodriguez, Mauricio/Sirmans, C. F.** (*Relocations*): Gains from Headquarters Relocations: Evidence from the Stockmarket, JoUE, Vol. 38 (1995), No. 2, pp. 291–311
- Giroux, Bernhard H./Boyle, H. Dennis** (*Appraisal*): Appraisal and Market Analysis, in: Silverman, Robert (Editor): Corporate real estate handbook, New York et al. 1987, pp. 139–152

- Glascok, J. L./Davidson, W. N./Sirmans, C. F. (*Gains*):** The Gains from Corporate Sell-offs: The Case of Real Estate Assets, in: AREUEAJ, Vol. 19 (1991), No. 4, pp. 567–582
- Goetzmann, William N./Ibbotson, Roger G. (*Performance*):** The Performance of Real Estate as an Asset Class, in: JoACF, Vol. 3 (1990), No. 1, pp. 65–76
- ✗ **Gomez, Peter (*Strategieplanung*):** Wertorientierte Strategieplanung, in: STH, 64. Jg. (1990), H. 11, S. 557–562
- Gomez, Peter (*Wertmanagement*):** Wertmanagement: Vernetzte Strategien für Unternehmen im Wandel, Düsseldorf et al. 1993
- Gomez, Peter/Ganz, Matthias (*Diversifikation*):** Diversifikation mit Konzept – den Unternehmenswert steigern, in: HBM, 14. Jg. (1992), H. 1, S. 44–54
- Gop, Rebecca (*Flächen-Diät*):** Bilanz-Kur mit Flächen-Diät, in: Immobilien Manager, o. Jg. (1994), H. 2, S. 6–14
- Gordon, Jeffrey M. (*Spin-Offs*):** Spin-Offs: A Way to Increase Shareholder Value, in: JoBS, Vol. 13 (1992), No. 1, pp. 61–64
- Graml, Regine (*Desinvestitionen*):** Unternehmenswertsteigerung durch Desinvestitionen – Eine Analyse unter besonderer Berücksichtigung des Management Buy-Out, Frankfurt am Main et al. 1996 (zugleich Diss. Univ. der Bundeswehr München 1995)
- Grauer, Robert R./Hakansson, Nils H. (*Diversifying*):** Gains from Diversifying Into Real Estate: Three Decades of Portfolio Returns Based on the Dynamic Investment Model, in: REE, Vol. 23 (1995), No. 2, pp. 117–159
- Guatri, Luigi (*Theorie*):** Theorie der Unternehmenswertsteigerung: ein europäischer Ansatz (Originaltitel: La teoria di creazione del valore. Una via europea, Deutsche Übersetzung von A. Spalt), Wiesbaden 1994
- Günther, Thomas (*Controlling*):** Unternehmenswertorientiertes Controlling, München 1997
- Günther, Thomas (*Notwendigkeit*):** Zur Notwendigkeit des Wertsteigerungs-Managements, in: Höfner, Klaus/Pohl Andreas (Hrsg.): Wertsteigerungs-Management. Das Shareholder Value-Konzept: Methoden und erfolgreiche Beispiele, Frankfurt am Main/New York 1994, S. 13–58
- Gutenberg, Erich (*Produktion*):** Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, Bd. I: Die Produktion, 23., unveränderte Aufl., Berlin/Heidelberg/New York 1979

- Gutte, Harry/Ullrich, Helmut/Kottmann, Elke** (*Deutsche Bank*): Fallstudie Deutsche Bank, in: Schulte, Karl-Werner/Schäfers, Wolfgang (Hrsg.): Handbuch Corporate Real Estate Management, Köln 1998, S. 641–669
- Haarmann, Wilhelm/Busch, Barbara** (*Steuerliche Aspekte*): Steuerliche Aspekte im Corporate Real Estate Management, in: Schulte, Karl-Werner/Schäfers, Wolfgang (Hrsg.): Handbuch Corporate Real Estate Management, Köln 1998, S. 379–432
- Hachmeister, Dirk** (*Finanzierung*): Die Abbildung der Finanzierung im Rahmen verschiedener Discounted Cash Flow-Verfahren, in: zfbf, 48. Jg. (1996), H. 3, S. 251–277
- Hachmeister, Dirk** (*Unternehmenswertsteigerung*): Der Discounted Cash Flow als Maß der Unternehmenswertsteigerung, Frankfurt am Main et al. 1995 (zugl. Diss. Univ. München 1994)
- Haeger, Bernd** (*Bilanzrecht*): Bildung, Übertragung und Auflösung der § 6 b EStG-Rücklage nach neuem Bilanzrecht (Teil I, II sowie III und Schluß), in: DB, 40. Jg. (1987), H. 9, S. 445–450, H. 6, S. 493–498 und H. 11, S. 549–550
- Hafner, Ralf** (*Unternehmensbewertung*): Unternehmensbewertungen als Instrumente der Durchsetzung von Verhandlungspositionen, in: BFuP, 45. Jg. (1993), H. 1, S. 79–89
- Hagemann, Helmut/Meyersiek, Dietmar** (*Vorwort*): Vorwort zur deutschen Ausgabe, in: Copeland, Thomas/Koller, Tim/Murrin, Jack: Unternehmenswert: Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung (Originaltitel: Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, Deutsche Übersetzung von T. Schmidt), Frankfurt am Main/New York 1993, S. 9–19
- Hahn, Dietger** (*Gegenstand*): Planungs- und Kontrollsysteme als Gegenstand strategischer Planung, in: Hahn, Dietger/Taylor, Bernhard (Hrsg.): Strategische Unternehmensplanung – strategische Unternehmensführung: Stand und Entwicklungstendenzen, 7., völlig neu bearb. und erw. Aufl., Heidelberg 1997, S. 646–667
- Hahn, Dietger** (*Kontrolle*): Strategische Kontrolle, in: Hahn, Dietger/Taylor, Bernhard (Hrsg.): Strategische Unternehmensplanung – strategische Unternehmensführung: Stand und Entwicklungstendenzen, 7., völlig neu bearb. und erw. Aufl., Heidelberg 1997, S. 850–863
- Hahn, Dietger** (*Portfolio-Konzepte*): Zweck und Entwicklung der Portfolio-Konzepte in der strategischen Unternehmensplanung, in: Hahn, Dietger/Taylor, Bernhard (Hrsg.): Strategische Unternehmensplanung – strategische Unternehmensführung: Stand und

- Entwicklungstendenzen, 7., völlig neu bearb. und erw. Aufl., Heidelberg 1997, S. 372–406
- Hahn, Dietger** (*Unternehmensführung*): Strategische Unternehmensführung – Stand und Entwicklungstendenzen, in: ZfO, 58. Jg. (1989), (1. Teil und 2. Teil) H. 3, S. 159–166 und H. 5, S. 326–332
- Hahn, Dietger** (*Unternehmensziele*): Unternehmensziele im Wandel, in: Gomez, Peter et al. (Hrsg.): Unternehmerischer Wandel: Konzepte zur organisatorischen Erneuerung, Knut Bleicher zum 65. Geburtstag, Wiesbaden 1994, S. 59–83
- Hamada, Robert S.** (*Capital Structure*): The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stock, in: JoF, Vol. 27 (1972), pp. 435–452
- Hamada, Robert S.** (*Portfolio Analysis*): Portfolio Analysis, Market Equilibrium and Corporation Finance, in: JoF, Vol. 24 (1969), No. 1, pp. 13–31
- Hamel, Winfried** (*Zielsysteme*): Zielsysteme, in: Frese, Erich (Hrsg.): Handwörterbuch der Organisation, 3., völlig neu gestaltete Aufl., Stuttgart 1992, Sp. 2634–2652
- Hamerle, Alfred/Rösch, Daniel** (*Surrogatproblem*): Das Surrogatproblem bei „multivariaten“ CAPM-Tests. Konsequenzen der Nichtbeobachtbarkeit des Marktportfolios bei der empirischen Validierung des CAPM, in: zfbf, 49. Jg. (1997), H. 10, S. 858–876
- Hamerle, Alfred/Ulschmid, Christoph** (*Performance*): Empirische Performance der zweistufigen CAPM-Tests, in: ZfB, 66. Jg. (1996), H. 3, S. 305–326
- Hanssmann, Friedrich/Meyersiek, Dietmar** (*EDV-Einsatz*): EDV-Einsatz im strategischen Management, in: Henzler, Herbert A. (Hrsg.): Handbuch strategische Führung, Wiesbaden 1988, S. 717–741
- Hardtmann, Guido** (*Wertsteigerungsanalyse*): Die Wertsteigerungsanalyse im Managementprozeß, Wiesbaden 1996 (zugl. Diss. Univ. Köln 1995)
- Hartman, Donald J.** (*Property*): Industrial Property, in: Seldin, Maury/Boykin, James H. (Editors): The Real Estate Handbook, Second Edition, Homewood 1990, pp. 958–974
- Hartmann-Wendels, Thomas** (*Agency Theorie*): Agency Theorie, in: Frese, Erich (Hrsg.): Handwörterbuch der Organisation, 3., völlig neu gestaltete Aufl., Stuttgart 1992, Sp. 72–79

- Hartmann-Wendels, Thomas** (*Prinzipal-Agent-Theorie*): Prinzipal-Agent-Theorie und asymmetrische Informationsverarbeitung, in: ZfB, 59. Jg. (1989), H. 7, S. 714–734
- Hartmann-Wendels, Thomas** (*Rechnungslegung*): Rechnungslegung der Unternehmen und Kapitalmarkt aus informationsökonomischer Sicht, Heidelberg 1991
- Hasselmann, Harald** (*Tochtergesellschaften*): Going Public von Tochtergesellschaften – Unternehmensfinanzierung und Unternehmenswertsteigerung, Berlin 1997 (zugl. Diss. Techn. Univ. Berlin 1996)
- Haub, Christoph** (*Erfolgchancen*): Erfolgchancen einer Ausgliederung des Immobilienbereichs in eine börsennotierte Aktiengesellschaft und deren Steuerung mit dem Shareholder Value-Konzept, in: Hens, Markus/Haub, Christoph/Meyer, Thomas J., Shareholder Value und Immobilien, Köln 1998, S. 123–202
- Hauptfachausschuß des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.** [zitiert: **HFA**] (*Stellungnahme 2/1983*): Stellungnahme 2/1983: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen, in: Institut der Wirtschaftsprüfer: Die Fachgutachten und Stellungnahmen des Instituts der Wirtschaftsprüfer auf dem Gebiete der Rechnungslegung und Prüfung, Düsseldorf, Loseblatt-Ausgabe, 16. Ergänzungslieferung, Februar 1998
- Hauptfachausschuß des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.** [zitiert: **HFA**] (*Stellungnahme 1/1998*): Stellungnahme 1/1998: Zweifelsfragen bei Spaltungen, in: HFA: Stellungnahmen des Instituts der Wirtschaftsprüfer zum Umwandlungsrecht: Zweifelsfragen beim Formwechsel; Zweifelsfragen der Rechnungslegung bei Verschmelzungen; Zweifelsfragen bei Spaltungen, Düsseldorf, 1998, S. 27–34
- Haverkamp, Peter T./Salton, Gary J.** (*Reservoir*): Real Estate as a Corporate Reservoir, in: ID, Vol. 154 (1985), No. 3, pp. 16–21 (672–671)
- Hax, Arnoldo C./Mailuf, Nicolas S.** (*Management*): Strategisches Management. Ein integratives Konzept aus dem MIT (Originaltitel: Strategic Management. An Integrative Perspective, Deutsche Übersetzung von S. Mantscheff), Frankfurt am Main/New York 1988
- Hax, Herbert** (*Finanzierungstheorie*): Finanzierungstheorie, in: Wittmann, Waldemar et al. (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Teilband 1, A–H, 5., völlig neu gestaltete Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 1074–1091

- Hax, Herbert** (*Investitionstheorie*): Investitionstheorie, Korrigierter Nachdruck der 5., bearb. Auflage, Heidelberg 1993
- Hax, Herbert** (*Unternehmung*): Theorie der Unternehmung – Information, Anreize und Vertragsgestaltung, in: Ordelheide, Dieter/Rudolph, Bernd/Büsselmann, Elke (Hrsg.): Betriebswirtschaftslehre und ökonomische Theorie, Stuttgart 1991, S. 51–72
- Hax, Herbert/Hartmann-Wendels, Thomas/von Hinten, Peter** (*Finanzierungstheorie*): Moderne Entwicklung der Finanzierungstheorie, in: Christians, F. Wilhelm (Hrsg.): Finanzierungshandbuch, 2., völlig überarb. u. erw. Aufl., Wiesbaden 1988, S. 689–713
- Heinen, Edmund** (*Ansatz*): Der entscheidungsorientierte Ansatz der Betriebswirtschaftslehre, in: ZfB, 41. Jg. (1971), H. 7, S. 429–444
- Heinen, Edmund** (*Betriebswirtschaftslehre*): Einführung in die Betriebswirtschaftslehre, 6., verb. und erw. Auflage, Wiesbaden 1977
- Heinen, Edmund** (*Grundfragen*): Grundfragen der entscheidungsorientierten Betriebswirtschaftslehre, München 1976
- Heinen, Edmund** (*Industriebetriebslehre*): Industriebetriebslehre als entscheidungsorientierte Unternehmensführung, in: Heinen, Edmund (Hrsg.) (Schriftleitung: Arnold Picot): Industriebetriebslehre: Entscheidungen im Industriebetrieb, 9., vollständig neu bearb. und erw. Aufl., Wiesbaden 1991, S. 1–73
- Heinen, Edmund** (*Kostenlehre*): Betriebswirtschaftliche Kostenlehre. Kostentheorie und Kostenentscheidungen, 6., verb. und erw. Aufl. Wiesbaden 1983
- Heinen, Edmund** (*Wissenschaftsprogramm*): Zum Wissenschaftsprogramm der entscheidungsorientierten Betriebswirtschaftslehre, in: ZfB, 39. Jg. (1969), H. 4, S. 207–220
- Heinhold, Michael/Pasch, Helmut** (*Steuern*): Steuern und Investition, in: Gerke, Wolfgang/Steiner, Manfred (Hrsg.): Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 2., überarb. und erw. Aufl., Stuttgart 1995, Sp. 1785–1799
- Helbling, Carl** (*Unternehmensbewertung*): Unternehmensbewertung und Steuer. Unternehmensbewertung in Theorie und Praxis, insbesondere die Berücksichtigung der Steuern aufgrund der Verhältnisse in der Schweiz und in der Bundesrepublik Deutschland, 7., nachgeführte Aufl., Düsseldorf 1993
- Henn, Günther** (*Handbuch*): Handbuch des Aktienrechts, 6., völlig neubearbeitete Auflage, Heidelberg 1998

- Hennigs, Robert** (*Börseneinführung*): Die Börseneinführung von Tochtergesellschaften – Entscheidungsproblem im Konzern, Wiesbaden 1995 (zugleich Diss. Univ. Köln 1995)
- Hens, Markus** (*Einsatz*): Der immobilienpezifische Einsatz des Shareholder Value-Konzeptes, in: Hens, Markus/Haub, Christoph/Meyer, Thomas J., Shareholder Value und Immobilien, Köln 1998, S. 13–122
- Henzler, Herbert A.** (*Führung*): Von der strategischen Planung zur strategischen Führung: Versuch einer Positionsbestimmung, in: ZfB, 58. Jg. (1988), H. 12, S. 1286–1307
- Hering, Thomas** (*Arbitragefreiheit*): Arbitragefreiheit und Investitionstheorie, in: DBW, 58. Jg. (1998), H. 2, S. 166–175
- Herter, Ronald N.** (*Management*): Unternehmenswertorientiertes Management (UwM): strategische Erfolgsbeurteilung von dezentralen Organisationseinheiten auf Basis der Wertsteigerungsanalyse, München 1994 (zugl. Diss. Univ. Stuttgart 1994)
- Herter, Ronald N.** (*Optionen*): Berücksichtigung von Optionen bei der Bewertung strategischer Investitionen, in: Controlling, 4. Jg. (1993), H. 6, S. 320–327
- Herter, Ronald N.** (*Wertsteigerungsanalyse*): Wertsteigerungsanalyse, in: Controlling, 3. Jg. (1991), H. 6, S. 336–337
- Herzig, Norbert/Förster, Guido** (*Problemgebiete*): Problemgebiete bei der Auf- und Abspaltung von Kapitalgesellschaften nach neuem Umwandlungssteuerrecht, in: DB, 48. Jg. (1995), H. 7, S. 338–349
- Herzig, Norbert/Momen, Leila** (*Spaltung*): Die Spaltung von Kapitalgesellschaften im neuen Umwandlungssteuergesetz, in: DB, 47. Jg. (1994), (Teil I und II) H. 43, S. 2157–2162 und H. 44, S. 2210–2214
- Herzig, Norbert/Ott, Hans** (*Spaltungsbremse*): Steuerrecht als Umwandlungs- und Spaltungsbremse – Zugleich steuerliche Würdigung des Diskussionsentwurfs für ein Gesetz zur Bereinigung des Umwandlungsrechts, in: DB, 42. Jg. (1989), H. 41, S. 2033–2040
- Herzog, Rudolf** (*IBM*): Fallstudie IBM Deutschland, unter Mitarbeit von Jürgen Scheins, in: Schulte, Karl-Werner/Schäfers, Wolfgang (Hrsg.): Handbuch Corporate Real Estate Management, Köln 1998, S. 671–702

- Hill, Wilhelm** (*Betriebswirtschaftslehre*): Betriebswirtschaftslehre als Managementlehre, in: Wunderer, Rolf (Hrsg.), Betriebswirtschaftslehre als Management- und Führungslehre, 3., überarb. und erg. Aufl., Stuttgart 1994, S. 121–140
- Hinterhuber, Hans H.** (*Denken*): Strategische Unternehmensführung I – Strategisches Denken: Visionen, Unternehmenspolitik, Strategie, 6., neubearb. und erw. Aufl., Berlin/New York 1996
- Hinterhuber, Hans H./Friedrich, Stephan A.** (*Steigerung*): Markt- und ressourcenorientierte Sichtweise zur Steigerung des Unternehmenswertes, in: Hahn, Dietger/Taylor, Bernhard (Hrsg.): Strategische Unternehmensplanung – strategische Unternehmensführung: Stand und Entwicklungstendenzen, 7., völlig neu bearb. und erw. Aufl., Heidelberg 1997, S. 988–1016
- Hirshleifer, Jack** (*Decision*): On the Theory of Optimal Investment Decision, in: JoPE, Vol. 66 (1958), pp. 329–352
- Hite, Gailen L./Owers, James E.** (*Reactions*): Security Price Reactions to Spin-off Announcements, in: JoFE, Vol. 12 (1983), No. 4, pp. 409–436
- Hite, Gailen L./Owers, James E.** (*Restructuring*): The restructuring of Corporate America: An Overview, in: Stern, Joel/Chew, David (editors): The Revolution in Corporate Finance, New York 1992, pp. 576–585
- Hofer, Charles W./Schendel, Dan** (*Strategy*): Strategy Formulation: Analytical Concepts, St. Pauls et al. 1978
- Höfner, Klaus/Pohl, Andreas** (*Wertsteigerungstechniken*): Wertsteigerungstechniken für das Geschäftsfeld- und Beteiligungsportfolio, in: Höfner, Klaus/Pohl Andreas (Hrsg.): Wertsteigerungs-Management. Das Shareholder Value-Konzept: Methoden und erfolgreiche Beispiele, Frankfurt am Main/New York 1994, S. 59–84
- Holler, Manfred J./Illing, Gerhard** (*Spieltheorie*): Einführung in die Spieltheorie, 3., verb. und erw. Aufl., Berlin et al. 1996
- Holman, Robert W./Johnston, D.S./Novogradac, Michael** (*sale-leaseback*): The real estate sale-leaseback, in: JPM, Vol. 53 (1988), No. 1, pp. 77ff.
- Holst, Norman D.** (*Finance*): Finance and Budget Analysis, in: Silverman, Robert (Editor): Corporate real estate handbook, New York et al. 1987, pp. 115–137

- Homann, Klaus/Schäfers, Wolfgang** (*Immobiliencontrolling*): Immobiliencontrolling, in: Schulte, Karl-Werner/Schäfers, Wolfgang (Hrsg.): Handbuch Corporate Real Estate Management, Köln 1998, S. 187–211
- Hopfenbeck, Waldemar** (*Managementlehre*): Allgemeine Betriebswirtschafts- und Managementlehre – das Unternehmen im Spannungsfeld zwischen ökonomischen, sozialen und ökologischen Interessen, 5. Aufl., Landsberg am Lech 1992
- Hörger, Helmut** (*Abspaltung*): Aufspaltung, Abspaltung und Vermögensübertragung (Teilübertragung) (§ 15 UmwStG), in: Bien et al.: Kritische Anmerkungen zum Umwandlungssteuererlaß des BMF vom 25.03.1998, in: DStR, 36. Jg. (1998), Beilage zu H. 17/1998, S. 29–35
- Hostettler, Stephan** (*EVA*): Das Konzept des Economic Value Added (EVA): Darstellung und Anwendung auf Schweizer Aktiengesellschaften, Bern/Stuttgart/Wien 1997 (zugl. Diss. Hochschule St. Gallen 1997)
- Hudson-Wilson, Susan/Elbaum, Bernard L.** (*Diversification*): Diversification Benefits for Investors in Real Estate, in: JoPM, Vol. 21 (1995), No. 3, pp. 92–99
- Hüffer, Uwe** (*AktG*): Aktiengesetz: Kommentar, 3., neubearb. Aufl., München 1997
- Hungenberg, H.** (*Anreizsysteme*): Anreizsysteme für Führungskräfte – Theoretische Grundlagen und praktische Ausgestaltungsmöglichkeiten, in: Hahn, Dietger/Taylor, Bernhard (Hrsg.): Strategische Unternehmensplanung – strategische Unternehmensführung: Stand und Entwicklungstendenzen, 7., völlig neu bearb. und erw. Aufl., Heidelberg 1997, S. 678–693
- Hupe, Michael/Ritter, Gerd** (*Kalkulationszinsfüße*): Der Einsatz risikoadjustierter Kalkulationszinsfüße bei Investitionsentscheidungen theoretische Grundlagen und empirische Untersuchung, in: BFuP, 49. Jg. (1997), H. 5, S. 593–612
- Isakson, Hans R./Sircar, Sumit** (*Management*): The Critical Success Factors Approach to Corporate Real Asset Management, in: REI, Vol. 15 (1990), No. 1, pp. 26–31
- Isenhöfer, Björn** (*Projektentwicklungsunternehmen*): Strategisches Management von Projektentwicklungsunternehmen, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Bd. 8, Köln 1999 (zugl. Diss. European Business School Oestrich-Winkel 1997)

- Isenhöfer, Björn/Väth, Arno** (*Immobilienanalyse*): Immobilienanalyse, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie, Bd. 1, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, München/Wien 1998, S. 319–397
- Isenhöfer, Björn/Väth, Arno** (*Lebenszyklus*): Lebenszyklus von Immobilien, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie, Bd. 1, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, München/Wien 1998, S. 141–147
- Isenhöfer, Björn/Väth, Arno** (*Projektentwicklung*): Projektentwicklung, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie, Bd. 1, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, München/Wien 1998, S. 149–228
- Jain, Prem C.** (*Sell-off*): The Effect of Voluntary Sell-off Announcements on Shareholder Wealth, in: JoF, Vol. 40 (1985), No. 1, pp. 209–224
- Janisch, Monika** (*Stakeholder Value*): Das strategische Anspruchsgruppenmanagement: Vom Shareholder Value zum Stakeholder Value, Bern/Stuttgart/Wien 1993 (zugl. Diss. Hochschule St. Gallen 1992)
- Jenkis, Helmut W.** (*Wohnungswirtschaftspolitik*): Einführung in die Wohnungswirtschaftspolitik, in: Jenkis, Helmut W. (Hrsg.): Kompendium der Wohnungswirtschaft, 3., überarb. und erw. Aufl., München/Wien 1996
- Jensen, Michael C.** (*Agency Costs*): Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, in: AER, Vol. 76 (1986), No. 2, pp. 323–329
- Jensen, Michael C.** (*Efficiency*): Some anomalous evidence regarding market efficiency, in: JoFE, Vol. 6 (1978), No. 1, pp. 95–101
- Jensen, Michael C./Meckling, William H.** (*Theory of the Firm*): Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, in: JoFE, Vol. 3 (1976), pp. 305–360
- Jensen, Michael C./Murphy, Kevin J.** (*Incentives*): CEO Incentives – It's Not How Much You Pay, But How, in: HBR, Vol. 68 (1990), No. 3, pp. 138–153
- Jensen, Michael C./Ruback, Richard S.** (*Market*): The Market for Corporate Control, in: JoFE, Vol. 11 (1983), pp. 5–50
- Jewett, C. Lincoln** (*Surplus*): How to market surplus real estate, in: HBR, Vol. 55 (1977), No. 1, pp. 7–10

- Jinnett, Robert J.** (*Takeovers*): Strategic Use of Real Estate in Defending Against Hostile Takeovers, in: ID, Vol. 159 (1990), No. 1, pp. 5–10 (119–124)
- John, Kose/Ofek, Eli** (*Focus*): Asset sales and increase in focus, in: JoFE, Vol. 37 (1995), No. 1, pp. 105–126
- Joroff, Michael L.** (*Corporate*): Corporate Real Estate 2000 – Management Strategies for the Next Decade, in: ID, Vol. 161 (1992), No. 3, pp. 1–6 (763–768)
- Joroff, Michael L. et al.** (*Management*): Strategic Management of the Fifth Resource: Corporate Real Estate, in: ID, Vol. 162 (1993), No. 5, pp. 14–19 (1252–1257)
- Joseph, Harry J.** (*Mergers*): The Role of Real Estate in Corporate Mergers, Acquisitions and LBOs, in: ID, Vol. 160 (1991), No. 1, pp. 16–19 (122–125)
- Jürgensonn, Insa von** (*Beiträge*): Strategische Optionen für das Corporate Real Estate Management – Beiträge zum Shareholder Value Management, Wien 1997 (zugl. Diss. Wirtschaftsuniversität Wien 1997)
- Kakuschke, Alexander** (*Genußscheinen*): Marktorientierte Bewertung von Genußscheinen, Göttingen 1996 (zugl. Diss. Univ. Köln 1996)
- Kallmeyer, Harald** (*Spaltungsarten*): Kombination von Spaltungsarten nach dem neuen Umwandlungsgesetz, in: DB, 48. Jg. (1995), S. 81–83
- Kalusche, Wolfdietrich** (*Gebäudeplanung*): Gebäudeplanung und Betrieb – Einfluß der Gebäudeplanung auf die Wirtschaftlichkeit von Betrieben, Berlin et al. 1989
- Kane, Carl** (*Imperative*): Strategic Facilities Planning: The Organisational Imperative, in: ID, Vol. 159 (1990), No. 4, pp. 5–8 (883–886)
- Kappler, Ekkehard** (*Rationalität*): Rationalität und Ökonomik, in: Wittmann, Waldemar et al. (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Teilband 3, R–Z, 5., völlig neu gestaltete Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 3648–3664
- Kappler, Ekkehard/Rehkugler, Heinz** (*Entscheidungen*): Konstitutive Entscheidungen, in: Heinen, Edmund (Hrsg.) (Schriftleitung: Arnold Picot): Industriebetriebslehre: Entscheidungen im Industriebetrieb, 9., vollständig neu bearb. und erw. Aufl., Wiesbaden 1991, S. 73–240
- Kieser, Alfred** (*Situative Ansatz*): Der Situative Ansatz, in: Kieser, Alfred (Hrsg.): Organisationstheorien, Stuttgart/Berlin/Köln 1993, S. 161–191

- Kieser, Alfred/Kubicek, Herbert** (*Organisation*): Organisation, 2., neubearb. und erw. Aufl., Berlin/New York 1983
- Killinger, Wolfgang** (*Übergang*): Der Übergang stiller Reserven in einbringungsgeborenen Anteilen. Nachfolgende Umstrukturierungsmaßnahmen im Sinne von § 21 Abs. 1 Satz 1 des Umwandlungsgesetzes, in: BB, 53. Jg. (1998), H. 19, S. 981–983
- Kirsch, Werner** (*Grundzüge*): Grundzüge des Strategischen Managements, in: Kirsch, Werner (Hrsg.): Beiträge zum Management strategischer Programme, München 1991, S. 3–37
- Kirsch, Werner** (*Management*): Strategisches Management: Die geplante Evolution von Unternehmen, München 1997
- Kirsch, Werner** (*Unternehmensführung*): Strategische Unternehmensführung, in: Wittmann, Waldemar et al. (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Teilband 3, R–Z, 5., völlig neu gestaltete Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 4094–4111
- Kirsch, Werner/Habel, Sabine** (*Manövrieren*): Das strategische Manövrieren von Unternehmen, in: Kirsch, Werner (Hrsg.): Beiträge zum Management strategischer Programme, München 1991, S. 411–458
- Kirsch, Werner/Reglin, Bettina** (*Steuerung*): Umsetzung strategischer Programme: Strategische Steuerung und Operative Managementsysteme, in: Kirsch, Werner (Hrsg.): Beiträge zum Management strategischer Programme, München 1991, S. 647–709
- Kirsch, Werner/Roventa, Peter** (*Management*): Strategisches Management: Grundüberzeugungen einer Führungsphilosophie, in: Kirsch, Werner/Roventa, Peter (Hrsg.): Bausteine eines Strategischen Managements: Dialoge zwischen Wissenschaft und Praxis, Berlin/New York 1983, S. 13–16
- Kirsch, Werner/Trux, Walter** (*Frühaufklärung*): Strategische Frühaufklärung, in: Kirsch, Werner/Roventa, Peter (Hrsg.): Bausteine eines Strategischen Managements: Dialoge zwischen Wissenschaft und Praxis, Berlin/New York 1983, S. 225–236
- Kleeberg, Jochen M.** (*Anlageerfolg*): Der Anlageerfolg des Minimum-Varianz-Portfolios – eine empirische Untersuchung am deutschen, englischen, japanischen, kanadischen und US-amerikanischen Aktienmarkt, Bad Soden/Ts. 1995 (zugl. Diss. Univ. Münster 1994)

- Kleeberg, Jochen M.** (*Portfoliomanagement*): Der Einsatz von fundamentalen Betas im modernen Portfoliomanagement, in: Die Bank, o. Jg. (1992), H. 8, S. 474–478
- Kleiber, Wolfgang/Simon, Jürgen/Weyers, Gustav** (*Verkehrswertermittlung*): Verkehrswertermittlung von Grundstücken: Kommentar und Handbuch zur Ermittlung von Verkehrs-, Beleihungs-, Versicherungs- und Unternehmenswerten unter Berücksichtigung von WertV und BauGB, 3., vollständig neu bearb. und erw. Aufl., Köln 1998
- Kleiber, Wolfgang/Simon, Jürgen/Weyers, Gustav** (*WertV'88*): WertV'88 – Wertermittlungsverordnung 1988 unter Berücksichtigung der WertR '91 und der Ergänzenden Hinweise für die neuen Länder, 3., vollständig neu bearb. Aufl., Köln 1993
- Klien, Wolfgang** (*Managementleistungen*): Wertsteigerungsanalyse und Messung von Managementleistungen: Technik, Logik und Anwendung, Wiesbaden 1995 (zugl. Diss. Wirtschaftsuniversität Wien 1993)
- Kloster, Ulrich** (*Kapitalkosten*): Kapitalkosten und Investitionsentscheidungen – Eine finanzierungstheoretische und empirische Untersuchung, Frankfurt am Main et al. 1988 (zugl. Diss. Univ. Essen 1988)
- Knop, Oliver-Christian** (*Kapitalkosten*): Kapitalkosten und internationale Unternehmensakquisition, Wiesbaden 1992 (zugl. Diss. Univ. Hamburg 1991)
- Knutsen, Kenneth C.** (*Impact*): The Impact of Real Estate on Operations and Financial Statements: Sale-Leaseback Transactions, in: ID, Vol. 159 (1990), No. 6, pp. 27–29 (1409–1412)
- Knyphausen, Dodo zu** (*Firms*): „Why are Firms Different?“ – Der „ressourcenorientierte Ansatz“ im Mittelpunkt einer aktuellen Kontroverse im Strategischen Management, in: DBW, 53. Jg. (1993), H. 6, S. 771–792
- Koch, Jürgen** (*Grundsteuer*): Grundsteuer, in: Birle, Peter et al. (Hrsg.): Haus- und Grundbesitz in der Besteuerung, Loseblatt-Ausgabe (Stand: 3. Ergänzungsblattlieferung 3/98), Herne/Berlin 1997, Kapitel I. C., [zitiert: Koch, Grundsteuer, Kapitel, Randziffer]
- Koch, Ulrich** (*Going Public*): Going Public Recht und Praxis der Börseneinführung von Unternehmen, Köln 1991
- Koch, Wolfgang/Wegmann, Jürgen** (*Börseneinführung*): Börseneinführung: Praktiker-Handbuch – Vorbereitung, Technik und Durchführung der Börseneinführung mittelständischer Unternehmen, Stuttgart 1996

- Köhler, Stephan** (*Immobilieninvestitionen*): Steuerliche Gestaltungsmöglichkeiten bei Immobilieninvestitionen, in: Schulte, Karl-Werner/Bone-Winkel, Stephan/Thomas, Matthias (Hrsg.): Handbuch Immobilieninvestition, Köln 1998, S. 421–464
- Köhler, Thomas** (*Immobilienkaufvertragsrecht*): Immobilienkaufvertragsrecht, in: Schulte, Karl-Werner/Bone-Winkel, Stephan/Thomas, Matthias (Hrsg.): Handbuch Immobilieninvestition, Köln 1998, S. 465–493
- Kolbeck, Rosemarie** (*Effekten*): Effekten, Arten der, in: Grochla, Erwin/Wittmann, Walde-mar (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, 4., völlig neu gestaltete Aufl., Stuttgart 1976, Sp. 1223–1231
- Kolks, Uwe** (*Strategieimplementierung*): Strategieimplementierung – ein anwenderorientiertes Konzept, Wiesbaden 1990 (zugl. Diss. Univ. Gießen 1990)
- Kosfeld, Reinhold** (*Kapitalmarktmodelle*): Kapitalmarktmodelle und Aktienbewertung: eine statistisch-ökonomische Analyse, Wiesbaden 1996 (zugl. Habil.-Schr. Univ. Kassel 1996)
- Kraft, Alfons/Kreutz, Peter** (*Gesellschaftsrecht*): Gesellschaftsrecht, 10., überarb. und erw. Aufl., Neuwied 1997
- Krahn, Jan P.** (*Finanzwirtschaftslehre*): Finanzwirtschaftslehre zwischen Markt und Institution, in: DBW, 53. Jg. (1993), H. 6, S. 793–805
- Krebs, Hans-Joachim** (*Umstrukturierung*): Steuerorientierte Umstrukturierung. Zweifelsfragen zur Spaltung, in: BB, 53. Jg. (1998), H. 41, S. 2082–2083
- Kreikebaum, Hartmut** (*Analysis*): Strategic Issue Analysis, in: Szyperski, Norbert/Wienand, Udo (Hrsg.): Handwörterbuch der Planung, Stuttgart 1989, Sp. 1876–1885
- Kreikebaum, Hartmut** (*Führung*): Strategische Führung, in: Kieser, Alfred (Hrsg.): Handwörterbuch der Führung, 2., neugestaltete Aufl., Stuttgart 1995, Sp. 2006–2014
- Kreikebaum, Hartmut** (*Unternehmensplanung*): Strategische Unternehmensplanung, 6., überarb. und erw. Aufl., Stuttgart/Berlin/Köln 1997
- Kreikebaum, Hartmut/Grimm, Ulrich** (*Faktoren*): Die Analyse strategischer Faktoren und ihre Bedeutung für die strategische Planung, in: WiSt, 12. Jg. (1983), H. 1, S. 6–12
- Kreikebaum, Hartmut/Grimm, Ulrich** (*Unternehmensplanung*): Strategische Unternehmensplanung in der Bundesrepublik Deutschland – Ergebnisse einer empirischen Untersuchung, in: Hahn, Dietger/Taylor, Bernhard: Strategische Unternehmenspla-

- nung. Stand und Entwicklungstendenzen, 4., veränd. u. erw. Aufl., Heidelberg/Wien 1986, S. 857–879
- Kreilkamp, Edgar** (*Management*): Strategisches Management und Marketing – Markt- und Wettbewerbsanalyse, Strategische Frühaufklärung, Portfolio-Management, Berlin/New York 1987
- Kruschwitz, Lutz** (*Investitionsrechnung*): Investitionsrechnung, 6., erw. Auflage, Berlin/New York 1995
- Krystek, U./Müller-Stewens, G.** (*Frühaufklärung*): Strategische Frühaufklärung als Element strategischer Führung, in: Hahn, Dietger/Taylor, Bernhard (Hrsg.): Strategische Unternehmensplanung – strategische Unternehmensführung: Stand und Entwicklungstendenzen, 7., völlig neu bearb. und erw. Aufl., Heidelberg 1997, S. 913–933
- Kuhn, Thomas S.** (*Struktur*): Die Struktur wissenschaftlicher Revolutionen, Frankfurt am Main 1967
- Kühne-Büning, Lidwina** (*Wohnung*): Besonderheiten des Wirtschaftsgutes Wohnung und seiner Nutzungsleistungen, in: Kühne-Büning, Lidwina/Heuer Jürgen H. (Hrsg.): Grundlagen der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft – vormals Lehrbuch der Wohnungswirtschaft, 3., überarb. und erw. Aufl., Frankfurt am Main 1994
- Küller, Hans-Detlev** (*Gewerkschaftssicht*): Das Shareholder Value-Konzept aus Gewerkschaftssicht, in: BFuP, 49. Jg. (1997), H. 5, S. 517–531
- Kupsch, Peter** (*Steuersystem*): Steuersystem, in: Bea, Franz X./Dichtl, Erwin/Schweitzer, Marcell (Hrsg.): Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, Bd. 1, Grundfragen, 7., neubearb. Aufl., Stuttgart 1997, S. 221–279
- Kupsch, Peter/Marr, Rainer** (*Personalwirtschaft*): Personalwirtschaft, in: Heinen, Edmund (Hrsg.) (Schriftleitung: Arnold Picot): Industriebetriebslehre: Entscheidungen im Industriebetrieb, 9., vollständig neu bearb. und erw. Aufl., Wiesbaden 1991, S. 729–896
- Lampe, Peter/Lichtenböhrer, Artur** (*Thyssen*): Fallstudie Thyssen, in: Schulte, Karl-Werner/Schäfers, Wolfgang (Hrsg.): Handbuch Corporate Real Estate Management, Köln 1998, S. 575–606
- Lang, Larry/Poulsen, Annette/Stulz, René** (*Asset sales*): Asset sales, firm performance, and the agency costs of managerial discretion, in: JoFE, Vol. 37 (1995), No. 1, pp. 3–37

- Lang, Larry/Stulz, René** (*Diversification*): Tobin's q , Corporate Diversification, and Firm Performance, in: JoPE, Vol. 102 (1994), No. 6, pp. 1248–1280
- Laux, Helmut** (*Anreizsysteme*): Anreizsysteme, ökonomische Dimension, in: Frese, Erich (Hrsg.): Handwörterbuch der Organisation, 3., völlig neu gestaltete Aufl., Stuttgart 1992, Sp. 112–122
- Laux, Helmut** (*Erfolgsbeteiligung*): Anreizkompatible Erfolgsbeteiligung und Kapitalmarkt, in: Ballwieser, Wolfgang et al. (Hrsg.): Bilanzrecht und Kapitalmarkt, Festschrift zum 65. Geburtstag von Adolf Moxter, Düsseldorf 1994, S. 1259–1291
- Lee, Stephen/Byrne, Peter** (*Diversification*): Diversification by sector, region of function? A mean absolute deviation optimisation, in: JoPVI, Vol. 16 (1998), No. 1, pp. 38–56
- Lehmann, Steffen** (*Ertragswertmodell*): Neue Wege in der Bewertung börsennotierter Aktiengesellschaften: ein Cash-flow-orientiertes Ertragswertmodell, Wiesbaden 1994 (zugl. Diss. Univ. Trier 1993)
- Leopoldsberger, Gerrit** (*Bewertung*): Bewertung von Immobilien, in: Schulte, Karl-Werner/Bone-Winkel, Stephan/Thomas, Matthias (Hrsg.): Handbuch Immobilieninvestition, Köln 1998, S. 173–211
- Leopoldsberger, Gerrit** (*Wertermittlung*): Kontinuierliche Wertermittlung von Immobilien, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Bd. 6, Köln 1998 (zugl. Diss. European Business School Oestrich-Winkel 1998)
- Leopoldsberger, Gerrit/Thomas, Matthias** (*Unternehmensimmobilien*): Bewertung von Unternehmensimmobilien, in: Schulte, Karl-Werner/Schäfers, Wolfgang (Hrsg.): Handbuch Corporate Real Estate Management, Köln 1998, S. 117–153
- Lev, Baruch** (*Operating Leverage*): On the Association between Operating Leverage and Risk, in: JoFQA, Vol. 9 (1974), No. 3, pp. 627–641
- Levy, Gerald M./Matz, Elliot S.** (*Choosing*): Choosing Strategic Objectives, in: Silverman, Robert (Editor): Corporate real estate handbook, New York et al. 1987, pp. 17–32
- Levy, Gerald M./Matz, Elliot S.** (*Implementing*): Implementing Strategic Objectives, in: Silverman, Robert (Editor): Corporate real estate handbook, New York et al. 1987, pp. 43–60
- Lewis, Thomas G.** (*Total-value-Management*): Steigerung des Unternehmenswertes: Total-value-Management, 2. Aufl., Landberg/Lech 1995

- Lewis, Thomas G./Lehmann, Steffen** (*Investitionsentscheidungen*): Überlegene Investitionsentscheidungen durch CFROI, in: BFuP, 44. Jg. (1992), H. 1, S. 1–13
- Linn, Scott C./Rozeff, Michael S.** (*Sell-off*): The Corporate Sell-off, in: MCFJ, Vol. 2 (1984), No. 2, pp. 12–21
- Lintner, John** (*Valuation*): The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets, in: RoES, Vol. 47 (1965), No. 1, pp. 13–37
- Liow, Kim H.** (*Disposal*): Acquisition and disposal of corporate Real Estate: some UK evidence, in: JoPF, Vol. 6 (1995), No. 4, pp. 19–32
- Liow, Kim H.** (*Property*): Property in corporate financial statements: The UK evidence, in: JoPM, Vol. 12 (1995), No. 1, pp. 13–28
- Liu, Crocker H./Grissom, Terry V./Hartzell, David J.** (*Imperfections*): The Impact of Market Imperfections on Real Estate Returns and Optimal Investor Portfolios, in: AREUEAJ, Vol. 18 (1990), No. 4, pp. 453–478
- Lockert, Gert** (*Risikofaktoren*): Risikofaktoren und Preisbildung am deutschen Aktienmarkt, Heidelberg 1996 (zugl. Diss. Univ. Essen 1995)
- Lockwood, Larry J./Rutherford, Ronald C.** (*Determinants*): Determinants of Industrial Property Value, in: REE, Vol. 24 (1996), No. 2, pp. 257–272
- Löhnert, Peter** (*Shareholder Value*): Shareholder Value: Reflexion der Adaptionsmöglichkeiten in Deutschland – eine Untersuchung unter Berücksichtigung strategischer Implikationen, München 1996 (zugl. Diss. Univ. Erlangen/Nürnberg 1995)
- Loistl, Otto** (*Kapitalmarkttheorie*): Kapitalmarkttheorie, 3., überarb. und erw. Aufl., München/Wien 1994
- London Stock Exchange** (*Yellow Book*): The Listing Rules (Yellow Book), Loseblattsammlung, London September 1997 [zitiert: London Stock Exchange, Yellow Book, Chapter, Section]
- Lutter, Marcus** (*Aktiengesetz*): Aktiengesellschaft, Aktiengesetz, in: Gerke, Wolfgang/Steiner, Manfred (Hrsg.): Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 2., überarb. und erw. Aufl., Stuttgart 1995, Sp. 41–55
- Lutter, Marcus** (*UmwG*): Umwandlungsgesetz: Kommentar, bearbeitet von Bayer, Walter et al., Köln 1996 [zitiert: Lutter-Bearbeiter, UmwG, Seite, Randziffer]

- Macharzina, Klaus** (*Unternehmensführung*): Unternehmensführung: Das internationale Management. Konzepte – Methoden – Praxis, 2., aktualisierte und erw. Aufl., Wiesbaden 1995
- Manne, Henry G.** (*Market*): Mergers and the Market of Corporate Control, in: JoPE, Vol. 73 (1965), No. 2, pp. 110–120
- Manning, Christopher A.** (*Leasing*): Leasing Versus Purchase of Corporate Real Property: Leases with Residual Equity Interests, in: JoRER, Vol. 6 (1991), No. 1, pp. 79–85
- Manning, Christopher A.** (*Ownership*): Is Ownership of Corporate Real Property Better than Leasing ?, in: ID, Vol. 157 (1988), No. 1, pp. 9–12 (106–110)
- Manning, Christopher A./Roulac, Stephen E.** (*Function*): Structuring the Corporate Real Property Function for Greater „Bottom Line“ Impact, in: JoRER, Vol. 12 (1996), No. 3, pp. 383–396
- Markowitz, Harry M.** (*Efficient Diversification*): Portfolio Selection. Efficient Diversification of Investments, New York/London 1959
- Markowitz, Harry M.** (*Selection*): Portfolio Selection, in: JoF, Vol. 7 (1952), No. 2, pp. 77–91
- Marr, Rainer** (*Betrieb*): Betrieb und Umwelt, in: Bitz, Michael et al. (Hrsg.): Vahlens Kompendium der Betriebswirtschaftslehre, Bd. 1, 3., überarb. und erw. Aufl., München 1993, S. 47–114
- Mauthe, Karl-Dieter/Roventa, Peter** (*Portfolio-Analyse*): Versionen der Portfolio-Analyse auf dem Prüfstand – Ein Ansatz zur Auswahl und Beurteilung strategischer Analysemethoden, in: Kirsch, Werner/Roventa, Peter (Hrsg.): Bausteine eines Strategischen Managements: Dialoge zwischen Wissenschaft und Praxis, Berlin/New York 1983, S. 109–139
- May, Axel** (*Informationsverarbeitung*): Zum Stand der empirischen Forschung über Informationsverarbeitung am Aktienmarkt – Ein Überblick, in: zfbf, 43. Jg. (1991), H. 4, S. 313–335
- McTaggart, James M.** (*Restructuring*): The Impact of Restructuring on Shareholder Value, in: Rock, Milton L./Rock, Robert H. (Editors): Corporate Restructuring – A Guide to Creating the Premium-Valued Company, New York et al. 199, pp. 56–66

- McTaggart, James M./Kontes, Peter W./Mankins, Michael C.** (*Value Imperative*): The Value Imperative – Managing for Superior Shareholder Returns, New York et al. 1994
- Mellerowicz, Klaus** (*Kosten*): Kosten und Kostenrechnung, Band 1, Theorie der Kosten , 4. Aufl., Berlin 1963
- Mettler, Alfred** (*Going Public*): Going Public: eine betriebswirtschaftliche Untersuchung schweizerischer Börseneinführungen, Bern/Stuttgart 1990 (zugleich Diss. Univ. Zürich 1990)
- Meyer, Thomas J.** (*Geschäftsfeld*): Immobilien als strategisches Geschäftsfeld von Non Property Unternehmen – Darstellung der Kriterien für eine Diversifikationsentscheidung, in: Hens, Markus/Haub, Christoph/Meyer, Thomas J.: Shareholder Value und Immobilien – Konzepte wertsteigernder Strategien, Köln 1998, S. 203–290
- Meyer-Scharenberg, Dirk** (*Immobilienaktiengesellschaft*): Die Immobilienaktiengesellschaft, in: Paulsen, Norbert: Die deutsche Immobilien-Aktie 1997/1998 – durchleuchtet und analysiert, o.O. 1997, S. 14–20
- Meyersiek, Dietmar** (*Unternehmenswert*): Unternehmenswert und Branchendynamik, in: BFuP, 43. Jg. (1991), H. 3, S. 233–240
- Miles, James A./Rosenfeld, James D.** (*Spin-off*): The Effects of Voluntary Spin-off Announcements on Shareholder Wealth, in: JoF, Vol. 38, (1983), pp. 1597–1606
- Miles, Mike/Pringle, John/Webb, Brian** (*Decision*): Modeling the Corporate Real Estate Decision, in: JoRER, Vol. 4 (1989), H. 3, pp. 47–66 (Nachdruck in: Major, John B./Pan, Fung-Shine (Editors): Comtemporary real estate finance: selected readings, Upper Saddle River 1996, pp. 355–372)
- Miller, Merton H./Upton, Charles W.** (*Leasing*): Leasing, Buying, and the Cost of Capital Services, in: JoF, Vol. 31 (1976), No. 3, pp. 761–786
- Milnes, Raymond/Pollina, Ronald R.** (*Leasebacks*): Sale/Leasebacks: Are They Right for Your Company?, in: ID, Vol. 161 (1992), No. 2, pp. 23–30 (413–416)
- Mintzberg, Henry** (*Planning*): The Fall and Rise of Strategic Planning, in: HBR, Vol. 72 (1994), No. 1, pp. 107–114
- Modigliani, Franco/Miller, Merton H.** (*Cost of Capital*): The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment, in: AER, Vol. 48 (1958), No. 3, pp. 261–297

- Modigliani, Franco/Miller, Merton H.** (*Dividend Policy*): Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares, in: JoB, Vol. 34 (1961), No. 4, pp. 411–433
- Modigliani, Franco/Miller, Merton H.** (*Reply*): Reply to Heins and Sprengle, in: AER, Vol. 59 (1956), H. 4, pp. 592–595
- Möller, Hans P.** (*Bewertung*): Die Bewertung risikobehafteter Anlagen an deutschen Wertpapierbörsen, in: zfbf, 40. Jg. (1988), H. 9, S. 779–797
- Möller, Hans P.** (*Informationseffizienz*): Die Informationseffizienz des deutschen Aktienmarktes – eine Zusammenfassung und Analyse empirischer Untersuchungen, in: zfbf, 37. Jg. (1986), H. 6, S. 500–518
- Morawietz, Markus** (*Rentabilität*): Rentabilität und Risiko deutscher Aktien- und Rentenanlagen seit 1870: unter Berücksichtigung von Geldentwertung und steuerlichen Einflüssen, Wiesbaden 1994 (zugl. Diss. Univ. Tech. Hochsch. Darmstadt 1994)
- Morgan, John F.W.** (*Immobilienbewertung*): Internationale Immobilienbewertung aus Sicht eines Chartered Surveyors, in: DLK, 40. Jg. (1989), H. 12, S. 380–387
- Morgan, John F.W./Harrop, Martyn J./Brühl, Martin J.** (*Bewertungsmethoden*): Internationale Bewertungsmethoden, in: Falk, Bernd (Hrsg.): Gewerbe-Immobilien, 6., überarb. und erw. Aufl., Landsberg/Lech 1994, S. 497–512
- Mossin, Jan** (*Equilibrium*): Equilibrium in a Capital Asset Market, in: Econometrica, Vol. 34 (1966), pp. 768–783
- Moxter, Adolf** (*Unternehmensbewertung*): Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung, 2., vollständig umgearb. Aufl., Wiesbaden 1983
- Müller, Michael** (*Gestaltungsmöglichkeiten*): § 1 Abs. 2 a GrEStG – Zweifelsfragen und Gestaltungsmöglichkeiten, in: BB, 52. Jg. (1997), H. 27, S. 1385–1391
- Müller, Wolfgang** (*Aktienbewertung*): Bilanzinformation und Aktienbewertung. Eine theoretische und empirische Überprüfung der Entscheidungsrelevanz von Jahresabschlußinformationen für die Preisbildung deutscher Aktien, Frankfurt am Main 1992 (zugl. Diss. Univ. Karlsruhe 1991)
- Myer, F. C. Neil/He, Ling T./Webb, James R.** (*Effect*): Sell-Offs of U.S. Real Estate: The Effect of Domestic versus Foreign Buyers on Shareholder Wealth, in: AREUEAJ, Vol. 20 (1992), No. 3, pp. 487–500

- Myers, Stewart C.** (*Interactions*): Interactions of Corporate Finance and Investment Decisions – Implications for Capital Budgeting, in: JoF, Vol. 29 (1974), No. 1, pp. 1–25
- Myers, Stewart C./Dill, David A./Bautista, Alberto J.** (*Valuation*): Valuation of Financial Lease Contracts, in: JoF, Vol. 31 (1976), No. 3, pp. 799–819
- Nanda, Vikram** (*Equity*): On the Good News in Equity Carve-Outs, in: JoF, Vol. 46 (1991), No. 5, pp. 1717–1737
- Neidich, Daniel/Steinberg, Thomas M.** (*Equity*): Corporate real estate: source of new equity, in: HBR, Vol. 62 (1984), No. 4, pp. 76–83
- Neubauer, F. F.** (*PIMS-Programm*): Das PIMS-Programm und Portfolio-Management, in: Hahn, Dietger/Taylor, Bernhard (Hrsg.): Strategische Unternehmensplanung – strategische Unternehmensführung: Stand und Entwicklungstendenzen, 7., völlig neu bearb. und erw. Aufl., Heidelberg 1997, S. 436–463
- Neye, Hans-Werner** (*Reform*): Die Reform des Umwandlungsrechts, in: DB, 47. Jg. (1994), H. 41, S. 2069–2072
- Niehaus, Peter/Fleige, Peter/Dobler, Richard** (*Siemens*): Fallstudie Siemens, in: Schulte, Karl-Werner/Schäfers, Wolfgang (Hrsg.): Handbuch Corporate Real Estate Management, Köln 1998, S. 551–573
- Niesslein, Gerhard** (*Mietermarkt*): Gewerbliche Immobilien – ein Mietermarkt, in: DLK, 46. Jg. (1995), H. 10, S. 326–331
- Nourse, Hugh O.** (*Corporate*): Corporate Real Estate, in: Seldin, Maury/Boykin, James H. (Editors): The Real Estate Handbook, Second Edition, Homewood 1990, pp. 1014–1030
- Nourse, Hugh O.** (*Flexibility*): Real Estate Flexibility Must Complement Business Strategy, in: RER, Vol. 10 (1992), No. 3 pp. 25–29.
- Nourse, Hugh O.** (*Management*): Using Real Estate Asset Management to Improve Strategic Performance, in: ID, Vol. 155 (1986), No. 3, pp. 1–7 (595–601)
- Nourse, Hugh O.** (*Ownership*): Corporate Real Estate Ownership as a Form of Vertical Integration, in: RER, Vol. 20 (1990), No. 3, pp. 67–71
- Nourse, Hugh O./Kingery, Dorothy** (*Marketing*): Marketing Idle Corporate Real Estate, in: REI, Vol. 12 (1987), No. 1, pp. 21–25

- Nourse, Hugh O./Kingery, Dorothy** (*Surplus*): Marketing Surplus Corporate Real Estate, in: ID, Vol. 156 (1987), No. 4, pp. 1–3 (819–821)
- Nourse, Hugh O./Roulac, Stephen E.** (*Decisions*): Linking Real Estate Decisions to Corporate Strategy, in: JoRER, Vol. 8 (1993), No. 4, pp. 475–494
- Nuber, Wolfgang** (*Kontrolle*): Strategische Kontrolle – Konzeption, Organisation und kontextspezifische Differenzierung, Wiesbaden 1995 (zugl. Diss. European Business School Oestrich-Winkel 1995)
- Obermeier, Georg** (*Umsetzung*): Die Umsetzung des Wertsteigerungskonzeptes in einem Holding-Konzern, in: Bühner, Rolf (Hrsg.): Der Shareholder-Value-Report: Erfahrungen, Ergebnisse, Entwicklungen, Landsberg/Lech 1994, S. 77–90
- Oettle, Karl** (*Wirtschaftszweigorientierung*): Wirtschaftszweigorientierung versus Funktionssorientierung in der Speziellen Betriebswirtschaftslehre, in: Kirsch, Werner/Picot, Arnold (Hrsg.): Die Betriebswirtschaftslehre im Spannungsfeld zwischen Generalisierung und Spezialisierung: Edmund Heinen zum 70. Geburtstag, Wiesbaden 1989, S. 81–95
- Oettle, Karl** (*Wohnungswirtschaft*): Wohnungswirtschaft – in den deutschen Wirtschafts- und Sozialwissenschaften vernachlässigt, in: Jenkis, Helmut W. (Hrsg.): Kompendium der Wohnungswirtschaft, 3., überarb. und erw. Aufl., München/Wien 1996, S. 3–22
- Oho, Wolfgang/Schelnberger, Franz-Josef** (*Steuerfolgen*): Steuerfolgen verschiedener Rechts- und Finanzierungsformen der Immobilienentwicklung und –investition, in: Usinger, Wolfgang (Hrsg.): Immobilien – Recht und Steuern: Handbuch für die Immobilienwirtschaft, Verantwortlich für den Steuerteil Wolfgang Tischbirek, Köln 1996, S. 1113–1175
- Opitz, Marcus** (*Desinvestitionen*): Desinvestitionen: Organisation und Durchführung, in: BFuP, Vol. 45 (1993), H. 3, S. 325–342
- Ordelleide, Dieter** (*Unternehmung*): Institutionelle Theorie und Unternehmung, in: Wittmann, Waldemar et al. (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Teilband 2, I–Q, 5., völlig neu gestaltete Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 1837–1853
- Owers, James E./Rogers, Ronald C.** (*Divestiture*): The Divestiture of Real Estate Assets by Sell-Off, in: REI, Vol. 11 (1986), No. 1, pp. 29–33
- Palandt, Otto** (*BGB*): Bürgerliches Gesetzbuch: Kommentar, 56., neubearb. Aufl., München 1997 [zitiert: Palandt-Bearbeiter, BGB, Seite, Randziffer]

- Pape, Ulrich** (*Unternehmensführung*): Wertorientierte Unternehmensführung und Controlling, Berlin 1997 (zugl. Diss. Techn. Univ. Berlin 1996)
- Paulsen, Norbert** (*Immobilien-Aktie*): Die deutsche Immobilien-Aktie 1997/1998 – durchleuchtet und analysiert, o.O. 1997
- Peemöller, Volker H./Bömelburg, Peter/Denkman, Andreas** (*Unternehmensbewertung*): Unternehmensbewertung in Deutschland – eine empirische Studie –, in: Wpg, 47. Jg. (1994), H. 22, S. 741–749
- Pellens, Bernhard** (*Börseneinführung*): Börseneinführung von Tochterunternehmen – Aktienmarktreaktionen auf die Performance des Mutterunternehmens –, in: zfbf, 45. Jg. (1993), H. 10, S. 852–872
- Penné, Günther/Weimar, Torsten/Willitzer, Michael** (*Immobilienbesteuerung*): Immobilienbesteuerung – Grundlagen und Gestaltungsmöglichkeiten, Neuwied 1997
- Perridon, Louis/Steiner, Manfred** (*Finanzwirtschaft*): Finanzwirtschaft der Unternehmung, 9., überarb. u. erw. Aufl., München 1997
- Peteraf, Margaret A.** (*Resource-Based View*): The Cornerstones of Competitive Advantage: A Resource-Based View, in: SMJ, Vol. 14 (1993), pp. 179–191
- Pfohl, Hans-Christian** (*Kontrolle*): Strategische Kontrolle, in: Henzler, Herbert A. (Hrsg.): Handbuch strategische Führung, Wiesbaden 1988, S. 801–824
- Picot, Arnold/Michaelis, Elke** (*Unternehmensverfassung*): Verteilung von Verfügungsrechten in Großunternehmen und Unternehmensverfassung, in: ZfB, 54. Jg. (1984), H. 3, S. 252–274
- Pierschke, Barbara** (*Management*): Facilities Management, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie, Bd. 1, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, München/Wien 1998, S. 275–315
- Piltz, Detlev J.** (*Unternehmensbewertung*): Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, 3., neu bearb. Aufl., Düsseldorf 1994
- Pittman, Robert** (*Integration*): Integration of Real Estate into Corporate Strategy: a Progress Report, in: ID, Vol. 158 (1985), No. 1, pp. 2–3 (100–101)
- Porter, Michael E.** (*Wettbewerbsstrategie*): Wettbewerbsstrategie – Methoden zur Analyse von Branchen und Konkurrenten (Originaltitel: Competitive Strategy, Deutsche

Übersetzung von V. Brandt und T. Schwoerer), 7. Aufl., Frankfurt am Main/New York 1992

- Porter, Michael E.** (*Wettbewerbsvorteile*): Wettbewerbsvorteile: Spitzenleistungen erreichen und behaupten, 4., durchgesehene Aufl., (Originaltitel: Competitive Advantage, Deutsche Übersetzung von A. Jaeger), Frankfurt am Main/New York 1996
- Posner, Kenneth A.** (*Options*): In Search of Hidden Value: Explicit and Implicit Options in Real Estate Leases, in: ID, Vol. 163 (1994), No. 2, pp. 1–5 (347–351)
- Pottschmidt, Günter** (*Kreditsicherheiten*): Kreditsicherheiten, in: Gerke, Wolfgang/Steiner, Manfred (Hrsg.): Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 2., überarb. und erw. Aufl., Stuttgart 1995, Sp. 1290–1304
- Prietze, Oliver/Walker, Andreas** (*Kapitalisierungszinsfuß*): Der Kapitalisierungszinsfuß im Rahmen der Unternehmensbewertung – Eine empirische Analyse, in: DBW, 55. Jg. (1995), H. 2, S. 199–211
- Pümpin, Cuno** (*Unternehmenseigner*): Unternehmenseigner und Unternehmensentwicklung, in: Gomez, Peter et al. (Hrsg.): Unternehmerischer Wandel: Konzepte zur organisatorischen Erneuerung, Knut Bleicher zum 65. Geburtstag, Wiesbaden 1994, S. 273–292
- Pümpin, Cuno/Pritzl, Rudolph** (*Unternehmenseigner*): Unternehmenseigner brauchen eine ganz besondere Strategie, in: HBM, 13. Jg. (1991), H. 3, S. 44–50
- Pyhrr, Stephen A. et al.** (*Investment*): Real Estate Investment – Strategy, Analysis, Decisions, Second Edition, New York et al. 1989
- Raffée, Hans** (*Betriebswirtschaftslehre*): Gegenstand, Methoden und Konzepte der Betriebswirtschaftslehre, in: Bitz, Michael et al. (Hrsg.): Vahlens Kompendium der Betriebswirtschaftslehre, Bd. 1, 3., überarb. und erw. Aufl., München 1993, S. 1–46
- Raffée, Hans** (*Grundprobleme*): Grundprobleme der Betriebswirtschaftslehre, Göttingen 1974
- Rappaport, Alfred** (*Corporation*): The Staying Power of the Public Corporation, in: HBR, Vol. 68, January/February 1990, No. 1, pp. 96–104
- Rappaport, Alfred** (*Selecting*): Selecting strategies that create shareholder value, in: HBR, Vol. 59 (1981), No. 3, pp. 139–149

- Rappaport, Alfred** (*Shareholder Value* (1986)): Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance, New York/London 1986
- Rappaport, Alfred** (*Shareholder Value*): Creating shareholder value: a guide for managers and investors, Second Edition, New York et al. 1998
- Raster, Max** (*Management*): Shareholder-Value-Management: Ermittlung und Steigerung des Unternehmenswertes, Wiesbaden 1995 (zugl. Diss. Univ. der Bundeswehr Hamburg 1995)
- Rechsteiner, Urs** (*Desinvestitionen*): Desinvestitionen zur Unternehmenswertsteigerung, Aachen 1995 (zugl. Diss. Hochschule St. Gallen 1994)
- Redman, Arnold L./Tanner, John R.** (*Financing*): The Financing of Corporate Real Estate: A Survey, in: JoRER, Vol. 6 (1991), No. 2, pp. 217–240
- Richter, Frank** (*DCF-Methoden*): DCF-Methoden und Unternehmensbewertung: Analyse der systematischen Abweichungen der Bewertungsergebnisse, in: ZBB, 9. Jg. (1997), H. 3, S. 226–237.
- Richter, Frank** (*Finanzierungsprämissen*): Die Finanzierungsprämissen des Entity-Ansatzes vor dem Hintergrund des APV-Ansatzes zur Bestimmung von Unternehmenswerten, in: zfbf, 48. Jg. (1996), H. 12, S. 1076–1097
- Richter, Frank** (*Konzeption*): Konzeption eines marktwertorientierten Steuerungs- und Monitoringsystems, Frankfurt am Main et al. 1996 (zugl. Diss. Univ. Regensburg 1996)
- Richter, Frank/Simon-Keuenhof, Kai** (*Kapitalkostensätze*): Bestimmung durchschnittlicher Kapitalkostensätze deutscher Industrieunternehmen – eine empirische Studie –, in: BFuP, 50. Jg. (1996), H. 6, S. 698–708
- Richter, Rudolf** (*Aspekte*): Institutionenökonomische Aspekte der Theorie der Unternehmung, in: Ordelheide, Dieter/Rudolph, Bernd/Büsselmann, Elke (Hrsg.): Betriebswirtschaftslehre und ökonomische Theorie, Stuttgart 1991, S. 398–429
- Richter, Rudolf/Furubotn, Eirik G.** (*Institutionenökonomik*): Neue Institutionenökonomik: eine Einführung und kritische Würdigung (Originaltitel: Institutions and Economic Theory: An Introduction to and Assessment of the New Institutional Economics, Deutsche Übersetzung von M. Streissler), Tübingen 1996
- RICS – The Royal Institution of Chartered Surveyors** [zitiert: RICS] (*Manual*): Appraisal and Valuation Manual, London 1995, Loseblattsammlung, 9. Ergänzungslieferung Juni 1998

- Rodriguez, Mauricio/Sirmans, C. F. (*Evidence*):** Managing Corporate Real Estate: Evidence from the Capital Markets, in: JoREL, Vol. 4 (1996), No. 1, pp. 13–33
- Roll, Richard (*Asset Pricing*):** A Critique of the Asset Pricing Theory's Test – Part 1: On Past and Potential Testability of the Theory, in: JoFE, Vol. 4 (1985), No. 2, pp. 129–176
- Roll, Richard/Ross, Stephen A. (*Investigation*):** An Empirical Investigation of the Arbitrage Pricing Theory, in: JoF, Vol. 35 (1980), No. 5, pp. 1073–1103
- Roll, Richard/Ross, Stephen A. (*Reexamination*):** A Critical Reexamination of the Empirical Evidence on the Arbitrage Pricing Theory: A Reply, in: JoF, Vol. 39 (1984), No. 2, pp. 347–350
- Roll, Richard/Ross, Stephen A. (*Relation*):** On the Cross-Sectional Relation between Expected Returns and Betas, in: JoF, Vol. 49 (1994), No. 1, pp. 101–121
- Ropeter, Sven-Eric (*Investitionsanalyse*):** Investitionsanalyse für Gewerbeimmobilien, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Bd. 5, Köln 1998 (zugl. Diss. European Business School Oestrich-Winkel 1997)
- Ropeter, Sven-Eric/Vaaßen, Nicole (*Wirtschaftlichkeitsanalyse*):** Wirtschaftlichkeitsanalyse von Immobilienbereitstellungsalternativen, in: Schulte, Karl-Werner/Schäfers, Wolfgang (Hrsg.): Handbuch Corporate Real Estate Management, Köln 1998, S. 155–186
- Rosenberg, Barr/Guy, James (*Fundamentals I*):** Prediction of Beta from Investment Fundamentals, Part One, FAJ, Vol. 32, No. 3, pp. 60–72
- Rosenberg, Barr/Guy, James (*Fundamentals II*):** Prediction of Beta from Investment Fundamentals, Part Two, FAJ, Vol. 32, No. 4, pp. 62–70
- Rosenberg, Barr/McKibben Walt (*Prediction*):** The Prediction of Systematic and Specific Risk in Common Stock, JoFQA, Vol. 8 (1973), No. 3, pp. 317–333
- Ross, Stephen A. (*Arbitrage Theory*):** The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing, in: JoET, Vol. 13 (1976), pp. 341–360
- Ross, Stephen A./Westerfield, Randolph W./Jaffe, Jeffrey F. (*Finance*):** Corporate Finance, Third Edition, Homewood/Boston 1993
- Rössler, Rudolf et al. (*Schätzung*):** Schätzung und Ermittlung von Grundstückswerten, 6., überarb. und erw. Aufl., Neuwied/Frankfurt am Main 1990

- Roventa, Peter** (*Shareholder Value*): Shareholder Value aus der Sicht der Holding. Einsatzmöglichkeiten, Fallstricke und Anwendererfahrungen, in: Höfner, Klaus/Pohl, Andreas (Hrsg.): Wertsteigerungs-Management: das Shareholder-Value-Konzept: Methoden und erfolgreiche Beispiele, Frankfurt am Main/New York 1994, S. 175–195
- Rückle, Dieter** (*Bewertungsprinzipien*): Bewertungsprinzipien, in: Chmielewicz, Klaus/Schweitzer, Marcell (Hrsg.): Handwörterbuch des Rechnungswesens, 3., völlig neu gestaltete und erg. Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 192–202
- Rudolph, Bernd** (*Finanzierungstheorie*): Finanzierungstheorie und Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, in: Kirsch, Werner/Picot, Arnold (Hrsg.): Die Betriebswirtschaftslehre im Spannungsfeld zwischen Generalisierung und Spezialisierung: Edmund Heinen zum 70. Geburtstag, Wiesbaden 1989, S. 281–297
- Rudolph, Bernd** (*Kapitalkosten*): Kapitalkosten bei unsicheren Erwartungen. Das Kapitalmarktmodell und seine Bedeutung für die Theorie der Kapitalkosten, Berlin/Heidelberg/New York 1979
- Rudolph, Bernd** (*Kapitalmarkttheorie*): Kapitalmarkttheorie, in: Wittmann, Waldemar et al. (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Teilband 2, I–Q, 5., völlig neu gestaltete Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 2113–2125
- Rudolph, Bernd** (*Klassische Kapitalkostenkonzepte*): Klassische Kapitalkostenkonzepte zur Bestimmung des Kalkulationszinsfußes für die Investitionsrechnung, in: zfbf, 38. Jg. (1986), H. 6/7, S. 608–617
- Rudolph, Bernd** (*Kreditsicherheiten*): Kreditsicherheiten als Instrumente zur Umverteilung und Begrenzung von Kreditrisiken, in: zfbf, 36. Jg. (1984), H. 1, S. 16–43
- Rudolph, Bernd** (*Neuere Kapitalkostenkonzepte*): Neuere Kapitalkostenkonzepte auf der Grundlage der Kapitalmarkttheorie, in: zfbf, 38. Jg. (1986), H. 10, S. 892–898
- Rudolph, Bernd** (*Separationstheoreme*): Zur Bedeutung der kapitaltheoretischen Separationstheoreme für die Investitionsplanung, in: ZfB, 53. Jg. (1983), H. 3, S. 261–287
- Rudolph, Bernd** (*Theorie*): Zur Theorie des Kapitalmarktes. Grundlagen, Erweiterungen und Anwendungsbereiche des Capital Asset Pricing Model (CAPM), in: ZfB, 49. Jg. (1979), H. 11, S. 1034–1067
- Rühli, Edwin** (*Ansatz*): Entscheidungsorientierter Ansatz und Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, in: Kirsch, Werner/Picot, Arnold (Hrsg.): Die Betriebswirtschaftslehre

- im Spannungsfeld zwischen Generalisierung und Spezialisierung: Edmund Heinen zum 70. Geburtstag, Wiesbaden 1989, S. 99–117
- Rühli, Edwin** (*Strategy*): Die Ressource-based View of Strategy, in: Gomez, Peter et al. (Hrsg.): Unternehmerischer Wandel: Konzepte zur organisatorischen Erneuerung: Knut Bleicher zum 65. Geburtstag, Wiesbaden 1994, S. 31–57
- Rumpf, Bernd-Michael** (*Shareholder Value*): Die Mehrung des Shareholder Value als Aufgabe des betrieblichen Finanzwesens unter besonderer Berücksichtigung des Wandels auf den Produkt-, Finanz- und Unternehmenskontrollmärkten, Diss. Univ. Hochschule St. Gallen 1994
- Rutherford, Ronald C.** (*Evidence*): Empirical Evidence on Shareholder Value and the Sale-Leaseback of Corporate Real Estate, in: AREUEAJ, Vol. 18 (1990), No. 4, pp. 522–529
- Rutherford, Ronald C.** (*Impact*): The Impact of Sale-Leasebacks Transactions on Bondholders and Shareholder Wealth, in: RFE, Vol. 2 (1992), No. 1, pp. 75–80
- Sabel, Hermann** (*Kontrollinstrumente*): Strategische Planungs- und Kontrollinstrumente, in: Wittmann, Waldemar et al. (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Teilband 3, R–Z, 5., völlig neu gestaltete Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 4075–4094
- Sach, Anke** (*Kapitalkosten*): Kapitalkosten der Unternehmung und ihre Einflußfaktoren, Aachen 1995 (zugl. Diss. Hochschule St. Gallen 1993)
- Sarvis, Michael J.** (*Facility*): What to Look for in a New Office Facility, in: JoBS, Vol. 10 (1989), No. 4, pp. 10–14
- Schäfer, Annette** (*Aktienbewertung*): Die These der kurzfristigen Aktienbewertung. Theoretische und empirische Analyse, Diss. Univ. Köln 1997
- Schäfers, Wolfgang** (*Management*): Strategisches Management von Unternehmensimmobilien: Bausteine einer theoretischen Konzeption und Ergebnisse einer empirischen Untersuchung, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Bd. 3, Köln 1997 (zugl. Diss. European Business School, Oestrich-Winkel 1996)
- Schäfers, Wolfgang/Schulte, Karl-Werner** (*Immobilienökonomie*): Immobilienökonomie als wissenschaftliche Disziplin (Teil 1), in: GuG, 10. Jg. (1999), H. 1, S. 25–30
- Schall, Lawrence D.** (*Decisions*): The Lease-or-Buy and Asset Acquisition Decisions, in: JoF, Vol. 29 (1974), No. 4, pp. 1203–1214

- Schanz, Günther** (*Integrationsproblem*): Die Betriebswirtschaftslehre und ihre sozialwissenschaftlichen Nachbardisziplinen: Das Integrationsproblem, in: Raffée, Hans/Abel, Bodo (Hrsg.): Wissenschaftstheoretische Grundfragen der Wirtschaftswissenschaften, München 1979, S. 121–137
- Schanz, Günther** (*Pluralismus*): Pluralismus in der Betriebswirtschaftslehre: Bemerkungen zu den gegenwärtigen Forschungsprogrammen, in: zfbf, 25. Jg. (1973), H. 1, S. 131–154
- Schanz, Günther** (*Wissenschaftsprogramme*): Wissenschaftsprogramme der Betriebswirtschaftslehre, in: Bea, Franz X./Dichtl, Erwin/Schweitzer, Marcell (Hrsg.): Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, Bd. 1, Grundfragen, 7., neubearb. Aufl., Stuttgart 1997, S. 81–198
- Scharpenack, Fried/Nack, Ulrich/Haub, Christoph** (*Immobilien-Aktiengesellschaften*): Immobilien-Aktiengesellschaften, in: Schulte, Karl-Werner/Bone-Winkel, Stephan/Thomas, Matthias (Hrsg.): Handbuch Immobilieninvestition, Köln 1998, S. 655–687
- Schauenberg, Bernd** (*Unternehmung*): Theorie der Unternehmung, in: Wittmann, Waldemar et al. (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Teilband 3, R–Z, 5., völlig neu gestaltete Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 4168–4182
- Schipper, Katherine/Smith, Abbie** (*Effects*): Effects of Recontracting on Shareholder Wealth. The Case of Voluntary Spin-offs, in: JoFE, Vol. 12 (1983), pp. 437–467
- Schipper, Katherine/Smith, Abbie** (*Equity*): Equity Carve-Outs, in: Stern, Joel/Chew, David (editors): The Revolution in Corporate Finance, New York 1992, pp. 611–620
- Schipper, Katherine/Smith, Abbie** (*Phenomenon*): The Corporate Spin-off Phenomenon, in: MCFJ, Vol. 2 (1984), No. 2, pp. 22–29
- Schlick, Robert** (*Going Public*): Going Public: Vorbehalte, Motive, Ausgestaltungsformen, Voraussetzungen und das Underpricing-Phänomen. Eine empirische Untersuchung der Going Public in Deutschland von 1977 bis 1992, Diss. Uni. Tübingen 1997
- Schmalenbach, Eugen** (*Kostenrechnung*): Kostenrechnung und Preispolitik, 8., erw. und verb. Aufl., bearbeitet von Richard Bauer, Köln/Opladen 1963
- Schmid, Frank** (*Vorstandsbezüge*): Vorstandsbezüge, Aufsichtsratsvergütung und Aktionärsstruktur, in: ZfB, 67. Jg. (1997), H. 1, S. 67–83

- Schmidt, Hartmut/Prigge, Stefan** (*Börsenkursbildung*): Börsenkursbildung, in: Gerke, Wolfgang/Steiner, Manfred (Hrsg.): Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 2., überarb. und erw. Aufl., Stuttgart 1995, Sp. 311–321
- Schmidt, Johannes G.** (*Unternehmensbewertung*): Unternehmensbewertung mit Hilfe strategischer Erfolgsfaktoren, Frankfurt am Main et al. 1997 (zugl. Diss. Univ. München 1996)
- Schmidt, Karsten** (*Gesellschaftsrecht*): Gesellschaftsrecht, 3., völlig neu bearb. und erw. Aufl., Köln et al. 1997
- Schmidt, Ludwig** (*EStG*): Einkommensteuergesetz: Kommentar, 17., völlig neubearbeitete Auflage, München 1998 [zitiert: Schmidt-Bearbeiter, Seite, Rz]
- Schmidt, Reinhard H.** (*Analysen*): Neuere Property Rights-Analysen in der Finanzierungstheorie, in: Budäus, Dietrich/Gerum, Elmar/Zimmermann, Gebhard (Hrsg.): Betriebswirtschaftslehre und Theorie der Verfügungsrechte, Wiesbaden 1988, S. 239–267
- Schmidt, Reinhard H.** (*Finanzierung*): Finanzierung und unsichere Erwartungen, in: Wittmann, Waldemar et al. (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Teilband 1, A–H, 5., völlig neu gestaltete Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 1038–1050
- Schmidt, Reinhard H.** (*Flop*): Agency Costs are not a „Flop“, in: Bamberg, Günter/Spremann, Klaus (Editors): Agency Theory, Information, and Incentives, Corrected Reprint of the First Edition, Berlin et al. 1989, pp. 495–504
- Schmidt, Reinhard H./Terberger, Eva** (*Finanzierungstheorie*): Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie, 4., aktualisierte Aufl., Wiesbaden 1997
- Schmidt, Reinhart** (*Value*): Das Shareholder Value-Konzept, in: Fritsch, U./Liener, G./Schmidt, G. (Hrsg.): Die deutsche Aktie: Unternehmensfinanzierung und Vermögenspolitik vor neuen Herausforderungen, Festschrift zum vierzigjährigen Bestehen des Deutschen Aktieninstituts e.V., Stuttgart 1993, S. 279–296
- Schmitz-Morkramer, Gerd** (*Gewerbe-Immobilien*): Beurteilung von Gewerbe-Immobilien und Bewertung an ausgewählten Beispielen aus Sicht eines Kreditinstitutes, in: Falk, Bernd (Hrsg.): Gewerbe-Immobilien, 6., überarb. und erw. Aufl., Landsberg/Lech, 1994, S. 437–471
- Schneider, Dieter** (*Flops*): Agency Costs and Transaction Costs: Flops in the Principal-Agent-Theory of Financial Markets, in: Bamberg, Günter/Spremann, Klaus (Editors):

- Agency Theory, Information, and Incentives, Corrected Reprint of the First Edition, Berlin et al. 1989, pp. 481–494
- Schneider, Dieter** (*Grundlagen*): Betriebswirtschaftslehre, Bd. 1: Grundlagen, München/Wien 1993
- Schneider, Dieter** (*Investition*): Investition, Finanzierung und Besteuerung, 7., vollständig überarb. und erw. Aufl., Studentenausgabe, Wiesbaden 1992
- Schneider, Dieter** (*Versagen*): Das Versagen der Paradigmavorstellung für die Betriebswirtschaftslehre, in: zfbf, 34. Jg. (1982), H. 10, S. 849–869
- Schneider, Hermann** (*Outsourcing*): Outsourcing von Gebäude- und Verwaltungsdiensten: Unternehmenspolitik – Projektmanagement – Vertragsarbeit, Stuttgart 1996
- Schreyögg, Georg** (*Unternehmensstrategie*): Unternehmensstrategie – Grundfragen einer Theorie strategischer Unternehmensführung, Berlin/New York 1984
- Schulte Karl-Werner** (*Vorwort*): Vorwort des Herausgebers, in: Bone-Winkel, Stephan, Das strategische Management von offenen Immobilienfonds unter besonderen Berücksichtigung der Projektentwicklung von Gewerbeimmobilien, Köln 1994 (zugl. Diss. European Business School Oestrich-Winkel 1994), S. III–IV
- Schulte, Karl-Werner** (*Stille Reserven*): Stille Reserven, in: FAZ v. 9. Juni 1995, Nr. 132, S. 45
- Schulte, Karl-Werner** (*Wirtschaftlichkeitsrechnung*): Wirtschaftlichkeitsrechnung, 4. Aufl., Heidelberg/Wien 1986
- Schulte, Karl-Werner** (*Wissenschaft*): Immobilienökonomie als Wissenschaft, in: Bronner, Oscar (Hrsg.): Immobilien in Europa II – Märkte in Bewegung, Wien 1992, S. 231–235
- Schulte, Karl-Werner et al.** (*Betrachtungsgegenstand*): Betrachtungsgegenstand der Immobilienökonomie, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie, Bd. 1, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, München/Wien 1998, S. 15–80
- Schulte, Karl-Werner et al.** (*Immobilienfinanzierung*): Immobilienfinanzierung, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie, Bd. 1, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, München/Wien 1998, S. 449–506

- Schulte, Karl-Werner/Allendorf, Georg J./Ropeter, Sven-Eric** (*Immobilieninvestition*): Immobilieninvestition, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie, Bd. 1, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, München/Wien 1998, S. 507–580
- Schulte, Karl-Werner/Brade, Kerstin/Haub Christoph** (*Planung*): Planung und Kontrolle in Immobilienunternehmen, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie, Bd. 1, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, München/Wien 1998, S. 645–685
- Schulte, Karl-Werner/Hupach, Ingo** (*Immobilienwirtschaft*): Bedeutung der Immobilienwirtschaft, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie, Bd. 1, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, München/Wien 1998, S. 5–12
- Schulte, Karl-Werner/Ropeter, Sven-Eric** (*Investitionsanalyse*): Quantitative Analyse von Immobilieninvestitionen – moderne Methoden der Investitionsanalyse, in: Schulte, Karl-Werner/Bone-Winkel, Stephan/Thomas, Matthias (Hrsg.): Handbuch Immobilieninvestition, Köln 1998, S. 125–170
- Schulte, Karl-Werner/Schäfers, Wolfgang** (*Disziplin*): Immobilienökonomie als wissenschaftliche Disziplin, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie, Bd. 1, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, München/Wien 1998, S. 99–115
- Schulte, Karl-Werner/Schäfers, Wolfgang (Hrsg.)** (*Corporate Real Estate*): Handbuch Corporate Real Estate Management, Köln 1998
- Schultze, Georg** (*spin-off*): Der spin-off als Konzernspaltungsform, Frankfurt am Main et al. 1998 (zugleich Diss. Univ. Mannheim 1997)
- Schulze, Stefan** (*Kapitalkosten*): Berechnung von Kapitalkosten: ein Konzept für nationale und internationale Unternehmen, Wiesbaden 1994 (zugl. Diss. Hochschule St. Gallen 1994)
- Schumann, Jochen** (*Grundzüge*): Grundzüge der mikroökonomischen Theorie, 6., überarb. und erw. Aufl., Berlin et al. 1992
- Schütz, Beat** (*Kennziffermodell*): Kennziffermodell zur Beurteilung von Immobilieninvestitionen, 2., erg. Aufl., Chur/Zürich 1995 (zugl. Diss. Univ. Zürich 1990)
- Schwalbach, Joachim/Graßhoff, Ulrike** (*Managervergütung*): Managervergütung und Unternehmenserfolg, in: ZfB, 67. Jg. (1997), H. 2, S. 203–217
- Schweitzer, Marcell** (*Betriebswirtschaftslehre*): Gegenstand und Methoden der Betriebswirtschaftslehre, in: Bea, Franz X./Dichtl, Erwin/Schweitzer, Marcell (Hrsg.): Allgemei-

- ne Betriebswirtschaftslehre, Bd. 1, Grundfragen, 7., neubearb. Aufl., Stuttgart 1997, S. 23–80
- Schwetzler, Bernhard** (*Rückstellungen*): Die Kapitalkosten von Rückstellungen – zur Anwendung des Shareholder Value-Konzeptes in Deutschland, HHL – Arbeitspapier Nr. 5, Handelshochschule Leipzig 1996
- Seifert, Klaus** (*Daten*): Daten im Rangierbahnhof, in: Facility Manager, 3. Jg. (1995), H. 11, S. 30–32
- Serfling, Klaus/Pape, Ulrich** (*Einsatz*): Der Einsatz spartenspezifischer Beta-Faktoren zur Bestimmung spartenbezogener Kapitalkosten, in: WISU, 23. Jg. (1994), H. 6, S. 519–526
- Serfling, Klaus/Pape, Ulrich** (*Unternehmensbewertung*): Strategische Unternehmensbewertung und Discounted Cash Flow-Methode, in: WISU, 25. Jg. (1996), H. 1, S. 56–64
- Sharpe, William F.** (*Equilibrium*): Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, in: JoF, Vol. 19 (1964), No. 3, pp. 425–442
- Sharpe, William F.** (*Theory*): Portfolio Theory and Capital Markets, New York et al. 1970
- Sieben, Günther** (*Unternehmensbewertung*): Unternehmensbewertung, in: Wittmann, Waldemar et al. (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Teilband 3, R–Z, 5., völlig neu gestaltete Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 4315–4331
- Siegel, Theodor** (*Methoden*): Methoden der Unsicherheitsberücksichtigung in der Unternehmensbewertung, in: WiSt, 21. Jg. (1992), Nr. 1, S. 21–26
- Siegert, Theo** (*Lenkungsinstrument*): Shareholder-Value als Lenkungsinstrument, in: zfbf, 47. Jg. (1995), H. 6, S. 580–607
- Simon, Jürgen/Kleiber, Wolfgang** (*Schätzung*): Schätzung und Ermittlung von Grundstückswerten: eine umfassende Darstellung der Rechtsgrundlagen und praktischen Möglichkeiten einer zeitgemäßen Verkehrswertermittlung, 7., überarb. und erw. Aufl., Neuwied 1996
- Sims, William/Joroff, Michael E./Becker, Franklin** (*Workplace*): Managing the Reinvented Workplace, (International Development Research Foundation, Atlanta), o.O. 1996
- Sirmans, G. Stacy/Sirmans, C. F.** (*Perspective*): The Historical Perspective of Real Estate Returns, in: Major, John B./Pan, Fung-Shine (Editors): Contemporary real estate finance: selected readings, Upper Saddle River 1996, pp. 127–140

- Slovin, Myron B./Sushka, Marie E./Ferraro, Steven R.** (*Comparison*): A comparison of the information conveyed by equity carve-outs, spin-offs, and asset sell-offs, in: JoFE, Vol. 37 (1995), No. 1, pp. 89–104
- Slovin, Myron B./Sushka, Marie E./Polonchek, John A.** (*Wealth*): Corporate Sale-and-Leasebacks and Shareholder Wealth, in: JoF, Vol. 45 (1990), No. 1, pp. 289–299
- Smith, Clifford W. jr./Wakefield, L. Macdonald** (*Leasing*): Determinants of Corporate Leasing Policy, in: JoF, Vol. 40 (1985), No. 3, pp. 895–908
- Smith, Leland F.** (*Redeveloping*): Redeveloping Surplus Corporate Properties, in: ID, Vol. 156 (1987), No. 6, pp. 9–11 (1091–1093)
- Speckbacher, Gerhard** (*Shareholder Value*): Shareholder Value und Stakeholder Ansatz, in: DBW, 57. Jg. (1997), H. 5, S. 630–639
- Spremann, Klaus** (*Information*): Asymmetrische Information, in: ZfB, 60. Jg., H. 5/6, S. 564–586
- Spremann, Klaus** (*Investition*): Wirtschaft, Investition und Finanzierung, 5., vollständig überarb., erg. und aktualisierte Aufl., München/Wien 1996
- Staehe, Wolfgang H.** (*Management*): Management: eine verhaltenswissenschaftliche Perspektive, 7., Aufl., überarb. von Peter Conrad und Jörg Sydow, München 1994
- Stalk, George/Evans, Philip/Shulman, Lawrence E.** (*Capabilities*): Competing on Capabilities: The New Rules of Corporate Strategy, in: HBR, Vol. 70 (1992), No. 2, pp. 57–69
- Stehle, Richard/Hartmond, Anette** (*Aktien*): Durchschnittsrenditen deutscher Aktien 1954–1988, in: KuK, 24. Jg. (1991), H. 3, S. 371–411
- Steiner, Manfred/Bauer, Christoph** (*Analyse*): Die fundamentale Analyse und Prognose des Marktrisikos deutscher Aktien, in: zbf, 44. Jg. (1992), H. 4, S. 347–368
- Steiner, Manfred/Bruns, Christoph** (*Wertpapiermanagement*): Wertpapiermanagement, 4., überarb. und erg. Aufl., Stuttgart 1995
- Steiner, Manfred/Kleeberg, Jochen** (*Indexauswahl*): Zum Problem der Indexauswahl im Rahmen der wissenschaftlich-empirischen Anwendung des Capital Asset Pricing Model, in: DBW, 51. Jg. (1991), H. 2, S. 171–182.

- Steiner, Manfred/Kölsch, Karsten** (*Finanzierung*): Finanzierung, Zielsetzungen, zentrale Ergebnisse und Entwicklungsmöglichkeiten der Finanzierungsforschung, in: DBW, 49. Jg. (1989), H. 4, S. 409–432
- Steiner, Manfred/Nowak, Thomas** (*Mehrfaktorenmodelle*): Mehrfaktorenmodelle, in: Gerke, Wolfgang/Steiner, Manfred (Hrsg.): Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 2., überarb. und erw. Aufl., Stuttgart 1995, Sp. 1433–1443
- Steiner, Manfred/Nowak, Thomas** (*Risikofaktoren*): Zur Bestimmung von Risikofaktoren am deutschen Aktienmarkt auf Basis der Arbitrage Pricing Theory, in: DBW, 54. Jg. (1994), H. 3, S. 347–362
- Steinmann, Horst/Hasselberg, Frank** (*Managementprozeß*): Der strategische Managementprozeß und die entscheidungsorientierte Betriebswirtschaftslehre, in: Kirsch, Werner/Picot, Arnold (Hrsg.): Die Betriebswirtschaftslehre im Spannungsfeld zwischen Generalisierung und Spezialisierung: Edmund Heinen zum 70. Geburtstag, Wiesbaden 1989, S. 199–212
- Steinmann, Horst/Schreyögg, Georg** (*Erwiderung*): Zur Bedeutung des Arguments der „Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt“ – Eine Erwiderung, in: ZfB, 54. Jg. (1984), H. 3, S. 273–284
- Steinmann, Horst/Schreyögg, Georg** (*Management*): Management: Grundlagen der Unternehmensführung: Konzepte – Funktionen – Fallstudien, 4., überarb. und erw. Aufl., Wiesbaden 1997
- Steinmann, Horst/Schreyögg, Georg** (*Verfügungsgewalt*): Zur Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt. Eine empirische Analyse der Beteiligungsverhältnisse in deutschen Unternehmen, in: ZfB, 51. Jg. (1981), H. 6, S. 533–558
- Steinmann, Horst/Schreyögg, Georg/Dütthorn, Carola** (*Managerkontrolle*): Managerkontrolle in deutschen Großunternehmen – 1972 und 1979 im Vergleich, in: ZfB, 53. Jg. (1983), H. 1, S. 4–25
- Stewart, G. Bennett** (*Fact*): EVATM: Fact and Fantasy, in: JoACF, Vol. 7 (1994), No. 2, pp. 71–84
- Stewart, G. Bennett** (*Value*): The Quest for Value: The EVATM management guide, New York 1991

- Stewart, G. Bennett/Glassman, David M.** (*Restructuring*): The Motives and Methods of Corporate Restructuring: Part II, in: Chew, Donald H. jr. (Editor): New Corporate Finance – Theory Meets Practice, New York et al. 1994, pp. 600–609.
- Stiglitz, Joseph E.** (*Corporate Financial Policy*): On the Irrelevance of Corporate Financial Policy, in: AER, Vol. 64 (1974), H. 6, pp. 851–866
- Stiglitz, Joseph E.** (*Re-Examination*): A Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem, in: AER, Vol. 59 (1969), No. 6, pp. 784–793
- Strickland, Deon/Wiles, Kenneth W./Zenner, Marc** (*Monitoring*): A requiem for the USA – Is small shareholder monitoring effective?, in: JoFE, Vol. 40 (1996), pp. 319–338
- Strohmann, Karl W.** (*Douglas*): Fallstudie Douglas Holding AG, unter Mitarbeit von Bettina Strecker, in: Schulte, Karl-Werner/Schäfers, Wolfgang (Hrsg.): Handbuch Corporate Real Estate Management, Köln 1998, S. 703–728
- Stuecklin, Walter/Beretitsch, Stefan** (*ABB*): Fallstudie ABB, unter Mitarbeit von Jürgen Scheins, in: Schulte, Karl-Werner/Schäfers, Wolfgang (Hrsg.): Handbuch Corporate Real Estate Management, Köln 1998, S. 525–550
- Stützel, Wolfgang** (*Wert und Preis*): Wert und Preis, in: Grochla, Erwin/Wittmann, Waldemar (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, 4., völlig neu gestaltete Aufl., Stuttgart 1976, Sp. 4404–4425
- Süchting, J.** (*Finanzmanagement*): Finanzmanagement: Theorie und Politik der Unternehmensfinanzierung, 6., vollständig überarb. und erw. Aufl., Wiesbaden 1995
- Süchting, Joachim** (*Aktien*): Aktien, in: Grochla, Erwin/Wittmann, Waldemar (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, 4., völlig neu gestaltete Aufl., Stuttgart 1976, Sp. 117–126
- Szyperski, Norbert** (*Orientierung*): Zur wissenschaftsprogrammatischen und forschungsstrategischen Orientierung der Betriebswirtschaftslehre, in: zfbf, 23. Jg. (1971), o. H., S. 261–282
- Terhürne, Markus** (*Bewertung*): Die Bewertung von Unternehmen mit umfangreichem Immobilienbesitz: dargestellt am Beispiel von Einzelhandelsunternehmen, Lohmar 1998 (zugl. Diss. Uni. Köln 1998)
- Thiel, Jochen** (*Spaltung*): Die Spaltung (Teilverschmelzung) im Umwandlungsgesetz und im Umwandlungssteuergesetz – neue Möglichkeiten zur erfolgsneutralen Umstrukturie-

- rung von Kapitalgesellschaften in: DStR, 37. Jg. (1995), (Teil I und II), H. 7, S. 237–242 und H. 8, S. 276–280
- Thiel, Jochen et al.** (*Umwandlungssteuer-Erlaß*): Umwandlungssteuer-Erlaß. Text mit praktischen Hinweisen von Thiel/Eversberg/van Lishaut/Neumann, Köln 1998
- Thiel, Olaf** (*Emissionspreisfindung*): Emissionspreisfindung: Bookbuilding versus Festpreisverfahren, in: Dr. Wiesenhuber&Partner (Hrsg.): Börseneinführung mit Erfolg: Voraussetzungen, Maßnahmen und Konzepte, Wiesbaden 1996, S. 221–230
- Thomas, Matthias** (*Ertragswertverfahren*): Income Approach versus Ertragswertverfahren, in: GuG, 5. Jg. (1995), (Teil I und II), H. 1, S. 35–38 und H. 2, S. 82–90
- Thomas, Matthias** (*Immobilienindex*): Die Entwicklung eines Performanceindexes für den deutschen Immobilienmarkt, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Bd. 2, Köln 1997 (zugl. Diss. European Business School Oestrich-Winkel 1996)
- Thomas, Matthias** (*Immobilienwertbegriffe*): Immobilienwertbegriffe in Deutschland und Großbritannien, in: Die Bank, 35. Jg. (1995), H. 5, S. 263–268
- Thomas, Matthias/Leopoldsberger, Gerrit/Walbröhl, Victoria** (*Immobilienbewertung*): Immobilienbewertung, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie, Bd. 1, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, München/Wien 1998, S. 381–448
- Thommen, Jean-Paul** (*Führung*): Betriebswirtschaftslehre, Bd. 3, Personal, Organisation, Führung, spezielle Gebiete des Managements, 4. Aufl., Zürich 1996
- Thommen, Jean-Paul** (*Umwelt*): Betriebswirtschaftslehre, Bd. 1, Unternehmung und Umwelt, Marketing, Material- und Produktionswirtschaft, 4. Aufl., Zürich 1996
- Thommen, Jean-Paul/Achleitner, Ann-Kristin** (*Betriebswirtschaftslehre*): Allgemeine Betriebswirtschaftslehre – umfassende Einführung aus managementorientierter Sicht, 2., vollständig überarb. und erw. Aufl., Wiesbaden 1998
- Timmermann, Armin** (*Evolution*): Evolution des Strategischen Managements, in: Henzler, Herbert (Hrsg.): Handbuch Strategische Führung, Wiesbaden 1988, S. 85–105
- Titzrath, Alfons** (*Going Public*): Die Bedeutung des Going Public, in: ZfB, 65. Jg. (1995), H. 2, S. 133–155
- Tobin, James** (*Preference*): Liquidity Preference as Behavior Towards Risk, in: RES, Vol. 25 (1953), No. 1, pp. 65–86

- Tollmien, Ole** (*Bewertungsverfahren*): Bewertungsverfahren der Wertermittlungsverordnung, in: Falk, Bernd (Hrsg.): *Gewerbe-Immobilien*, 6., überarb. und erw. Aufl., Landsberg/Lech 1994, S. 473–496
- Trobitz, Hans H./Wilhelm, Stefan** (*GoingPublic*): Going Public aus Sicht der emissionsbegleitenden Bank, in: *BFuP*, 48 Jg. (1996), H. 2, S. 164–182
- Trux, Walter/Kirsch, Werner** (*Sinn des Fortschritts*): Die Frage nach dem Sinn des Fortschritts – Versuch zu einer vernachlässigten Dimension des unternehmenspolitischen Rahmens, in: Kirsch, Werner/Roventa, Peter (Hrsg.): *Bausteine eines Strategischen Managements: Dialoge zwischen Wissenschaft und Praxis*, Berlin/New York 1983, S. 471–498
- Uhlig, Helmut/Steiner, Peter** (*Wertpapieranalyse*): Wertpapieranalyse, 3., durchgesehene Aufl., Heidelberg 1994
- Ulrich, Hans** (*Gesellschaft*): Management-Philosophie in einer sich wandelnden Gesellschaft, in: Hahn, Dietger/Taylor, Bernhard (Hrsg.): *Strategische Unternehmensplanung – strategische Unternehmensführung: Stand und Entwicklungstendenzen*, 7., völlig neu bearb. und erw. Aufl., Heidelberg 1997, S. 195–208
- Ulrich, Hans** (*Management*): Management, Bern/Stuttgart 1984
- Ulrich, Hans** (*Unternehmenspolitik*): Unternehmenspolitik, 3. Aufl., Bern/Stuttgart 1990
- Ulrich, Peter/Fluri, Edgar** (*Management*): Management: eine konzentrierte Einführung, 7., verb. Aufl., Bern/Stuttgart/Wien 1995
- Ulrich, Peter/Hill, Wilhelm** (*Aspekte*): Wissenschaftstheoretische Aspekte ausgewählter betriebswirtschaftlicher Konzeptionen, in: Raffée, Hans/Abel, Bodo (Hrsg.): *Wissenschaftstheoretische Grundfragen der Wirtschaftswissenschaften*, München 1979, S. 161–190
- Unzeitig, Eduard/Köthner, Dietmar** (*Analyse*): Shareholder Value Analyse: Entscheidung zur unternehmerischen Nachhaltigkeit; wie Sie die Schlagkraft Ihres Unternehmens steigern, Stuttgart 1995
- Vaaben, Nicole** (*Immobilienleasing*): Gewerbliches Immobilienleasing – Eine quantitative und qualitative Analyse aus Sicht des Leasingnehmers, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): *Schriften zur Immobilienökonomie*, Köln 1999 (zugl. Diss. European Business School Oestrich-Winkel 1998)

- Van Horne, James C.** (*Management*): Financial Management and Policy, Eleventh Edition, Upper Saddle River et al. 1998
- Väth, Arno** (*Grundstücks-Investmentaktiengesellschaft*): Die Grundstück-Investmentaktiengesellschaft als Pendant zum REIT – Entwicklung einer Konzeption auf Basis der KAAG-Novelle '98, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Köln 1999 (zugl. Diss. European Business School Oestrich-Winkel 1998)
- Volk, Gerrit** (*Tochtergesellschaften*): Shareholder Value und die Börseneinführung von Tochtergesellschaften, in: Volk, Gerrit (Hrsg.): Going Public: der Gang an die Börse, Stuttgart 1996, S. 109–125
- von Oettingen, Manfred** (*Going Public*): Going Public, in: Gerke, Wolfgang/Steiner, Manfred (Hrsg.): Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 2., überarb. und erw. Aufl., Stuttgart 1995, Sp. 897–904
- von Weizsäcker, Carl C.** (*Macht*): Alle Macht den Aktionären, in: FAZ vom 27. Juni 1998, Nr. 146, S. 15
- von Weizsäcker, Carl C.** (*Wirtschaftsordnung*): Wirtschaftsordnung und Unternehmen, in: Wittmann, Waldemar et al. (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Teilband 3, R–Z, 5., völlig neu gestaltete Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 4721–4733
- Wagenhofer, Alfred** (*Vorsichtsprinzip*): Vorsichtsprinzip und Managementanreize, in: zfbf, 48. Jg. (1996), H. 12, S. 1051–1074
- Wagenhofer, Alfred/Ewert, Ralf** (*Linearität und Optimalität*): Linearität und Optimalität in ökonomischen Agency Modellen, in: ZfB, 63. Jg. (1993), H. 4, S. 373–391
- Wagner, Franz W.** (*Shareholder Value*): Shareholder Value: Eine neue Runde im Konflikt zwischen Kapitalmarkt und Unternehmensinteresse, in: BFuP, 49. Jg. (1997), H. 5, S. 473–498
- Wagner, Franz W.** (*Steuersystem*): Steuersystem und Unternehmenstheorie, in: Ordelt, Dieter/Rudolph, Bernd/Büsselmann, Elke (Hrsg.): Betriebswirtschaftslehre und ökonomische Theorie, Stuttgart 1991, S. 75–96
- Wagner, Helmut** (*Unternehmensführung*): Marktorientierte Unternehmensführung versus Orientierung an Mitarbeiterinteressen, Shareholder Value und Gemeinwohlverpflichtung, in: Bruhn, Manfred/Steffenhagen, Hartwig (Hrsg.): Marktorientierte Unternehmensführung: Reflexionen – Denkanstöße – Perspektiven, Heribert Meffert zum 60. Geburtstag, Wiesbaden 1997, S. 87–102

- Wagner, Jürgen** (*Umwandlungsrecht*): Das neue Umwandlungsrecht: Gesetze – Begründungen – Materialien, Bonn 1994
- Wallmeier, Martin** (*Aktienrenditen*): Prognose von Aktienrenditen und –risiken mit Mehrfaktorenmodellen. Eine empirische Untersuchung von erwarteten Renditen und Renditekorrelationen in Deutschland unter besonderer Berücksichtigung von Bilanzinformationen und Renditeanomalien, Bad Soden/Ts. 1997 (zugl. Diss. Univ. Augsburg 1997)
- Warfsmann, Jürgen** (*Kapitalmarkt*): Das Capital Asset Pricing Modell in Deutschland – Univariate und multivariate Tests für den Kapitalmarkt, Wiesbaden 1993 (zugl. Diss. Univ. Augsburg 1993)
- Weatherhead, Marion** (*Strategy*): Real Estate in Corporate Strategy, London et al. 1997
- Weber, Bruno** (*Akquisitionen*): Beurteilung von Akquisitionen auf der Grundlage des Shareholder Value, in: BFuP, 43. Jg. (1991), H. 3, S. 221–232
- Weber, Karl-Heinz** (*Gewerbe-Immobilien*): Miet- und Pachtrecht bei Gewerbe-Immobilien, in: Falk, Bernd (Hrsg.): Gewerbe-Immobilien, 6., überarb. und erw. Aufl., Landsberg/Lech 1994, S. 755–784
- Weber, Martin** (*Nutzwertanalyse*): Nutzwertanalyse, in: Frese, Erich (Hrsg.): Handwörterbuch der Organisation, 3., völlig neu gestaltete Aufl., Stuttgart 1992, Sp. 1435–1448
- Weber, Martin/Schiereck, Dirk** (*Kapitalkosten*): Marktbezogene Bestimmung der Kapitalkosten, in: Gebhardt, Günther/Gerke, Wolfgang/Steiner, Manfred (Hrsg.): Handbuch des Finanzmanagements, München 1993, S. 131–150
- Welge, Martin K./Al-Laham, Andreas** (*Management*): Strategisches Management, Organisation, in: Frese, Erich (Hrsg.): Handwörterbuch der Organisation, 3., völlig neu gestaltete Aufl., Stuttgart 1992, Sp. 2355–2374
- Welge, Martin K./Al-Laham, Andreas** (*Planung*): Planung: Prozesse – Strategien – Maßnahmen, Wiesbaden 1992
- Welge, Martin K./Al-Laham, Andreas** (*Prozeß*): Der Prozeß der strategischen Planung, in: WiSt, 22. Jg. (1993), H. 3, S. 193–200
- Wenger, Ekkehard** (*Theorie*): Allgemeine Betriebswirtschaftslehre und ökonomische Theorie, in: Kirsch, Werner/Picot, Arnold (Hrsg.): Die Betriebswirtschaftslehre im Spannungsfeld zwischen Generalisierung und Spezialisierung: Edmund Heinen zum 70. Geburtstag, Wiesbaden 1989, S. 155–181

- Wenger, Ekkehard** (*Verfügungsrechte*): Verfügungsrechte, in: Wittmann, Waldemar et al. (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Teilband 3, R–Z, 5., völlig neu gestaltete Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 4495–4507
- Wenger, Ekkehard/Terberger, Eva** (*Agent und Prinzipal*): Die Beziehung zwischen Agent und Prinzipal als Baustein einer ökonomischen Theorie der Organisation, in: WiSt, 17. Jg. (1988), H. 10, S. 506–514
- WestLB Research GmbH [zitiert: WestLB]** (*Immobilienaktien*): Markt- und Unternehmens-Analyse. Immobilienaktien Deutschland, Düsseldorf 20. Dezember 1996
- Weston, J. Fred/Chung, Kwang S./Siu, Juan A.** (*Takeovers*): Takeovers, restructuring, and corporate governance, Second Edition (revised version of: Mergers, restructuring, and corporate control, Upper Saddle River (New Jersey) 1990), Upper Saddle River (New Jersey) 1998
- Westphal, Horst** (*Genußscheinkapital*): Gestaltung und Bewertung von Genußscheinkapital: Chancen und Risiken aus Emittenten- und Anlegersicht Wiesbaden 1995 (zugl. Diss. Uni. Bochum 1994)
- Wild, Jürgen** (*Unternehmensplanung*): Grundlagen der Unternehmensplanung, Hamburg 1974
- Wilder, Barry S./Rose, Ralph W.** (*Ventures*): Joint Ventures: Real Estate Profit Opportunities for Corporate America, in: ID, Vol. 156 (1987), No. 1, pp. 14–22 (312–320)
- Wilhelm, Jochen** (*Arbitragefreiheit*): Zum Verhältnis von Capital Asset Pricing Model, Arbitrage Pricing Theory und Bedingungen der Arbitragefreiheit von Finanzmärkten, in: zfbf, 33. Jg. (1981), H. 10, S. 891–905
- Wilhelm, Jochen** (*Finanzierungstheorie*): Spurensuche: Neoklassische Elemente in der „neuen“ Finanzierungstheorie, in: Ordelheide, Dieter/Rudolph, Bernd/Büsselmann, Elke (Hrsg.): Betriebswirtschaftslehre und ökonomische Theorie, Stuttgart 1991, S. 173–196
- Wilhelm, Jochen** (*Marktwertmaximierung*): Marktwertmaximierung – Ein didaktisch einfacher Zugang zu einem Grundlagenproblem der Investitions- und Finanzierungstheorie, in: ZfB, 53. Jg. (1983), H. 6, S. 516–534
- Will, Andreas/Buhl, Hans U./Weinhardt, Christof** (*Immobilienleasing*): Immobilienleasing und Steuern im Allfinanz-Kontext, in: ZfB, 63. Jg. (1993), H. 9, S. 933–959

- Winkelmann, Michael** (*Aktienbewertung*): Aktienbewertung in Deutschland, Königstein/Ts. 1984 (zugl. Diss. Univ. Karlsruhe 1984)
- Winkelmann, Norbert/Pickhardt, Natalie** (*Steuerentlastungsgesetz*): Überlegungen zum Steuerentlastungsgesetz 1999/2000/2002, in: BB, 54 Jg. (1999), H. 4, S. 184–192
- Wochinger, Peter/Dötsch, Ewald** (*Umwandlungssteuergesetz*): Das neue Umwandlungssteuergesetz und seine Folgeänderungen bzw. Auswirkungen bei der Einkommen-, Körperschaft- und Gewerbesteuer, in: DB, 47. Jg. (1994), Beilage Nr. 14/94 zu H. 51/52, S. 1–35
- Wöhe, Günter** (*Betriebswirtschaftslehre*): Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 19., überarb. und erw. Aufl., München 1996
- Wöhe, Günter** (*Bilanzierung*): Bilanzierung und Bilanzpolitik: Betriebswirtschaftlich – Handelsrechtlich – Steuerrechtlich, mit einer Einführung in die verrechnungstechnischen Grundlagen, 9., völlig überarb. Aufl., München 1997
- Wöhe, Günter** (*Entwicklungstendenzen*): Entwicklungstendenzen der Allgemeinen Betriebswirtschaftslehre im letzten Drittel unseres Jahrhunderts – Rückblick und Ausblick –, in: DBW, 50. Jg. (1990), H. 2, S. 223–235
- Wöhe, Günter/Bilstein, Jürgen** (*Unternehmensfinanzierung*): Grundzüge der Unternehmensfinanzierung, 8., überarb. und erw. Aufl., München 1998
- Wurtz bach, Charles H./Miles, Mike E.** (*Real Estate*): Modern Real Estate, with Susanne E. Cannon, Fifth Edition, New York et al. 1994
- Zaima, Janis K./Hearth, Douglas** (*Selloffs*): The Wealth Effect of Voluntary Selloffs: Implications for Divesting and Acquiring Firms, in: JoFR, Vol. 8 (1985), No. 3, pp. 227–236
- Zeckhauser, Sally/Silverman, Robert** (*Rediscover*): Rediscover your company's real estate, in: HBR, Vol. 61 (1983), No. 1, pp. 111–117
- Zelewski, Stephan** (*Grundlagen*): Grundlagen, in: Corsten, Hans/Reiss, Michael (Hrsg.): Betriebswirtschaftslehre, 2. Aufl., München/Wien 1996, S. 1–140
- Zettel, Wolfgang** (*Organisation*): Organisation zur Steigerung des Unternehmenswertes: Konzept und Methodik zur wertorientierten organisatorischen Gestaltung, Aachen 1995 (zugl. Diss. Hochschule St. Gallen 1994)

Zimmermann, Peter (*Prognose*): Schätzung und Prognose von Betawerten. Eine Untersuchung am deutschen Aktienmarkt, Bad Soden/Ts. 1997 (zugl. Diss. Univ. München 1997)

Verzeichnis der Gesetze und der Verordnungen

Abgabenordnung vom 16. März 1976 (BGBl. I S. 613)

Aktiengesetz vom 6. September 1965 (BGBl. I S. 1089)

Baugesetzbuch vom 8. Dezember 1986 (BGBl. I S. 2253)

Bewertungsgesetz vom 1. Februar 1991 (BGBl. I S. 230)

Börsengesetz in der Fassung vom 27. Mai 1908, (RGBl. S. 215)

Bürgerliches Gesetzbuch vom 18. August 1896 (RGBl. S. 195)

Einkommensteuergesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 16. April 1997
(BGBl. I S. 821)

Einkommensteuerrichtlinien (Amtliches Einkommensteuerhandbuch 1997, Bundesministerium der Finanzen)

Gesetz über die Kapitalanlagegesellschaften in der Fassung der Bekanntmachung vom
9. September 1998 (BGBl. I S. 2726)

Gesetz über Sonderabschreibungen und Abzugsbeträge im Fördergebiet in der Fassung
der Bekanntmachung vom 23. September 1993 (BGBl. I S. 1654)

Gewerbsteuergesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 21. März 1991
(BGBl. I S. 814)

Grundbuchordnung vom 26. Mai 1994 (BGBl. I S. 1114)

Grunderwerbsteuergesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 26. Februar 1997
(BGBl. I S. 418; ber. S. 1804)

Grundsteuergesetz vom 7. August 1973 (BGBl. I S. 965)

Handelsgesetzbuch vom 10. Mai 1897 (RGBl. S. 219)

Körperschaftsteuergesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 22. Februar 1996
(BGBl. I S. 340)

Umwandlungsgesetz vom 28. Oktober 1994 (BGBl. I S. 3210, ber. 1995 I S. 428)

Umwandlungssteuergesetz vom 28. Oktober 1994 (BGBl. I S. 3267)

**Verordnung über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer
Wertpapierbörse** vom 15. April 1987 (BGBl. I S. 1234)

Verordnung über Grundsätze für die Ermittlung der Verkehrswerte von Grundstücken
vom 6. Dezember 1988 (BGBl. I S. 2209)

Mitteilungen der Finanzverwaltung

BMF-Schreiben vom 23.11.1991 (*Behandlung*): Ertragsteuerliche Behandlung von Teilamortisierungs-Leasing-Verträgen über unbewegliche Wirtschaftsgüter, abgedruckt in: BStBl., 41. Jg. (1991), Teil 1, H. 1, S. 13–15

BMF-Schreiben vom 25.03.1998 (*UmwStG*): Umwandlungssteuergesetz (UmwStG), Zweifels- und Auslegungsfragen, abgedruckt in: BStBl., 48. Jg. (1998), Teil 1, H. 6, S. 267–344

FinMin. Baden-Württemberg (*Erlaß vom 19.12.1997*): Erlaß vom 19.12.1997 – Übergang von Grundstücken bei Umwandlungen, Einbringungen und anderen Erwerbsvorgängen auf gesellschaftsvertraglicher Grundlage, abgedruckt in: BB, 53. Jg. (1998), H. 3, S. 146–148

FinMin. Baden-Württemberg (*Erlaß vom 10.07.1998*): Erlaß vom 10.07.1998 – Anwendung des § 5 Abs. 2 GrEStG bei Einbringung eines Grundstücks in eine Personengesellschaft und anschließender Umwandlung der Personengesellschaft in eine Kapitalgesellschaft, abgedruckt in: BB, 53. Jg. (1998), H. 36, S. 1830

FinMin. Bayern (*Erlaß vom 14.07.1995*): Erlaß vom 14.07.1995 – Erlaß betr. Ermittlung der Gegenleistung beim Übergang von Grundstücken bei Umwandlung, Einbringung und Liquidation, abgedruckt in: Boruttau, Ernst P.: Grunderwerbsteuergesetz: Kommentar, 14., völlig neubearbeitete Auflage, München 1997, [zitiert: FinMin. Bayern, Erlaß vom 14.07.1995, Teilziffer]

Urteilsverzeichnis

BFH vom 24.05.1963

BGH vom 13.03.1978

LG München vom 25.01.1990

OLG Celle vom 04.04.1979

OLG Düsseldorf vom 27.11.1962

OLG Düsseldorf vom 07.06.1990

OLG Düsseldorf vom 16.10.1990

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 Performanceindex 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 Väth

**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

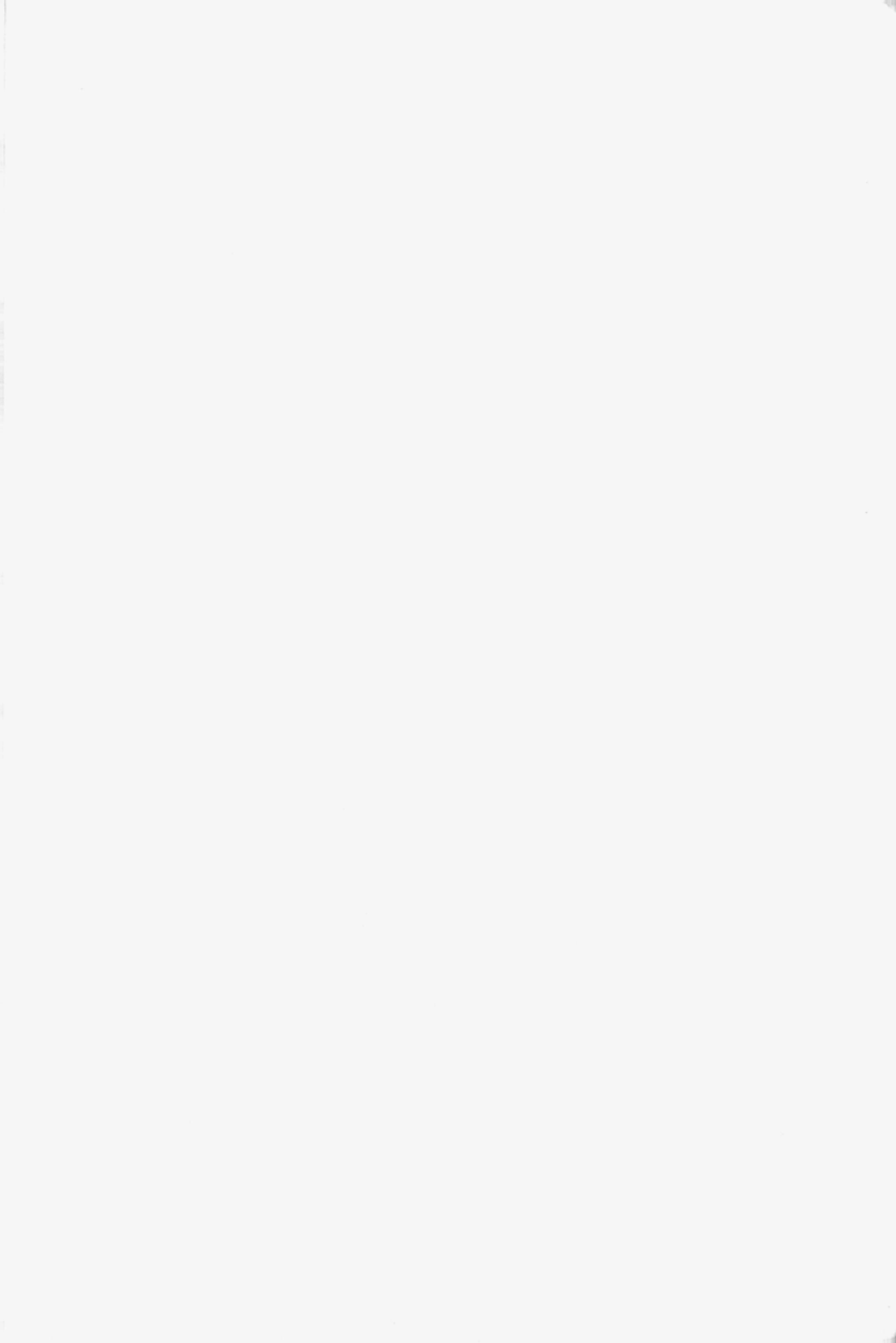
ISBN 3-932687-51-5

Band 13

Markus Hens

Marktwertorientiertes Management von Unternehmensimmobilien

ISBN 3-932687-52-3



Die Ausrichtung der Unternehmensziele an den Interessen der Anteilseigner gewinnt auch in Deutschland zunehmend an Bedeutung in der Unternehmenspraxis und erfordert vom Management die permanente Suche nach Wertsteigerungspotentialen. Insbesondere werden Unternehmensimmobilien als mögliche Quelle für eine Steigerung des Marktwertes des Eigenkapitals identifiziert. Hier setzt die vorliegende Untersuchung an, deren zentrale Zielsetzung in der Konzeption eines marktwertorientierten Managements von Unternehmensimmobilien für Unternehmen besteht, die das Immobilien-geschäft nicht als Kerngeschäft verstehen.

Im Mittelpunkt der Arbeit steht die Entwicklung einer integrierten immobilien-spezifischen Unternehmenswertrechnung und eines Systems zur marktwert-orientierten Planung, Steuerung und Kontrolle des Einsatzes der Immobilien. Weiterhin wird ein Modell zur Analyse der Wertsteigerungspotentiale bei der Separation der Immobilien von Unternehmen konstruiert. Ferner werden restrukturierende Wertsteigungsstrategien zur Herstellung der Separation der Immobilien vom Unternehmen auf ihre gesellschafts-, handels- und steuer-rechtliche sowie kapitalmarktbezogene Durchführbarkeit in Deutschland überprüft. Die Ergebnisse der Arbeit verdeutlichen, daß die in einer Trennung der Immobilien vom Kerngeschäft liegenden Wertsteigerungspotentiale be-trächtlich sind.

Neben den Entscheidungsträgern der Finanz-, Controlling- und Immobilien-abteilungen von Unternehmen richtet sich dieses Buch an Teilnehmer des Immobilien- und Kapitalmarktes, die sich mit Immobilienmanagement und Investitionen in Corporate Real Estate befassen. Weiterhin ist die Arbeit für Wissenschaftler und Studenten der Betriebswirtschaftslehre, insbesondere mit den Schwerpunkten Immobilienökonomie, kapitalmarktorientierte Unternehmensführung und Finanzierungstheorie interessant.

