

**Band 32**

# **Schriften zur Immobilienökonomie**

Hrsg.: Prof. Dr. Karl-Werner Schulte  
Prof. Dr. Stephan Bone-Winkel

Frank J. Matzen

## **Unternehmens- bewertung von Wohnungsbau- unternehmen**



**EUROPEAN BUSINESS SCHOOL**  
International University  
Schloß Reichartshausen  
Private Wissenschaftliche Hochschule



Rudolf Müller

Frank J. Matzen

**Unternehmensbewertung  
von Wohnungsbauunternehmen**

Unter besonderer Berücksichtigung  
der Besteuerung und Finanzierung



*Für Frederic*



## Geleitwort

Die letzten Jahre waren durch einen starken Anstieg spektakulärer Immobilientransaktionen mit anwachsenden Transaktionsvolumina sowie das verstärkte Engagement internationaler Investoren in den nationalen Immobilienmärkten geprägt. Vor allem Finanzinvestoren mit Fokus auf den Immobilienbereich gewannen an Bedeutung und beteiligten sich bei den Bietungsverfahren mehrerer Wohnungsbauunternehmen mit umfangreichen Immobilienbeständen, die durch die öffentliche Hand oder auch Industrieunternehmen veräußert wurden. Hierbei haben die in 2004 erfolgte Übernahme der GAGFAH mit rd. 80.000 Wohnungen für 3,5 Mrd. €, der Verkauf der ThyssenKrupp-Immobiliengruppe für 2,1 Mrd. € oder der Erwerb der GSW-Beteiligung des Landes Berlin mit rd. 67.000 Wohnungen für 1,9 Mrd. € Schlagzeilen gemacht. Grundlage dieser Entscheidungen zum Erwerb von Wohnungsbauunternehmen sind jeweils Unternehmensbewertungen, die den Gegenstand der vorliegenden Arbeit bilden.

Die Fragestellung der Bewertung ist zunächst methodischer Art. Während in anderen Branchen die Discounted Cash Flow Verfahren der Unternehmensbewertung unbestrittene Methoden der Unternehmensbewertung sind, wird zur Bewertung von Immobilienunternehmen ebenfalls das Net Asset Value Verfahren diskutiert. Ferner stellt sich die Frage, welche branchenspezifischen Besonderheiten bei der Unternehmensbewertung von Wohnungsbauunternehmen zu berücksichtigen und wie diese in die bekannten Bewertungsmethoden zu integrieren sind.

Mit der vorliegenden Arbeit von Herrn Dipl.-Wirtschaftsinformatiker Frank J. Matzen erfährt die gegenwärtig geführte Diskussion im Hinblick auf diese Fragestellungen wesentliche Impulse. Insbesondere die Anwendung des in Kreisen der Immobilienwirtschaft sehr verbreiteten Net Asset Value Verfahrens muss im Lichte der Erkenntnisse dieser Arbeit als durchaus kritisch betrachtet werden, da es - wie der Autor in der Auseinandersetzung mit diesem Bewertungskonzept nachweist - nicht dazu geeignet ist, Entscheidungen über den Erwerb von Immobilienunternehmen zu unterstützen. Weiterhin wird gezeigt, wie bewertungsrelevante Branchenspezifika systematisch identifiziert und deren Wertimplikationen analysiert werden können. Hierbei wird deutlich, dass die Auseinandersetzung mit neuen Aspekten der Finanzierung und Besteuerung zurück zu den Grundlagen der Un-

ternehmensbewertung, zu den Arbitragebeweisen von Modigliani/Miller führt. Insofern ist diese Arbeit nicht nur für die Bewertung von Wohnungsbauunternehmen von Interesse, sondern sie zeigt darüber hinaus ein stringentes Vorgehen zur Entwicklung branchenorientierter Unternehmensbewertungen auf.

Mithin stellt die vorliegende Arbeit, die an der EUROPEAN BUSINESS SCHOOL als Dissertation angenommen wurde, eine wesentliche Grundlage für weitere Forschungsbemühungen dar, welche die Bewertung von anderen Immobilienunternehmen, wie z. B. Projektentwicklungs- und Immobiliendienstleistungsunternehmen, aber auch die Bewertung von Unternehmen mit steuerlichen Besonderheiten wie die aktuell diskutierten Real Estate Investment Trusts (REITs) zum Gegenstand haben.

In diesem Sinne wünschen wir der Arbeit von Frank J. Matzen eine in Wissenschaft und Praxis positive Aufnahme.

Prof. Dr. Karl-Werner Schulte HonRICS

Prof. Dr. Stephan Bone-Winkel

Department of Real Estate

EUROPEAN BUSINESS SCHOOL

International University

Schloß Reichartshausen

Oestrich-Winkel/Rheingau

## **Vorwort**

Die Idee für diese Arbeit entstand im Nachgang einer Diskussion über die Bewertung von Immobilienunternehmen, in der zunächst einmal die heranzuziehende Bewertungsmethodik – Discounted Cash Flow-Methoden oder Net Asset Value-Methode - erörtert wurde. Der Umstand, dass Bewertungsmethodiken überhaupt diskutiert wurden und die Vehemenz der Diskussion erstaunten mich seinerzeit derart, dass ich mich entschloss, mich näher mit dem Thema der Unternehmensbewertung von Immobilienunternehmen zu beschäftigen.

Die weitere Auseinandersetzung hat gezeigt, dass unter dem Begriff des Immobilienunternehmens nicht nur bestandshaltende Investoren, sondern eine Vielzahl weiterer Immobilienunternehmen zusammengefasst wird und somit die Diskussion der Bewertung von Immobilienunternehmen aufgrund der Ungenauigkeit des Begriffes sehr weitläufig geführt wurde. Vor diesem Hintergrund habe ich mich entschlossen, mich in der Arbeit auf die ehemals gemeinnützigen Wohnungsbaunternehmen zu konzentrieren, da diese hinsichtlich ihrer Geschäftsfelder, ihrer steuerlichen Rahmenbedingungen und ihrer Finanzierungsinstrumente ein idealtypisch abgrenzbares Segment der Immobilienunternehmen darstellen. Hinzu kommt, dass dieses Segment der Immobilienwirtschaft derzeit von nachhaltigen Veränderungen wie z. B. Privatisierungen und Unternehmensübernahmen geprägt ist.

Als Autor hoffe ich, dass diese Arbeit einen Beitrag dazu leistet, dass Transaktionen von Immobilienunternehmen künftig mit den – in anderen Branchen seit langem –anerkannten Methoden der Unternehmensbewertung beurteilt werden und nicht unter zu Hilfenahme des auf einer Immobilienbewertung beruhenden Net Asset Value Verfahrens.

Der Abschluss dieser Arbeit, die als Dissertation an der EUROPEAN BUSINESS SCHOOL eingereicht und angenommen wurde, wäre ohne umfangreiche Unterstützung, die mir in vielerlei Hinsicht gewährt wurde, nicht möglich gewesen und stellt insofern nicht nur das Ergebnis meiner Bemühungen dar.

An erster Stelle möchte ich meinen Doktorvater Prof. Dr. Karl-Werner Schulte danken. Seine Bereitschaft zur Annahme eines externen Doktoranden und das

Verständnis für die sich daraus ergebenden Umstände, haben diese Arbeit erst ermöglicht. Mein herzlicher Dank gilt auch Prof. Dr. Werner Schaffer für die Übernahme und die zügige Auffassung des Zweitgutachtens.

Weiterhin möchte ich Prof. Dr. Wolfgang Schäfers für die Ermutigung und Initialzündung zu dieser Arbeit sowie die Unterstützung durch die Gewährung einer Freistellungsregelung während unserer gemeinsamen Tätigkeit in der Arthur Andersen Real Estate GmbH danken. Aber auch nach der Freistellungsphase war ich auf die Unterstützung und das Verständnis meines Arbeitgebers – insbesondere in der Phase der Finalisierung der Arbeit - für mein berufsbegleitendes Promotionsstudium angewiesen. Mein Dank gebührt daher auch den Partnern des Bereiches Transaction Advisory Services der Ernst & Young AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, stellvertretend Herrn Klaus Sulzbach. Darüber hinaus haben mich eine Vielzahl von Kolleginnen und Kollegen durch ihre Diskussionsbereitschaft und wertvolle Hinweise unterstützt. Stellvertretend für viele möchte ich dabei insbesondere Barbara Müller, Frithjof Cron, Gregor Enzenhofer, Dietmar Meister und Ewald Völker nennen. Darüber hinaus möchte ich Dr. Sebastian Lobe, Universität Regensburg, für die überaus fruchtbaren Diskussionen im Zusammenhang mit den Arbitrageüberlegungen von Modigliani/Miller danken.

Weiterhin möchte ich mich bei meinen Freunden Dr. Christian Kammlott und Dr. Martin Klaffke bedanken, die mir stets als Diskussionspartner zur Verfügung standen und mich nicht selten davor bewarben, ein allumfassendes Handbuch der Unternehmensbewertung zu schreiben.

Schließlich gilt mein besonderer Dank meinen Eltern, die durch ihre Unterstützung diese Arbeit überhaupt erst ermöglicht haben, und insbesondere meiner Frau Stephanie, die nicht nur die erheblichen sozialen Kosten der letzten vier Jahre tragen musste, sondern mir auch in vielerlei Hinsicht den Rücken freigehalten hat und somit wesentlich zum Gelingen dieses Projektes beigetragen hat.

Widmen möchte ich diese Arbeit unserem Sohn Frederic, der im letzten Jahr auf die Welt gekommen ist und mich in der letzten Phase dieser Arbeit angespornt hat.

**Inhaltsübersicht**

<b>1. Einführung</b>	<b>1</b>
1.1. Problemstellung und Zielsetzung	1
1.2. Gang der Untersuchung	7
1.3. Immobilienökonomie als konzeptioneller Bezugsrahmen	10
<b>2. Wahl der Bewertungsmethode</b>	<b>12</b>
2.1. Definition entscheidungsorientierter Auswahlkriterien	12
2.2. Überblick über Bewertungsmethoden	14
2.3. Discounted Cash Flow-Methoden	17
2.4. Net Asset Value-Methode	33
2.5. Zusammenfassung der Ergebnisse	48
<b>3. Identifikation bewertungsrelevanter Charakteristika</b>	<b>50</b>
3.1. Bezugsrahmen zur Identifikation bewertungsrelevanter Charakteristika	50
3.2. Unternehmenszweck der Wohnungsbauunternehmen	56
3.3. Operative Aktivitäten der Wohnungsbauunternehmen	63
3.4. Fremdfinanzierung der Wohnungsbauunternehmen	98
3.5. Besteuerung der Wohnungsbauunternehmen	114
3.6. Zusammenfassung der bewertungsrelevanten Charakteristika	132
<b>4. Analyse bewertungsrelevanter Charakteristika</b>	<b>137</b>
4.1. Definition eines Analysemodells	137
4.2. Wert der operativen Aktivitäten	146
4.3. Werteinfluss der Fremdfinanzierung	152
4.4. Werteinfluss der Besteuerung	177
4.5. Zusammenfassung der Analyseergebnisse	197
<b>5. Synthese bewertungsrelevanter Charakteristika</b>	<b>203</b>
5.1. Konzeption eines Bewertungsmodells für Wohnungsbauunternehmen	203
5.2. Anwendung des Bewertungsmodells für Wohnungsbauunternehmen	234
5.3. Zusammenfassende Würdigung des Modells	252
<b>6. Zusammenfassung und Ausblick</b>	<b>255</b>
<b>Anhang</b>	<b>270</b>
<b>Literaturverzeichnis</b>	<b>309</b>

## Inhaltsverzeichnis

<b>1. Einführung</b>	<b>1</b>
1.1. Problemstellung und Zielsetzung	1
1.2. Gang der Untersuchung	7
1.3. Immobilienökonomie als konzeptioneller Bezugsrahmen	10
<b>2. Wahl der Bewertungsmethode</b>	<b>12</b>
2.1. Definition entscheidungsorientierter Auswahlkriterien	12
2.2. Überblick über Bewertungsmethoden	14
2.3. Discounted Cash Flow-Methoden	17
2.3.1. Prämissen der Finanzierungs- und Ausschüttungspolitik	19
2.3.2. Entity-Ansätze	21
2.3.2.1. WACC-Ansatz	21
2.3.2.2. Total Cash Flow-Ansatz	22
2.3.3. Adjusted Present Value-Ansatz	23
2.3.4. Equity-Ansatz	26
2.3.5. Kritische Würdigung der Discounted Cash Flow-Methoden	28
2.3.5.1. Entscheidungsorientierte Würdigung	28
2.3.5.2. Finanzierungspolitische Würdigung	29
2.4. Net Asset Value-Methode	33
2.4.1. Allgemeine Vorgehensweise	34
2.4.2. Immobilienbewertung im Vergleich zur Unternehmensbewertung	36
2.4.2.1. Deutsche Immobilienbewertungsmethoden	38
2.4.2.2. Internationale Immobilienbewertungsmethoden	40
2.4.3. Kritische Würdigung der Net Asset Value-Methode	46
2.5. Zusammenfassung der Ergebnisse	48
<b>3. Identifikation bewertungsrelevanter Charakteristika</b>	<b>50</b>
3.1. Bezugsrahmen zur Identifikation bewertungsrelevanter Charakteristika	50
3.1.1. Ansätze zur Identifikation bewertungsrelevanter Charakteristika	50
3.1.2. Identifikation mittels Werttreibermodellen	52
3.2. Unternehmenszweck der Wohnungsbauunternehmen	56
3.2.1. Öffentliche Hand als Anteilseigner	56
3.2.2. Veränderungspotential für Erwerber	60
3.3. Operative Aktivitäten der Wohnungsbauunternehmen	63
3.3.1. Überblick	63
3.3.2. Bauträgergeschäft	64
3.3.2.1. Geschäftszweck	64
3.3.2.2. Bauträgerspezifische Cash Flow-Struktur	64
3.3.2.2.1. Betriebliches Ergebnis	65
3.3.2.2.2. Veränderungen des Netto-Umlaufvermögens	66
3.3.2.3. Bauträgerspezifische Werttreiber	68
3.3.2.3.1. Steigerung der Umsatzerlöse	68
3.3.2.3.2. Senkung der Herstellkosten	69
3.3.2.3.3. Veränderung des Netto-Umlaufvermögens	69
3.3.3. Bestandsbewirtschaftung	70
3.3.3.1. Geschäftszweck	70
3.3.3.2. Bestandsbewirtschaftungsspezifische Cash Flow-Struktur	70
3.3.3.2.1. Betriebliches Ergebnis	71
3.3.3.2.2. Veränderung des Netto-Umlaufvermögens	77
3.3.3.2.3. Desinvestitionseinzahlungen und Investitionsauszahlungen	79

3.3.3.3. Bestandsbewirtschaftungsspezifische Werttreiber	80
3.3.3.3.1. Veränderung der Wohn- und Nutzfläche	81
3.3.3.3.2. Mieterhöhungen	81
3.3.3.3.3. Senkung des Leerstandes	84
3.3.3.3.4. Umlagefähigkeit der Bewirtschaftungskosten	86
3.3.3.3.5. Minderung der Instandhaltungskosten	86
3.3.3.3.6. Effizienz der Verwaltung	88
3.3.3.3.7. Desinvestitionen des Anlagevermögens	89
3.3.4. Betreuung	92
3.3.4.1. Geschäftszweck	92
3.3.4.2. Betreuungsspezifische Cash Flow-Struktur	92
3.3.4.2.1. Betriebliches Ergebnis	93
3.3.4.2.2. Veränderung des Nettoumlauftvermögens	93
3.3.4.3. Betreuungsspezifische Werttreiber	94
3.3.4.3.1. Umsatzwachstum	94
3.3.4.3.2. Gewinnmarge	94
3.3.5. Restriktionen und Kosten der Transaktion	95
3.3.5.1. Restriktionen des Sozialkataloges	95
3.3.5.2. Transaktionskosten	97
3.4. Fremdfinanzierung der Wohnungsbauunternehmen	98
3.4.1. Definition des Fremdfinanzierungsbegriffs	99
3.4.2. Instrumente der Fremdfinanzierung	100
3.4.3. Darlehen	103
3.4.3.1. Begriff und Zweck	103
3.4.3.2. Zahlungsprofil	104
3.4.3.3. Bilanzierung	106
3.4.4. Zuschüsse	107
3.4.4.1. Begriff und Zweck	107
3.4.4.2. Zahlungsprofil	107
3.4.4.3. Bilanzierung	108
3.4.5. Miet- und Pachtverträge	108
3.4.5.1. Begriff und Zweck	108
3.4.5.2. Zahlungsprofil	109
3.4.5.3. Bilanzierung	110
3.4.6. Erbbauverträge	111
3.4.6.1. Begriff und Zweck	111
3.4.6.2. Zahlungsprofil	112
3.4.6.3. Bilanzierung	113
3.5. Besteuerung der Wohnungsbauunternehmen	114
3.5.1. Überblick über die Berücksichtigung der Besteuerung in der Unternehmensbewertungsliteratur	114
3.5.2. Besteuerung der Einkünfte	115
3.5.2.1. Eintritt in die Steuerpflicht	115
3.5.2.2. Ermittlung des zu versteuernden Einkommens	117
3.5.2.3. Abweichungen zwischen Handels- und Steuerbilanz	118
3.5.2.3.1. Bilanzierung von Grundstücken mit Bauten	118
3.5.2.3.2. Bilanzierung von Rückstellungen	120
3.5.2.3.3. Bilanzierung von Aufwendungsdarlehen	121
3.5.2.3.4. Bilanzierung von Dammen	122
3.5.2.3.5. Bilanzierung von Zuschüssen und Zulagen	122
3.5.2.4. Gewerbe- und Körperschaftbesteuerung	123
3.5.2.5. Steuerliche Verlustberücksichtigung	126
3.5.3. Besteuerung bei Ausschüttung	130
3.6. Zusammenfassung der bewertungsrelevanten Charakteristika	132

<b>4. Analyse Bewertungsrelevanter Charakteristika</b>	<b>137</b>
4.1. Definition eines Analysemodells	137
4.1.1. Grundlegende Arbitrageüberlegungen von Modigliani/Miller bei einheitlicher Besteuerung von Zinsen und Dividenden	137
4.1.2. Berücksichtigung der Einkommensbesteuerung des Bewertungssubjekts	138
4.1.2.1. Nachsteuer- vs. Vorsteuerbetrachtung	139
4.1.2.2. Diskussion des relevanten Steuersubjektes	140
4.1.3. Erweiterte Arbitrageüberlegungen von Stiglitz bei divergierender Besteuerung von Zinsen und Dividenden	142
4.1.3.1. Arbitrageüberlegungen bei anteiliger Fremdfinanzierung	142
4.1.3.2. Arbitrageüberlegungen bei Mittelanlage	145
4.2. Wert der operativen Aktivitäten	146
4.2.1. Wert bei angestrebter Fortführung	147
4.2.2. Werteinfluss der Restriktionen des Sozialkatalogs	148
4.2.3. Werteinfluss der Transaktionskosten	150
4.3. Werteinfluss der Fremdfinanzierung	152
4.3.1. Überlegungen zur Berücksichtigung der Finanzierung	152
4.3.1.1. Vorteilhaftigkeit der Finanzierung im Halbeinkünfte-verfahren	152
4.3.1.2. Wechselwirkungen zwischen Objektförderungen und operativen Aktivitäten	155
4.3.2. Werteinfluss der Darlehen	155
4.3.2.1. Darlehen ohne Abzug eines Damnum	155
4.3.2.2. Darlehen mit Abzug eines Damnum	160
4.3.3. Werteinfluss von Zuschüssen	166
4.3.3.1. Einmalig und laufend gezahlte Zuschüsse	166
4.3.3.2. Vorschüssig gezahlte Zuschüsse	167
4.3.4. Werteinfluss von Erwerbssubstituten	169
4.3.4.1. Überlegungen zur Bewertung der Erwerbssubstitute	169
4.3.4.2. Werteinfluss der Miet- und Pachtverträge	170
4.3.4.3. Werteinfluss der Erbbauverträge	175
4.4. Werteinfluss der Besteuerung	177
4.4.1. Werteinfluss einer abweichender Steuerbilanz	177
4.4.1.1. Rangfolge der Berücksichtigung der Unterschiede aus Steuer- und Handelsbilanz	178
4.4.1.2. Werteinfluss bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung	179
4.4.1.3. Werteinfluss bei realisierter Finanzierung	180
4.4.2. Werteinfluss des steuerlichen Verlustabzuges	182
4.4.2.1. Rangfolge der Berücksichtigung des steuerlichen Verlustabzugs	183
4.4.2.2. Verlustabzug bei voller Abzugsfähigkeit	184
4.4.2.3. Verlustabzug bei gemindertem Verlustabzug	186
4.4.2.3.1. Geminderter Verlustabzug aufgrund der Mindestbesteuerung	186
4.4.2.3.2. Geminderter Verlustabzug bei nicht ausreichendem begünstigtem Investitions-volumen	187
4.4.3. Werteinfluss der Thesaurierung	187
4.4.3.1. Ursachen der Thesaurierung	188
4.4.3.2. Werteinfluss der thesaurierungsbedingten Mittelanlage	190
4.4.4. Ausschüttungsabhängiger Unternehmensteuereffekt	196
4.5. Zusammenfassung der Analyseergebnisse	197

<b>5. Synthese Bewertungsrelevanter Charakteristika</b>	<b>203</b>
5.1. Konzeption eines Bewertungsmodells für Wohnungsbauunternehmen	203
5.1.1. Wert bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung	203
5.1.1.1. Bestimmung der Free Cash Flows in der Detailprognosephase	203
5.1.1.2. Bestimmung der Free Cash Flows in der Fortschreibungsphase	209
5.1.1.3. Schätzung der Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber	210
5.1.1.3.1. Grundsätzliche Darstellung der Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber	210
5.1.1.3.2. Kapitalmarkttheoretische Quantifizierung des operativen Risikos	211
5.1.1.3.3. Plausibilisierung der empirischen Beta-Quantifizierung durch die risikoneutrale Bewertung?	216
5.1.2. Wert der Restriktionen des Sozialkatalogs	220
5.1.3. Wert der Transaktionskosten	221
5.1.4. Wert der Steuereffekte	222
5.1.4.1. Bestimmung der kapitalstrukturbedingten Unternehmenssteuern	222
5.1.4.2. Bestimmung der kapitalstrukturbedingten Einkommensteuern	224
5.1.4.3. Bestimmung der Unternehmensteuerersparnis aus steuerlichem Verlustabzug	226
5.1.4.4. Bestimmung der ausschüttungsabhängigen Körperschaftsteuer	228
5.1.4.5. Schätzung der risikoadäquaten Rendite der Unternehmens- und Einkommensteuervorteile	228
5.1.5. Wert der Finanzierung	230
5.1.5.1. Ermittlung der an die Gläubiger zu leistenden Zahlungen	230
5.1.5.2. Schätzung der Finanzierungskosten	231
5.1.6. Wert der Mittelanlage	232
5.1.6.1. Ermittlung des Zahlungsprofils der Mittelanlage	232
5.1.6.2. Schätzung des Habenzinssatzes	233
5.1.7. Ermittlung des Unternehmenswertes	233
5.2. Anwendung des Bewertungsmodells für Wohnungsbauunternehmen	234
5.2.1. Bewertungsobjekt EHWBG	234
5.2.2. Bewertung der EHWBG	235
5.2.2.1. Bewertungsannahmen	235
5.2.2.2. Wert bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung	236
5.2.2.3. Wert der kapitalstrukturbedingten Unternehmensteuereffekte	238
5.2.2.4. Wert der Einkommensteuereffekte	240
5.2.2.5. Wert der Verlustvorträge	241
5.2.2.6. Wert der ausschüttungsabhängigen Körperschaftsteuereffekte	243
5.2.2.7. Wert des Sozialkatalogs	244
5.2.2.8. Wert der Transaktionskosten	247
5.2.2.9. Wert der Finanzierung	247
5.2.2.10. Wert der Finanzanlagen	250
5.2.2.11. Wert des Eigenkapitals	251
5.3. Zusammenfassende Würdigung des Modells	252
<b>6. Zusammenfassung und Ausblick</b>	<b>255</b>

<b>Anhang</b>	<b>270</b>
<b>Literaturverzeichnis</b>	<b>309</b>
<b>Gesetzesverzeichnis</b>	<b>345</b>
<b>Verzeichnis der Verordnungen und Richtlinien</b>	<b>347</b>
<b>Verzeichnis der Mitteilungen der Finanzverwaltung</b>	<b>348</b>
<b>Verzeichnis von Stellungnahmen zur Rechnungslegung von Wohnungsbauunternehmen</b>	<b>349</b>
<b>Urteilsverzeichnis</b>	<b>350</b>

## Abbildungsverzeichnis

Die Abbildungsnummerierung besteht aus dem Kapitel und der innerhalb eines Kapitels fortlaufenden Abbildungsnummer.

Abbildung 1.1:	Gang der Untersuchung	9
Abbildung 1.2:	Haus der Immobilienökonomie	11
Abbildung 2.1:	Übersicht der Unternehmensbewertungsverfahren	15
Abbildung 2.2:	Übersicht über die Zukunftserfolgsverfahren	18
Abbildung 3.1:	Wertreibermodell von Rappaport	53
Abbildung 3.2:	Akquisitionsorientiertes Wertreibermodell	55
Abbildung 3.3:	Wertreiber des Geschäftsbereiches Bauträger	68
Abbildung 3.5:	Wertreiber im Bereich Bestandsbewirtschaftung	81
Abbildung 3.6:	Übersicht über Mietanpassung im frei finanzierten Wohnungsbau	82
Abbildung 3.6:	Übersicht über Mietanpassung im geförderten Wohnungsbau	83
Abbildung 3.7:	Unternehmensbewertungsorientierte Klassifikation der Objektförderung	101
Abbildung 3.8:	Übersicht über Formen der Fremdfinanzierung im Wohnungsbau	102
Abbildung 3.10:	Zahlungsprofil eines Darlehens	104
Abbildung 3.11:	Zahlungsprofil eines laufenden Zuschusses	107
Abbildung 3.11:	Zahlungsprofil eines Miet- oder Pachtvertrages	109
Abbildung 3.12:	Zahlungsprofil eines Erbbauvertrages	112
Abbildung 3.13:	Zusammenhang zwischen handels- und steuerbilanziellen Rückstellungen	120
Abbildung 3.14:	Abzinsung von Rückstellungen im Handels- und Steuerrecht	121
Abbildung 3.15:	Steuerliche Verlustberücksichtigung bei ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen	126
Abbildung 4.1:	Unternehmensrisiko und Duplikationsmaßnahmen des Investors bei Fremdfinanzierung	144
Abbildung 4.2:	Unternehmensrisiko und Duplikationsmaßnahmen des Investors bei Mittelanlage	145
Abbildung 4.3:	Finanzierungsbedingte Steuereffekte in Abhängigkeit vom Einkommensteuersatz und Gewerbesteuerhebesatz	154

## Tabellenverzeichnis

Die Tabellennummerierung besteht aus dem Kapitel und der innerhalb eines Kapitels fortlaufenden Tabellennummer.

Tabelle 2.1:	Überblick über DCF-Ansätze und Finanzierungspolitik	29
Tabelle 2.2:	Ermittlung des Net Asset Values	34
Tabelle 2.3:	Übersicht über Merkmale der Immobilienbewertungsmethoden	43
Tabelle 3.1:	Anforderungen an Wohnungsbestände	61
Tabelle 3.2:	Segmentspezifischer Free Cash Flow des Bauträgergeschäftes	64
Tabelle 3.3:	Segmentspezifischer Free Cash Flow der Bestandsbewirtschaftung	70
Tabelle 3.4:	Unterschiede zwischen Wohnungseigentum, Wohnungserbbaurecht und Dauerwohnrecht	91
Tabelle 3.5:	Segmentspezifischer Free Cash Flow der Betreuung	92
Tabelle 3.6:	Ergebnisqualität bei Bestandsbewirtschaftung und WEG-Verwaltung	94
Tabelle 3.7:	Gesetzliche Regelungen zum Schutz der Mieter	96
Tabelle 3.8:	Mögliche Regelungen eines Sozialkatalogs	97
Tabelle 3.9:	Einkommensteuerliche Vorschriften zur Abschreibung von Immobilien	118
Tabelle 3.10:	Ermittlung des Gewerbeertrags	123
Tabelle 3.11:	Übersicht über begünstigte, nicht begünstigte und schädliche Tätigkeiten i. S. der erweiterten Kürzung	124
Tabelle 4.1:	Schema zur Ermittlung des zu versteuernden Einkommens	179
Tabelle 4.2:	Ermittlung des handelsbilanziell ausschüttbaren Ergebnisses	188
Tabelle 5.1:	Ermittlung des Ergebnisses bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung	204
Tabelle 5.2:	Ermittlungsschema zur Ableitung der Gewerbeertragsteuer bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung	207
Tabelle 5.3:	Ermittlungsschema zur Ableitung der Körperschaftsteuer bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung	207
Tabelle 5.4:	Ermittlung der Nettoinvestition	208
Tabelle 5.5:	Ermittlung des Anteilseignerseinkommens bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung	209
Tabelle 5.6:	Betafaktoren europäischer Immobiliengesellschaften	214
Tabelle 5.7:	Übersicht Betafaktoren deutscher Wohnungsunternehmen	215
Tabelle 5.8:	Unleveraged Beta basierend auf risikoneutraler Ermittlung in Abhängigkeit vom erwarteten Wachstum	218

Tabelle 5.9:	Ermittlung des Anteilseignereinkommens bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung	221
Tabelle 5.10:	Schema zur Ermittlung der kapitalstrukturbedingten Gewerbeertragsteuerersparnis	222
Tabelle 5.11:	Schema zur Ermittlung der kapitalstrukturbedingten Körperschaftsteuerersparnis	223
Tabelle 5.12:	Schema zur Ermittlung der relativen Einkommensteuerveränderung des Anteilseigners	225
Tabelle 5.13:	Schema zur Ermittlung der Einkommensteuerveränderung des Anteilseigners	225
Tabelle 5.14:	Ermittlung des gewerbesteuerlichen Verlustabzuges	227
Tabelle 5.15:	Ermittlung des körperschaftsteuerlichen Verlustabzuges	227
Tabelle 5.16:	Ermittlung des Wertes des Eigenkapitals	233
Tabelle 5.17:	Gewerbeertragsteuer bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung	236
Tabelle 5.18:	Körperschaftsteuer bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung	237
Tabelle 5.19:	Wert bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung	237
Tabelle 5.20:	Kapitalstrukturbedingte Gewerbeertragsteuerersparnis	238
Tabelle 5.21:	Kapitalstrukturbedingte Körperschaftsteuerersparnis	239
Tabelle 5.22:	Wert der Unternehmensteuereffekte	239
Tabelle 5.23:	Wert des Einkommensteuereffektes I	240
Tabelle 5.24:	Wert des Einkommensteuereffektes II	241
Tabelle 5.25:	Wert der gewerbesteuerlichen Verlustvorträge	242
Tabelle 5.26:	Wert der körperschaftsteuerlichen Verlustvorträge	242
Tabelle 5.27:	Ermittlung der EK 02-Ausschüttungsbelastungen	243
Tabelle 5.28:	Wert der ausschüttungsbedingten Körperschaftsteuereffekte	243
Tabelle 5.29:	Wert der Mieterhöhungsrestriktion	245
Tabelle 5.30:	Wert der Mindestinstandhaltung	245
Tabelle 5.31:	Wert der Einschränkung der Mieterprivatisierung	246
Tabelle 5.32:	Wert der Unternehmensfinanzierung	247
Tabelle 5.33:	Wert der Objektfinanzierung	248
Tabelle 5.34:	Wert der geförderten Objektfinanzierung	248
Tabelle 5.35:	Wert der Bauzwischenfinanzierung	248
Tabelle 5.36:	Wert der Aufwandsdarlehen	249
Tabelle 5.37:	Wert der Zuschüsse	249
Tabelle 5.38:	Wert der Miet- und Pachtverträge	250
Tabelle 5.39:	Wert der Erbbaurechte	250
Tabelle 5.40:	Wert der Wertpapiere des Anlagevermögens	250

Tabelle 5.41:	Wert der liquiden Mittel	251
Tabelle 5.42:	Übersicht Wert des Eigenkapitals	251
Tabelle 6.1:	Wohnungsbestand zum 1. Januar 2004	283
Tabelle 6.2:	Entwicklung des geförderten Wohnungsbestands	284
Tabelle 6.3:	Übersicht Fördertypen	285
Tabelle 6.4:	Geförderter Wohnungsbestand	285
Tabelle 6.5:	Übersicht der gewährten Zuschüsse	286
Tabelle 6.6:	Übersicht der Baudarlehen	286
Tabelle 6.7:	Übersicht Aufwendungsdarlehen	287
Tabelle 6.8:	Unbebaute Grundstücke	287
Tabelle 6.9:	Übersicht laufende Bauträgerprojekte	288
Tabelle 6.10:	Verkaufsplanung der Bauträgerprojekte	289
Tabelle 6.11:	Übersicht Erbbaurechte	290
Tabelle 6.12:	Übersicht geplante Mieterprivatisierung 2004-2012	292
Tabelle 6.13:	Absatz- und Umsatzplanung Bauträger	295
Tabelle 6.14:	Aufwendungen aus dem Verkauf von Grundstücken	297
Tabelle 6.15:	Gewinn- und Verlustrechnung 2001 bis 2010	299
Tabelle 6.16:	Gewinn- und Verlustrechnung 2011–2020	299
Tabelle 6.17:	Modernisierungsinvestitionen	300
Tabelle 6.18:	Aktiva 2001–2010	302
Tabelle 6.19:	Aktiva 2011–2020	302
Tabelle 6.20:	Passiva 2001–2010	304
Tabelle 6.21:	Passiva 2011–2020	305
Tabelle 6.22:	Kapitalflussrechnung 2001–2010	306
Tabelle 6.23:	Kapitalflussrechnung 2011–2020	307

## Literaturabkürzungen

AER	American Economic Review
BB	Betriebsberater
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
DB	Der Betrieb
DBW	Die Betriebswirtschaft
DStR	Das Steuerrecht
DW	Die Wohnungswirtschaft
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FB	Der Finanzbetrieb
FR	Finanz-Rundschau
FTD	Financial Times Deutschland
GuG	Grundstücksmarkt und Grundstückswert
HBR	Harvard Business Review
HM	Harvard Business Manager
IZ	Immobilienzeitung
JoF	Journal of Finance
JoFE	Journal of Financial Economics
krp	Kostenrechnungspraxis
MM	Manager Magazin
SBR	Schmalenbach Business Review
StuB	Steuer- und Bilanzpraxis
WiSt	Wissenschaftliches Studium
WISU	Das Wirtschaftsstudium
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
ZfbF	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung

## Sonstige Abkürzungen

ABS	Asset Backed Securities
Abs.	Absatz
a. F.	Alte Fassung
APV	Adjusted Present Value
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
Bd.	Band
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BV	Berechnungsverordnung
bspw.	beispielsweise
CAPM	Capital Asset Pricing Model
c. p.	ceteris paribus
DCF	Discounted Cash Flow
d. h.	das heißt
Diss.	Dissertation
EBIT	Earnings before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
ebs	European Business School
EigZulG	Eigenheimzulagegesetz
ESt	Einkommensteuer
EStG	Einkommensteuergesetz
et al.	et aliter
etc.	et cetera
GAGFAH	Gemeinnützige Aktien-Gesellschaft für Angestellten-Heimstätten
GBH	Grundstücks- und Baugesellschaft Aktiengesellschaft Heidenheim
GdW	GdW Bundesverband deutscher Wohnungsunternehmen e.V.
GE	Gewerbeeinheit

GewStG	Gewerbesteuergesetz
ggf.	gegebenenfalls
GGW	Gesamtverband gemeinnütziger Wohnungsunternehmen e. V.
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GrEStG	Grunderwerbsteuergesetz
H.	Heft
Habil.-Schr.	Habilitationsschrift
HGB	Handelsgesetzbuch
H.	Heft
Hrsg.	Herausgeber
i. d. R.	in der Regel
IdW	Institut der Wirtschaftsprüfer
i. V. m.	in Verbindung mit
Jg.	Jahrgang
KSt	Körperschaftsteuer
KStG	Körperschaftsteuergesetz
MHG	Miethöhegesetz
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
NAV	Net Asset Value
n. F.	neue Fassung
No.	Number
NOPLAT	Net operating profit less adjusted taxes
Nr.	Nummer
NMV	Neubaumietenverordnung
o. Jg.	ohne Jahrgang
o. O.	ohne Ort
o. V.	ohne Verfasser

p. a.	per annum
REIT	Real Estate Investment Trust
S.	Seite
SAGA	SAGA Siedlungs-Aktiengesellschaft Hamburg
SolZG	Solidaritätszuschlaggesetz
Sp.	Spalte
SPV	Special Purpose Vehicle
u. U.	unter Umständen
Univ.	Universität
vgl.	vergleiche
Vol.	Volume
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WE	Wohneinheit
WEG	Wohnungseigentumsgesetz
WertV	Wertermittlungsverordnung
WFA	Wohnungswirtschaftlicher Fachausschuss
WGG	Wohnungsgemeinnützigkeitsgesetz
WoBauG	Wohnungsbaugesetz
WoBindG	Wohnungsbindungsgesetz
z. B.	zum Beispiel
zugl.	zugleich

## Variablen

$\alpha$	Anrechnungskoeffizient Abweichung Handels- und Steuerbilanz
Ab	Abschreibung
Ab*	Nutzungsüberlassungsbedingt entgangene Abschreibung
$\beta^U$	Beta bei angenommener vollständiger Eigenkapitalfinanzierung („unleveraged beta“)
$\beta^F$	Beta bei realisierter Finanzierung („leveraged beta“)
$\delta$	Anrechnungskoeffizient des verzinslichen Fremdkapitals auf das Steuerbilanzergebnis
$\Delta ARA^A$	Auflösung des aktiven Rechnungsabgrenzungspostens
$\Delta AR$	Auflösung von Rückstellungen
$\Delta E$	Wertunterschied zur arbitragefreien Bewertung
$\Delta FA_P$	Veränderung der Finanzanlagen auf Anteilseignerebene
$\Delta FA_U$	Veränderung der Finanzanlagen auf Unternehmensebene
$\Delta I$	Nettoinvestition
$\Delta I_t^R$	Restriktionsbedingte Nettoinvestition
$\Delta M$	Steuerbilanzielle Minderung bei der Ermittlung des zu versteuernden Einkommens
$\Delta NUV$	Veränderung des Nettoumlauvermögens
$\Delta PRA^A$	Auflösung des passiven Rechnungsabgrenzungspostens
$\Delta PRA^Z$	Zuführung zum passiven Rechnungsabgrenzungspostens
$\Delta R$	Restriktionsbedingter Ergebniseffekt
$\Delta S_{GewSt}$	Veränderung der Gewerbesteuerzahlung

$\Delta S_{KSt}$	Veränderung der Körperschaftsteuerzahlung
$\Delta T$	Thesaurierung
$\Delta L^A_U$	Anlage von Liquidität auf Unternehmensebene
$\Delta L^Z_U$	Zurückführung von Liquidität auf Unternehmensebene
$\Delta ZR$	Zuführung zu Rückstellungen
d	Dauer des Leerstandes in Monaten
D	Dividendenausschüttung
e	Erfolgsgröße
E	Wert des Eigenkapitals
$E_B$	Bilanzieller Buchwert des Eigenkapitals
$E_{CC}$	Marktwert des Eigenkapitals mit Hilfe der Comparable Company-Methode ermittelt
$F^*_B$	belastungsäquivalenter Fremdkapitalbetrag
$F_B$	Bilanzieller Buchwert des Fremdkapitals
$F_M$	Wert des Fremdkapitals
$FA_P$	Nominalbetrag der Finanzanlagen auf Anteilseignerebene
$FA_U$	Nominalbetrag der Finanzanlagen auf Unternehmensebene
FCF	Free Cash Flow
FR	Fluktuationsrate
FTE	Flow to Equity
GMZ	Grundsteuermesszahl
H	Hebesatz
i	Laufindex

$i_{\text{eff}}$	Effektivzinssatz bei Damnen
$i_r$	Risikofreier Zinssatz
$i_n$	Nominalzinssatz
$I^{§13 \text{ Abs.} 4 \text{ KStG}}$	Begünstigtes Investitionsvolumen nach § 13 Abs. 4 KStG
$K_t$	periodische Entgeltzahlung im Rahmen der Kapitalsubstitution
$K$	Wert der Kapitalsubstitution
$k_E$	Renditeforderung der Anteilseigner eines unverschuldeten Unternehmens
$k_F$	Renditeforderung der Anteilseigner eines verschuldeten Unternehmens
$L_F$	Fluktuationsbedingte Leerstandsquote
$M$	Bruttomonatsmiete zum 1. Januar 1964
$n$	Anzahl der Perioden
$N$	Nutzungsentgelt
$r_G$	Erwartete Rendite aus Kursgewinnen
$r_D$	Erwartete Rendite aus Dividenden
$r_F$	Erwartete marktgerechte Fremdkapitalverzinsung
$r_{TCF}$	Gewichtete Kapitalkosten im Rahmen des Total Cash Flow-Ansatzes
$r_{WACC}$	Gewichtete Kapitalkosten im Rahmen des WACC-Ansatzes
$r_m$	Erwartete Marktrendite
$R$	Wert der Restriktion
$RVE$	Restverkaufserlös
$RBW$	Restbuchwert
$RW$	Restwert
$SÄ$	Sicherheitsäquivalent

$s_{AST}$	Ausschüttungsbelastung
$s_{GewSt}$	Gewerbeertragsteuersatz
$s_{KSt}$	Körperschaftsteuersatz
$\sigma_M$	Streuung der Marktrendite
$\sigma^2_M$	Varianz der Marktrendite
$s_{ESt}$	Einkommensteuersatz privater Investoren
$s_{GrSt}$	Grundsteuer
$s_{Sol}$	Solidaritätszuschlag auf KSt und ESt
$s_{USt}$	Unternehmensteuersatz
$t$	Laufzeitindex
$T$	Ende der Laufzeit
$V$	Bruttokapitalwert des Investitionsprojektes
$V^{AST}$	Wertnachteil der Ausschüttungsbelastung
$V^B$	Wert der Bestandsbewirtschaftung
$V^E$	Unternehmensgesamtwert bei angenommener vollständiger Eigenkapitalfinanzierung
$V^{Ent}$	Wert der entgangenen Entschädigung
$V^{ESt\ I}$	Wert des arbitragebedingten Einkommensteuereffektes I
$V^{ESt\ II}$	Wert des Einkommensteuvorteils II
$V^F$	Unternehmensgesamtwert bei Verschuldung
$V_{app}^F$	Approximierter Unternehmensgesamtwert bei Verschuldung
$V^{KSt}$	Wert des kapitalsubstitutionsbedingten Steuereffektes
$V^N$	Wert der Effekte aus der Nutzungsüberlassung

$V^{RSt}$	Wert der restriktionsbedingten Steuereffektes
$V^{Rückb}$	Wert der Rückbauverpflichtung
$V^{St}$	Wert der Unternehmens- und Einkommensteuervorteile aus dem Einsatz von Fremdkapital
$V^T$	Wert der Transaktionskosten
$V^{USt}$	Wert der Unternehmensteuervorteile
$V^{ZSt}$	Wert des zuschussbedingten Steuereffektes
$VA^{GewSt}$	Gewerbesteuerlicher Verlustabzug
$VA^{KSt}$	Körperschaftsteuerlicher Verlustabzug
$VA^{Ust, E}$	Unternehmensteuerlicher Verlustabzug bei angenommener vollständiger Eigenkapitalfinanzierung
$VA^{Ust, F}$	Unternehmensteuerlicher Verlustabzug bei realisierter Fremdfinanzierung
$VF$	Vervielfältiger nach Tabelle 3 bis 8 BewG
$VV^{USt}$	Unternehmensteuerliche Verlustvortrag
$WFL$	Wohnfläche
$\chi$	Anrechnungskoeffizient des als Dauerschuldentgelt nach § 8 Nr. 1 GewStG qualifizierten Zinsaufwands auf den Gewerbeertrag
$X^E$	Zahlungsstroms bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung
$X^{Ent}$	Minderentschädigung
$X^F$	Zahlungsstroms bei realisierter Finanzierung
$X^{St}$	Zu versteuerndes Ergebnis
$X^T$	Transaktionsbedingte Auszahlungen
$X^{Rückb}$	Erwartete Auszahlung aufgrund der Rückbauverpflichtung
$z$	Risikozuschlag

Z	Erhaltener Zuschuss
Zu	Wert des Zuschusses

## 1. EINFÜHRUNG

### 1.1. Problemstellung und Zielsetzung

Mit dem Verkauf der Anteile an der ehemals gemeinnützigen Wohnungsbaugesellschaft GAGFAH durch die Bundesversicherungsanstalt für Angestellte wurde mit einem Kaufpreis für die Anteile von 2,1 Mrd. € die bisher größte Immobilientransaktion Deutschlands realisiert.<sup>1</sup> Während sich der Erwerber und die Bundesversicherungsanstalt für Angestellte über die Realisierung der Transaktion freuen, fragen sich vereinzelte Marktteilnehmer, ob hier gar „Mondpreise“ gezahlt worden seien, „um die öffentliche Hand von den Ladenhütern [...] zu befreien.“<sup>2</sup>

Offensichtlich gibt es unterschiedliche Einschätzungen des Unternehmenswertes. So kam ein anderer Kaufinteressent mit einem im Verhältnis zu dem Verkaufspreis nur unwesentlich geringeren Angebot nicht zum Zug.<sup>3</sup> Interessant ist aber auch, dass dieser Aspirant unter der Bedingung der Erlaubnis zur Zusammenführung der GAGFAH mit seinen bisherigen Aktivitäten wiederum bereit gewesen wäre, einen höheren Kaufpreis zu zahlen.<sup>4</sup> An diesem Beispiel des Erwerbs der GAGFAH wird deutlich, dass unterschiedliche Marktteilnehmer, unterschiedliche subjektive Einschätzungen von dem Wert eines Unternehmens haben und dass die Werteinschätzung nicht nur von dem Unternehmen an sich, sondern auch von der individuellen Planung der Fortführung des Unternehmens abhängig ist.

Um unter Berücksichtigung der individuellen Renditeforderungen und der subjektiven Erwartungen über die Fortführung des zu erwerbenden Unternehmens den maximal möglichen Kaufpreis zu ermitteln, werden regelmäßig Unternehmensbewertungen durchgeführt.<sup>5</sup> Die Ermittlung dieser auch als Entscheidungswerte bezeichneten Unternehmenswerte ist die in dieser Arbeit untersuchte Fragestellung.

Bei den in dieser Arbeit betrachteten ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen handelt es sich um Immobilienunternehmen, die hauptsächlich Wohnimmobilien vermieten und ursprünglich bis 1989 als gemeinnützig i. S. des Wohnungsgemeinnützigekeitsgesetzes (WGG) galten. Im Zuge dieser Gemeinnützigkeit waren die Wohnungsbauunternehmen durch bevorzugte Vergabe von Fördermitteln und eine weitreichende Steuerbefreiung privilegiert.<sup>6</sup> Diese Privilegierung erforderte jedoch im Gegenzug die Einhal-

---

<sup>1</sup> Vgl. O. V. (GAGFAH), S. 11.

<sup>2</sup> Gürler, D. (Investoren), S. 12.

<sup>3</sup> Vgl. O. V. (GAGFAH), S. 11.

<sup>4</sup> Vgl. O. V. (GAGFAH), S. 11.

<sup>5</sup> Vgl. Küting, K. (Unternehmensbewertung), S. 185.

<sup>6</sup> Vgl. Blaas, W./Branzina, B. (Ökonomie), S. 149; Kujath, H. J. (Wohnungsversorgung) S. 129; Pohl, W. (Gemeinden), S. 689; Thieme, W. (Stellung), S. LIII.

tung restriktiver Vorgaben für Geschäftszweck und -führung. Eine dieser für die Wohnungsbauunternehmen namensgebende Voraussetzung war die Verpflichtung zum Bau von Wohnungen.<sup>7</sup> Deshalb werden im Folgenden unter dem Terminus Wohnungsbauunternehmen alle ehemals gemeinnützigen Unternehmen der Wohnungswirtschaft zusammengefasst.

In der Literatur zur Bewertung von Immobilienunternehmen sind mit der wertorientierten Steuerung bzw. Bewertung von Immobilienunternehmen<sup>8</sup> und Nicht-Immobilienunternehmen mit umfangreichem Immobilienbesitz<sup>9</sup> einerseits und der Anwendung des Net Asset Values<sup>10</sup> andererseits zwei große Schwerpunkte erkennbar. Die Beiträge aus dem Umfeld der wertorientierten Steuerung zeigen die grundsätzliche Berücksichtigung von Immobilienunternehmen und Unternehmensimmobilien im Allgemeinen auf. Hierbei bleiben die Besonderheiten der Besteuerung und Finanzierung ehemals gemeinnützigen Wohnungsbaununternehmen unberücksichtigt. Die Veröffentlichungen, die sich mit der Anwendung des Net Asset Values als Bewertungskonzept auseinander setzen, legen ihren Fokus vor allem auf die Anwendung des Net Asset Values als alternatives Konzept zur Bewertung von Immobilienunternehmen. Damit stehen vor allem methodische Aspekte im Vordergrund der Auseinandersetzung.

Die Wohnungsbaununternehmen zeichnen sich – wie in Kapitel 3 dieser Arbeit zu zeigen sein wird – vor allem durch Besonderheiten bei der Besteuerung und Finanzierung im Vergleich zu anderen Immobilienunternehmen aus. Die Relevanz der Besteuerung und Finanzierung im Rahmen der Unternehmensbewertung zeigen Modigliani/Miller auf, indem sie in einer Modellwelt ohne Steuern deren Irrelevanz beweisen.<sup>11</sup> Sobald diese Modellwelt durch Steuern „bereichert“ wird – so geschehen im Fall der Wohnungsbaununternehmen durch den Verlust der mit der Gemeinnützigkeit einhergehenden Steuerbefreiung in den Jahren 1990/91 – haben Besteuerung und Finanzierung sehr wohl eine Auswirkung auf den Wert von Unternehmen.<sup>12</sup> In dieser besteuerten Modellwelt treten Fragen der Finanzierungspolitik und darunter subsumiert der Ausschüttungspolitik auf. Gleichzei-

---

<sup>7</sup> Die Bauverpflichtung resultierte aus § 6 WGGDV i. V. m. § 6 Abs. 1 und 3 WGG.

<sup>8</sup> Vgl. u. a. Haub, C. (Erfolgsschancen); Hens, M. (Einsatz), S. 13-122; Pensel, J. (Grundstücksunternehmen), S. 365-374; Schäfers, W./Siepmann, A./Stock, A. (Bewertung), S. 375-402; Sharpennack, F./Nack, U./Haub, C. (Immobilien-Aktiengesellschaften), S. 655-688.

<sup>9</sup> Vgl. u. a. Arthur Andersen/European Business School (Immobilien-Gesellschaften); Hens, M. (Marktwertorientiertes Management); Plein, C. (Immobilienvermögen), S. 463-470; Terhürne, M. (Bewertung); zur Finanzierung von Unternehmensimmobilien vgl. Crommen, M. (Finanzierung).

<sup>10</sup> Vgl. u. a. Cadmus, A. (Immobilien-Aktiengesellschaften); Rehkugler, H. (Chancen); Thomaschowski, D./Rehkugler, H./Nack, U. (Net Asset Value); Rehkugler, H/Thomaschowski, D (Immobilien-AG), S. 331-335.

<sup>11</sup> Vgl. Modigliani, F./Miller, M. H. (Cost), S. 261-267; Miller, M. H. (M/M Prepositions), S. 100.

<sup>12</sup> Fünf Jahre nach dem Erscheinen ihres ersten Aufsatzes Modigliani, F./Miller, M. H. (Cost) zur Irrelevanz der Kapitalstruktur, haben Modigliani/Miller auf die Relevanz der Kapitalstruktur bei Berücksichtigung von Steuern hingewiesen. Vgl. Modigliani, F./Miller, M. H. (Correction), S. 433-443.

tig kann von der üblichen Annahme einer marktverzinslichen Finanzierung, die zu einer Identität von Buch- und Marktwerthen des Fremdkapitals führt, nicht ausgegangen werden, sondern es sind im Zusammenhang mit den ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen Fragestellungen der Subventionsfinanzierung und Erwerbssubstitution durch Miet- und Pachtverträge sowie Erbbaurechte zu klären. Es schließen sich aber auch Fragen nach der Eignung von Bewertungsmethoden an. Während die Notwendigkeit des Einbezugs von Steuern in die Unternehmensbewertung unbestritten ist,<sup>13</sup> bleibt die Integration von steuerlichen Sondertatbeständen in die Unternehmensbewertung, wie sie bei ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen auftreten, weiterhin zu diskutieren.<sup>14</sup>

Da die Unternehmensbewertung von ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen vielschichtige Fragestellungen nicht nur im Bereich der Unternehmensbewertung aufwirft, sollen im Folgenden Aspekte, die ebenfalls in diesem Zusammenhang relevant sind, aber den engen Fokus dieser Arbeit hinausreichen würden, abgegrenzt werden:

- Im Rahmen dieser Arbeit werden Fragestellungen aus dem Bereich der Unternehmensbewertung, die nicht unmittelbar spezifisch für die Bewertung von ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen sind und über die bereits entsprechende Literatur vorliegt, außer Acht gelassen. Hierzu zählen insbesondere die Berücksichtigung von *Pensionsrückstellungen*<sup>15</sup> und *Leasingverträgen*<sup>16</sup>. Eine weitere Fragestellung der Unternehmensbewertung ist die Bemessung des Wertes der so genannten Ewigen Rente.<sup>17</sup> Ferner werden die Fragen der Bemessung des

---

<sup>13</sup> Vgl. u. a. Baetge, J./Niemeyer, K./Kümmel, J. (Verfahren), S. 313; Leuthier, R. (Besteuerung), S. 506.

<sup>14</sup> Die bisherige Diskussion um die steuerlichen Besonderheiten von Immobilienunternehmen wurden um die Berücksichtigung der § 6b EStG Rücklage, die pauschale und erweiterte Kürzung nach § 9 Nr. 1 GewStG geführt. Vgl. Arthur Andersen/European Business School (Immobilien-Gesellschaften), S. 16-17; Hens, M. (Marktwertorientiertes Management), S. 242.

<sup>15</sup> Zur Berücksichtigung von Pensionsrückstellungen in der Unternehmensbewertung vgl. u.a. Drukarczyk, J. (Pensionsrückstellungen), S. 229-260; Drukarczyk, J./Schüler, A. (Direktzusagen), S. 35-55; Kinski, U. (Pensionszusagen); Rhiel, R. (Pensionsrückstellung), S. 685-686; Rhiel, R. (Pensionsverpflichtungen), S. 63-73.

<sup>16</sup> Vgl. zu den generellen Aspekten des Immobilienleasings Büschgen, H. E. (Immobilienleasing), S. 19-42; Drukarczyk, J. (Finanzierung), S. 459-478; Feinen, K. (Immobilien-Leasing), S. 119-140; Fohlmeister, K. J. (Immobilien-Leasing), S. 177-209; Gabele, E./Dannenberg, J./Kroll, M. (Immobilien-Leasing); Gondert, H.-G./Gach, B./Biagosch, P./Jacob, U. (Immobilienleasing), S. 641-682; Kuhnle, R./Kuhnle-Schadn, A. (Leasing); Kühn, F. (Immobilienleasing); Schade, K. (Leasing), S. 575-604; Tacke, H. R. (Leasing); Vaassen, N. (Immobilienleasing); Westphalen, F. v. (Leasingvertrag); Wöhe, G./Bilstein, J. (Unternehmensfinanzierung), S. 279-296. Darüber hinaus liegen zahlreiche Beiträge vor zur Berücksichtigung des Leasings in der Unternehmensbewertung und der wertorientierten Steuerung. Vgl. hierzu u.a. Brealey, R. A./Meyers, S. C. (Corporate Finance) S. 735-757; Crommen, M. (Finanzierung), S. 215-221; Drukarczyk, J. (Unternehmensbewertung), S. 294-297; Hens, M. (Marktwertorientiertes Management), S. 221-222; Myers, S. C./Dill, D. A./Bautista, A. J. (Financial Lease Contracts), S. 799-819.

<sup>17</sup> Vgl. zur Bestimmung des Restwertes u. a. Albrecht, T. (Endwertermittlung); Dirrigl, H. (Bewertung), S. 166-167; Henselmann, K. (Restwert); Wilts, R./Schaldt, K./Nottmeier, A./Klasen, B. (Rechtssprechung), S. 508-509.

*risikofreien Zinssatzes*<sup>18</sup>, der *Marktrisikoprämie*<sup>19</sup> sowie die Ermittlung eines angemessenen *Betafaktors für Immobilienunternehmen*<sup>20</sup> in Anbetracht der geringen Marktliquidität und Anzahl von börsennotierten Immobilienunternehmen in Deutschland und der damit verbundenen Probleme ebenfalls nur kurSORisch diskutiert.

- Fragestellungen der *wertorientierten Steuerung* von Wohnungsbauunternehmen werden nicht betrachtet, wenngleich sich das in dieser Arbeit zu definierende Modell zur entscheidungsorientierten Unternehmensbewertung von ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen für weitere Untersuchungen zur wertorientierten Steuerung in besonderem Maße eignet und unterschiedliche Präferenzen und Strategien von Investoren berücksichtigen können muss.
- Unternehmensbewertung auf der Basis von Real Optionen werden nicht diskutiert, da eine isolierte Bewertung von *Realoptionen*<sup>21</sup> und die Aggregation mit dem mit herkömmlichen Bewertungsmethoden ermittelten Wert des Eigenkapitals (real assets) gegen das Prinzip der Gesamtbewertung verstößt.<sup>22</sup> Eine simultane und umfassende Bewertung aller Handlungsspielräume erscheint darüber hinaus nur schwer möglich.<sup>23</sup>
- Aufgrund der zu zeigenden steuerlichen Sondersituation ehemals gemeinnütziger Wohnungsbauunternehmen stellen sich im Zusammenhang mit der *Erwerbsstrukturierung* kartell-<sup>24</sup>, gesellschaftsrechtliche<sup>25</sup> und steuerliche<sup>26</sup> Fragestellun-

---

<sup>18</sup> Zur Bestimmung des risikofreien Zinssatzes und der Diskussion dieses Konzeptes vgl. u.a. Ballwieser, W. (Zins), S. 19-36; Copeland, T. E. /Koller, T. /Murrin, J. (Valuation), S. 277.; Drukarczyk, J. (Theorie), S. 131-132; Hachmeister, D. (Discounted Cash Flow), S. 182; Kloster, U. (Kapitalkosten), S. 125; Lobe, S. (Steuervorteil), S. 649; Stehle, R./Hartmond, A. (Durchschnittsrenditen), S. 371-411; Weber M./Schiereck, D. (Kapitalkosten), S. 141; Wilts, R./Schaldt, K./Nottmeier, A./Klasen, B. (Rechtssprechung), S. 509.

<sup>19</sup> Zur Bestimmung der Marktrisikoprämie vgl. u.a. Drukarczyk, J. (Unternehmensbewertung), S. 388-393; Wilts, R./Schaldt, K./Nottmeier, A./Klasen, B. (Rechtssprechung), S. 510.

<sup>20</sup> Zur Ermittlung des Betafaktors von Immobilienunternehmen vgl. u.a. Schäfers, W./Haub, C. (Shareholder Value-Analyse), S. 519-521; Schäfers, W./Siepmann, A./Stock, A. (Bewertung), S. 399; Arthur Andersen/European Business School (Immobilien-Gesellschaften), S. 24.

<sup>21</sup> Vgl. Amely, Tobias/Suciuc-Sibianu, Paul (Unternehmensbewertung), S. 88 – 89.

<sup>22</sup> Vgl. Skudlarek, G. (Realoptionen), S. 67.

<sup>23</sup> Vgl. u.a. Amely, T./Suciuc-Sibianu, P. (Unternehmensbewertung), S. 88; Brunkhorst, M. (Privatisierung), S. 64; Hommel, U./Müller, J. (Investitionsbewertung), S. 179 – 180 und 183; Krolle, S./Oßwald, U. (Strategieberatung), S. 235; Rams, A. (Unternehmensbewertung), S. 353; Nowak, K. (Unternehmensbewertung), S. 139. Die Realoptionsbewertung geht zurück auf einen Aufsatz von Myers vgl. Myers, S. C. (Borrowing), S. 147-175. Voraussetzung waren hierfür die Entwicklungen auf dem Sektor der Finanzoptionen. Vgl. Black, F./Scholes, M. (Pricing), Merton, R. C. (Option). Zu weiteren Darstellungen und Diskussionen von Real Optionen vgl. u. a. Anderson, T. J. (Real Options), S. 235-255; Freihube, K. (Bewertung); Koch, C. (Unternehmensbewertung); Korn, R./Korn, E. (Optionsbewertung); Nelles, M./Rocke, R. (Investitionsentscheidungen), S. 93-95.

<sup>24</sup> Da nach § 37 Abs. 1 Nr. 1 GWB bereits eine Zusammenschlusskontrolle durch das Kartellamt notwendig ist, wenn wesentliche Teile eines fremden Unternehmensvermögens erworben werden und diese Frage bisher nicht abschließend geklärt wurde, können insbesondere bei größeren Immobilientransaktionen und dem Erwerb von Immobilienunternehmen ggf. untersagt werden. Vgl. Kapp, T./von Goldbeck, A. (Immobilientransaktionen), S. 21

gen, die weitaus komplexer sind, als bei anderen Unternehmen. Die fallspezifische Lösung dieser Fragestellungen kann sich erheblich auf den Unternehmenswert auswirken, da hieraus beachtliche Steuerersparnisse resultieren können. Bisher wurden in diesem Zusammenhang keine Vorschläge zur Akquisitionsstrukturierung publiziert, was wohl auch daraus resultiert, dass die Art der Lösung dieser Fragestellung einen wesentlichen Wettbewerbsvorteil in den stattfindenden Bieterprozessen bietet. Mangels öffentlich zugänglicher Informationen<sup>27</sup> wird dieser Aspekt ebenfalls nicht beleuchtet, wenngleich der ausschüttungsbedingte Unternehmenssteuereffekt, der im Zusammenhang mit der Bewertung der Wohnungsbauunternehmen ermittelt wird, Auskunft über den Wertbeitrag von Akquisitionsstrukturierungen, die eine Ausschüttungsbelastung vermeiden, gibt.

- Im Zusammenhang mit der *Akquisitionsfinanzierung* von Immobilienunternehmen ergeben sich in einem sich verändernden Bankenumfeld Chancen und Risiken, deren Erörterung Gegenstand einer Reihe anderer Beiträge ist.<sup>28</sup> Zu nennen sind dabei bspw. die durch die Einführung des Euros begünstigte Nutzung von Finanzierungsinstrumenten wie die Syndizierung von Krediten und die Platzierung von Hochzinsanleihen.<sup>29</sup> Zu erwarten sind aber auch strukturelle Veränderungen des Finanzierungsmarktes durch die Ende 2006 in Kraft tretenden Eigenkapitalrichtlinien für Banken („Basel II“),<sup>30</sup> den Entfall der Gewährträgerhaftung für die Landesbanken und Sparkassen am 18. Juli 2005<sup>31</sup> sowie die Handelbarkeit von risikobehafteten Wertpapieren.

<sup>25</sup> Bei Erwerb von Aktiengesellschaften stellen sich bei der Besicherung der Akquisitionsfinanzierung die erforderliche Kapitalerhaltung und das Verbot der Einlagenrückgewähr als Hauptproblem dar. Es ist nach § 57 Abs. 1 S. 1 AktG untersagt den Aktionären ihre Einlagen ganz oder teilweise zurückzugewähren. Insofern begrenzt der Bilanzgewinn die mögliche Ausschüttung. Darüber hinaus ist ebenfalls zu beachten, dass die Gewährung von Darlehen oder Sicherheiten aus dem Gesellschaftsvermögen zum Zweck des Erwerbs der Anteile dieser Gesellschaft nach § 71a AktG untersagt ist. Bei der GmbH ist die Darlehensgewährung lediglich nach § 30 Abs. 1 GmbHG durch die Erhaltung des Stammkapitals der Gesellschaft limitiert. Vgl. Becker, R. (Gesellschaftsrechtliche Probleme), S. 1431.

<sup>26</sup> Durch die gemäß § 38 Abs. 2 KStG noch bis 2016 vorzunehmende Ausschüttungsbelastung, wird die zur Leistung des Kapitaldienstes der Akquisitionsfinanzierung notwendige Liquidität gemindert. Auf Grund der Steuerfreiheit von Dividenden gemäß § 8b KStG bzw. der Einführung des Halbeinkünfteverfahrens für natürliche Personen kann diese Ausschüttungsbelastung nunmehr nicht mehr angerechnet werden und es entsteht eine definitive Steuerbelastung. Hieraus ergibt sich für den Erwerber die Zielsetzung, eine Ausschüttungsbelastung weitestgehend zu vermeiden. Darüber hinaus wird in Anbetracht des erheblichen Immobilienbesitzes eines Wohnungsbauunternehmens ebenfalls die Vermeidung von Grunderwerbsteuern angestrebt. Vgl. Haarmann, W., Busch, B. (Privatisierung), S. 585.

<sup>27</sup> Dem Autor liegen aus verschiedenen Transaktionen Lösungsansätze der Finanzinvestoren vor, die jedoch Gegenstand von Vertraulichkeitserklärungen sind und deshalb nicht in dieser Arbeit erörtert werden können.

<sup>28</sup> Zu den veränderten Rahmenbedingungen des Finanzierungsmarktes für Unternehmensfinanzierungen von Immobilienunternehmen und Immobilien vgl. u. a. Schulte, K.-W./Schäfers, W. (Immobilien-Banking), S. 35-39; Knobloch, B. (Rahmenbedingungen), S. 41-65; Rivlin, P. (Internationalisierung), S. 258-273; Spitzkopf, H. A. (Entwicklungen), S. 281-307; Zoller, E./Kiesl, B. (Real Estate), S. 201-210.

<sup>29</sup> Vgl. O. V. (US-Finanzinvestoren), S. 42.

<sup>30</sup> Vgl. O. V. (Basel II), S. 526.

<sup>31</sup> Die Gewährträgerhaftung sah unter bestimmten Voraussetzungen vor, dass der Bund für die Landesbanken und Sparkassen eintritt, wenn diese in Zahlungsschwierigkeiten geraten. Die Gewährträgerhaftung war von der EU-Kommission nach einer Wettbewerbsbeschwerde der Europäischen Bankenvereinigung

hafteten Krediten („Non-Performing Loans“)<sup>32</sup>. Dieser Themenkreis der Akquisitionsfinanzierung wird ebenfalls nicht in dieser Arbeit thematisiert.

- Die Notwendigkeit zur Bewertung von ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen resultiert vor allem aus den in den letzten Jahren in erheblichem Maße stattgefundenen Privatisierungen von Wohnungsbauunternehmen, die vor allem durch die sukzessive Reduktion kommunaler Steueraufkommen<sup>33</sup> initialisiert wurden.<sup>34</sup> Weder die Ursachen der finanziellen Situation von Bund, Ländern und Kommunen noch die Abwägung der Vor- und Nachteile von Privatisierungen von Wohnungsbauunternehmen<sup>35</sup> sind Gegenstand dieser Arbeit.

Vor dem Hintergrund der in der immobilienwirtschaftlichen Literatur bestehenden Diskussion um eine angemessene Bewertungsmethode für Immobilienunternehmen, und damit auch für ehemals gemeinnützige Wohnungsbauunternehmen, und der noch nicht erfolgten Auseinandersetzung mit der Berücksichtigung der Besteuerung und Finanzierung der ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen in der Unternehmensbewertung besteht das Ziel dieser Arbeit in der Konzeption eines Modells zur Unternehmensbewertung von ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen. Diese Gesamtzielsetzung kann in die folgenden Unterziele unterteilt werden:

1. Diskussion der Discounted Cash Flow-Methoden, die Grundlage der wertorientierten Steuerung sind, sowie der Net Asset Value-Methode; ferner Auswahl einer zur Unternehmensbewertung heranzuziehenden Methode, die den Bezugsrahmen für die wei-

---

aus dem Jahr 1999 für EU-rechtswidrig befunden worden. Am 17. Juli 2001 haben sich die Bundesregierung und die EU-Kommission über den Entfall der Gewährträgerhaftung unter Berücksichtigung einer vierjährigen Übergangsfrist bis zum 18. Juli 2005 geeinigt. Alle Verbindlichkeiten der Landesbanken und Sparkassen, die bis zum 18. Juli 2005 mit einer Laufzeit längstens bis zum 31. Dezember 2015 begeben werden, fallen ebenfalls darunter. Vgl. u.a. Kammlott, C. (Kapitalbeteiligungsgeschäft), S. 42.; Jennen, B./Lebert, R./Wiesmann, G./Baulig, C. (Landesbanken), S. 10. Aufgrund dieses Entfalls der Gewährträgerhaftung wird davon ausgegangen, dass sich die Refinanzierungskosten der Landesbanken und Sparkassen verteuern und die Kreditkonditionen für Kreditnehmer sich verschlechtern. Vgl. Hasselmann, A. (Gewährträgerhaftung), S. 140. Aufgrund des erheblichen Marktanteils der Landesbanken und Sparkassen im Bereich der Immobilienfinanzierung wird dabei von einer nachhaltigen Veränderung des Marktes für Immobilienfinanzierungen ausgegangen.

<sup>32</sup> Vgl. Niederstadt, K. (Markt), S. 34-35.

<sup>33</sup> Durch die Streichung der Lohnsummen als Besteuerungsgrundlage der Gewerbesteuer im Jahr 1979, die Senkung der Hinzurechnung von Dauerschuldzinsen auf 50% im Jahr 1982 den Entfall der Gewerbekapitalsteuer im Jahr 1998 wurde die Gewerbesteuer zunehmend von ertragsunabhängigen Elementen befreit und ist somit erheblich konjunkturreagibler. Durch die 1992 erfolgte Einführung von Freibeträgen in Höhe von 24.000 € für Personenunternehmen (§ 11 Abs. 1 GewStG) und progressiv wirkender Messzahlstaffeln nach § 11 Abs. 2 Nr. 1 GewStG wird die Gewerbeertragsteuer zudem nur von weniger großen Personenunternehmen und Kapitalgesellschaften erbracht. Vgl. Feld, L./von Knobelsdorf, C./Leder, M. (Steuer), S. 15. Die Einführung der gewerbesteuerlichen Organschaft hat sich ebenfalls belastend auf die finanzielle Lage der Kommunen ausgewirkt. Vgl. O. V. (Kommunen), S. 14.

<sup>34</sup> Vgl. Janicki, T. (Privatisierung), S. 596.

<sup>35</sup> Zu den Möglichkeiten, Wirkungen und Grenzen der Privatisierung von Wohnungsbauunternehmen vgl. u. a. Hettich, U. (Privatisierung), Janicki, T. (Privatisierung), S. 591-608; König, P. (Privatisierung); Schäfers, W./Hörner, C. (Privatisierung), S. 535-560; Schröder, C. (Privatisierung).

tere Untersuchung der bewertungsrelevanten Charakteristika der ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen bilden soll.

2. Definition eines Bezugsrahmens zur Identifikation bewertungsrelevanter Charakteristika im Rahmen einer branchenorientierten Unternehmensbewertung und Anwendung dieses Bezugsrahmens zur Identifikation und Beschreibung der bewertungsrelevanten Charakteristika der ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen.
3. Definition eines Vorgehensmodells zur Analyse der Wertimplikationen der definierten bewertungsrelevanten Charakteristika im Rahmen einer Partialanalyse und Integration dieser durch die Partialanalyse gewonnenen Erkenntnisse in ein Modell zur entscheidungsorientierten Unternehmensbewertung von ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen.

Ausgehend von diesen Zielsetzungen wird im folgenden Abschnitt der Gang der Untersuchung beschrieben.

## 1.2. Gang der Untersuchung

Die Frage, wie die bewertungsrelevanten Spezifika von Wohnungsbauunternehmen identifiziert werden können, bestimmt den Verlauf der Untersuchung. Aus der Überlegung heraus, dass sich mögliche Besonderheiten eines Betrachtungsobjektes nur aus dem Zweck der Betrachtung ergeben können, folgt, dass die bewertungsrelevanten Charakteristika von Wohnungsbauunternehmen nur aus der anzuwendenden Unternehmensbewertungsmethode resultieren können.

Im Anschluss wird in *Kapitel 2* die für die weitere Untersuchung bedeutsame *Definition* der heranzuziehenden *Bewertungsmethode* vorgenommen. Hierzu werden zunächst in Abschnitt 2.1 entscheidungsorientierte Auswahlkriterien definiert, um daran anschließend in Abschnitt 2.2 einen Überblick über verbreitete Unternehmensbewertungsmethoden zu geben. Anknüpfend an die beiden Literaturströmungen zur Bewertung von Immobilienunternehmen werden zunächst in Abschnitt 2.3 die der wertorientierten Steuerung zu Grunde liegenden Discounted Cash Flow-Methoden mit ihren unterschiedlichen Ansätzen beschrieben und diskutiert. Daran anschließend wird in Abschnitt 2.4 die Net Asset Value-Methode als eine andere Strömung in der immobilienwirtschaftlichen Bewertungsliteratur beleuchtet. Die kritische Würdigung der DCF-Methode und ihrer Ansätze und der Net Asset Value-Methode erfolgt auf dem Fundament der in Abschnitt 2.1 gelegten theoretischen Grundlagen.

Aus dem Blickwinkel der ausgewählten Unternehmensbewertungsmethode wird im *Kapitel 3* eine deduktive *Identifikation bewertungsrelevanter Charakteristika* von Unternehmen in bestimmten Branchen vorgenommen. Hierzu werden zunächst in Abschnitt 3.1 ein Bezugsrahmen zur Identifikation bewertungsrelevanter Charakteristika definiert. Auf Basis dieses Bezugsrahmens werden in Abschnitt 3.2 der bisherige Unternehmenszweck der Wohnungsbauunternehmen und die mögliche Veränderung durch einen Erwerber, in Abschnitt 3.3 die operativen Aktivitäten der Wohnungsbauunternehmen, in Abschnitt 3.4 die Fremdfinanzierung und in Abschnitt 3.5 die Besteuerung der Wohnungsbauunternehmen beschrieben.

Um die Auswirkungen der vorangehend beschriebenen Charakteristika auf den Unternehmenswert zu analysieren, wird in *Kapitel 4* zunächst in Abschnitt 4.1 ein Ansatz zur Partialanalyse dieser Charakteristika definiert, um auf dieser Grundlage die *Analyse einzelner bewertungsrelevanter Charakteristika* im Hinblick auf ihre Auswirkung auf den Unternehmenswert durchzuführen. Hierbei wird in Abschnitt 4.2 der Wert der operativen Aktivitäten der Wohnungsbauunternehmen bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung beleuchtet. In Abschnitt 4.3 werden die Besonderheiten der Finanzierung und in Abschnitt 4.4 der Werteinfluss der Besteuerung analysiert.

In Kenntnis der Wirkung der einzelnen Effekte auf den Unternehmenswert erfolgt in *Kapitel 5* die *Synthese der bewertungsrelevanten Charakteristika*. Hierzu werden im Kapitel 5.1 die analysierten Charakteristika zu einem Modell zur entscheidungsorientierten Unternehmensbewertung von Wohnungsbauunternehmen zusammengeführt und in Abschnitt 5.2 wird an einem Beispiel dessen Anwendung dargestellt.

Die Arbeit schließt mit *Kapitel 6, Zusammenfassung und Ausblick*, in dem die Ergebnisse der Arbeit zusammengefasst werden, auf die Relevanz der Ergebnisse für die Praxis und den weiteren Forschungsbedarf hingewiesen wird.

**1. Einführung****2. Wahl der Bewertungsmethode**

2.1 Definition entscheidungsorientierter Auswahlkriterien

2.2 Überblick über Bewertungsmethoden

2.3 DCF-Methoden

2.4 Net Asset Value-Methode

2.5 Zusammenfassung der Ergebnisse

**3. Identifikation Bewertungsrelevanter Charakteristika**

3.1 Bezugsrahmen zur Identifikation bewertungsrelevanter Charakteristika

3.2 Unternehmenszweck

3.3 Operative Aktivitäten

3.4 Fremdfinanzierung

3.5 Besteuerung

3.6 Zusammenfassung der bewertungsrelevanten Charakteristika

**4. Analyse Bewertungsrelevanter Charakteristika**

4.1 Definition eines Analysemodells

4.2 Wert der operativen Aktivitäten

4.3 Werteinfluss der Fremdfinanzierung

4.4 Werteinfluss der Besteuerung

4.5 Zusammenfassung der Analyseergebnisse

**5. Synthese Bewertungsrelevanter Charakteristika**

5.1 Konzeption eines Bewertungsmodells

5.2 Anwendung des Bewertungsmodells

5.3 Zusammenfassende Würdigung des Modells

**6. Zusammenfassung und Ausblick**

Abbildung 1.1: Gang der Untersuchung

### 1.3. Immobilienökonomie als konzeptioneller Bezugsrahmen

Da das Ziel dieser Arbeit in der Bereitstellung einer Unternehmensbewertungsmethodik zur Entscheidung im Rahmen des Unternehmenserwerbs von ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen besteht, erscheint vor allem der entscheidungstheoretische Forschungsansatz von Interesse.

Aus der Anwendungsorientierung der Betriebswirtschaftslehre folgt zwangsläufig eine Orientierung an Instrumentarien zur Optimierung betrieblicher Entscheidungen.<sup>36</sup> Der entscheidungstheoretische Ansatz kann somit als ein Fundament der Betriebswirtschaftslehre angesehen werden.<sup>37</sup> Dennoch erfährt die Betriebswirtschaftslehre durch den von Heinen in den sechziger Jahren entwickelten entscheidungsorientierten Forschungsansatz einen Erkenntnisfortschritt: Während die Betriebswirtschaftslehre bis dahin dem statischen Denken der Neoklassik verbunden war, wurde durch den entscheidungsorientierten Ansatz die Prämisse der Risikolosigkeit aufgegeben und die zeitliche Dimension von Entscheidungen mit einbezogen.<sup>38</sup>

Auf diesem Fundament der entscheidungsorientierten Betriebswirtschaftslehre konstituiert sich die Immobilienökonomie als ein interdisziplinäres Querschnittsfach, das auf der Grundlage der allgemeinen Betriebswirtschaftslehre ebenso auf die immobilienrelevanten Erkenntnisse der Volkswirtschaftslehre, der Rechtswissenschaften, der Soziologie, der Raumordnungsplanung sowie des Architektur- und Bauingenieurwesens zurückgreift und diese zu einer Forschungsdisziplin zusammenführt.<sup>39</sup> Grundsätzlich wird in der entscheidungsorientierten Betriebswirtschaftslehre zwischen der deskriptiven Entscheidungstheorie, ein auf das Zustandekommen von Entscheidungen fokussierter Ansatz, und der normativen Entscheidungstheorie, einem von einem Ziel ausgehenden, nach optimaler Entscheidungsmethodik suchenden Ansatz, unterschieden.<sup>40</sup> Dementsprechend besteht der Forschungsgegenstand der Immobilienökonomie sowohl in der Erklärung als auch Gestaltung einer realen immobilienwirtschaftlichen Entscheidung.<sup>41</sup> Insofern ist auch die vorliegende Arbeit der Forschungsdisziplin der Immobilienökonomie zuzuordnen.

Der Forschungsgegenstand der Immobilienökonomie wird auch in dem so genannten Haus der Immobilienökonomie zusammengefasst, welches in der folgenden Abbildung dargestellt wird.

---

<sup>36</sup> Vgl. Raffée, H. (Grundprobleme), S. 94; Wöhe, G./Döring, U. (Betriebswirtschaftslehre), S. 61.

<sup>37</sup> Vgl. Raffée, H. (Grundprobleme), S. 94.

<sup>38</sup> Vgl. Wöhe, G./Döring, U. (Betriebswirtschaftslehre), S. 61.

<sup>39</sup> Vgl. Schulte, K.-W. (Immobilienökonomie), S. 231.

<sup>40</sup> Vgl. Heinen, E. (Industriebetriebslehre), S. 26-43; Kahle, E. (Entscheidungstheorie), S. 24-25, Sieben, G./Schildbach, T. (Entscheidungstheorie), S. 1.

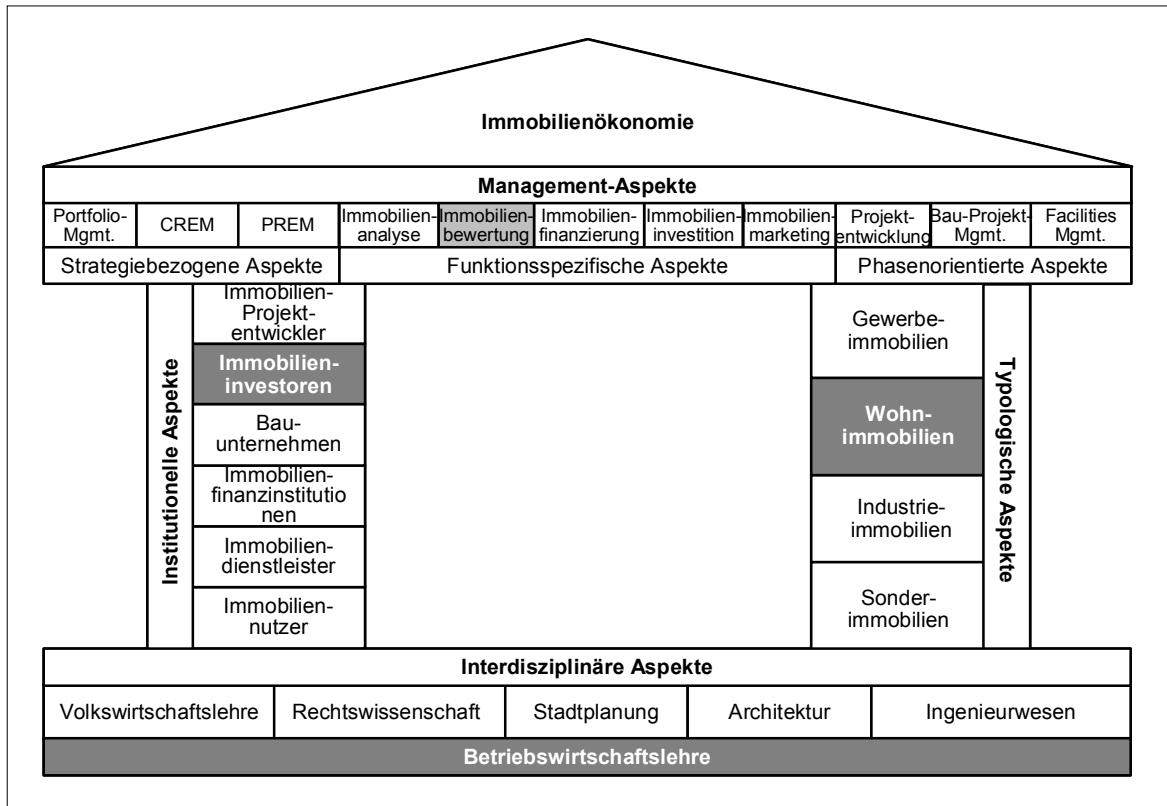


Abbildung 1.2: Haus der Immobilienökonomie

Von den im Haus der Immobilienökonomie illustrierten Forschungsaspekten ist die Unternehmensbewertung als Bestandteil der allgemeinen Betriebswirtschaftslehre das Fundament dieser Arbeit. Zu diesem Fundament zählen als Disziplinen der allgemeinen Betriebswirtschaftslehre ebenfalls die Steuer- und Finanzierungslehre. Da Entscheidungen von Investoren thematisiert werden, stellen die Immobilieninvestoren – hierunter werden in dieser Arbeit auch die Investoren in Immobiliengesellschaften subsumiert – einen weiteren für diese Arbeit wesentlichen institutionellen Baustein dar. Typologisch sind die Wohnimmobilien bei einer Arbeit über ehemals gemeinnützige Wohnungsbaugesellschaften heranzuziehen. Weiterhin kommt es zu Vergleichen und Anleihen bei der Immobilienbewertung, so dass auch dieser funktionale Aspekt des Hauses der Immobilienökonomie – wenn auch nicht in gleichem Maße wie die Unternehmensbewertung – beleuchtet wird.

<sup>41</sup> Vgl. Schulte, K.-W./Schäfers, W. (Immobilienökonomie), S. 108.

## 2. WAHL DER BEWERTUNGSMETHODE

Ziel des folgenden Kapitels ist die Auswahl einer Unternehmensbewertungsmethode, die im weiteren Verlauf der Arbeit als Bezugsrahmen zur Identifikation, Analyse und Synthese der bewertungsrelevanten Charakteristika von ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen dienen soll. Hierzu werden im folgenden Abschnitt 2.1 die entscheidungsorientierten Prinzipien der Unternehmensbewertung zum Verständnis der Auswahl einer Methode aus den in Abschnitt 2.2 dargestellten Unternehmensbewertungsmethoden dargestellt.

### 2.1. Definition entscheidungsorientierter Auswahlkriterien

Die grundlegenden Prinzipien der Unternehmensbewertung wurden in der Literatur bereits umfassend dargestellt und lassen sich zu einem Grundsatz zusammenfassen:

Der Unternehmenswert aus Anteilseignersicht ergibt sich aus zukünftigen Erfolgserwartungen im Vergleich zu zukünftigen Erfolgserwartungen alternativer Anlagen zum Bewertungsstichtag.<sup>42</sup> Der so ermittelte Wert, auch Entscheidungswert genannt, spiegeln den potentiellen Preis wieder, bei dem das Bewertungssubjekt bezüglich einer Transaktion indifferent wäre.<sup>43</sup>

Dieser Grundsatz spiegelt eine Entscheidungsorientierung wieder und lässt sich auf drei Prinzipien der entscheidungsorientierten Unternehmensbewertung – Subjektivität, Zukunftsorientierung und Gesamtbewertung – reduzieren,<sup>44</sup> die im Folgenden beschrieben werden, um auch als Kriterien zur Auswahl einer für die weiteren Untersuchungen heranzuziehenden Unternehmensbewertung zu dienen.

Nach dem *Prinzip der Subjektivität* hängt der durch den Unternehmenswert ausgedrückte erzielbare Nutzen von den jeweils verfolgten Zielen und den individuellen Handlungsmög-

---

<sup>42</sup> Vgl. Ballwieser, W./Coenenberg, A. G./Schulze, W. (Unternehmensbewertung), Sp. 2414; Richter, F. (Kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung), S. 39; Popp, M. (

<sup>43</sup> Vgl. Lutz, H. (Entscheidungswerte), S. 28; Sieben, G./Zapf, B. (Unternehmensbewertung), S. 3.

<sup>44</sup> Vgl. Sieben, G. (Unternehmensbewertung), Sp. 4316. Die Prinzipien der Subjektivität wurden von Schmalenbach bereits 1937 postuliert: „Der Wert einer jeden Sache wird nur bestimmt durch den Nutzen, den sie zu bringen vermag; was nicht irgendwie nützlich ist, hat keinen Wert.“ Vgl. Schmalenbach, E. (Finanzierung), S. 29. Die Zukunftsbezogenheit wurde ebenfalls 1937 gefordert: „Es kommt bei dem Werte einer Unternehmung, ebenso wenig wie bei anderen Sachen, nicht darauf an, was dieser Gegenstand gekostet hat, was er geleistet hat, oder was sonst in der Vergangenheit von ihm bekannt ist, sondern lediglich zukünftige Umstände sind für den Wert des Gegenstandes bestimmend.“ Vgl. Schmalenbach, E. (Finanzierungen), S. 24. Die Gesamtbewertung wurde sogar bereits 1917 empfohlen: „Auch die praktische Erfahrung lehrt, dass bei Unternehmen der Wert nicht bestimmt werden kann durch eine Addition der konditionalen Einzelwerte.“ Vgl. Schmalenbach, E. (Werte), S. 6. Zum Überblick zu Schmalenbachs Auffassungen zur Unternehmensbewertung vgl. Sieben, G. (Auffassung). Zu dem Lebenswerk von Schmalenbach vgl. Kruk, M./Potthoff, E./Sieben, G. (Schmalenbach)

lichkeiten des Bewertungssubjektes ab.<sup>45</sup> Somit hat dieser Wert nur für die der Bewertung zu Grunde liegende spezifische „Subjekt-Objekt-Relation“<sup>46</sup> Gültigkeit und ist nicht allgemein gültig.<sup>47</sup> Die Berücksichtigung der subjektiven Sichtweise führt dazu, dass im Gegensatz zu den vollkommenen Märkten, an denen sich Gleichgewichtspreise aufgrund homogener Sichtweisen aller Marktteilnehmer bilden,<sup>48</sup> Verkäufer und Erwerber zu unterschiedlichen Werten gelangen und damit ein Verkauf bzw. Erwerb eines Unternehmens aus beider Sicht vorteilhaft sein kann.<sup>49</sup> Unterschiedliche Ziele und Handlungsoptionen von Verkäufer und Erwerber sind damit die Voraussetzung für Transaktionen.

Dem *Prinzip der Zukunftsbezogenheit* zufolge wird lediglich der künftige Erfolg, den ein Unternehmen dem präsumtiven Erwerber erwartungsgemäß stiften wird, als bewertungsrelevant angesehen.<sup>50</sup> Der Erwerber wird insofern nur einen Kaufpreis zahlen wollen, welcher den von ihm zukünftigen Nutzen widerspiegelt, den er nach der Übernahme aus dem Unternehmen erwartet.<sup>51</sup> Um dem Prinzip der Zukunftsorientierung zu entsprechen, ist mithin die alleinige Berücksichtigung zukünftiger Zahlungsströme nach dem bestehenden Geschäftskonzept nicht ausreichend, vielmehr müssen auch die Veränderungen des Geschäftskonzeptes berücksichtigt werden, da es sich andernfalls um eine statische Be trachtung handelt. Die Erfolge der Vergangenheit sind hingegen nur insofern relevant, wie sie Indikatoren für zukünftige Erfolge sind.<sup>52</sup>

Durch das *Prinzip der Gesamtbewertung* oder auch der Bewertungseinheit wird gefordert, dass der Wert des Unternehmens nicht durch die Summation von Einzelwerten der Vermögensgegenstände und Schulden ermittelt wird,<sup>53</sup> sondern den Vermögenskomplex,<sup>54</sup> welcher zur Erwirtschaftung der zukünftigen Erträge im Rahmen der betrieblichen Tä

<sup>45</sup> Vgl. Drukarczyk, J. (*Unternehmensbewertung*), S. 126; Mandl, G./Rabe, K. (*Unternehmensbewertung*), S. 7 f.; Sieben, G./Zapf, B. (*Unternehmensbewertung*), S. 3; Sieben, G. (*Entscheidungswert*), S. 497. Engels beurteilt den subjektiven Wert hingegen als ein Geschmacksurteil und führt deshalb zur Klarstellung den gerundiven Wert ein, der der allgemein als subjektiven Wert verstandenen entscheidungsorientierten Wertkonzeption entspricht. Vgl. Engels, W. (*Bewertungslehre*), S. 11. In Deutschland wurde diese Bewertungssicht vor allem durch die Arbeiten von Eugen Schmalenbach bekannt. Vgl. Schmalenbach, E. (*Beteiligungsfinanzzierung*), S. 37-66; Schmalenbach, E. (*Finanzierungen*), S. 24-44; Schmalenbach, E. (*Werte*), S. 5-20.

<sup>46</sup> Vgl. Bretzke, W.-R. (*Prognoseproblem*), S. 126; Auf Grund stets zur Verfügung stehender alternativer Opportunitäten des Entscheidungsträgers geht Sieben von einer Objekt-Subjekt-Objekt- bzw. Subjekt-Objekt-Objekt-Beziehung aus. Vgl. Sieben, G. (*Kaufpreisbestimmung*), S. 87.

<sup>47</sup> Vgl. Mandl, G./Rabe, K. (*Unternehmensbewertung*), S. 7 f.

<sup>48</sup> Vgl. Richter, F. (*Unternehmensbewertung*), S. 302.

<sup>49</sup> Vgl. Lutz, H. (*Entscheidungswerte*), S. 28; Sieben, G./Zapf, B. (*Unternehmensbewertung*), S. 3.

<sup>50</sup> Vgl. Münstermann, H. (*Wert*), S. 21; Moxter, A. (*Grundsätze*), S. 79.

<sup>51</sup> Vgl. Ballwieser, W./Leuthier, R. (*Grundprinzipien*), S. 548.

<sup>52</sup> Vgl. Lutz, H. (*Entscheidungswerte*), S. 73; Jacobs, O. H./Scheffler, W. (*Unternehmensbewertung*), Sp. 1979; Sieben, G./Zapf, B. (*Unternehmensbewertung*), S. 20.

<sup>53</sup> SCHMALENBACH kritisiert diese Vorgehensweise bereits 1917 vgl. Schmalenbach, E. (*Werte*), S. 6.

<sup>54</sup> Dieses Vermögen wird häufig als betriebsnotwendig bezeichnet. Der Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens ist insofern gesondert zu ermitteln und hängt von der geplanten Disposition des Bewertungs subjektes ab. Vgl. Mandl, G./Rabe, K. (*Unternehmensbewertung*), S. 75.

tigkeit erforderlich ist, berücksichtigt.<sup>55</sup> Im weiteren Sinne betrachtet, ist es notwendig, das zu erwerbende Unternehmen, dessen Beitrag im Hinblick auf die Ziele des präsumtiven Käufers zu optimieren ist, als eine Einheit zu betrachten.<sup>56</sup>

Diese Grundprinzipien – Subjektivität, Zukunftsbezogenheit und Gesamtbewertung – sollen auch bei der Beurteilung der in Abschnitt 2.2 dargestellten Bewertungsmethoden herangezogen werden.

## 2.2. Überblick über Bewertungsmethoden

In der betriebswirtschaftlichen Theorie wurde eine Vielzahl von unterschiedlichen Bewertungsmethoden entwickelt, die ebenfalls ihren Niederschlag in der praktischen Anwendung gefunden haben. Diese Unternehmensbewertungsverfahren sind Gegenstand der nach dem Grundsatz der Bewertungseinheit<sup>57</sup> strukturierten Abbildung 2.1,<sup>58</sup> so dass zwischen Gesamtbewertungs- und Einzel- und Mischbewertungsverfahren unterschieden wird.<sup>59</sup>

Nach dieser Gliederung scheiden bereits die Substanzwert- und Net Asset Value-Methoden als Einzelbewertungsverfahren und die Mischwertverfahren als entscheidungsorientierte Bewertungsmethoden aus. Obwohl die Net Asset Value-Methode – nach welcher sich der Unternehmenswert als Summe der Verkehrswerte der Immobilien abzüglich der Schulden bestimmen lässt<sup>60</sup> – als Einzelbewertungsmethode aus dem Blickwinkel der entscheidungsorientierten Unternehmensbewertung offensichtlich nicht angemessen sind, nimmt in der deutschsprachigen Literatur die Diskussion um die Anwendung der Net Asset Value-Methode zur Bewertung von Immobilienunternehmen zu.<sup>61</sup> Bestechend ist auf den ersten Blick dabei die Argumentation, dass die Net Asset Value-Methode trotz der

---

<sup>55</sup> Vgl. Münstermann, H. (Wert), S. 19; Großfeld, B. (Anteilsbewertung), S. 28; Helbling, C. (Unternehmensbewertung), S. 72.

<sup>56</sup> Vgl. Ballwieser, W./Leuthier, R. (Grundprinzipien), S. 548; Sieben, G./Zapf, B. (Unternehmensbewertung), S. 14; Sieben, G./Diedrich, R. (Wertfindung); S. 805.

<sup>57</sup> Hiernach sind Unternehmen stets als eine Erfolgs- und Bewertungseinheit zu betrachten. Vgl. Münstermann, H. (Wert), S. 17. Diese Sichtweise wird systemtheoretisch damit begründet, dass ein System als geordnete Gesamtheit nicht nur aus seinen Elementen, sondern auch aus der Menge seiner Relationen besteht und insofern mehr ist als die Summe seiner Teile. Vgl. Ballwieser, W./Leuthier, R. (Grundprinzipien), S. 548.

<sup>58</sup> Vgl. Mandl, G./Rabe, K. (Unternehmensbewertung), S. 30.

<sup>59</sup> Die Mischbewertungsverfahren werden in dieser Arbeit nicht betrachtet, da aufgrund ihrer Zusammensetzung aus Einzel- und Gesamtbewertungsverfahren keine Erkenntnisse gewonnen werden können, welche nicht bereits aus der getrennten Analyse der Einzel- und Gesamtbewertungsverfahren gewonnen werden können.

<sup>60</sup> Vgl. Falla, J. (Valuation), S. 227-232 und S. 422-428; Haub, C. (Erfolgschancen), S. 156; Moss, A. (Property), S. 186; Scharpennack, F./Nack, U./Haub, C. (Immobilien-Aktiengesellschaften), S. 670; Thomaschowski, D./Rehkugler, H./Nack, U. (Net Asset Value); S. 59.

<sup>61</sup> Vgl. u.a. Cadmus, A. (Immobilien-Aktiengesellschaften), S. 96-106; Haub, C. (Erfolgschancen), S. 150; Rehkugler, H. (Chancen), S. 1-32; Rehkugler, H./Thomaschowski, D. (Immobilien-AG), S. 331-335; Thomaschowski, D./Rehkugler, H./Nack, U. (Net Asset Value), S. 55-72; Schäfers, W./Hörner, C. (Privatisie-

Einzelbewertung von Vermögensgegenständen und Schulden, ein identisches Bewertungsergebnis wie eine Gesamtbewertungsmethode erzielen könne, da sowohl der Wert der Immobilien als auch der Wert des Unternehmens im Rahmen der Gesamtbewertung auf den zukünftigen Ertrags- bzw. Einzahlungsüberschüssen beruhe und somit nach dem Grundsatz der Kapitalwertadditivität zu dem Unternehmenswert aggregiert werden könne.<sup>62</sup> Da sich Hinweise auf dieses auch als theoretische Bilanz bezeichnete Konzept bereits bei Schmalenbach,<sup>63</sup> der gleichzeitig die bereits in Abschnitt 2.1 dargestellten Prinzipien der entscheidungsorientierten Unternehmensbewertung definiert hat,<sup>64</sup> finden, soll die Net Asset Value-Methode, obwohl es sich um eine Einzelbewertungsmethode handelt, im Hinblick auf ihre Anwendbarkeit in Entscheidungssituationen untersucht werden.

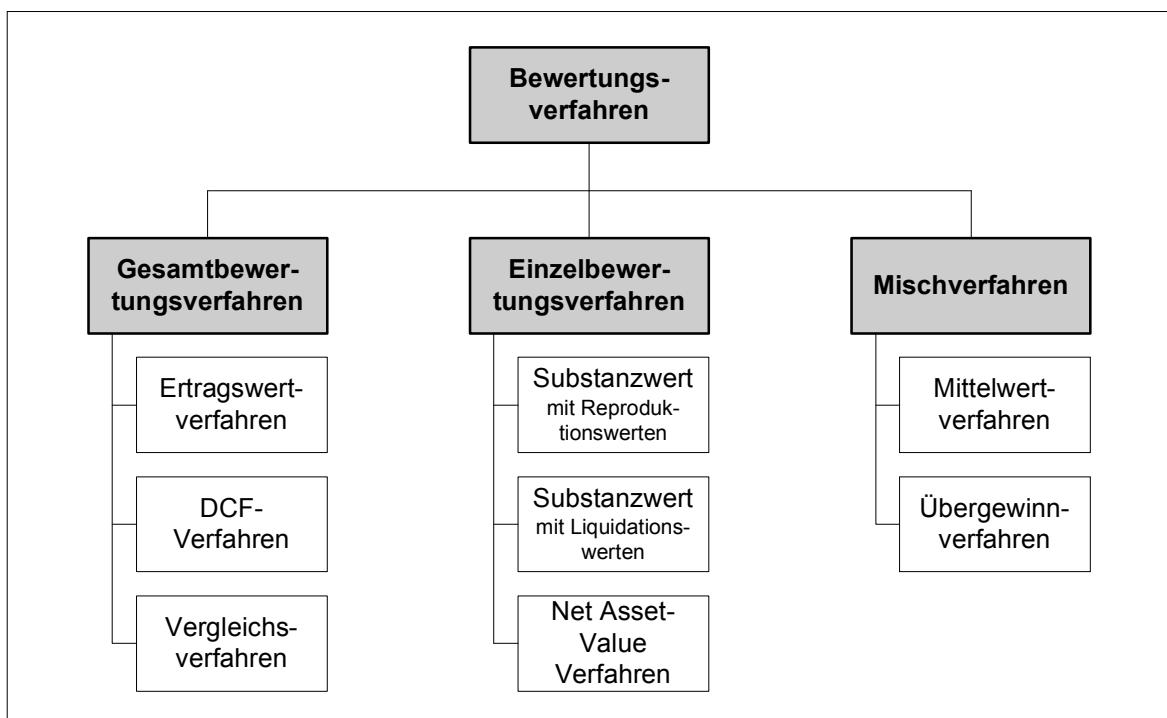


Abbildung 2.1: Übersicht der Unternehmensbewertungsverfahren<sup>65</sup>

Hinsichtlich der *Vergleichsbewertungsmethoden* muss - obwohl es sich um Gesamtbewertungsverfahren handelt - konstatiiert werden, dass diese nicht den Anforderungen der entscheidungsorientierten Unternehmensbewertung genügen:<sup>66</sup> Zu dieser Einschätzung trägt insbesondere bei, dass individuelle Zielsetzungen, Präferenzen und Unternehmens-

rung), S. 535; Schäfers, W./Siepmann, A./Stock, A. (Bewertung), S. 388-392; Scharpenack, F. /Nack, U. /Haub, C. (Immobilien-Aktiengesellschaften), S. 655-688.

<sup>62</sup> Vgl. Bals, W. (Immobilienfonds), S. 200; Drukarczyk, J. (Theorie), S. 130; Thomaschowski, D./Rehgugler, H./Nack, U. (Net Asset Value), S. 59.

<sup>63</sup> Vgl. Schmalenbach, E. (Bilanz), S. 46-47 und ebenso Rieger, W. (Privatwirtschaftslehre), S. 213-215.

<sup>64</sup> Vgl. Schmalenbach, E. (Finanzierung), S. 24-29; Schmalenbach, E. (Werte), S. 6.

<sup>65</sup> In Anlehnung an Mandl, G./Rabel, K. (Methoden), S. 51; Mandl, G./Rabel, K. (Unternehmensbewertung), S. 30.

<sup>66</sup> Vgl. Mandl, G./Rabel, K. (Unternehmensbewertung), S. 30.

konzepte eines präsumtiven Erwerbers nicht berücksichtigt werden, sondern anhand von Marktdaten eine objektivierte Ermittlung von potenziellen Marktpreisen erfolgt.<sup>67</sup> Auch wenn Vergleichsbewertungsmethoden zur Wertindikation in frühen Phasen einer Unternehmenstransaktion und zur Plausibilisierung von Bewertungsergebnissen herangezogen werden können,<sup>68</sup> werden sie im Folgenden aufgrund der mangelnden Berücksichtigung des Subjektivitätsprinzips der entscheidungsorientierten Unternehmensbewertung nicht weiter diskutiert.<sup>69</sup>

Nach der in Abbildung 2.1 dargestellten Übersicht der Unternehmensbewertungsmethoden<sup>70</sup> verbleiben die Discounted Cash Flow- und Ertragswertmethoden als entscheidungsorientierte Bewertungsmethoden. Da die Ertragswertmethode ebenso wie der DCF-Equity-Ansatz eine Nettobewertungsmethode ist und sich somit vergleichbare Fragen ergeben, soll dieses Verfahren im Folgenden ausgeklammert werden und unter dem DCF-Equity-Ansatz subsumiert werden. Eine parallele Anwendung dieser Bewertungsmethoden würde vor allem zu einer Diskussion der Unterschiede und der Überleitbarkeit der Ergebnisse der Methoden führen würde. Einerseits liegt zu dieser Fragestellung bereits umfangreiche Literatur<sup>71</sup> vor und andererseits würde die Wiederholung dieser Diskussion dem Fokus der Arbeit auf die Spezifikation von ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen nicht gerecht werden. Deshalb soll im Folgenden aus den Discounted Cash Flow-Methoden eine Bewertungsmethode für die weitere Untersuchung ausgewählt werden.

Als Kriterien für die Auswahl einer Bewertungsmethode wird dabei auf die im Abschnitt 2.1 dargestellten Aspekte zurückgegriffen: Die Methoden sollen als Grundvoraussetzung zur weiteren Anwendung entscheidungsorientiert sein.

---

<sup>67</sup> Vgl. Sewing, P. (Kauf), S. 221; Peemöller, V. H./Meister, J. M./Beckmann, C. (Multiplikatoransatz), S. 200; Seppelfricke, P. (Multiplikatorverfahren), S. 174; Böcking, H.-J./Nowak, K. (Unternehmensbewertung), S. 173.

<sup>68</sup> Vgl. Buchner, R./Englert, J. (Bewertung), S. 1579.

<sup>69</sup> In der Unternehmensbewertungsliteratur hat bereits eine umfangreiche Diskussion der Vergleichsmethoden stattgefunden. Vgl. hierzu u.a. Bausch, A. (Multiplikator-Methode), S. 448-459; Böcking, H.-J./Nowak, K. (Unternehmensbewertung), S. 169-176; Buchner, R./Englert, J. (Bewertung), S. 1573-1580; Kerler, P. (Mergers), S. 205; Küting, K./Eidel, U. (Marktwertansatz), S. 225-231; Lohnert, P. G./Böckmann, U. J. (Multiplikatorverfahren), S. 401-426; Moser, U./Auge-Dickhut, S. (Marktpreisabschätzungen), S. 10-22; Sanfleber-Decher, M. (Unternehmensbewertung), S. 597-603; Schäfers, W./Siepmann, A./Stock, A. (Bewertung), S. 396; Seppelfricke, P. (Multiplikatorverfahren), S. 300-307; Sewing, P. (Kauf), S. 221; Peemöller, V. H./Meister, J. M./Beckmann, C. (Multiplikatoransatz), S. 197-209.

<sup>70</sup> Vgl. S. 15 dieser Arbeit.

<sup>71</sup> Vgl. u. a. zur Gegenüberstellung und zur Überleitung der Discounted Cash Flow- und Ertragswertmethoden bzw. der Discounted Cash Flow-Methoden miteinander Albrecht, T. (Anmerkungen), S. 511-516; Ballwieser, W. (Verbindung), S. 361-373; Ballwieser, W. (Discounted Cash Flow), 81-91; Ballwieser, W. (Aspekte), S. 119-129; Hachmeister, D. (Discounted Cash Flow), S. 101-139; Drukarczyk, J. (DCF-Methoden), S. 329-334; Hachmeister, D. (Finanzierung), S. 251- 277; Kaden, J./Wagner, W., Weber, T./Wenzel, K. (Methodenharmonisierung), S. 499-508; Kirsch, H.-J./Krause, C. (Überlegungen), S. 793-812; Kruschwitz, L./Löffler, A. (DCF), S. 235-254; Küting, K./Eidel, U. (Marktwertansatz), S. 225-231; Schultze, W. (Methoden), S. 511-558; Seppelfricke, P. (Unternehmensbewertung), S. 36-41; Sieben, G. (Ertragswertverfahren), S. 713-737; Steiner, M./Wallmeier, M. (Unternehmensbewertung), S. 1-10.

### 2.3. Discounted Cash Flow-Methoden

Die DCF-Methoden basieren auf den grundlegenden Überlegungen über die Auswirkungen einer Veränderung der Kapitalstruktur von Unternehmen auf deren Unternehmenswert von *Modigliani/Miller* aus dem Jahr 1958.<sup>72</sup> Durch Arbitrageüberlegungen<sup>73</sup> beweisen sie, dass in einer Welt ohne Steuern und bei vollkommenem Kapitalmarkt eine Änderung der Kapitalstruktur keinen Einfluss auf den Wert des Unternehmens hat, sondern dass dieser durch das operative Geschäft des Unternehmens geprägt wird.<sup>74</sup> Diese Erkenntnis beruht auf der Überlegung, dass Anteilseigner durch private Mittelanlage und -aufnahme die gleiche Vermögensposition erreichen können wie vor einer Änderung der Kapitalstruktur. Veränderungen der Kapitalstruktur schaffen in einem vollkommenen Markt ohne Besteuerung somit keinen Mehrwert für die Anteilseigner.

Wird die Prämisse der Steuerfreiheit von Unternehmen und Anteilseignern in dieser Modellwelt aufgehoben, so kann das Theorem der Irrelevanz der Kapitalstruktur nicht mehr aufrechterhalten werden. 1963 zeigen Modigliani/Miller, dass Kapitalstrukturmaßnahmen den Unternehmensgesamtwert verändern, wenn die aus der Anrechenbarkeit der Fremdkapitalzinsen auf die steuerliche Bemessungsgrundlage des Unternehmens resultierenden steuerlichen Vorteile des Unternehmens auf der Anteilseignerebene nicht oder nur unvollständig dupliziert werden können.<sup>75</sup> Insofern setzt sich der Unternehmensgesamtwert aus dem Wert bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung und dem aus den Finanzierungsentscheidungen resultierenden Wert der Steuervorteile, der so genannten Tax Shields, zusammen.

An den Überlegung von Modigliani/Miller 1963 knüpft Myers 1974 an und schlägt den Adjusted Present Value-Ansatz (APV) zur Bewertung von Unternehmen vor,<sup>76</sup> als Lösung für die Probleme bei der Bewertung von Unternehmen mit einer autonomen Finanzierungspolitik mittels gewichteter Kapitalkosten.<sup>77</sup>

Die Discounted Cash Flow-Methoden unterscheiden sich – wie in der folgenden Abbildung 2.2 dargestellt – auf den ersten Blick vor allem in der Ermittlung des Wertes des Eigenkapitals.<sup>78</sup>

---

<sup>72</sup> Vgl. Modigliani, F./Miller, M. H. (Cost), S. 261-267.

<sup>73</sup> Für eine eingängige Darstellung des Arbitragebeweises vgl. Copeland, T. E./Weston, J. F. (Financial Theory), S. 439-444; Drukarczyk, J. (Unternehmensbewertung), S. 176-201 und im Hinblick auf das deutsche Halbeinkünfteverfahren auch Lobe, S. (Steuervorteil), S. 645-652, Drukarczyk, J./Lobe, S. (Halbeinkünfteverfahren), S. 2-9; Drukarczyk, J./Lobe, S. (Discounted Cash Flow), S. 15-19.

<sup>74</sup> Vgl. Brealey, R. A./Meyers, S. C. (Corporate Finance), S. 473.

<sup>75</sup> Vgl. Modigliani, F./Miller, M. H. (Correction), S. 433-443.

<sup>76</sup> Vgl. Meyers, S. C. (Interactions).

<sup>77</sup> Vgl. Brealey, R. A./Meyers, S. C. (Corporate Finance), S. 555.

<sup>78</sup> Vgl. Hachmeister, D. (Finanzierung), S. 256; Steiner, M./Wallmeier, M. (Unternehmensbewertung), S. 3.

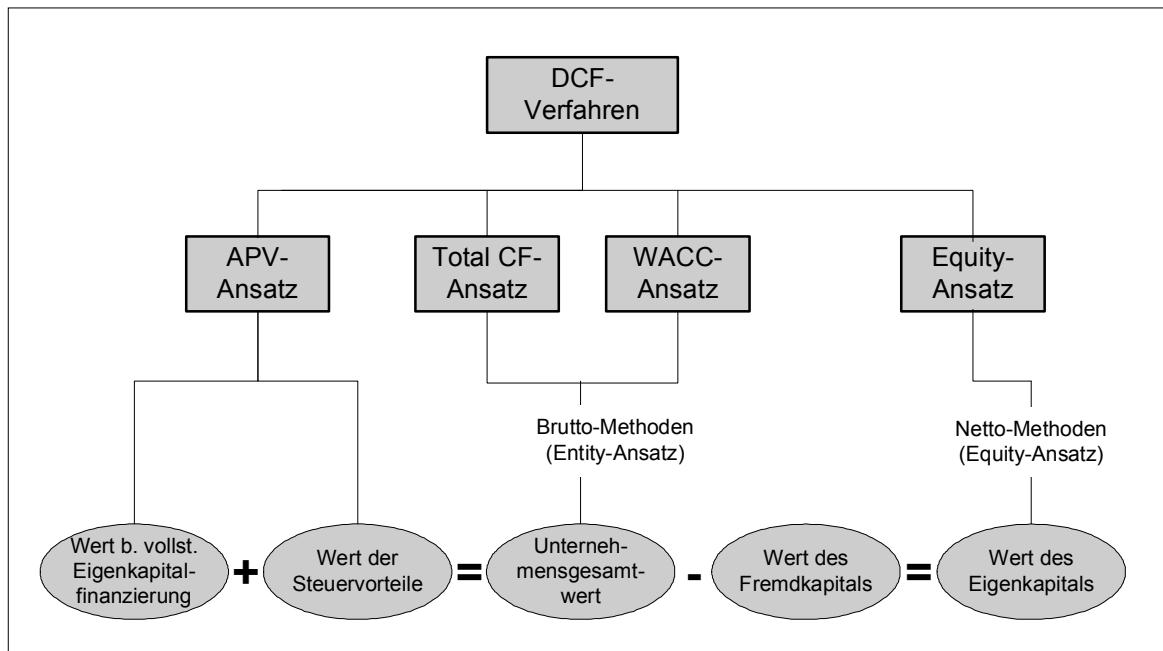


Abbildung 2.2: Übersicht über die Zukunftserfolgsverfahren<sup>79</sup>

Die Discounted Cash Flow-Methoden lassen sich anhand der unterschiedlichen Berücksichtigung von Zahlungsströmen an Fremdkapitalgeber in Brutto- bzw. Entity- und Netto- bzw. Equity-Ansätze unterscheiden.<sup>80</sup> Während bei Brutto- bzw. Entity-Ansätzen zunächst der Unternehmensgesamtwert ermittelt wird, in einem zweiten Schritt die Ansprüche der Fremdkapitalgeber berücksichtigt werden und als Residualgröße der Wert des Eigenkapitals berechnet wird,<sup>81</sup> erfolgt die Ermittlung des Wertes des Eigenkapitals im Equity-Ansatz in einem Schritt.<sup>82</sup>

Weitere Differenzierungen der Entity-Ansätze basieren auf der unterschiedlichen Berücksichtigung der aus der Absetzbarkeit der Fremdkapitalzinsen resultierenden Steuerersparnis (Tax Shield).<sup>83</sup> Bei dem Entity-Ansatz wird das Tax Shield im Diskontierungszins berücksichtigt, in der Total-Cashflow- und dem APV-Ansatz hingegen direkt im zu diskontierenden Cash Flow.<sup>84</sup> Im Gegensatz zum Total Cash Flow-Ansatz wird das Tax Shield im APV-Ansatz jedoch separat bewertet.<sup>85</sup>

<sup>79</sup> In Anlehnung an Schultze, W. (Methoden), S. 89; Steiner, M./Wallmeier, M. (Unternehmensbewertung), S. 3.

<sup>80</sup> Vgl. Ballwieser, W. (Aspekte), S. 121.

<sup>81</sup> Vgl. Steiner, M./Wallmeier, M. (Unternehmensbewertung), S. 3.

<sup>82</sup> Vgl. Bätzner, B./Timmreck, C. (DCF-Methode), 5; Copeland, T. E./Koller, T./Murrin, J. (Valuation), S. 146; Hayn, M. (Junge Unternehmen), S. 195; Rappaport, A. (Shareholder Value), S. 69.

<sup>83</sup> Vgl. Küting, K./Eidel, U. (Marktwertansatz), S. 227.

<sup>84</sup> Vgl. Steiner, M./Wallmeier, M. (Unternehmensbewertung), S. 4-5; Richter, F. (DCF-Methoden), S. 228.

<sup>85</sup> Vgl. Drukarczyk, J. (Unternehmensbewertung), S. 231; Wallmeier, M. (Kapitalkosten), S. 1474.

Der Vorteil der Anwendung der DCF-Ansätze ist von der Finanzierungs- und Ausschüttungspolitik des zu bewertenden Unternehmens abhängig.<sup>86</sup> In der Literatur wird die Diskussion um die Vorteilhaftigkeit einzelner Bewertungsansätze in Abhängig von der geplanten Finanzierungs- und Ausschüttungspolitik z. T. mit der Argumentation verdrängt, dass unter gleichen Finanzierungs- und Ausschüttungsannahmen alle Ansätze zum gleichen Ergebnis führen.<sup>87</sup> Diese simplifizierende Betrachtung ist zwar grundsätzlich im so genannten Rentenfall – also dem Fall, in dem uniforme, konstante und Ewige fließende Einzahlungsüberschüsse bestehen und neben anderen restriktiven Annahmen vor allem der Verschuldungsgrad konstant gehalten wird – zutreffend,<sup>88</sup> da sich in dieser Laborsituation alle Ansätze algebraisch ineinander überführen lassen.<sup>89</sup> Wird jedoch die Prämissenwelt des Rentenfalls verlassen, so ist die Überführung der verschiedenen Ansätze in der praktischen Anwendung nicht mehr trivial und kann zu erheblichen Abweichungen führen, da sich die gewünschte Identität der Finanzierungs- und Ausschüttungsannahmen nicht mehr ohne weiteres herstellen lässt.<sup>90</sup>

Vor diesem Hintergrund ist die Entscheidung für einen Bewertungsansatz unter Berücksichtigung der Finanzierungs- und Ausschüttungsannahme notwendig, um eine korrekte Bewertung zu ermöglichen.<sup>91</sup> Im Folgenden sollen deshalb zunächst die wertorientierte und die autonome Finanzierungs- und Ausschüttungspolitik als mögliche Ausprägungen vorgestellt werden, um daran anschließend die DCF-Ansätze zu beschreiben.

### 2.3.1. Prämisse der Finanzierungs- und Ausschüttungspolitik

Bei der Berücksichtigung zukünftig erwarteter Erfolge ist ebenfalls die angestrebte und im Folgenden als Finanzierungs- bzw. Ausschüttungspolitik bezeichnete Gestaltung der Kapitalstruktur eines Unternehmens bzw. der Ausschüttung an dessen Anteilseigner zu berücksichtigen,<sup>92</sup> die unterschiedliche Ausprägungen annehmen kann. Im Hinblick auf die

<sup>86</sup> Vgl. Wallmeier, M. (Kapitalkosten), S. 1474.

<sup>87</sup> Vgl. u. a. IDW (Grundsätze), Rz. 106, S. 835 und Rz. 124, S. 837. Kruschwitz/Löffler weisen darauf hin, dass der APV-Ansatz und der WACC-Ansatz aufgrund der unterschiedlichen impliziten Finanzierungsannahmen zu unterschiedlichen Ergebnissen führen müssen. Eine Überführung der Bewertungsergebnisse ist zwar grundsätzlich möglich, aber mit unnötigen Rechnungen verbunden, da für die jeweilige Finanzierungspolitik ein angemessener Ansatz existiert. Vgl. Kruschwitz, L./Löffler, A. (Missverständnisse), S. 731.

<sup>88</sup> Vgl. Schwetzler, B./Darijtschuk, N. (Zirkularitätsproblem), S. 299.

<sup>89</sup> Vgl. Richter, F. (DCF-Methoden), S. 231.

<sup>90</sup> Vgl. Wallmeier, M. (Kapitalkosten), S. 1473-1490.

<sup>91</sup> Vgl. Kruschwitz, L./Löffler, A. (Missverständnisse), S. 731.

<sup>92</sup> Diese Erkenntnis geht auf die Arbeiten von *Modigliani/Miller* zu den Irrelevanztheoremen der Finanzierung und Ausschüttung zurück. Vgl. Modigliani, F./Miller, M. H. (Cost), S. 261-267; Miller, M. H./Modigliani, F. (Dividend Policy), S. 428-430. Diese Theoreme zeigen die Bedingungen auf, unter denen der Unternehmenswert ausschließlich von Realinvestitionen und nicht von der Ausschüttung und der Finanzierung abhängig ist. Vgl. Schneider, D. (BWL), S. 359. Im Umkehrschluss wurde aufgrund der restriktiven Annahmen von Modigliani/Miller deutlich, welche Aspekte über die Investitionspolitik hinaus bewertungsrelevant sind. Vgl. Miller, M. H. (M/M Prepositions), S. 100.

se Fragestellung hat *Richter* vorgeschlagen zwischen einer wertorientierten und einer autonomen Finanzierungspolitik zu unterscheiden.<sup>93</sup>

Im Rahmen der *wertorientierten Finanzierungspolitik* wird von einem konstanten Finanzierungsrisiko ausgegangen, indem angenommen wird, dass der Verschuldungsgrad – also das Verhältnis zwischen dem Wert des Fremd- und Eigenkapitals – konstant bleibt.<sup>94</sup> Diese Annahme führt dann zu in Abhängigkeit vom Unternehmensgesamtwert schwankenden Fremdkapitalbeständen.<sup>95</sup> Die wertorientierte Finanzierungspolitik setzt zur Aufrechterhaltung eines konstanten Verschuldungsgrades aber auch eine entsprechende Ausschüttungspolitik voraus: Nur wenn der nach Berücksichtigung des Kapitaldienstes verbleibende Einzahlungsüberschuss an die Anteilseigner ausgeschüttet wird,<sup>96</sup> ergibt sich keine Liquiditätsveränderung und damit keine ungewollten Veränderungen der Nettofinanzschulden.<sup>97</sup> Diese im Folgenden als *wertorientiert* bezeichnete Ausschüttungspolitik<sup>98</sup> ist untrennbar mit der auf die Einfrierung des Finanzierungsrisikos bedachten Finanzierungspolitik verbunden.

Im Gegensatz dazu sind die Gestaltungsüberlegungen der *autonomen Finanzierungs- und Ausschüttungspolitik* unabhängig von dem Unternehmensgesamtwert,<sup>99</sup> was im Zeitablauf zu variablen Verschuldungsgraden und damit zu einer Veränderung des Finanzierungsrisikos führen kann.<sup>100</sup>

Da den DCF-Ansätzen unterschiedliche inhärente Annahmen bezüglich der Finanzierungs- und Ausschüttungspolitiken zu Grunde liegen, scheint die Bewertung eines Unternehmens eine Entscheidung über die Finanzierungspolitik vorauszusetzen, um auf dieser Grundlage eine angemessene Bewertungsmethode zu wählen.<sup>101</sup>

---

<sup>93</sup> Vgl. Richter, F. (Verschuldungsgrad), S. 379-389.

<sup>94</sup> Vgl. Ballwieser, W. (Methoden), S. 130; Wallmeier, M. (Kapitalkosten), S. 1474; Löffler, A. (WACC), S. 296.

<sup>95</sup> Vgl. Krolle, S. (Unternehmensbewertung), S. 25. Diese Vorgehensweise führt dazu, dass bei gegebenem Investitionsrisiko den Gläubigern genau das Risiko zugeordnet wird, das diese zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses übernehmen wollten und auf dessen Basis sie den Kreditzinssatz bemessen haben. Insofern wäre eine wertorientierte Finanzierungspolitik im Interesse der Gläubiger, zumal diese das Insolvenzrisiko deutlich senken würde. Vgl. Drukarczyk, J. (Unternehmensbewertung), S. 276.

<sup>96</sup> Vgl. Drukarczyk, J./Richter, F. (APV-Ansatz), S. 570-571.

<sup>97</sup> Vgl. Drukarczyk, J. (Unternehmensbewertung), S. 219.

<sup>98</sup> Drukarczyk, J. bezeichnet die in dieser Arbeit wertorientiert genannte Ausschüttungspolitik als residuale. Vgl. Drukarczyk, J. (Unternehmensbewertung), S. 209.

<sup>99</sup> Vgl. Drukarczyk, J. (Unternehmensbewertung), S. 209.

<sup>100</sup> Vgl. Löffler, A. (WACC), S. 296; Drukarczyk, J./Honold, D. (Unternehmensbewertung), S. 343.

<sup>101</sup> Vgl. Kruschwitz, L./Löffler, A. (Missverständnisse), S. 731.

### 2.3.2. Entity-Ansätze

Bei den Entity-Ansätzen haben sich zwei Varianten – der WACC- und der Total Cash Flow-Ansatz – herausgebildet, die sich bezüglich der Berücksichtigung der finanziungsbedingten Steuerersparnisse unterscheiden<sup>102</sup> und im Folgenden dargestellt werden.

#### 2.3.2.1. WACC-Ansatz

Der Gewichtete Kapitalkosten-Ansatz oder WACC<sup>103</sup>-Ansatz zählt zu den Entity-Ansätzen. Zur Berechnung des Unternehmensgesamtwertes wird der Zahlungsstrom (Free Cash Flow)<sup>104</sup> diskontiert, welcher sowohl den Ansprüchen der Eigen- als auch der Fremdkapitalgeber dient und somit von der tatsächlichen Finanzierungsstruktur abstrahiert wird.<sup>105</sup> Da eine vollständige Eigenkapitalfinanzierung unterstellt wird; bleiben damit die steuerlichen Vorteile aus der Anrechenbarkeit der Fremdkapitalzinsen (Tax Shield) zunächst unbeachtet.<sup>106</sup> Tatsächlich stünde den Eigen- und Fremdkapitalgebern jedoch auch der Steuervorteil aus der Fremdfinanzierung zur Verfügung.<sup>107</sup> Dieses Tax Shield wird nicht durch eine Modellierung im Cashflow, sondern durch eine Adjustierung des gewichteten Kapitalkostensatzes berücksichtigt.<sup>108</sup> Der Unternehmensgesamtwert ergibt sich formal wie folgt:<sup>109</sup>

$$(2.1) \quad V^F = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{X_t^E \times (1 - s_{USL}) \times (1 - s_{EST})}{(1 + r_{WACC} \times (1 - s_{EST}))^t}$$

mit:  $V^F$  Unternehmensgesamtwert bei realisierter Finanzierung;  $X_t^E$  Zahlungsstrom bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung,  $r_{WACC}$  Gewichtete Kapitalkosten im Rahmen des WACC-Ansatzes;  $s_{USL}$  Unternehmenssteuersatz;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz.

Die gewichteten Kapitalkosten repräsentieren die realisierte bzw. geplante Finanzierungsstruktur und die daraus resultierenden Finanzierungskosten eines Unternehmens und dienen der Diskontierung des zukünftigen Free Cashflows und werden wie folgt ermittelt:<sup>110</sup>

---

<sup>102</sup> Vgl. Baetge, J./Niemeyer, K./ Kümmel, J. (Verfahren), S. 270; Seppelfricke, P. (Unternehmensbewertung), S. 25.

<sup>103</sup> Weighted Average Cost of Capital oder gewichtete Kapitalkosten.

<sup>104</sup> Der Free Cashflow wird von Jensen als der Cashflow bezeichnet, der verbleibt, wenn alle Projekte finanziert wurden, deren Nettobarwert bei einer Diskontierung mit den relevanten Kapitalkosten positiv ist. Vgl. Jensen, M. C: (Agency Costs), S. 323.

<sup>105</sup> Vgl. Steiner, M./Wallmeier, M. (Unternehmensbewertung), S. 5.

<sup>106</sup> Vgl. ESSLER, W./Kruschwitz, L./Löffler, A. (Anwendung), S. 135.

<sup>107</sup> Vgl. Ross, S. A./Westerfield, R. W./Jaffee, J. F. (Corporate Finance), S. 440.

<sup>108</sup> Vgl. Ballwieser, W. (Discounted Cash Flow), S. 85; Hachmeister, D. (Discounted Cash Flow), S. 220; Küting, K./Eidel, U. (Marktwertansatz), S. 227, Moser, U. (Discounted Cash Flow), S. 118.

<sup>109</sup> Vgl. Drukarczyk, J./Honold, D. (Unternehmensbewertung), S. 336.

<sup>110</sup> Vgl. ESSLER, W./Kruschwitz, L./Löffler, A. (Anwendung), S. 136; Steiner, M./Wallmeier, M. (Unternehmensbewertung), S. 4.

$$(2.2) \quad r_{wacc} = k_F \frac{E}{V^F} + i_r (1 - s_{ust}) \frac{F_M}{V^F}$$

mit:  $r_{WACC}$  Gewichtete Kapitalkosten im Rahmen des WACC-Ansatzes;  $k_F$  Renditeforderung der Anteileigener eines verschuldeten Unternehmens;  $E$  Wert des Eigenkapitals;  $V^F$  Unternehmensgesamtwert bei realisierter Finanzierung;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $s_{ust}$  Unternehmensteuersatz;  $F_M$  Wert des Fremdkapitals.

Von dem so ermittelten Unternehmensgesamtwert wird im nächsten Schritt zur Ermittlung des Wertes des Eigenkapitals der Wert des Fremdkapitals abgezogen.<sup>111</sup>

Der WACC-Ansatz unterstellt eine wertorientierte Finanzierungs- und Ausschüttungspolitik, die sich auf Grund der gewichteten Kapitalkosten bei einem unterstellten konstanten Verschuldungsgrad<sup>112</sup> und damit konstanten Kapitalkosten ohne Interdependenzen zwischen zu diskontierenden Einnahmeüberschüssen und den gewichteten Kapitalkosten WACC bei der Wertermittlung berücksichtigt werden kann.<sup>113</sup> Bei einer autonomen Finanzierungspolitik ergeben sich hingegen Abhängigkeiten zwischen den Einnahmeüberschüssen und den gewichteten Kapitalkosten, da die Ermittlung der Kapitalisierungszinsfüße die Kenntnis des zu ermittelnden Wertes des Eigenkapitals voraussetzt.<sup>114</sup> Aufgrund der zirkularen Beziehung zwischen Kapitalisierungszinsfüßen und zu diskontierenden Einzahlungsüberschüssen wird diese Problematik auch als Zirkularitätsproblem bezeichnet.<sup>115</sup>

### 2.3.2.2. Total Cash Flow-Ansatz

Der Total Cash Flow-Ansatz ist ebenso wie der WACC-Ansatz ein Entity-Ansatz, wenngleich sie sich bezüglich der Berücksichtigung der finanziierungsbedingten Steuerersparnisse unterscheiden:<sup>116</sup> Während das Tax Shield im WACC-Ansatz in den gewichteten Kapitalkosten berücksichtigt wird, wird der aus Steuerersparnissen resultierende zusätzliche Einzahlungsüberschuss im Total Cash Flow dargestellt.<sup>117</sup> Damit ist der Total Cash Flow nicht mehr unabhängig von der Finanzierungspolitik des zu bewertenden Unterneh-

<sup>111</sup> Vgl. Ballwieser, W. (Discounted Cash Flow), S. 84; Essler, W./Kruschwitz, L./Löffler, A. (Anwendung), S. 134; Böcking, H.-J./Nowak, K. (Beitrag), S. 686; Kruschwitz, L./Löffler, A. (DCF), S. 242; Schmidtbaumer, R. (Marktbewertung), S. 148; Seppelfricke, P. (Unternehmensbewertung), S. 27.

<sup>112</sup> Diese wird häufig in Anlehnung an die branchenübliche Kapitalstruktur festgelegt. Vgl. Richter, F. (Finanzierungsprämissen), S. 1090.

<sup>113</sup> Für die Entwicklung der Kapitalstrukturen in Deutschland in den Jahren 1987–1994 vgl. Richter, F./Simon-Keuchhof, K. (Kapitalkostensätze), S. 703.

<sup>114</sup> Aus Berücksichtigung periodenspezifischer Kapitalstrukturen resultiert ein Interaktionsproblem, welches durch heutige Tabellenkalkulationsprogramme lösbar ist, aber die Ermittlung aufwendiger macht als bei Heranziehung einer Zielkapitalstruktur. Essler, W./Kruschwitz, L./Löffler, A. (Anwendung), S. 138; Schüller, A. (Halbeinkünfteverfahren), S. 1531.

<sup>115</sup> Vgl. Ballwieser, W./Coenenberg, A. G./Schulze, W. (Unternehmensbewertung), Sp. 2425.

<sup>116</sup> Vgl. Hachmeister, D. (Finanzierung), S. 255; Schultze, W. (Methoden), S. 320.

<sup>117</sup> Vgl. Böcking, H.-J./Nowak, K. (Beitrag), S. 686; Hachmeister, D. (Discounted Cash Flow), S. 108-109; Kruschwitz, L./Löffler, A. (DCF), S. 242; Steiner, M./Wallmeier, M. (Unternehmensbewertung), S. 7.

mens.<sup>118</sup> Der Unternehmensgesamtwert ergibt sich nach dem Total Cash Flow-Ansatz dann wie folgt:<sup>119</sup>

$$(2.3) \quad V^F = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{[(X_t^E - i_n F_{B,t-1}) \times (1 - s_U) + i_n F_{B,t-1}] \times (1 - s_{EST})}{(1 + r_{TCF} \times (1 - s_{EST}))^t}$$

mit:  $V^F$  Unternehmensgesamtwert bei realisierter Finanzierung;  $X_t^E$  Zahlungsstrom bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung,  $F_{B,t-1}$  Buchwert des Fremdkapitals in der Vorperiode,  $i_n$  Nominalzinssatz;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $r_{TCF}$  Gewichtete Kapitalkosten im Rahmen des Total Cash Flow-Verfahrens;  $s_U$  Unternehmersteuersatz;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz.

Da der Steuervorteil bereits im Total Cash Flow enthalten ist, ist eine Berücksichtigung des Tax Shields im Diskontierungszinssatz nicht mehr notwendig und die Bewertung wird somit vereinfacht:<sup>120</sup>

$$(2.4) \quad r_{TCF} = k_F \frac{E}{V^F} + i_r \frac{F_M}{V^F}$$

mit:  $r_{TCF}$  Gewichtete Kapitalkosten im Rahmen des Total Cash Flow-Verfahrens;  $k_F$  Renditeforderung der Anteilseigner eines verschuldeten Unternehmens;  $E$  Wert des Eigenkapitals;  $V^F$  Unternehmensgesamtwert bei realisierter Finanzierung;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $F_M$  Wert des Fremdkapitals.

Der Wert des Eigenkapitals ergibt sich im Total Cash Flow-Ansatz analog zum WACC-Ansatz, indem von dem Unternehmensgesamtwert der Wert des Fremdkapitals subtrahiert wird.<sup>121</sup>

Bei der Anwendung des Total Cash Flow-Ansatzes erfolgen sowohl bei wertorientierter als auch bei autonomer Finanzierungspolitik Interdependenzen zwischen den zu diskontierenden Total Cash Flows und den gewichteten Kapitalkosten: Im Fall einer wertorientierten Finanzierungspolitik sind die Total Cash Flows von dem zu ermittelnden Wert des Eigenkapitals abhängig, da nur die Kenntnis dieses Wertes die Ermittlung des Fremdkapitals und damit der im Total Cash Flow enthaltenen Steuervorteile aus der Finanzierung ermöglicht. Aber auch im Fall der autonomen Finanzierungspolitik ergibt sich eine Abhängigkeit von Kapitalisierungszinsfüßen und zu diskontierenden Einzahlungsüberschüssen analog zum WACC-Ansatz.

### 2.3.3. Adjusted Present Value-Ansatz

Der Adjusted Present Value-Ansatz (APV) unterscheidet sich von den vorgenannten Entity-Ansätzen<sup>122</sup> durch die komponentenweise Ermittlung des Unternehmensgesamtwert-

---

<sup>118</sup> Vgl. Hachmeister, D. (Discounted Cash Flow), S. 109; Seppelfricke, P. (Unternehmensbewertung), S. 28.

<sup>119</sup> In Anlehnung an die Unternehmensgesamtwertdefinition im WACC-Ansatz Vgl. Drukarczyk, J. /Hohnold, D. (Unternehmensbewertung), S. 336.

<sup>120</sup> Vgl. Hachmeister, D. (Finanzierung), S. 255; Seppelfricke, P. (Unternehmensbewertung), S. 28.

tes.<sup>123</sup> Der Wert des Eigenkapitals berechnet sich aus dem Wertbeitrag des unverschuldeten Unternehmens und des aus der tatsächlichen Kapitalstruktur resultierenden Steuervorteils abzüglich des Wertes des Fremdkapitals:<sup>124</sup>

$$(2.5) \quad E = V^E + V^{USt} - F_M$$

mit:  $E$  Wert des Eigenkapitals;  $V^E$  Wert des Unternehmens bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung;  $V^{USt}$  Wert des Unternehmensteuereffektes;  $F_M$  Wert des Fremdkapitals.

Es wird entsprechend dieser Struktur zunächst der Wert des Eigenkapitals bei angenommener vollständiger Eigenkapitalfinanzierung ermittelt, indem die bereits bei der Ermittlung des Unternehmensgesamtwertes im Rahmen des WACC-Ansatz heranzuziehenden Free Cash Flows mit der Renditeforderung der Eigenkapitalgeber bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung diskontiert werden:<sup>125</sup>

$$(2.6) \quad V^E = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{X_t^E \times (1 - s_{USt}) \times (1 - s_{EST})}{(1 + k_E \times (1 - s_{EST}))^t}$$

mit:  $V^E$  Wert des Unternehmens bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung;  $X_t^E$  Zahlungsstrom bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung,  $k_E$  Renditeforderung der Anteilseigner eines unverschuldeten Unternehmens;  $s_{USt}$  Unternehmensteuersatz;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz.

Im Gegensatz zum WACC-Ansatz ist das Tax Shield trotz identischer Cash Flows in diesem Wert bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung nicht berücksichtigt,<sup>126</sup> da dieser Einzahlungsüberschuss nicht mit den gewichteten Kapitalkosten, sondern mit den Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber diskontiert wird. Bei einem teilweise fremdfinanzierten Unternehmen wird der Unternehmensgesamtwert darüber hinaus noch durch den Wert der sich aus der Absetzbarkeit der Zinsaufwendungen ergebenden Steuerersparnisse beeinflusst.<sup>127</sup> Dieses Tax Shield muss – im Gegensatz zum WACC-Ansatz – bei Anwen-

<sup>121</sup> Vgl. Ballwieser, W. (Discounted Cash Flow), S. 84; Essler, W./Kruschwitz, L./Löffler, A. (Anwendung), S. 134; Böcking, H.-J./Nowak, K. (Beitrag), S. 686; Kruschwitz, L./Löffler, A. (DCF), S. 242; Schmidbauer, R. (Marktbewertung), S. 148.

<sup>122</sup> Die Zuordnung des APV-Ansatzes ist in der Literatur umstritten. Als separates Bewertungskonzept wird er von Drukarczyk, J. (Unternehmensbewertung), S. 176-178 u.a. betrachtet. Anderer Auffassung sind Bauer, U./Reiter, G./Wünschl, D./Kummert, B. (Unternehmenswertermittlung), S. 6; Koch, C. (Unternehmensbewertung), S. 20; Vgl. Küting, K./Eidel, U. (Marktwertansatz), S. 227; Mandl, Gerwald/Rabel, Klaus (Unternehmensbewertung), S. 372.

<sup>123</sup> Vgl. Myers, S. C. (Interactions), S. 1-25. Der Begriff Adjusted Present Value geht ebenfalls auf Myers zurück. Busse von Colbe/Läßmann verwenden den Begriff des „angepassten Kapitalwertes“. Vgl. Busse von Colbe, W./Läßmann, G. (Betriebswirtschaftstheorie), S. 244.

<sup>124</sup> Vgl. Brealey, R. A./Meyers, S. C. (Corporate Finance), S. 557; Drukarczyk, J. (Unternehmensbewertung), S. 214; Drukarczyk, J./Richter, F. (APV-Ansatz), S. 560; Lobe, S. (Steuervorteil), S. 647; Böcking, H.-J./Nowak, K. (Beitrag), S. 686; Schüler, A. (Halbeinkünfteverfahren), S. 1533.

<sup>125</sup> Vgl. Drukarczyk, J./Richter, F. (APV-Ansatz), S. 560.

<sup>126</sup> Vgl. Baetge, J./Niemeyer, K./Kümmel, J. (Verfahren), S. 273.

<sup>127</sup> Vgl. Kruschwitz, L./Löffler, A. (DCF), S. 243.

dung des APV-Ansatzes additiv berücksichtigt werden,<sup>128</sup> Der sich aus der finanzierungsbedingten Steuerersparnis ergebende Wertbeitrag wird wie folgt ermittelt:<sup>129</sup>

$$(2.7) \quad V^{USt} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{i_n F_{B,t-1} \times s_{USt} \times (1 - s_{ESt})}{[1 + i_r (1 - s_{ESt})]^t}$$

mit:  $V^{USt}$  Wert des Unternehmensteuereffektes;  $F_{B,t-1}$  Buchwert des Fremdkapitals in der Vorperiode,  $i_n$  Nominalzinssatz;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $s_{USt}$  Unternehmensteuersatz;  $s_{ESt}$  Einkommensteuersatz.

Aufgrund der Veränderung des Fremdkapitals aufgrund von Tilgungen und Kreditaufnahmen wird die zur Ausschüttung zur Verfügung stehende Liquidität beeinflusst. Aus dieser Veränderung des möglichen Ausschüttungsvolumens ergeben sich unmittelbare Effekte auf das aus den Dividenden resultierende zu versteuernde Einkommen der Anteilseigner. Diese Auswirkungen auf die Einkommensteuern der Anteilseigner werden im Einkommensteuereffekt abgebildet:<sup>130</sup>

$$(2.8) \quad V^{EST} = \sum_{t=1}^n \frac{0,5s_{ESt} \Delta F_{B,t}^T - 0,5s_{ESt} \Delta F_{B,t}^A}{[1 + i_r (1 - s_{ESt})]^t}$$

mit:  $V^{EST}$  Wert des tilgungsbedingten Einkommensteuereffektes;  $\Delta F_{B,t}^A$  Aufnahme von Fremdkapital in der Periode;  $\Delta F_{B,t}^T$  Tilgung von Fremdkapital in der Periode,  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $s_{ESt}$  Einkommenssteuersatz.

Die Diskontierung der Unternehmens- und Einkommensteuervorteile sind u.a. abhängig von der unterstellten Finanzierungspolitik.<sup>131</sup> Wird eine wertorientierte Finanzierungspolitik unterstellt, so unterliegen die Steuervorteile ebenfalls dem operativen Risiko, da ihre Wertentwicklung indirekt von der Wertentwicklung des operativen Geschäfts abhängig ist.<sup>132</sup> In diesem Fall sind sowohl die Zahlungsströme bei angenommener vollständiger Eigenkapitalfinanzierung als auch die Steuervorteile mit einem um das Finanzierungsrisiko angepassten Eigenkapitaldiskontierungszins zu diskontieren.<sup>133</sup> Bei einer angenommenen autonomen Finanzierungspolitik werden die Free Cash Flows hingegen mit einer Renditeforderung der Eigenkapitalgeber bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung diskontiert.<sup>134</sup>

---

<sup>128</sup> Vgl. Drukarczyk, J./Richter, F. (APV-Ansatz), S. 560.

<sup>129</sup> Vereinfacht in Anlehnung an Drukarczyk vgl. Drukarczyk, J. (Unternehmensbewertung), S. 237.

<sup>130</sup> Vgl. Baetge, J./Niemeyer, K./Kümmel, J. (Verfahren), S. 329.

<sup>131</sup> Vgl. auch die einführenden Erläuterungen zur wertorientierten und autonomen Finanzierungspolitik in Kapitel 1.3.2 dieser Arbeit.

<sup>132</sup> Die Annahme einer wertorientierten Finanzierungspolitik ist die Voraussetzung für die Äquivalenz der Bewertungen mittels APV- und WACC-Methode. Vgl. Miles, J. A./Ezzel, J. R. (WACC), S. 727; Lorson, P. (Bewertung), S. 199.

<sup>133</sup> Vgl. Miles, J. A./Ezzel, J. R. (WACC), S. 726-728; Richter, F. (DCF-Methoden), S. 230.

<sup>134</sup> Vgl. Richter, F. (DCF-Methoden), S. 231.

Von dem sich aus dem Wert bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung und dem Wert des Steuervorteils ergebenden Unternehmensgesamtwert ist darüber hinaus der Wert des Fremdkapitals zu subtrahieren, der arbitragebedingt unter Berücksichtigung der Einkommensteuern des Darlehensgebers ermittelt wird:<sup>135</sup>

$$(2.9) \quad F_M = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{i_n F_{B,t-1} \times (1 - s_{EST})}{[1 + i_r (1 - s_{EST})]^t}$$

mit:  $F_M$  Wert des Fremdkapitals;  $F_{B,t-1}$  Buchwert des Fremdkapitals in der Vorperiode,  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $i_n$  Nominalzinssatz;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $s_{EST}$  Unternehmensteuersatz;  $S_{EST}$  Einkommensteuersatz.

Da bei einer wertorientierten Finanzierungspolitik der angestrebte Verschuldungsgrad aufrechterhalten werden müsste, bestehen bei der Anwendung der APV-Methode und der Annahme dieser Finanzierungspolitik Zirkularitätsprobleme, da der Anteil des zu Marktwerten bewerteten Fremdkapitals wiederum von dem zu ermittelnden Wert des Eigenkapitals abhängig ist. Vorteile weist die APV-Methode hingegen bei der autonomen Finanzierungspolitik auf, da keine Interdependenzen auftreten.<sup>136</sup>

### 2.3.4. Equity-Ansatz

Bei dem Equity-Ansatz<sup>137</sup> erfolgt die Berechnung des Wertes des Eigenkapitals durch die Diskontierung des Cashflows, der nach Abzug von Investitions-, Steuer-, Zins- und Tilgungszahlungen den Eigenkapitalgebern zur Verfügung steht.<sup>138</sup> Da dieser Nettozufluss oder Flow to Equity sämtliche Finanzierungseffekte umfasst und ausschließlich den Eigenkapitalgebern zufließt, ist er lediglich mit den Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber bei tatsächlicher Verschuldung zu diskontieren.<sup>139</sup> Demnach ergibt sich der Wert des Eigenkapitals bei realisierter Verschuldung wie folgt:

---

<sup>135</sup> Vgl. Lobe, S. (Steuervorteil), S. 648.

<sup>136</sup> Vgl. Ballwieser, W. (Methoden), S. 113; Brealey, R. A./Meyers, S. C. (Corporate Finance), S. 555. Ballwieser, W. (Discounted Cash Flow), S. 91; Castedello, M./Davidson, R./Schlumberger, E. (Unternehmensbewertung), S. 369-370; Hachmeister, D. (Finanzierung), S. 269-270.

<sup>137</sup> Drukarczyk setzt die DCF-Equity-Methode und die Ertragswertmethode gleich, da das Institut der Wirtschaftsprüfer in seinem Grundsatz zur Durchführung von Unternehmensbewertung aus dem Jahr 2000 im Gegensatz zu dem vorangehenden Standard anerkannt hat, dass der Wert des Eigenkapitals aus den Nettozuflüssen an die Unternehmenseigner zu ermitteln ist (Vgl. IdW (Grundsätze), Tz. 24-25, S. 828) und dass persönliche Ertragssteuern der Anteilseigner (Vgl. IdW (Grundsätze), Tz. 33-36, S. 829 und Tz. 51, S. 830) ebenfalls zu berücksichtigen sind. Vgl. Drukarczyk, J. (Unternehmensbewertung), S. 303. Aufgrund der im Folgenden diskutierten Probleme bei der Anwendung des Equity-Ansatzes, die ebenso für die Ertragswertmethode gelten, soll die Ertragswertmethode nicht weiter vertieft werden.

<sup>138</sup> Vgl. Küting, K./Eidel, U. (Marktwertansatz), S. 227; Richter, F. (DCF-Methoden), S. 228; Ross, S. A./Westerfield, R. W./Jaffee, J. F. (Corporate Finance), S. 438-439; Seppelfricke, P. (Unternehmensbewertung), S. 30; Shrieves, R. E./Wachowicz, J. W. (Reconciliation), S. 39; Steiner, Manfred/Wallmeier, Martin (Unternehmensbewertung), S. 6.

<sup>139</sup> Vgl. Aders, C./Galli, A./Wiedemann, F. (Unternehmenswerte), S. 198; Steiner, M./Wallmeier, M. (Unternehmensbewertung), S. 6; Schmidt, J. G. (Abwandlung), S. 1096; Hachmeister, D. (Finanzierung), S. 253.

$$(2.10) \quad E = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{X_t^F \times (1 - s_{Est})}{(1 + k_F)^t}$$

mit:  $E$  Wert des Eigenkapitals;  $X_t^F$  Zahlungsstrom bei realisierter Fremdkapitalfinanzierung im Jahr  $t$ ,  $k_F$  Renditeforderung der Anteilseigner eines verschuldeten Unternehmens.

Bei dem Diskontierungszins – der geforderten Eigenkapitalrendite bei Verschuldung – ist zu beachten, dass die Wirkungen der Fremdfinanzierung in der Eigenkapitalrendite reflektiert werden müssen.<sup>140</sup> In Fall eines vorliegenden Unternehmensplans und damit einer autonomen Finanzierungspolitik ist die Renditeforderung der Eigenkapitalgeber periodenspezifisch anzupassen.<sup>141</sup> Diese periodenspezifische Anpassung der Renditeforderung der Eigenkapitalgeber kann basierend auf der Kenntnis des Wertes des Fremdkapitals und des Wertes des Unternehmensteuervorteils der Vorperiode wie folgt ermittelt werden:<sup>142</sup>

$$(2.11) \quad k_F = k_E + (k_E - i_r) \frac{F_{M,t-1} - V_{t-1}^{UST}}{E_{t-1}}$$

mit:  $k_F$  Renditeforderung der Anteilseigner eines verschuldeten Unternehmens;  $k_E$  Renditeforderung der Anteilseigner eines unverschuldeten Unternehmens;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $F_{M,t-1}$  Wert des Fremdkapitals in der Vorperiode;  $V_{t-1}^{UST}$  Wert des Unternehmensteuereffektes in der Vorperiode;  $E_{t-1}$  Wert des Eigenkapitals in der Vorperiode.

Die Ermittlung der periodenspezifischen Renditeforderung der Eigenkapitalgeber setzt aber die Kenntnis des Wertes des Fremdkapitals, Eigenkapitals und der Unternehmenssteuereffekte voraus, wozu die Werte bereits mit dem APV-Ansatz ermittelt worden sein müssten.<sup>143</sup> Aber auch bei einer wertorientierten Finanzierungspolitik weist die Equity-Methode deutliche Probleme auf: Da das zu berücksichtigende Fremdkapital und damit das im Flow to Equity zu berücksichtigende Finanzergebnis lediglich in Abhängigkeit von den zu ermittelnden Werten des Eigenkapitals errechnet werden kann, stellt sich das Zirkularitätsproblem nicht nur bei der autonomen, sondern auch bei der wertorientierten Finanzierungspolitik ein.<sup>144</sup> Grundsätzlich liegt bei der Equity-Methode unabhängig von der unterstellten Finanzierungspolitik stets ein Zirkularitätsproblem vor.

---

<sup>140</sup> Vgl. Hachmeister, D. (Finanzierung), S. 366.

<sup>141</sup> Vgl. Ballwieser, W. (Discounted Cash Flow), S. 85; Hachmeister, D. (Discounted Cash Flow), S. 128; Schmidtbauer, R. (Marktbewertung), S. 150, Richter, F. (DCF-Methoden), S. 228.

<sup>142</sup> Vgl. Drukarczyk, J. (Unternehmensbewertung), S. 263.

<sup>143</sup> Vgl. Drukarczyk, J. (Unternehmensbewertung), S. 264.

<sup>144</sup> Vgl. Ballwieser, W. (Methoden), S. 175.

### 2.3.5. Kritische Würdigung der Discounted Cash Flow-Methoden

#### 2.3.5.1. Entscheidungsorientierte Würdigung

Wie bereits einleitend in Abschnitt 2.1 dargestellt, werden in dieser Arbeit die Grundsätze einer entscheidungsorientierten Unternehmensbewertung zu Grunde gelegt. Die dort dargelegten Grundsätze der Entscheidungswertermittlung – Subjektivität, Zukunftsorientierung und Gesamtbewertung – dienen deshalb im Folgenden auch als Kriterien für die kritische Würdigung der DCF-Methoden.

Die DCF-Methoden stehen grundsätzlich im Einklang mit dem *Prinzip der Subjektivität und Eigentümerorientierung*, insoweit wie die der Bewertung zu Grunde zu legende Unternehmensplanung des Erwerbers, seine persönlichen Ziele und geplanten Unternehmenskonzepte ihren Niederschlag finden.<sup>145</sup> Auf dieser Basis lassen sich die Bewertungsergebnisse interpretieren, da die Annahmen und deren Auswirkung transparent sind.<sup>146</sup>

Die DCF-Methoden basieren auf der Diskontierung zukünftiger Zahlungsströme, welche die geplanten Veränderungen des Geschäftskonzeptes reflektieren. Werden die geplanten Erwartungen sachgerecht modelliert, so wird durch die DCF-Methoden das *Prinzip der Zukunftsbezogenheit* berücksichtigt. In der Vergangenheit bereits geleistete oder erhaltene Zahlungsströme beeinflussen den zu ermittelnden Wert des Eigenkapitals nicht. Nicht auszuschließen ist hingegen, dass Sachverhalte und Entscheidungen, die in der Vergangenheit lagen, weiterhin Auswirkungen auf die zukünftigen Zahlungsströme haben.

Weiterhin wird gewährleistet, dass alle Cashflows des zu bewertenden Unternehmens Gegenstand der Bewertung sind, wodurch insbesondere Vorteile, die sich aus dem Verbund zwischen den eingesetzten Ressourcen ergeben, berücksichtigt werden.<sup>147</sup> Das *Prinzip der Gesamtbewertung* wird durch die DCF-Methode dann eingehalten, wenn sich über das so definierte Bewertungsobjekt hinaus keine weiteren Werteinflüsse ergeben, welche sinnvollerweise in die Bewertung einzubeziehen wären.

---

<sup>145</sup> Vgl. Sieben, G./Diedrich, R. (Wertfindung), S. 225. Bei dem Diskontierungszinssatz ist die Beurteilung abhängig von der gewählten Methode zur Ermittlung des Risikozuschlages bzw. der Ermittlung des Sicherheitsäquivalents. Wird der Risikozuschlag in Form eines subjektiven Risikozuschlages oder eines Sicherheitsäquivalents durchgeführt, so sind die individuellen Maßgaben des präsumtiven Käufers berücksichtigt. Wird hingegen eine marktmäßig objektivierte Risikoprämie zu Grunde gelegt, so werden nicht individuelle Risikoneigungen, sondern risikoäquivalente Renditen der Bewertung zu Grunde gelegt. Vgl. Drukarczyk, J. (Unternehmensbewertung), S. 142. Göppel sieht hingegen bereits in der Berücksichtigung individueller Absichten und Plänen hinreichende Bedingungen für eine subjektive Unternehmensbewertung. Vgl. Göppel, H. (Unternehmensbewertung), S. 238. Ballwieser deutet auf Basis risikoadäquater Diskontierungszinsen ermittelte Werte ebenfalls als Entscheidungs- und Marktwerte. Vgl. Ballwieser, W. (Verbindung), S. 363. Auf diese Problematik und die Umstände, unter denen die objektivierten Risikoprämien dennoch zu Entscheidungswerten führen, wird in der zusammenfassenden Beurteilung eingegangen.

<sup>146</sup> Vgl. Moser, U./Auge-Dickhut, S. (Marktpreisabschätzungen), S.10.

Grundsätzlich genügen somit alle DCF-Ansätze den Grundsätzen einer entscheidungsorientierten Unternehmensbewertung. Gleichzeitig ergeben sich bei der Berücksichtigung der Finanzierungs- und Ausschüttungspolitik bei den einzelnen Methoden erhebliche Unterschiede.

### 2.3.5.2. Finanzierungspolitische Würdigung

Bereits bei der Diskussion der DCF-Ansätze wurde festgestellt, dass sich je nach betrachtetem Ansatz und angenommener Finanzierungs- und Ausschüttungspolitik Abhängigkeiten zwischen zu diskontierenden Einzahlungsüberschüssen und den Kapitalisierungszinsfüßen ergeben. Dieser Zusammenhang soll noch einmal in der folgenden Tabelle zusammengefasst werden.

	<b>WACC-Ansatz</b>	<b>TCF-Ansatz</b>	<b>APV-Ansatz</b>	<b>Equity-Ansatz</b>
Wertorientierte Finanzierungspolitik	<i>Keine Restriktionen</i>	Zirkularitätsproblem	Zirkularitätsproblem	Zirkularitätsproblem
Autonome Finanzierungspolitik	Zirkularitätsproblem	Zirkularitätsproblem	<i>Keine Restriktionen</i>	Zirkularitätsproblem

Tabelle 2.1: Überblick über DCF-Ansätze und Finanzierungspolitik

Der WACC-Ansatz eignet sich also für eine wertorientierte Finanzierungspolitik, während der APV-Ansatz bei einer autonomen Finanzierungspolitik Vorteile aufweist.<sup>148</sup> Der TCF- und der Equity-Ansatz führen hingegen unabhängig von der unterstellten Finanzierungspolitik zu Zirkularitätsproblemen.<sup>149</sup> Hierbei ist festzuhalten, dass die Zirkularitätsprobleme technisch lösbar sind, wenngleich die Frage offen bleibt, weshalb diese Probleme in Kauf genommen werden sollten, wenn Methoden bereitstehen mit denen diese Aspekte vermieden werden können.

Im Weiteren stellt sich jedoch auch die Frage, ob grundsätzlich die freie Wahl zwischen wertorientierten und autonomen Finanzierungspolitiken besteht oder ob hierbei in der Realität Einschränkungen auftreten, die zu einer Präferenz der einen oder anderen Methode führen.

Für eine wertorientierte Finanzierungs- und Ausschüttungspolitik spricht nicht nur die daraus resultierende Vereinfachung der Unternehmensbewertung. Auch aus Gläubigersicht

<sup>147</sup> Vgl. Sieben, G./Diedrich, R. (Wertfindung), S. 226.

<sup>148</sup> Vgl. Castedello, M./Davidson, R./Schlumberger, E. (Unternehmensbewertung), S. 369; Drukarczyk, J./Hohnold, D. (Unternehmensbewertung), S. 333; Kruschwitz, L./Löffler, A. (Missverständnisse), S. 731; Kruschwitz, L./Löffler, A. (DCF), S. 252; Schüler, A. (Halbeinkünfteverfahren), S. 1531; Steiner, M./Wallmeier, M. (Unternehmensbewertung), S. 9-10; Richter, F. (DCF-Methoden), S. 235; Schüler, A. (Halbeinkünfteverfahren), S. 1531; Wallmeier, M. (Kapitalkosten), S. 1480.

<sup>149</sup> Vgl. Ballwieser, W. (Methoden), S. 169 und 175.

wäre ein auch nach Kreditgewährung konstant bleibendes Kreditrisiko wünschenswert.<sup>150</sup> Darüber hinaus bietet auch die Principle Agent-Theorie Argumente für die Ausschüttung des verfügbaren Cash Flows.<sup>151</sup> Ist aber die periodische Anpassung der Verschuldung an den Wert des Eigenkapitals realistisch? Gestalten Manager die Kapitalstruktur in Abhängigkeit vom Unternehmenswert?

Die Realisierung der wertorientierten Finanzierungs- und Ausschüttungspolitik ist vor allem an die *Voraussetzung* geknüpft, dass Finanzschulden beliebig aufgenommen und getilgt werden können.<sup>152</sup> Diese den Prämissen des vollkommenen Kapitalmarktes entstammende Vorgehensweise<sup>153</sup> erscheint jedoch vor dem Hintergrund der Gestaltung von Finanzierungsverträgen wenig realistisch, da die Veränderung der Kapitalstruktur mit erheblichen Transaktionskosten verbunden wäre. Im Hinblick auf die erforderlichen residualen Ausschüttungen wäre es darüber hinaus notwendig, dass diese ohne rechtliche Restriktionen möglich sind.<sup>154</sup> Da nach § 174 Abs. 1 AktG bzw. § 29 Abs. 1 GmbHG lediglich Ausschüttungen in Höhe des Bilanzgewinnes möglich sind, stehen z. T. auch rechtliche Gründe der Realisierung einer wertorientierten Finanzierungs- und Ausschüttungspolitik entgegen.<sup>155</sup>

Empirisch lässt sich die These einer wertorientierten Finanzierungs- und Ausschüttungspolitik nur bedingt widerlegen, da sich die angestrebte Gestaltung der Kapitalstruktur nicht aus den augenblicklich realisierten Kapitalstrukturen ablesen lässt.<sup>156</sup> Allerdings kann beobachtet werden, dass die Verschuldungsgrade der Unternehmen bei abnehmender Profitabilität und damit sinkenden Unternehmensgesamtwerten zunehmen und dieses zu ei-

---

<sup>150</sup> Vgl. Drukarczyk, J./Honold, D. (Unternehmensbewertung), S. 337.

<sup>151</sup> Jensen und Meckling weisen darauf hin, dass bei einer Trennung von Eigentum und Geschäftsführung trotz einer optimalen Überwachung und Rechenschaft der Geschäftsführung das Verhältnis zwischen Anteilseignern und Geschäftsführung nicht optimal geregelt werden kann. Vgl. Jensen, M. C./Meckling, W. H. (Theory), S. 308-309. Mit dem Begriff „agency cost of free cash flow“ bezeichnen sie das Interesse der Geschäftsführung, überschüssige Mittel im Unternehmen zu thesaurieren, da eine Ausschüttung bei zukünftigem Kapitalbedarf eine Mittelaufnahme auf dem Kapitalmarkt erforderlich machen würde, der diese kritisch hinterfragen würde. Vgl. Jensen, M. C. (Agency Costs), S. 323. Diese Mittel werden dann entweder in Projekte mit unterdurchschnittlichen Renditen („Überinvestition“) oder in unnötigen Anschaffungen zu Gunsten des Managements verschwendet („managerial consumption“). Vgl. Jensen, M. C. (Agency Costs), S. 323; Jensen, M. C./Meckling, W. H. (Theory), S. 312-314; Schmid, H. (Leveraged Buy-Out), S. 194-197.

<sup>152</sup> Vgl. Ballwieser, W. (Shareholder Value-Ansatz), S. 1396.

<sup>153</sup> Neben anderen Prämissen wird im Rahmen des vollkommenen Kapitalmarktes die unbegrenzte Möglichkeit der unbegrenzten Mittelaufnahme und -anlage sowie die beliebige Teilbarkeit von Finanzierungstiteln angenommen. Vgl. Kruschwitz, L. (Investitionsrechnung), S. 364; Perridon, L./Steiner, M. (Finanzwirtschaft), S. 270-271.

<sup>154</sup> Vgl. Drukarczyk, J. (Theorie), S. 423; Richter, F. (Kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung), S. 208.

<sup>155</sup> Vgl. Richter, F. (Kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung), S. 210; Schwetzler, B. (Besteuerung), S. 697; Drukarczyk, J./Richter, F. (APV-Ansatz), S. 565; Drukarczyk, J. (Unternehmenssteuerung), S. 169.

<sup>156</sup> Vgl. Drukarczyk, J./Honold, D. (Unternehmensbewertung), S. 343.

nem umgekehrt proportionalen Verlauf von Verschuldungsgrad und Unternehmensgesamtwert führt.<sup>157</sup>

Für die Unternehmensbewertung ist auf Grundlage der geforderten Zukunftsorientierung der entscheidungsorientierten Unternehmensbewertung eine Unternehmensplanung notwendig.<sup>158</sup> Hierbei werden in der Bewertungsliteratur integrierte Planungsmodelle – also Modelle, die aus einer integrierten Vermögens-, Erfolgs- und Finanzplanung bestehen – gefordert.<sup>159</sup> Diese Forderung nach integrierten Planungsmodellen, die ebenfalls eine Planung der Finanzierung beinhalten,<sup>160</sup> lässt Zweifel an der Angemessenheit der Annahme einer wertorientierten Finanzierungs- und Ausschüttungspolitik aufkommen.<sup>161</sup> Liegen nämlich solche integrierten Planungen zur Ermittlung des Unternehmenswertes vor, kann nicht mehr angenommen werden, dass die Planung der abgebildeten Kapitalstruktur in Abhängigkeit von der Entwicklung des Unternehmenswertes vorgenommen wurde.<sup>162</sup>

Vor dem Hintergrund der nur eingeschränkt bestehenden Voraussetzungen der im Zusammenhang mit Not leidenden Unternehmen bestehenden empirischen Kontraindikation und den Aufforderungen an das Vorgehen bei Unternehmensbewertungen besteht in der Unternehmensbewertungsliteratur ein breiter Konsens, dass die praktische Relevanz der wertorientierten Finanzierungs- und Ausschüttungspolitik als gering einzustufen ist.<sup>163</sup> Auch wenn nicht auszuschließen ist, dass einzelne Unternehmen einer wertorientierten Politik folgen, wird davon ausgegangen, dass die autonome Finanzierungs- und Ausschüttungspolitik von größerer Relevanz ist und deshalb im weiteren Verlauf der Arbeit eine autonome Politik unterstellt. Diese Annahme führt folgerichtig zur Auswahl der APV-Methode, da nur diese die Voraussetzung zu einer Anwendung im Rahmen der autonomen Finanzierungs- und Ausschüttungspolitik erfüllt.<sup>164</sup>

Ist der im Fall einer autonomen Finanzierungs- und Ausschüttungspolitik empfohlene APV-Ansatz ohne jeglichen Makel? Die Kritik an diesem Bewertungsansatz hat sich an drei Aspekten entzündet: Die Ermittlung der am Kapitalmarkt nicht beobachtbaren Rendi-

---

<sup>157</sup> Vgl. Drukarczyk, J. (Unternehmensbewertung), S. 209.

<sup>158</sup> Vgl. Ernst, H.-J./Hanikaz, M. (Businessplanung), S. 135; Peemöller, V. H. (Grundlagen), S. 37.

<sup>159</sup> Vgl. Bätzner, B./Timmreck, C. (DCF-Methode), S. 7; Dinsthul, V. (Unternehmensbewertung), S. 19; Dolny, O. (Unternehmenswertrechnung), S. 159; IDW (Grundsätze), Rz. 76, S. 832; Schäfers, W./Siepmann, A./Stock, A. (Bewertung), S. 395.

<sup>160</sup> Vgl. Dinsthul, V. (Unternehmensbewertung), S. 38.

<sup>161</sup> Vgl. Castedello, M./Davidson, R./Schlumberger, E. (Unternehmensbewertung), S. 370.

<sup>162</sup> Vgl. Castedello, M./Davidson, R./Schlumberger, E. (Unternehmensbewertung), S. 370.

<sup>163</sup> Vgl. Ballwieser, W. (Shareholder Value-Ansatz), S. 1396; Castedello, M./Davidson, R./Schlumberger, E. (Unternehmensbewertung), S. 370; Essler, W./Kruschwitz, L./Löffler, A. (Anwendung), S. 138; Kruschwitz, L./Löffler, A. (Missverständnisse), S. 732; Richter, F. (DCF-Methoden), S. 230; Schildbach, T. (DCF-Verfahren), S. 717.

<sup>164</sup> Vgl. Kruschwitz, L./Löffler, A. (Finanzierungspolitik), 114.

teforderung der Eigenkapitalgeber bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung,<sup>165</sup> die Diskontierung der Unternehmensteuvorteile mit dem risikofreien Zins<sup>166</sup> und die Vermittelbarkeit der Bewertungsergebnisse.<sup>167</sup> Die Kritik an diesen Aspekten soll im Folgenden diskutiert werden.

In der Tat ist am Kapitalmarkt nicht die Renditeforderung der Eigenkapitalgeber bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung zu beobachten, da Unternehmen in der Regel eine Fremdfinanzierung realisiert haben.<sup>168</sup> Aufgrund dieses Umstandes können die Renditeforderungen bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung lediglich auf Basis einer Reaktionshypothese ermittelt werden.<sup>169</sup> Dieses Problem der Ermittlung der angemessenen Kapitalkosten stellt sich jedoch ebenso für die Annahme eines realisierten Verschuldungsgrades, da die Unternehmen mit identischem Verschuldungsgrad am Kapitalmarkt in den seltensten Fällen zu beobachten sind und deshalb bei der Ermittlung der Kapitalkosten des zu bewertenden Unternehmens eine Adjustierung erfolgen muss.<sup>170</sup> Darüber hinaus sind die beobachtbaren Kapitalkosten ausschließlich für die Periode der Beobachtung gültig und bei einer Veränderung der Verschuldung in der Zukunft nicht mehr von Bedeutung.<sup>171</sup> Die „Ablesbarkeit“ der Renditeforderungen bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung oder auch realisierter Fremdfinanzierung am Kapitalmarkt wäre ohne Zweifel hilfreich und damit wünschenswert. Gleichzeitig wäre damit das wesentliche Problem der Bewertung gelöst, da die risikoadjustierten Kapitalisierungszinsen bereits ermittelt wären.

Weiterhin wird kritisiert, dass die Unternehmensteuvorteile mit dem risikofreien Zinssatz diskontiert werden, obwohl von einer Zustandsabhängigkeit der Unternehmensteuvorteile ausgegangen werden muss.<sup>172</sup> Hierbei sind zwei Sachverhalte zu unterscheiden: Einerseits können die sich aus der steuerlichen Absetzbarkeit der Zinsen als Betriebsausgabe resultierenden Unternehmensteuvorteile von einer ausreichenden Steuerbemessungsgrundlage abhängig sein, die wiederum von der Entwicklung des operativen Geschäfts determiniert wird.<sup>173</sup> Andererseits wird diskutiert, ob die Entwicklung des Fremdkapitals nicht generell zustandsabhängig ist und die Entwicklung des Fremdkapitals somit

---

<sup>165</sup> Vgl. Ballwieser, W. (Discounted Cash Flow), S. 91; Dinstuhl, V. (Unternehmensbewertung), S. 10.

<sup>166</sup> Vgl. Richter, F. (DCF-Methoden), S. 235.

<sup>167</sup> Vgl. Castedello, M./Davidson, R./Schlumberger, E. (Unternehmensbewertung), S. 370.

<sup>168</sup> Vgl. Ballwieser, W. (Discounted Cash Flow), S. 91.

<sup>169</sup> Vgl. Hayn, M. (Junge Unternehmen), S. 207.

<sup>170</sup> Vgl. Drukarczyk, J. (Unternehmensbewertung), S. 381-386; Timmreck, C. (Beta-Faktoren), S. 305.

<sup>171</sup> Vgl. Schildbach, T. (DCF-Verfahren), S. 714.

<sup>172</sup> Vgl. Richter, F. (DCF-Methoden), S. 235.

<sup>173</sup> Vgl. Drukarczyk, J./Honold, D. (Unternehmensbewertung), S. 345-346; Krolle, S. (Unternehmensbewertung), S. 19.

zum Bewertungsstichtag nicht genau bekannt sein kann.<sup>174</sup> Während die ausreichende steuerliche Absetzbarkeit der Zinsen von der Steuerbemessungsgrundlage als Kriterium zur Bemessung des Diskontierungszinsfußes der Unternehmensteuvorteile anerkannt wird,<sup>175</sup> beruht die Kritik an der mangelnden Berücksichtigung der Zustandsabhängigkeit bei der Anwendung des risikofreien Zinssatzes auf einem Irrtum: Nach den Untersuchungen von *Schwetzler/Darijtschuk*<sup>176</sup> führt dieses Vorgehen grundsätzlich zu einer Verzerrung der Unternehmenswerte durch die Anwendung des APV-Verfahrens. *Wallmeier* zeigt, dass die Untersuchungen von *Schwetzler/Darijtschuk* zu abweichenden Bewertungsergebnissen bei Equity- und APV-Ansatz kommen, da die Unternehmensteuvorteile bei einer wertorientierten Unternehmenspolitik als sicher angesehen werden, was nicht zutreffend ist.<sup>177</sup> Auf Basis dieser nicht zutreffenden Annahme gelangen *Schwetzler/Darijtschuk* zu der Schlussfolgerung, dass die Wertermittlung mittels des APV-Ansatzes verzerrt werde und zu einer falschen Aufteilung der Wertkomponenten führe.<sup>178</sup> Unter Beachtung der geplanten Finanzierungspolitik kann *Wallmeier* die sich bei *Schwetzler/Darijtschuk* ergebenden Bewertungsunterschiede im Nicht-Rentenfall erklären und die Integration der Bewertungsansätze aufzeigen.

Ein weiterer Kritikpunkt besteht in der Vermittelbarkeit der Ergebnisse des APV-Ansatzes: Einem bewertungstheoretisch nicht geschulten Gesprächspartner lässt sich die Vorgehensweise des APV-Ansatzes nur mit großen Schwierigkeiten vermitteln, was z. T. dazu führt, dass zunächst mit der APV-Methode gerechnet und die Bewertungsergebnisse dann in eine WACC- oder Equity-Methode transformiert werden.<sup>179</sup> Diese Kritik ist grundsätzlich nicht von der Hand zu weisen. Gleichzeitig führt die Nichtbeachtung des APV-Ansatzes nicht dazu, dass diese für eine autonome Finanzierungs- und Ausschüttungspolitik, von der in der Regel auszugehen ist, zu empfehlende Bewertungsmethode verbreiter wird. Insofern kann die mangelnde Verbreitung des APV-Ansatzes aufgrund der bestehenden Schwierigkeiten bei der Vermittlung der Ergebnisse kein Argument gegen eine Auseinandersetzung mit dieser Methode sein.

#### 2.4. Net Asset Value-Methode

In der Literatur zur Unternehmensbewertung von Immobilienunternehmen wird trotz der allgemeinen Dominanz der DCF-Methoden, die NAV-Methode als adäquate Bewertungs-

---

<sup>174</sup> Vgl. Richter, F. (DCF-Methoden), S. 235.

<sup>175</sup> Vgl. Drukarczyk, J./Honold, D. (Unternehmensbewertung), S. 345-346; Krolle, S. (Unternehmensbewertung), S. 19.

<sup>176</sup> Vgl. Schwetzler, B./Darijtschuk, N. (Zirkularitätsproblem), S. 295-318.

<sup>177</sup> Vgl. Wallmeier, M. (Kapitalkosten), S. 1482-1484.

<sup>178</sup> Vgl. Schwetzler, B./Darijtschuk, N. (Zirkularitätsproblem), S. 310.

<sup>179</sup> Vgl. Castedello, M./Davidson, R./Schlumberger, E. (Unternehmensbewertung), S. 370.

methode hervorgehoben,<sup>180</sup> da zur Ermittlung des NAV nicht in gleichem Umfang Informationen benötigt werden.<sup>181</sup> Da im Rahmen von Unternehmenstransaktionen ebenfalls Informationen grundsätzlich eingeschränkt verfügbar sind,<sup>182</sup> besteht ein besonderes Interesse daran zu prüfen, inwieweit die NAV-Methode ein adäquates Konzept zur Ermittlung von Entscheidungswerten ist.

#### 2.4.1. Allgemeine Vorgehensweise

Nach der NAV-Methodik wird der Wert des Eigenkapitals eines bestandshaltenden Immobilienunternehmens durch die Summierung der Marktwerte der Immobilien – typischerweise abgeleitet aus den zukünftig durch Einsatz des einzelnen Vermögensgegenstandes zu erwartenden Erfolgen – sowie des Wertes der sonstigen Vermögensgegenstände abzüglich der Schulden ermittelt.<sup>183</sup>

---

Marktwert der Immobilien
+ Wert sonstiger Vermögensgegenstände
- Wert der Schulden
Net Asset Value

---

Tabelle 2.2: Ermittlung des Net Asset Values

Die NAV-Methode zählt zu den Einzelbewertungsverfahren, welche den Wert des Eigenkapitals durch eine isolierte Bewertung einzelner Vermögensgegenstände und Schulden zu einem bestimmten Stichtag ermitteln.<sup>184</sup> Dabei ist die Bewertung der einzelnen Vermögenspositionen in der Regel zukunftsorientiert, dennoch werden durch die isolierte Be- trachtung der einzelnen Aktiva und Passiva Kombinationseffekte, welche sich aus dem Zusammenwirken der einzelnen Elemente ergeben, nicht in Betracht gezogen.<sup>185</sup> Ferner können die sich aus einer geplanten Veränderung der Vermögensstruktur auf Grund einer geänderten Geschäftspolitik ergebenden Auswirkungen auf den Wert des Eigenkapitals nicht durch einen NAV berücksichtigt werden.

<sup>180</sup> Vgl. Falla, J. (Valuation), S. 227-232 und S. 422-428; Haub, C. (Erfolgschancen), S. 156; Moss, A. (Property), S. 186; Scharppennack, F./Nack, U./Haub, C. (Immobilien-Aktiengesellschaften), S. 670; Thomaschowski, D./Rehkugler, H./Nack, U. (Net Asset Value); S. 59.

<sup>181</sup> Vgl. Rehkugler, H. (Chancen), S. 14, 16.

<sup>182</sup> Vgl. Alvano, W. (Unternehmensplanung), S. 155.

<sup>183</sup> Vgl. Kleiber, W. (Einführung), Rz. 18, S. 100.; Thomaschowski, D./Rehkugler, H./Nack, U. (Net Asset Value), S. 59.; Cadmus, A. (Immobilien-Aktiengesellschaften), S. 97.

<sup>184</sup> Vgl. Phillips, S. (Property Company Accounts), S. 41; Spremann, K. (Finanzanalyse), S. 142.

<sup>185</sup> Vgl. Mandl, G./Rabel, K. (Unternehmensbewertung), S. 46.

Diese Methodik entspricht auch der Vorgehensweise zur Ermittlung des Inventarwertes von Investmentfonds nach §§ 21 Abs. 2, 27 Abs. 2 KAAG.<sup>186</sup> Nicht zu vergleichen ist der NAV hingegen mit einem Nettosubstanzwert zu Wiederbeschaffungskosten. Bei der Bewertung nach Nettosubstanzwert zu Wiederbeschaffungskosten werden die Kosten herangezogen, welche zum Nachbau des Unternehmens notwendig wären. Da die derzeitigen Marktwerte der Vermögensgegenstände und Schulden von den Wiederbeschaffungskosten jedoch abweichen können und hinter dem Nettosubstanzwert zu Wiederbeschaffungskosten eine grundsätzlich andere Überlegung steht, sind diese Konzepte nicht gleichzusetzen.

Von den Marktwerten der Immobilien<sup>187</sup> gehen wesentliche Einflüsse auf den NAV aus,<sup>188</sup> und sie können grundsätzlich auf der Basis der einzelnen Immobilien mit entsprechenden Immobilienbewertungsverfahren ermittelt werden („bottom-up-approach“). Liegen diese Marktwerte der Immobilien nicht vor, so können diese indikativ auch über die Kapitalisierung der Mieteinnahmen („top-down-approach“) ermittelt werden.<sup>189</sup> Hierbei können insbesondere bei homogenen Beständen wie Wohnimmobilien aus Marktübersichten Kapitalisierungsfaktoren entnommen werden.<sup>190</sup>

Weiterhin sind die Finanzanlagen wie Beteiligungen und zinstragende Vermögensgegenstände des Umlaufvermögens wie Wertpapiere mit Marktwerten anzusetzen. Handelt es sich um selbst genutzte Vermögensgegenstände ist hingegen der vereinfachende Ansatz von Buchwerten gerechtfertigt. Ferner sind die Werte des Umlaufvermögens hinzuzuzählen.<sup>191</sup> Während Forderungen und Liquidität ebenfalls vereinfachend mit dem Buchwert angesetzt werden können, stellt sich insbesondere bei unfertigen Bauten im Umlaufvermögen die Frage, ob die aktivierten Herstellungskosten dem tatsächlichen Marktwert entsprechen.<sup>192</sup>

---

<sup>186</sup> Z. T. wird der NAV in der deutschsprachigen Literatur auch als Nettosubstanzwert übersetzt. Diese Übersetzung wird in dieser Arbeit nicht gewählt, da damit der Bezug zu substanzorientierten Unternehmensbewertungsmethoden hergestellt wird, der auf Grund der nicht vorhandenen Zukunftsorientierung der Substanzbewertungsmethoden nicht angemessen ist.

<sup>187</sup> Die Marktwerte der Immobilien können bei Bilanzierung nach HGB nicht aus den handelsbilanziellen Buchwerten der Immobilien abgeleitet werden, da diese auf Grund von Abschreibungen in der Regel in hohem Maße von ihren eigentlichen Werten abweichen. Vgl. Haub, C. (Erfolgsschancen), S. 182; Palmon, D./Seidler, L. J. (Value), S. 777.

<sup>188</sup> Vgl. Barthel, C. W. (Unternehmensbewertung), S. 155. Zur Ableitung der Marktwerte der Immobilien bestehen grundsätzlich zwei Vorgehensweisen: Entweder wird der Wert des Immobilienbestandes direkt über den Verkehrswert der Immobilien ermittelt (bottom-up-Ansatz) oder der Verkehrswert der Immobilien wird durch Kapitalisierung der Mieteinnahmen approximiert (top-down-Ansatz). Vgl. Rehkugler, H./Thomaschowski, D. (Immobilien-AG), S. 334.

<sup>189</sup> Vgl. Vogels, M. (Gebäudebewertung), S. 14. Diese überschlägige Vorgehensweise zur Ermittlung von Verkehrswerten ist auch als Makermethode bekannt.

<sup>190</sup> Vgl. Thomaschowski, D./Rehkugler, H./Nack, U. (Net Asset Value), S. 63-67.

<sup>191</sup> Vgl. Thomaschowski, D./Rehkugler, H./Nack, U. (Net Asset Value), S. 61-62.

<sup>192</sup> Vgl. Thomaschowski, D./Rehkugler, H./Nack, U. (Net Asset Value), S. 61-62.

Für Immobiliengesellschaften wird darüber hinaus vorgeschlagen, die kapitalisierten Kosten der Immobilienverwaltung, die bei der Ermittlung der Werte der Immobilien keinen Eingang fanden, abzuziehen.<sup>193</sup>

Bei den Schulden ist zu berücksichtigen, dass diese gemäß § 253 Abs. 1 S. 2 HGB mit dem Rückzahlungswert zu passivieren sind.<sup>194</sup> Liegt der Darlehenszins jedoch unterhalb des Marktniveaus, können sich insbesondere bei langen Restlaufzeiten erhebliche Abweichungen zwischen Markt- und Buchwert ergeben.<sup>195</sup>

Aufgrund der erheblichen Relevanz der Marktwerte der Immobilien für die Wertermittlung im Rahmen der NAV-Methode soll im Folgenden die dieser Ermittlung zu Grunde liegenden Methoden der Immobilienbewertung näher beleuchtet werden.

#### 2.4.2. Immobilienbewertung im Vergleich zur Unternehmensbewertung

Für die Anwendung des NAV wird argumentiert, dass der Wert der Immobilien aus prognostizierten Erträgen bzw. Zahlungsströmen abgeleitet wird und deshalb der im Rahmen einer Unternehmensbewertung eines bestandshaltenden Unternehmens heranzuziehende Zahlungsstrom weitestgehend dem bei der Immobilienbewertung heranzuziehenden Zahlungsstrom entspräche.<sup>196</sup> Grundsätzlich wäre dann eine Ermittlung des Gesamtunternehmenswertes aus der Summe der Einzelwerte der Vermögensgegenstände aufgrund des Prinzips der Kapitalwertadditivität möglich.<sup>197</sup>

Hinweise auf diese Vorgehensweise finden sich bereits bei *Rieger* und *Schmalenbach*.<sup>198</sup> In deren Konzept der theoretischen Bilanz stellt sie eine auf Zahlungsströmen basierende Zukunftsrechnung dar. Als Aktiva gelten die Barwerte zukünftig erwarteter Zahlungen von Dritten und vorhandene Geldbestände, wohingegen die Schulden durch die Barwerte erwarteter zukünftiger Auszahlungen an die Gläubiger bestimmt werden.<sup>199</sup> Das Eigenkapital ergibt sich dann entweder aus der Differenz zwischen Aktiva und Passiva oder aus dem Barwert des Saldos von zukünftig erwarteten Ein- und Auszahlungen.<sup>200</sup>

---

<sup>193</sup> Vgl. Plein, C. (Immobilienvermögen), S. 468.

<sup>194</sup> Vgl. Coenenberg, A. G. (Jahresabschluss), S. 337.

<sup>195</sup> Vgl. Thomaschowski, D./Rehkugler, H./Nack, U. (Net Asset Value), S. 62.

<sup>196</sup> Vgl. Falla, J. (Valuation), S. 427; Nack, U. (Immobilien-Rechnungslegung), S. 17.

<sup>197</sup> Vgl. Drukarczyk, J. (Theorie), S. 130; Bals, W. (Immobilienfonds), S. 200-210.

<sup>198</sup> Vgl. Rieger, W. (Privatwirtschaftslehre), S. 213-215; Schmalenbach, E. (Bilanz), S. 46 f.

<sup>199</sup> Vgl. Drukarczyk, J. (Finanzierung), S. 46.

<sup>200</sup> Diese Vorgehensweise entspricht den Bilanzierungsprinzipien der offenen Immobilienfonds gemäß § 34 Abs. 1 S. 1-3 KAAG. Vgl. Drukarczyk, J. (Finanzierung), S. 43. Mit Ausnahme der Diskussion um die Bewertung von Immobilienunternehmen mittels des NAV-Verfahrens und der Bewertung des Vermögens von Immobilienfonds fand das Konzept der theoretischen Bilanz vor allem deshalb keine weitere Beachtung, da bei der Rechnungslegung die aus der Prognose resultierende Unsicherheit und Willkür vermieden werden sollte. Vgl. Schmalenbach, E. (Bilanz), S. 49.

Liegen auf der Bewertung von zukünftigen Zahlungsströmen beruhende Einzelbewertungen der Immobilien vor („Bottom-Up-Approach“) vor, so stellt sich die Frage, ob diese Immobilienbewertungen im Vergleich zur Unternehmensbewertung auf identischen Wertkonzeptionen, Zahlungsströmen, Diskontierungszinsen und Bewertungszeiträume beruhen.

Um die Frage nach der Identität der zu Grunde liegenden Annahmen von Unternehmens- und Immobilienbewertung zu beantworten, wird im folgenden Abschnitt zunächst die Immobilienbewertung mit der Unternehmensbewertung verglichen, um dann den NAV-Ansatz aus entscheidungsorientierter Sicht zu würdigen.

In Deutschland ist der Wertbegriff der Immobilienbewertung durch § 194 BauGB definiert. Danach wird der „Verkehrswert durch den Preis bestimmt, der zu dem Zeitpunkt, auf den sich die Ermittlung bezieht, im gewöhnlichen Geschäftsverkehr nach den rechtlichen Gegebenheiten und tatsächlichen Eigenschaften, der sonstigen Beschaffenheit und der Lage des Grundstücks oder des sonstigen Gegenstands der Wertermittlung ohne Rücksicht auf ungewöhnliche oder persönliche Verhältnisse zu erzielen wäre.“ Diese Maßgabe „ohne Rücksicht auf ungewöhnliche oder persönliche Verhältnisse“ schließt deshalb einen subjektiven Wert per Definition aus.<sup>201</sup> Der durch § 194 BauGB geprägte Wertbegriff stellt also im Licht der Werttheorien der Unternehmensbewertung einen objektiven oder objektivierten Wert dar.<sup>202</sup> International ist ebenfalls eine Orientierung an Marktpreisen üblich, so dass auch hier ein subjektiver Wertbegriff ausgeschlossen ist.<sup>203</sup> Zusammenfassend betrachtet liegen sowohl der deutschen als auch der internationalen Immobilienbewertung mit dem Verkehrswert bzw. dem Market Value Wertdefinitionen zu Grunde, welche nicht subjektiv und somit für eine entscheidungsorientierte Bewertung unzureichend sind.<sup>204</sup>

Um bezüglich der Zahlungsströme, Diskontierungszinsen und Bewertungszeiträume Aussagen treffen zu können, ist zwischen unterschiedlichen Methoden der Immobilienbewertung zu differenzieren. Als Methoden der Bewertung von Wohnimmobilien kommen

---

<sup>201</sup> Vgl. Thomas, M./Leopoldsberger, G./Walbröhl, V. (Immobilienbewertung), S. 386. Paul sieht die Möglichkeit diesen objektivierten Wert nach § 194 BauGB um subjektive Elemente wie z. B. Finanzierungs- und Steueraspekte zu ergänzen, um so eine zweckbezogene Bewertung der Immobilien zu ermöglichen. Vgl. Paul, E. (Bewertung), S. 545.

<sup>202</sup> Vgl. Kleiber, W. (Einführung), Rz. 26, S. 101. So objektiviert, wie dieses Vorgehen auf den ersten Blick erscheint, ist dennoch zu beachten, dass zwar das Bewertungsverfahren normiert ist, die Bewertung aber durch subjektive Einschätzungen des Gutachters beeinflusst wird. Vgl. Paul, E. (Bewertung), S. 545.

<sup>203</sup> Vgl. Paul, E. (Bewertung), S. 553.

<sup>204</sup> Dabei wird durchaus anerkannt, dass in einem konkreten Einzelfall die subjektive Betrachtungsweise für die zu treffende Entscheidung maßgeblich ist. Vgl. Kleiber, W. (Einführung), Rz. 27, S. 102; Paul, E. (Bewertungsmethoden), S. 84. Kommt es zu einer Veräußerung eines größeren Immobilienbestandes in einem regional begrenzten Markt, so kann ein Preisverfall die Folge sein. Es werden regelmäßig Preise vereinbart, die unterhalb der Summe der durch Einzelgutachten ermittelten Verkehrswerte liegen. Dieser Paketabschlag ist dem gewöhnlichen Geschäftsverkehr zuzurechnen. Vgl. Kleiber, W. (Gutachterausschusswesen), § 194 BauGB, Rz. 46-49, S. 414 f.

grundsätzlich die deutschen Methoden der Immobilienbewertung in Betracht: Das Ertragswertverfahren nach § 15 WertV und das Vergleichswertverfahren nach § 12-13 WertV. Darüber hinaus finden aber auch in zunehmendem Maße internationale Immobilienbewertungsmethoden in Deutschland Anwendung. Im Hinblick auf Bestände von Wohnbestandsimmobilien werden insbesondere die Investment Method, die DCF-Methode der Immobilienbewertung sowie die Comparative Method angewendet. Im Folgenden soll insbesondere der heranzuziehende Zahlungsstrom unter Berücksichtigung von Abweichungen von der zum Bewertungstichtag vereinbarten Miete zur Marktmiete sowie des Ansatzes von nicht umlagefähigen Bewirtschaftungskosten betrachtet werden. Darüber hinaus sind der zur Diskontierung heranzuziehende Zins und Annahmen über die Länge des Bewertungshorizontes von Bedeutung.

#### 2.4.2.1. Deutsche Immobilienbewertungsmethoden

Das Ertragswertverfahren der Immobilienbewertung ist eine gesetzlich durch die WertV normierte Bewertungsmethode. Der Bewertungszweck liegt in der Ermittlung des Verkehrswertes, der nach der Legaldefinition des § 194 BauGB ein nach vorgegebenen Normen objektivierter<sup>205</sup> Tauschwert ist, der an einem freien Markt üblicherweise erzielt worden wäre und bei dem allein objektive Maßstäbe preisbestimmend sind.<sup>206</sup> Es wird insbesondere bei Immobilien, die unter Vermietungsgesichtspunkten erbaut oder erworben wurden, angewandt.<sup>207</sup>

Der Ertragswert wird aus der Summe des Wertes der baulichen Anlagen und der Bodenwerte ermittelt.<sup>208</sup> Zunächst wird gemäß § 16 Abs. 1 WertV der Reinertrag der baulichen Anlagen ermittelt, indem von dem Jahresrohertrag die Bewirtschaftungskosten subtrahiert werden. Der Jahresrohertrag umfasst gemäß § 17 Abs. 1 WertV alle bei ordnungsgemäßer Bewirtschaftung und Nutzung nachhaltig erzielbaren Einnahmen aus dem Grundstück. Als nachhaltig erzielbare Einnahme gilt dabei der Mieterlös, der für den Rest der Nutzungsdauer der baulichen Anlagen erzielt werden kann.<sup>209</sup> Die Bewirtschaftungskosten setzen sich aus Instandhaltungs-, Betriebs- und Verwaltungskosten sowie dem Mietausfallwagnis zusammen.<sup>210</sup> und werden im Sinne des kodifizierenden objektiven Wertbegriffes gemäß § 18 Abs. 6 WertV unter Berücksichtigung einer „Bewirtschaftung im üb-

---

<sup>205</sup> So objektiviert wie dieses Vorgehen auf den ersten Blick erscheint, ist dennoch zu beachten, dass zwar das Bewertungsverfahren normiert ist, die Bewertung aber durch subjektive Einschätzungen des Gutachters beeinflusst wird. Vgl. Paul, E. (Bewertung), S. 545.

<sup>206</sup> Vgl. Kleiber, W. (Einführung), Rz. 26, S. 101. Dabei wird durchaus anerkannt, dass in einem konkreten Einzelfall die subjektive Betrachtungsweise für die zu treffende Entscheidung maßgeblich ist. Vgl. Kleiber, W. (Einführung), Rz. 27, S. 102; Paul, E. (Bewertungsmethoden), S. 84.

<sup>207</sup> Vgl. Leopoldsberger, G. (Bewertung), S. 208.

<sup>208</sup> Vgl. Paul, E. (Bewertung), S. 565.

<sup>209</sup> Vgl. Kleiber, W. (Verkehrswertermittlung), § 16 WertV, Rz. 11, S. 1485.

lichen Rahmen“<sup>211</sup> angesetzt.<sup>212</sup> Obwohl die branchenübliche Höhe der Bewirtschaftungskosten nicht durch das BauGB oder andere internationale Definition kodifiziert ist, hat sich eine Anlehnung an den Wertansätzen der II. Berechnungsverordnung durchgesetzt.<sup>213</sup> Der so ermittelte Reinertrag der baulichen Anlagen wird um die Bodenwertverzinsung gemindert, die sich aus der Kapitalisierung des nach Vergleichswertverfahren ermittelten Bodenwertes ergibt.<sup>214</sup> Als Kapitalisierungssatz ist nach § 16 Abs. 2 WertV der Liegenschaftszins anzuwenden,<sup>215</sup> zu dem der Verkehrswert von Grundstücken marktüblich verzinst wird.<sup>216</sup> Der Liegenschaftszins basiert auf dem Verhältnis von Jahresreinerträgen und Kaufpreisen vergangener Transaktionen.<sup>217</sup> Hierbei wird nicht deutlich, ob bei der Ermittlung des Liegenschaftszinses zwischen ggf. unterschiedlichen Restnutzungsdauern differenziert wird oder ob dem Liegenschaftszins unterschiedliche Restnutzungsdauern zu Grunde liegen. Zu diesem so ermittelten Ertragswert der baulichen Anlagen werden der Bodenwert auf Grundlage von Bodenrichtwerten sowie Zu- und Abschläge hinzugezählt bzw. abgezogen. Im nächsten Schritt wird gemäß § 16 Abs. 3 WertV der um die Bodenwertverzinsung geminderte Reinertrag der baulichen Anlagen mit einem aus der Restnutzungsdauer und dem Liegenschaftszins abgeleiteten Rentenbarwertfaktor multipliziert.<sup>218</sup> Der Ertragswert des Grundstückes ergibt sich dann aus dem Wert der baulichen Anlagen und dem Bodenwert.<sup>219</sup>

Aus Sicht einer Subjektivität fordernden entscheidungsorientierten Bewertung ist hervorzuheben, dass die sich aus nachhaltigen Mieterlösen und Bewirtschaftungskosten ergebenden Einnahmenüberschüsse losgelöst von der tatsächlichen oder geplanten Nutzung sind. Im Rahmen der Immobilienbewertung wird vielmehr eine gewöhnliche Nutzung unterstellt.<sup>220</sup> Somit finden – anders als in einer Unternehmensbewertung – nicht die geplanten, sondern die sich bei einer gewöhnlichen Nutzung ergebenden Einnahmenüberschüsse Anwendung. Diese Mieteinnahmen und Bewirtschaftungskosten werden einwer-

---

<sup>210</sup> Vgl. Kleiber, W. (Verkehrswertermittlung), § 16 WertV, Rz. 24, S. 1488; Keunecke, K. P. (Immobilienbewertung), S. 40; Thomas, M./Leopoldsberger, G./Walbröhl, V. (Immobilienbewertung), S. 410.

<sup>211</sup> § 18 Abs. 6 S. 2 WertV.

<sup>212</sup> Vgl. Paul, E. (Bewertung), S. 566 und S. 570.

<sup>213</sup> Vgl. Leopoldsberger, G. (Bewertung), S. 189 - 199.

<sup>214</sup> Vgl. Kleiber, W. (Verkehrswertermittlung), Vorbemerkungen zu §§ 15-20 WertV, Rz. 50, S. 1308. Aufgrund einer im Gegensatz zu Gebäuden ewigen Nutzung des Grundstücks wird bei dessen Kapitalisierung keine Restnutzungsdauer zugrunde gelegt, sondern vielmehr mit einer Ewigen Rente kapitalisiert. Vgl. Kleiber, W. (Verkehrswertermittlung), Vorbemerkungen zu §§ 15-20 WertV, Rz. 53, S. 1309.

<sup>215</sup> Vgl. Kleiber, W. (Verkehrswertermittlung), Vorbemerkungen zu §§ 15-20 WertV, Rz. 116, S. 1325.

<sup>216</sup> Vgl. § 11 Abs. 1 WertV. Der Liegenschaftszins wird grundsätzlich nach § 11 Abs. 2 WertV auf der Grundlage vergleichbarer Kaufpreise und der ihnen entsprechenden Reinerträge für gleichartig genutzte und bebaute Grundstücke ermittelt. Liegenschaftzinssätze stehen jedoch nicht in allen Orten zur Verfügung, und die Ableitungsmethodik wird vielfach nicht offen gelegt. Vgl. Kleiber, W. (Verkehrswertermittlung), § 11 WertV, Rz. 53, S. 986.

<sup>217</sup> Vgl. Leopoldsberger, G. (Bewertung), S. 191.

<sup>218</sup> Vgl. Kleiber, W. (Verkehrswertermittlung), § 16 WertV, Rz. 44, S. 1494.

<sup>219</sup> Vgl. Kleiber, W. (Verkehrswertermittlung), Vorbemerkungen zu §§ 15-20 WertV, Rz. 31, S. 1298.

tig für eine endliche Restnutzungsdauer prognostiziert.<sup>221</sup> Durch den Ansatz nachhaltiger Erträge und Bewirtschaftungskosten wird indirekt die Sicherheit dieser zu prognostizierenden Positionen unterstellt und somit über den Informationsmangel und das Prognoserisiko hinweggetäuscht.<sup>222</sup> Weiterhin werden bei der Ermittlung des Ertragswertes nach WertV weder durch die Bewirtschaftung oder die Veräußerung der Immobilien ausgelöste Ertragsteuern noch Auswirkungen der Immobilienfinanzierung explizit berücksichtigt. Im Gegensatz zu der Unternehmensbewertung wird von einer endlichen Restnutzungsdauer ausgegangen. Ferner werden künftige Inflations- und Wachstumsraten nicht in den einwichtig geplanten Mieteinnahmen und Bewirtschaftungskosten berücksichtigt, sondern im Liegenschaftszins.<sup>223</sup>

Das *Vergleichswertverfahren* ist eine in § 13 Abs. 3 WertV normierte, marktbezogene Bewertungsmethode, bei welcher der Wert auf Basis von in der Vergangenheit erzielten Preisen für vergleichbare Immobilien ermittelt wird.<sup>224</sup> Als Kriterien zum Vergleich kommen neben Lage, baulicher Nutzung und weiterer Merkmale auch das Alter, der Bauzustand und der Ertrag in Betracht.<sup>225</sup> Diese Bewertungsmethode kommt vor allem bei der Ermittlung der Werte von Eigentumswohnungen, Reihen- und Doppelhäusern sowie Siedlungshäusern zur Anwendung.<sup>226</sup> Die Bewertung erfolgt insofern weder auf Basis der erwarteten Mietentwicklung, noch werden die tatsächlichen Bewirtschaftungskosten in Ansatz gebracht. Nach § 12 WertV können die Werte sowohl auf Basis von Rohertrags- als auch auf Basis von Gebäudeflächenvervielfältigern ermittelt werden.<sup>227</sup>

#### 2.4.2.2. Internationale Immobilienbewertungsmethoden

Bei der angelsächsischen *Investment Method* werden Nettoerträge einer Immobilie, also Mieteinnahmen abzüglich der beim Vermieter anfallenden Kosten, mit einem sich aus einer Vergleichsrendite ergebenden Multiplikator analog zu einer Ewigen Rente kapitalisiert.<sup>228</sup> Weiterhin werden in dieser Methode Vorgehensweisen zur Berücksichtigung von

<sup>220</sup> Vgl. Pensel, J. (Grundstücksunternehmen), S. 369.

<sup>221</sup> Vgl. Freitag, M. (Immobilienbewertung), S. 57; Plein, C. (Immobilienvermögen), S. 467.

<sup>222</sup> Vgl. Bretzke, W.-R. (Prognoseproblem), S. 157.

<sup>223</sup> Vgl. Simon, J. (Immobilienbewertung), S. 136.

<sup>224</sup> Vgl. Paul, E. (Bewertung), S. 565.

<sup>225</sup> Vgl. Engelbrecht, B. (Immobilienbewertung), S. 116; Keunecke, K. P. (Immobilienbewertung), S. 57; Thomas, M./Leopoldsberger, G./Walbröhl, V. (Immobilienbewertung), S. 396.

<sup>226</sup> Vgl. Keunecke, K. P. (Immobilienbewertung), S. 57; Schulz-Wulkow, C. (Immobilienbewertung), S. 80; White, D./Turner, J./Jenyon, B./Lincoln, N. (Bewertungsverfahren), S. 19.

<sup>227</sup> Vgl. Engelbrecht, B. (Immobilienbewertung), S. 116. Verbreitet ist die Wertermittlung für Wohnimmobilien auf Basis von Werten je m<sup>2</sup> Wohnfläche. Insbesondere bei hinsichtlich der Altersstruktur inhomogenen Mietwohnbeständen kann eine Bewertung mit einem Rohertragsvervielfältiger (Maklermethode) jedoch zu einer besseren Approximation einer Wertermittlung durch das Ertragswertverfahren bzw. die DCF-Methode führen. Vgl. Petersen, H. (Immobilienbewertung), S. 45.

<sup>228</sup> Vgl. White, D./Turner, J./Jenyon, B./Lincoln, N. (Bewertungsverfahren), S. 95.

abweichenden vertraglichen Mieten im Vergleich zur Marktmiete berücksichtigt.<sup>229</sup> Die so ermittelten Nettoerträge werden mit einem Kapitalisierungszinsfuß diskontiert, der sich auf Basis der Renditen aus Vergleichstransaktionen in der näheren Vergangenheit ergibt. Dieser auch als „All Risk Yield“ bezeichnete Kapitalisierungszinsfuß repräsentiert alle Risiken der Immobilien und ließe sich alternativ auch aus einem risikofreien Zins zuzüglich von Risikozuschlägen ermitteln.<sup>230</sup> Hierbei wird die endliche Lebensdauer der Immobilien durch Adjustierung des „All Risk Yield“ berücksichtigt.<sup>231</sup> Durch die grundsätzliche Anwendung eines Multiplikators ähnelt die Investmentmethode zwar dem deutschen Ertragswertverfahren, aber dennoch gibt es auch wesentliche Unterschiede dazu. So wird nach der Investmentmethode keine separate Bodenwertverzinsung berücksichtigt<sup>232</sup> und der Wert somit nicht in den Gebäude- und Bodenwert aufgeteilt. Bezuglich der Restnutzungsdauer der Gebäude bestehen ebenfalls Unterschiede: Während im Ertragswertverfahren ein restnutzungsdauerabhängiger Rentenbarwertfaktor ermittelt wird, erfolgt die Berücksichtigung der Restnutzungsdauer bei der Investment-Methode durch Zu- oder Abschläge vom All Risk Yield.<sup>233</sup>

Im Gegensatz zu der Ertragswertmethode nach WertV handelt es sich bei der Discounted Cash Flow-Methode nicht um ein normiertes Verfahren, sondern um ein Kapitalwertkalkül, in dem grundsätzlich alle von einem Investor erwarteten Einzahlungen und Auszahlungen berücksichtigt werden können.<sup>234</sup>

Auch wenn die Discounted Cash Flow-Methode kein normiertes Verfahren ist, haben sich anerkannte Usancen zum Vorgehen bei der Wertermittlung von Immobilien herausgebildet. So werden zunächst die Mieterlöse mit mietvertraglich vereinbarten Anpassungen – unter Berücksichtigung von erwarteter Marktentwicklung, Verlängerungsoptionen, aktuellen und künftigen Bewirtschaftungskosten, Leerständen, Vermietungs- und Ausbaukosten, Nebenkosten sowie Verkaufserlösen und -kosten – für eine bestimmte Periode geplant.<sup>235</sup> Am Ende dieser Detailplanungsphase wird der Verkauf der zu bewertenden Immobilien unterstellt.<sup>236</sup> Der sich aus der Prognose ergebende Cashflow wird mit den Opportunitäts-

---

<sup>229</sup> Hierzu können grundsätzlich die Term-and-Reversion-Methode oder die Hardcore- bzw. Layer-Methode angewandt werden, bei denen der Übergang zur Marktmiete jeweils unterschiedlich berücksichtigt wird. Vgl. White, D./Turner, J./Jenyon, B./Lincoln, N. (Bewertungsverfahren), S. 98-107.

<sup>230</sup> Vgl. Thomas, M./Leopoldsberger, G./Walbröhl, V. (Immobilienbewertung), S. 423.

<sup>231</sup> Vgl. Thomas, M./Leopoldsberger, G./Walbröhl, V. (Immobilienbewertung), S. 440.

<sup>232</sup> Vgl. Thomas, M./Leopoldsberger, G./Walbröhl, V. (Immobilienbewertung), S. 438.

<sup>233</sup> Vgl. Thomas, M./Leopoldsberger, G./Walbröhl, V. (Immobilienbewertung), S. 440.

<sup>234</sup> Vgl. Schulte, K.-W. (Nutzungsdauer), S. 99; Tillmann, A. (Immobilienbewertung), S. 337.

<sup>235</sup> Vgl. Engel, R. (DCF-Methode), S. 329.

<sup>236</sup> Vgl. Simon, J. (Immobilienbewertung), S. 140; Schulz-Wulkow, C. (Immobilienbewertung), S. 92. Alternativ kann auch eine Ewige Rente analog zur Unternehmensbewertung Anwendung finden. Vgl. Damodaran, A. (Investment Valuation), S. 474.

kosten des Investors diskontiert. Im Gegensatz zu dem Ertragswertverfahren nach WertV erfolgt keine Schätzung des Bodenwertes und der Restnutzungsdauer der Immobilie.<sup>237</sup>

Grundsätzlich werden im Rahmen der DCF-Methode der Immobilienbewertung nicht die vom Investor erwarteten Mieterlöse und Bewirtschaftungskosten, sondern die aus einer bestimmten Nutzungsannahme resultierenden berücksichtigt.<sup>238</sup> Diesen Überlegungen liegt die Wertkonzeption des „market value“ zugrunde, die im Gegensatz zu der deutschen Verkehrswertdefinition nach § 194 BauGB nicht dem durchschnittlich erzielbaren Preis, sondern dem Wert bei bester („highest and best use“) oder existierender Nutzung („existing use“) entsprechen können.<sup>239</sup> Bezuglich der Vergleichbarkeit der Zahlungsströme ist aufgrund der Wertkonzeption des „market value“ zunächst zu klären, inwieweit diese der DCF-Immobilienbewertung zugrunde liegende Wertkonzeption und die daraus resultierenden Zahlungsströme mit der Unternehmensbewertung vergleichbar sind. Ferner werden die subjektiven Renditeforderungen bzw. Opportunitätskosten des Investors als Diskontierungszinssatz im Rahmen der Immobilienbewertung herangezogen.<sup>240</sup>

Eine weitere international verbreitete Methode ist die *Comparative Method* oder *Direct Value Comparison Method*, nach der – analog zum deutschen Vergleichswertverfahren – der Wert einer Immobilie unter Berücksichtigung ihrer spezifischen Besonderheiten aus dem Vergleich mit Marktpreisen vergleichbarer Objekte abgeleitet wird. Methodisch ist dabei kein Unterschied zu dem normierten deutschen Vergleichsbewertungsverfahren nach § 13 Abs. 3 WertV zu sehen.<sup>241</sup>

Zusammenfassend werden die unterschiedlichen Immobilienbewertungsmethoden in Tabelle 2.3 dargestellt.

Wird vernachlässigt, dass die Immobiliengesellschaften häufig neben der Immobilienbewirtschaftung aus weiteren Geschäftsfeldern Einkünfte erzielen, so bleibt die Frage, ob die Summe der Immobilienwerte den Unternehmensgesamtwert repräsentiert. Diese Frage wäre nach dem Kapitalwertadditivitätstheorem zu bejahen, wenn Immobilien- und Unternehmensbewertung auf den gleichen Wertkonzepten, Zahlungsstrom- und Diskontierungszinsdefinitionen beruhen würden.

---

<sup>237</sup> Vgl. Tillmann, A. (Immobilienbewertung), S. 337.

<sup>238</sup> Vgl. Thomas, M./Leopoldsberger, G./Walbröhl, V. (Immobilienbewertung), S. 436; Walbröhl, V. (Immobilienanlageentscheidungen), S. 111.

<sup>239</sup> Vgl. Simon, J. (WertR), S. XIII, Simon, J. (Immobilienbewertung), S. 136.

<sup>240</sup> Vgl. Kleiber, W. (Verkehrswertermittlung), Vorbemerkungen zu §§ 15-20 WertV, Rz. 257, S. 1370.

<sup>241</sup> Vgl. Thomas, M./Leopoldsberger, G./Walbröhl, V. (Immobilienbewertung), S. 421.

Unternehmensbewertung		Immobilienbewertung				
		Deutsche Verfahren		Internationale Verfahren		
APV	Ertragswertmethode	Vergleichswertmethode	Investment Method	DCF-Method	Comparative Methode	
Ermittelter Wert	Entscheidungswert	Verkehrswert				
Wertkonzeption	Unendlich	Restnutzungsdauer	Restnutzungsdauer	Restnutzungsdauer	Restnutzungsdauer	Restnutzungsdauer
Übergang bei Abweichungen Marktmiete	Berücksichtigung des Übergangs zur Marktmiete wie geplant	Berücksichtigung des Übergangs zur Marktmiete durch Zu- und Abschläge	Keine Berücksichtigung des Übergangs zur Marktmiete	Berücksichtigung des Übergangs zur Marktmiete	Berücksichtigung des Übergangs zur Marktmiete	Keine Berücksichtigung des Übergangs zur Marktmiete
Bewirtschaftungskosten	Explizite Annahme; wie geplant	Explizite Annahme; marktübliche Höhe	Implizite Annahme; marktübliche Höhe	Implizite Annahme; marktübliche Höhe	Explizite Annahme; marktübliche Höhe	Implizite Annahme; marktübliche Höhe
Erwerbs-/Veräusserungsfiktion	Nein	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Erwerbsnebenkosten	Keine Berücksichtigung	Keine Berücksichtigung	Keine Berücksichtigung	Berücksichtigung	Berücksichtigung	Keine Berücksichtigung
Diskontierungszins	Vergleichbares operatives Risiko	Vergleichstransaktionen („Liegenschaftszins“)	Vergleichstransaktionen	Vergleichstransaktionen („All risk yield“)	Vergleichstransaktionen	Vergleichstransaktionen
Unternehmenssteuern	Ja	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein
Einkommenssteuern	Ja	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein

Tabelle 2.3: Übersicht über Merkmale der Immobilienbewertungsmethoden

Zunächst unterscheiden sich die Unternehmens- und die Immobilienbewertung jedoch in ihren Wertkonzeptionen. Während in der entscheidungsorientierten Unternehmensbewertung dem zu ermittelnden Wert eine subjektive Wertkonzeption zu Grunde liegt, so zielt nach § 194 BauGB und den internationalen Wertdefinitionen die Verkehrswertermittlung auf die Ermittlung von objektivierten, intersubjektiv nachvollziehbaren Größen ab.<sup>242</sup>

Im Rahmen der Beratungsfunktion der Unternehmensbewertung wird ein Entscheidungswert ermittelt, welcher mit dem Marktwert eines Unternehmens übereinstimmen kann.

Diese Übereinstimmung von Markt- und Entscheidungswert eines Unternehmens ist dann gegeben, wenn die subjektiven Erwartungen des Entscheidungsträgers mit denen aller Marktteilnehmer korrespondieren bzw. sich abweichende Annahmen gegenseitig aufheben und somit trotz abweichender Erwartungen im Detail dennoch zu der Identität von Markt- und Entscheidungswert führen.

Liegt eine Identität von Entscheidungs- und Marktwert eines Unternehmens vor, so ist dieser Marktwert des Unternehmens dennoch nicht per se mit dem durch die Immobilienbewertung ermittelten Marktwert vergleichbar. Insofern ist die begriffliche Identität der Wertbezeichnungen in Unternehmens- und Immobilienbewertung irreführend. Während in der entscheidungsorientierten Unternehmensbewertung der Wert subjektiv erwarteter Zahlungsströme ermittelt wird, herrscht in der Immobilienbewertungslehre die Sicht vor, dass zur Ermittlung von Werten von den subjektiv zu erwartenden Zahlungsströmen zu abstrahieren ist und objektivierte, branchenübliche Zahlungsströme heranzuziehen seien.<sup>243</sup> Deshalb sind die Marktwerte der beiden Bewertungslehrten nicht äquivalent.

In der Literatur zur NAV-Bewertung wird die Gleichsetzung von Unternehmensgesamtwert und Summe der Immobilienwerte mit den zu diskontierenden Zahlungsströmen, die äquivalent sind, begründet.<sup>244</sup> Diese Argumentation ist jedoch nicht zutreffend, da die Zahlungsströme entweder nicht oder nur unvollständig formuliert werden, wie z. B. bei der Ertragswertmethode und der Investmentmethode. Weiterhin kann es durch die Abstraktion von persönlichen Einflüssen und tatsächlichen Gegebenheiten bei der Ertragswertmethode oder der DCF-Methode zu erheblichen Abweichungen bei den heranzuziehenden Zahlungsströmen kommen.<sup>245</sup> Stehen bei Immobilienunternehmen die Werte der Immobilien nicht zur Verfügung, so wird zur Ermittlung des NAVs empfohlen, den Wert der Immobilien anhand der Mieteinnahmen und bestandsgerechten Marktmultiplikatoren zu berechnen.<sup>246</sup> Insbesondere bei diesem als Top-Down-Approach bezeichneten Vorgehen werden also nicht mehr zukünftige Erträge beachtet, sondern Vergleichswerte, womit der Argumentation für die Anwendung des NAVs widersprochen wird.

---

<sup>242</sup> Vgl. Keunecke, K. P. (Immobilienbewertung), S. 40; Schulz-Wulkow, C. (Immobilienbewertung), S. 76.

<sup>243</sup> Vgl. Bals, W. (Immobilienfonds), S. 171; Paul, E. (Bewertung), S. 566 und S. 570. Wie weit sich die Immobilienbewertung von der Sichtweise der entscheidungsorientierten Unternehmensbewertung entfernt hat, wird deutlich, wenn Kleiber Annahmen über die zukünftige Mietentwicklung als apokryph, also unecht, bezeichnet. Vgl. Kleiber, W. (Verkehrswertermittlung), § 11 WertV, Rz. 38, S. 983.

<sup>244</sup> Vgl. Rehkugler, H. (Chancen), S. 17-18.

<sup>245</sup> Vgl. Schulte, K.-W./Allendorf, G. J. (Rentabilitätsanalyse), S. 788.

<sup>246</sup> Vgl. Rehkugler, H./Thomaschowski, D. (Immobilien-AG), S. 334; Thomaschowski, D./Rehkugler, H./Nack, U. (Net Asset Value), S. 67.

Weiterhin berücksichtigen weder die Immobilienbewertung nach dem Ertragswertverfahren noch nach internationalen Methoden die *Unternehmens- und Einkommensteuern*,<sup>247</sup> welche spätestens seit den Arbeiten von Modigliani/Miller 1963 und Miller 1977 in der Unternehmensbewertung nicht mehr vernachlässigt werden können.

Während der *Diskontierungszinsfuß* in der Unternehmensbewertung kapitalmarkttheoretisch bestimmt wird, beruht die Immobilienbewertung nach dem Ertragswertverfahren auf dem Liegenschaftszins, einer vergangenheitsorientierten Vergleichsrendite. Bei der Investment Method werden ebenfalls Vergleichsrenditen herangezogen, während bei der DCF-Methode pauschale Zuschläge zum risikofreien Zins gewählt werden. Darüber hinaus können die Diskontierungszinsen der Immobilienbewertung auch objektspezifisch variieren.<sup>248</sup> Das Ermittlungsvorgehen der Immobilienbewertung ist daher nicht vergleichbar mit dem der Unternehmensbewertung und führt lediglich zufällig zu demselben Diskontierungszinsfuß.<sup>249</sup>

In der Unternehmensbewertung haben die zu Grunde gelegte Finanzierungspolitik und Kapitalstruktur Auswirkungen auf den Unternehmensgesamtwert vor Schulden. Die Finanzierungspolitik und Kapitalstruktur werden jedoch in allen Immobilienbewertungsmethoden vernachlässigt werden.<sup>250</sup>

Da bei Immobilien zwar von einer langen, aber dennoch endlichen *Lebensdauer* ausgegangen wird, unterstellt die deutsche Immobilienbewertung im Rahmen des Ertragswert- und des Vergleichswertverfahrens ebenfalls eine endliche Lebensdauer der Immobilien.<sup>251</sup> Bei internationalen Verfahren wie der Investment Method oder der DCF-Methode ist ein der Ewigen Rente vergleichbarer Ansatz zu beobachten. Bei der Unternehmensbewertung – also der Bewertung von Unternehmensanteilen – wird hingegen von einer unendlichen Lebensdauer dieses Anteils und des Unternehmens ausgegangen.

Zusammenfassend betrachtet, ist zwar keine allgemeingültige Aussage über die Unterschiede zwischen Unternehmens- und Immobilienbewertung möglich, da die Unterschiede von den jeweils verglichenen Bewertungsmethoden abhängig sind. Grundsätzlich lässt sich aber feststellen, dass Wertkonzeptionen und daraus resultierend i. d. R. auch die Zahlungsströme und Diskontierungszinsen zwischen Unternehmensbewertung und Immobilienbewertung sich voneinander unterscheiden. Bei deutschen Immobilienbewertungsverfahren weichen darüber hinaus noch die Bewertungszeiträume ab.

---

<sup>247</sup> Vgl. Scharpennack, F./Nack, U./Haub, C. (Immobilien-Aktiengesellschaften), S. 674.

<sup>248</sup> Vgl. Pensel, J. (Grundstücksunternehmen), S. 367.

<sup>249</sup> Vgl. Scharpennack, F./Nack, U./Haub, C. (Immobilien-Aktiengesellschaften), S. 674.

<sup>250</sup> Vgl. Scharpennack, F./Nack, U./Haub, C. (Immobilien-Aktiengesellschaften), S. 674.

<sup>251</sup> Vgl. Pensel, J. (Grundstücksunternehmen), S. 367.

### 2.4.3. Kritische Würdigung der Net Asset Value-Methode

Da bei der Ermittlung des NAVs weder die individuellen Ziele und Präferenzen noch die jeweilige Ausgangssituation des Erwerbers berücksichtigt werden, genügen die Einzelbewertungsverfahren nicht dem *Prinzip der Subjektivität*. Bei Einzelbewertungen zu Marktwerten wird das Prinzip der Subjektivität in besonderem Maße verletzt, da Erwartungen und Rahmenbedingungen anderer Erwerber auf die Situation des präsumtiven Käufers projiziert werden.

Die Verfahren der Einzelbewertung spiegeln grundsätzlich nicht das zukünftig von einem Erwerber zu erwartende Einkommen wider, sondern orientieren sich an Vergangenheit,<sup>252</sup> Gegenwart oder normierten Richtwerten. Im Falle einer Ermittlung des NAVs werden zwar für die einzelnen Vermögensgegenstände und hierbei insbesondere für die Immobilien zukünftige Erfolge der Bewertung zu Grunde gelegt,<sup>253</sup> aber durch die z. T. erheblichen Abweichungen der Wertkonzeptionen von Unternehmens- und Immobilienbewertung<sup>254</sup> stimmen diese Werte häufig nicht mit den zu erwartenden Erfolgen überein. Wird ferner angenommen, dass ein Verkäufer die Anteile an seinem Unternehmen nur veräußern wird, wenn der Erwerber ihm einen Preis zahlt, der über dem Wert des Unternehmens bei Fortführung nach bisherigem Unternehmenskonzept liegt, dann wird offenbar, dass ein Erwerber das Geschäftskonzept eines Unternehmens nach dem Erwerb ändern muss, da er andernfalls mehr für das Unternehmen gezahlt hat, als es aus seiner Sicht wert sein kann. Also stellt die Berücksichtigung einer zukünftigen Veränderung der Geschäftspolitik und deren Auswirkung auf die zu erwartenden Zahlungsströme eine wesentliche Voraussetzung bei der Bewertung von Unternehmen im Zusammenhang mit geplanten Unternehmenserwerben dar. Aber diese Veränderung des Geschäftskonzeptes und die daraus resultierenden Wirkungen auf die Zahlungsströme können durch die Ermittlung von NAVs nicht berücksichtigt werden: Einerseits wird im Rahmen des NAVs von der gegenwärtigen Vermögenssubstanz ausgegangen und andererseits werden bei der Ermittlung insbesondere der Werte der Immobilien nach den vorherrschenden Konventionen nicht die zu erwartenden Zahlungsströme, sondern die bei marktüblicher Bewirtschaftung zu Grunde zu legenden Zahlungsströme berücksichtigt. Weiterhin wird eine angestrebte Gestaltung der Finanzierungs- und Ausschüttungspolitik – die wesentlich bei der Bewertung mit DCF-

---

<sup>252</sup> Vgl. Rams, A. (Unternehmensbewertung), S. 350.

<sup>253</sup> Vgl. Nack, U. (Immobilien-Rechnungslegung), S. 17; Rehgugler, H./Thomaschowski, D. (Immobilien-AG), S. 332.

<sup>254</sup> Diese führen zu abweichenden diskontierenden Erfolgsgrößen, abweichenden Diskontierungszinsen und ggf. auch zu einer abweichenden Annahme über den Bewertungshorizont. Diese gilt für das immobiliengewirtschaftliche Ertragswertverfahren nach WertV, das der Bewertung eine endliche Nutzungsdauer der Immobilien zu Grunde legt. Vgl. Rehgugler, H./Thomaschowski, D. (Immobilien-AG), S. 332; Penschel, J. (Grundstücksunternehmen), S. 367; Plein, C. (Immobilienvermögen), S. 467. Ferner handelt es sich bei der Immobilienbewertung im Gegensatz zur Unternehmensbewertung um ein Vorsteuerkalkül. Der zu

Methoden ist - nicht berücksichtigt werden. Aus diesen Gründen genügt der NAV nicht der Forderung nach einer Zukunftsorientierung der entscheidungsorientierten Unternehmensbewertung.

Darüber hinaus ergibt sich noch das Problem, dass die Immobiliengesellschaften nicht notwendigerweise ausschließlich bestandshaltend sein müssen, sondern auch noch weitere immobiliennahe Dienstleistungen erbringen können.<sup>255</sup> Da der NAV eine synthetische, d. h. aus Einzelwerten zusammengesetzte Bewertungsgröße darstellt, verletzt er das *Prinzip der Gesamtbewertung*.<sup>256</sup> Auch wenn Synergieeffekte zwischen einzelnen Objekten der Immobiliengesellschaften i. d. R. gering sind,<sup>257</sup> was nach herrschender Meinung zur Bewertung von Immobiliengesellschaften zu einer Einzelbewertung berechtigt,<sup>258</sup> werden Synergieeffekte wie etwa Finanzierungsverflechtungen die Leistung eines unternehmensweiten Immobilienmanagements und Diversifikationseffekte aus dem Immobilienportfolio nicht berücksichtigt.<sup>259</sup> Auch wird der Zusammenhang des Erfolges von weiteren Dienstleistungen, die speziell auf die Mieter ausgerichtet sind, und dem Bestandsgeschäft vernachlässigt.

Die Ausführungen haben gezeigt, dass der NAV den Grundsätzen der Entscheidungswertermittlung in keiner Hinsicht gerecht wird und somit als Unternehmensbewertungsverfahren in Entscheidungssituationen abzulehnen ist.<sup>260</sup> Somit kann die These, dass die NAV-Methode einen Beitrag zur entscheidungsorientierten Bewertung von Immobilienunternehmen liefern könnte, als widerlegt angesehen werden. Die landläufig in der Immobilienindustrie,<sup>261</sup> aber auch in der deutschen Rechtsprechung<sup>262</sup> vertretene Ansicht, nach der die Ermittlung des Unternehmenswertes auf Grundlage des NAV

---

erwartende zukünftige Nutzen aus der Kombination der Vermögensgegenstände und Schulden wird hingegen nicht abgebildet.

<sup>255</sup> Vgl. Falla, J. (Valuation), S. 422.

<sup>256</sup> Vgl. Niehues, K. (Unternehmenstransaktionen), S. 2248.

<sup>257</sup> Vgl. Thomaschowski, D./Rehkugler, H./Nack, U. (Net Asset Value), S. 59.

<sup>258</sup> Vgl. Rehkugler, H. (Chancen), S. 18; Thomaschowski, D./Rehkugler, H./Nack, U. (Net Asset Value), S. 59.

<sup>259</sup> Vgl. Pensel, J. (Grundstücksunternehmen), S. 367-368.

<sup>260</sup> Vgl. Rieger, A. (Going Public), S. 2; Sieben, G. (Wertfindung), S. 124. Demgegenüber vertritt Csik die Ansicht, dass nur durch die Kenntnis des Substanzwertes im Sinne vorgeleisteter Ausgaben die künftigen Einnahmen angemessen im Sinne einer Rentabilitätsbetrachtung beurteilt werden können. Vgl. Csik, A. (Substanzwert), S. 1901. Unabhängig von der Ermittlung von Entscheidungswerten kann bei einem ausschließlichen Erwerb der Vermögensgegenstände und Schulden („Asset Deal“) oder der geplanten Konsolidierung einer neu erworbenen Gesellschaft die Einzelbewertung nach Marktwerten von Interesse sein, um die bilanzielle Auswirkung einer Transaktion zu ermessen. Vgl. Barthel, C. W. (Unternehmenswert), S. 1688; Betsch, O./Groh, A./Lohmann, L. (Corporate Finance), S. 190; Funk, J. (Goodwill), S. 163; Helling, N. U. (Unternehmensbewertung), S. 43; Vahl, G. (Stellungnahme), S. 1209.

<sup>261</sup> Vgl. Cadmus, A. (Immobilien-Aktiengesellschaften), S. 96. Dieses für Immobilien-Aktiengesellschaften empfohlene Verfahren entstammt der Bewertung von US-amerikanischen REITs, also Immobilienfonds auf Aktien. Fraglich ist, ob dieses für REITs empfohlene Verfahren ebenso auf Immobiliengesellschaften und Wohnungsunternehmen übertragen werden kann oder ob auf Grund der bestehenden Unterschiede eine Übertragung nicht angezeigt ist. Vgl. Kaders, G. (Bewertung), S. 7.

<sup>262</sup> Vgl. OLG München Urteil vom 15. Dezember 1964.

eine geeignete Form der Bewertung von Immobiliengesellschaften darstellt, muss deshalb revidiert werden.

## 2.5. Zusammenfassung der Ergebnisse

Aufgrund des Ziels der Immobilienökonomie immobilienwirtschaftliche Entscheidungen zu unterstützen,<sup>263</sup> wird auch im Folgenden von einer entscheidungsorientierten Unternehmensbewertung ausgegangen. Somit gelten die Kriterien der Subjektivität, der Zukunftsbezogenheit und der Gesamtbewertung.

Bezüglich der Finanzierungs- und Ausschüttungspolitik wird davon ausgegangen, dass sowohl wertorientierte als auch autonome Politiken grundsätzlich möglich sind. Dennoch wird angenommen, dass autonome Finanzierungs- und Ausschüttungspolitiken verbreiter sind als wertorientierte. Vor diesem Hintergrund ist bei der Auswahl einer Unternehmensbewertungsmethode zu beachten, dass diese auch bei einer autonomen Finanzierungs- und Ausschüttungspolitik anwendbar ist.

Für die *DCF-Methoden* konnte gezeigt werden, dass alle Ansätze den Anforderungen an Entscheidungswerte gerecht werden. Im Hinblick auf die in diesem Abschnitt eingeführten Finanzierungs- und Ausschüttungspolitiken, die sich in wertorientierte und autonome unterscheiden lassen, eignen sich die DCF-Ansätze in unterschiedlichen Maße in Abhängigkeit von der gewählten Finanzierungs- und Ausschüttungspolitik. So weist der WACC-Ansatz besondere Vorteile bei einer unterstellten wertorientierten, einen konstanten Verschuldungsgrad unterstellenden Finanzierungs- und Ausschüttungspolitik auf, während der APV-Ansatz insbesondere bei einer autonomen Finanzierungs- und Ausschüttungspolitik zu bevorzugen ist. Grundsätzliche Überlegungen zur Angemessenheit der wertorientierten und autonomen Finanzierungs- und Ausschüttungspolitik haben jedoch gezeigt, dass insbesondere Transaktionskosten und gesellschaftsrechtliche Restriktionen gegen die Annahme einer wertorientierten Finanzierungs- und Ausschüttungspolitik sprechen. Aus diesem Grunde wird im weiteren Verlauf der Arbeit die autonome Finanzierungs- und Ausschüttungspolitik unterstellt und deshalb unter den DCF-Methoden der APV-Ansatz favorisiert.

Die *NAV-Methode* erfüllt hingegen die Anforderungen für entscheidungsorientierte Unternehmenswerte nicht. Ursache hierfür ist vor allem die von der Unternehmensbewertung abweichende Wertkonzeption der Immobilienbewertung, die auf die Ermittlung eines Verkehrswertes abzielt, welcher unabhängig von persönlichen Verhältnissen ist und per Definition einen geforderten subjektiven Wert ausschließt.

---

<sup>263</sup> Vgl. Schulte, K.-W./Schäfers, W. (Immobilienökonomie), S. 108.

Zusammenfassend betrachtet gelten die in der Unternehmensbewertungsliteratur vorherrschenden DCF-Methoden und insbesondere der APV-Ansatz aus der Sicht der entscheidungsorientierten Unternehmensbewertung zu Recht als angemessene Verfahren. Die Hinweise, dass die NAV-Methode auch bei unvollständigen Informationen im Rahmen von Transaktionen Wertindikationen liefern kann, sind fragwürdig, konnte doch gezeigt werden, dass diese Methode entscheidungstheoretisch nicht fundiert ist. Somit wurde durch die Betrachtung der NAV-Methode die These widerlegt, dass die NAV-Methode in einem entscheidungsorientierten Transaktionskontext eine probate Methode zur Bewertung von Immobilienunternehmen sei.

### 3. IDENTIFIKATION BEWERTUNGSRELEVANTER CHARAKTERISTIKA

Nachdem im vorangegangenen Kapitel festgestellt wurde, dass lediglich die zukunftsorientierten Unternehmensbewertungsverfahren die Anforderungen der entscheidungsorientierten Unternehmensbewertung erfüllen und dass sich die APV-Methode unter den zukunftsorientierten Bewertungsmethoden insbesondere für die Berücksichtigung einer als relevant erachteten autonomen Finanzierungspolitik eignet, wird in diesem Kapitel untersucht, durch welche bewertungsrelevanten Charakteristika sich ehemals gemeinnützige Wohnungsbauunternehmen auszeichnen.

#### 3.1. Bezugsrahmen zur Identifikation bewertungsrelevanter Charakteristika

Im folgenden Kapitel 3.1 soll zunächst ein Bezugsrahmen zur Identifikation der bewertungsrelevanten Charakteristika im Rahmen einer branchenorientierten Unternehmensbewertung definiert werden. Dabei werden zunächst in 3.1.1 die in der Bewertungsliteratur verfolgten Ansätze skizziert um daran anschließend in 3.1.2 einen Bezugsrahmen zu definieren.

##### 3.1.1. Ansätze zur Identifikation bewertungsrelevanter Charakteristika

In einer von der *European Business School* und *Arthur Andersen* herausgegebenen Studie über die Bewertung von Immobilienunternehmen werden die bewertungsrelevanten Charakteristika von Immobilienunternehmen anhand des Werttreibermodells von Rappaport beschrieben.<sup>264</sup> Hierbei werden insbesondere die Definition von spartenspezifischen Cash Flows und Detailbetrachtungszeiträumen, der Einbezug steuerlicher Aspekte sowie die Ermittlung des Diskontierungszinssatzes als spezifisch für Immobilienunternehmen hervorgehoben.<sup>265</sup> Dieser Vorgehensweise folgen auch andere Autoren bei der Beschreibung der bewertungsrelevanten Besonderheiten von Immobilienunternehmen.<sup>266</sup>

In einer Arbeit über die Unternehmensbewertung von bauausführenden Unternehmen definiert *Lohr* die bewertungsrelevanten Charakteristika durch die Identifikation von so genannten Werttreibern. Er begründet diese Vorgehensweise damit, dass ein branchenspezifisches Bewertungsverfahren diese jeweils spezifischen Werttreiber berücksichtigen muss.<sup>267</sup> In seiner Beschreibung der bewertungsrelevanten Besonderheiten der Baubranche werden die identifizierten Werttreiber dann unter den Aspekten Akquisition und Auf-

---

<sup>264</sup> Vgl. Arthur Andersen/European Business School (Immobilien-Gesellschaften), S. 11.

<sup>265</sup> Vgl. Arthur Andersen/European Business School (Immobilien-Gesellschaften), S. 12-20.

<sup>266</sup> Vgl. Schäfers, W./Haub, C. (Shareholder Value-Analyse), S. 493-528; Schäfers, W./Hörner, C. (Privatisierung), S. 535-560; Schäfers, W./Siepmann, A./Stock, A. (Bewertung), S. 375-402.

<sup>267</sup> Vgl. Lohr, B. (Bewertung), S. 59.

tragsvergabe, Verhalten der Marktteilnehmer, Bilanzierung, Finanzierung, Personenbezogenheit und Risiken zusammengefasst.<sup>268</sup>

Fries wählt in seiner Darstellung der Unternehmensbewertung von Krankenhäusern eine andere Vorgehensweise: Er analysiert nach dem Muster der strategischen Analyse zunächst die Rahmenbedingungen der Umwelt und dann die Strukturen des zu bewertenden Unternehmens. Bei den Rahmenbedingungen der Umwelt werden steuerliche, rechtliche und politische Faktoren sowie Standortfaktoren hervorgehoben.<sup>269</sup> Die Strukturen der Krankenhäuser werden einerseits durch die krankenhausspezifische Rechnungslegung und andererseits durch die sich z. T. aus den Rahmenbedingungen der Umwelt ergebenden Einflussfaktoren auf die Erlös- und Kostenplanungen erklärt.<sup>270</sup> Darüber hinaus werden noch die Besonderheiten der Ermittlung der Diskontierungszinsen von Krankenhäusern diskutiert.<sup>271</sup>

Unabhängig von der betrachteten Branche und der gewählten Vorgehensweise, kristallisieren sich die spezifische Rechnungslegung in der jeweiligen Branche, die Finanzierung und die Besteuerung als wesentliche Aspekte bei der Beschreibung eines branchenorientierten Bewertungsmodells heraus.

Die Relevanz der *Rechnungslegung* wird damit begründet, dass die Jahresabschlüsse eines Unternehmens den Ausgangspunkt für die Planung und deren Analyse bilden.<sup>272</sup> Darüber hinaus werden Gestaltungsspielräume bei der Aufstellung des Jahresabschlusses angeführt, die für den Zweck der Unternehmensbewertung erkannt werden müssen.<sup>273</sup> Weiterhin kann angeführt werden, dass sich aus branchenspezifischen Gliederungen von Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnungen<sup>274</sup> Erkenntnisse über die darin enthaltenen und in einer Branche besonders relevanten Positionen ergeben.

Die Bedeutung der *Finanzierung* und der spezifischen Finanzierungsformen einer Branche werden aus dem Werttreibermodell nach Rappaport begründet.<sup>275</sup> Aufgrund des Einflusses der Finanzierung auf die gewichteten Kapitalkosten ergibt sich die Notwendigkeit der Diskussion dieses Aspektes.

---

<sup>268</sup> Vgl. Lohr, B. (Bewertung), Kapitel 4.1, S. 118-146.

<sup>269</sup> Vgl. Fries, T. (Unternehmensbewertung), Kapitel D I, S. 39-50.

<sup>270</sup> Vgl. Fries, T. (Unternehmensbewertung), Kapitel D II, S. 51-68.

<sup>271</sup> Vgl. Fries, T. (Unternehmensbewertung), Kapitel D III, S. 69-72.

<sup>272</sup> Vgl. Lohr, B. (Bewertung), S. 127; Fries, T. (Unternehmensbewertung), S. 53.

<sup>273</sup> Vgl. Fries, T. (Unternehmensbewertung), S. 53.

<sup>274</sup> Als Beispiel seien hier Gliederungen nach der Krankenhausbuchführungsverordnung, FormblattVO für die Gliederung des Jahresabschlusses Wohnungsbauunternehmen, genannt.

<sup>275</sup> Vgl. Arthur Andersen/European Business School (Immobilien-Gesellschaften), S. 17; Fries, T. (Unternehmensbewertung), S. 70.

Der Einbezug der *Besteuerung* in die Definition eines branchenspezifischen Bewertungsansatzes wird mit branchenspezifischen Aspekten der Besteuerung begründet. Diese können einerseits in generell relevanten Regelungen für die Branche bestehen.<sup>276</sup> Andererseits können sie aber auch durch steuerliche Spezifika begründet sein, die einem Erwerber nach Realisierung einer Transaktion mit einem Unternehmen dieser Branche nicht mehr zustehen.<sup>277</sup>

Die beiden zur Beschreibung von branchenorientierten Bewertungsmodellen dargestellten Bezugsrahmen – das Werttreibermodell und die strategische Analyse – scheinen zunächst zwei gegensätzliche Ansätze darzustellen. Bei näherer Betrachtung wird jedoch deutlich, dass das von Rappaport vorgeschlagene Werttreibermodell die Aspekte der strategischen Analyse bereits umfasst. Rappaport verknüpft in seinem Modell Porters Wettbewerbsanalyse<sup>278</sup> mit der Unternehmensbewertung, um Unternehmensstrategien im Hinblick auf ihren Einfluss auf den Unternehmenswert zu überprüfen.<sup>279</sup> Deshalb soll im Folgenden die Identifikation der bewertungsrelevanten Charakteristika des Werttreibermodells von Rappaport vor dem Hintergrund der in dieser Arbeit anzuwendenden APV-Methode und dem Kontext von Unternehmensakquisitionen auf seine Anwendbarkeit hin untersucht werden.

### 3.1.2. Identifikation mittels Werttreibermodellen

Zur Modellierung des Einflusses von Unternehmensstrategien auf den Unternehmenswert wird ein Werttreibermodell vorgestellt, welches vor allem der Komplexitätsreduktion und der Fokussierung auf wenige Einflussparameter dient. Diese auch als Werttreiber bezeichneten Einflussfaktoren sollen Ansatzpunkte für die Wertbeeinflussung auf operativer Ebene bieten.

Bei dem von Rappaport zu Grunde gelegten Bewertungskalkül handelt es sich um den Entity-Ansatz.<sup>280</sup> Bei dieser DCF-Bewertungsmethode wird der Unternehmensgesamtwert durch die Diskontierung erwarteter Cash Flows bei angenommener vollständiger Eigenkapitalfinanzierung (Free Cash Flow) mit den durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC)

---

<sup>276</sup> Vgl. Arthur Andersen/European Business School (Immobilien-Gesellschaften), S. 15.

<sup>277</sup> Fries weist auf die Bewertung von Krankenhäusern im Rahmen von Privatisierungstransaktionen hin, die in der Regel zum Entfall von Steuervergünstigungen führen. Vgl. Fries, T. (Unternehmensbewertung), S. 38.

<sup>278</sup> Vgl. Porter, M. (Competitive Advantage), S. 3-190, insbesondere das „Five-Forces“-Modell, S. 3-33. Zu einer Branchenstrukturanalyse der Wohnungswirtschaft anhand des „Five-Forces“-Modells vgl. Buse, C. (Strategisches Management), S. 84-94.

<sup>279</sup> Vgl. Schultze, W. (Methoden), S. 237.

<sup>280</sup> Vgl. Drukarczyk, J. (Unternehmenssteuerung), S. 219; Lorson, P. (Bewertung), S. 262.

ermittelt. Zur Ermittlung des Wertes des Eigenkapitals wird von dem Unternehmensgesamtwert der des Fremdkapitals abgezogen.<sup>281</sup>

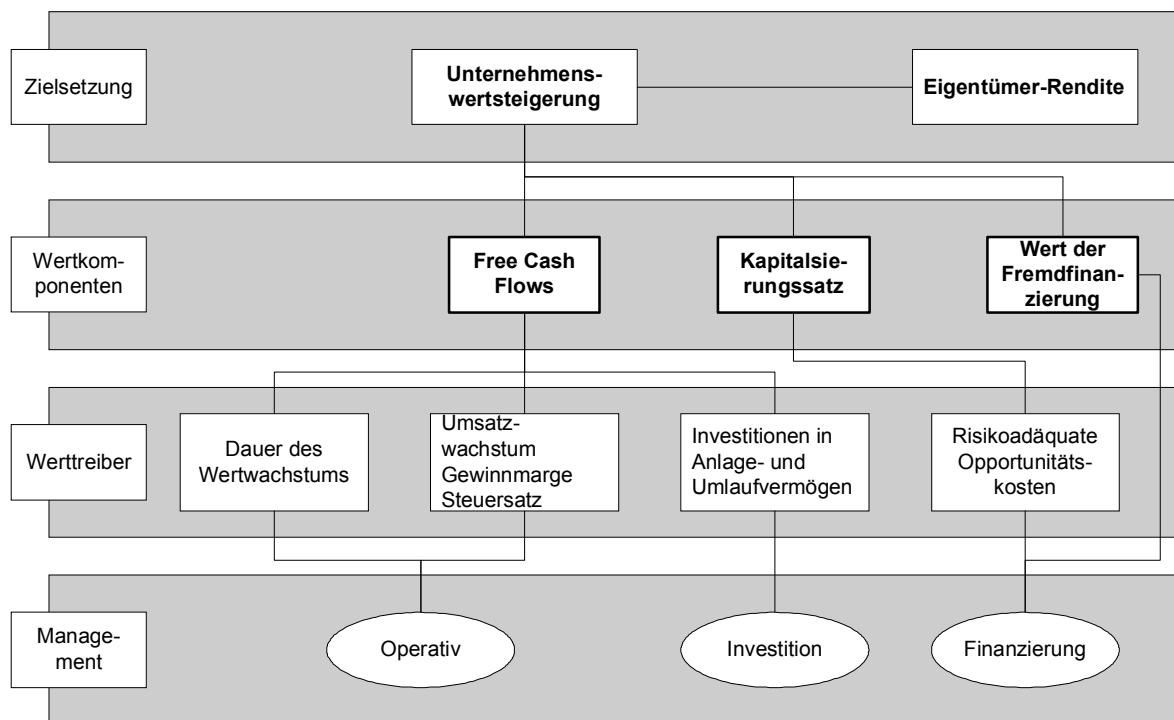


Abbildung 3.1: Werttreibermodell von Rappaport<sup>282</sup>

Das Werttreibermodell lehnt sich an die in der Vergangenheitsanalyse verbreitete Ermittlung von Verhältniszahlen in Abhängigkeit von Umsatzerlösen an.<sup>283</sup> Die betriebliche Gewinnmarge wird dabei als Relation zwischen dem Ergebnis vor Steuern und Zinsen (EBIT) und dem Umsatz verstanden.<sup>284</sup> Der Cash-Gewinnsteuersatz entspricht den Ertragsteuern des Unternehmens bezogen auf das Ergebnis vor Steuern und Zinsen (EBIT) – also bei angenommener vollständiger Eigenkapitalfinanzierung ohne Berücksichtigung der sich aus der Anrechenbarkeit von Zinsaufwendungen auf die steuerliche Bemessungsgrundlage ergebenden Steuervorteile. Bei den Zusatzinvestitionen in das Anlagevermögen wird nicht die Bruttoinvestition, sondern die sich nach Abzug der Abschreibung ergebende Nettoinvestition berücksichtigt.<sup>285</sup> Somit wird die nicht erfolgte Hinzurechnung der Abschreibung im operativen Cash Flow durch die Berücksichtigung der Nettoinvestitionen wieder korrigiert.<sup>286</sup> Die Zusatzinvestitionen in das Nettoumlauvermögen stellen alle Erhöhungen und Verminderungen der Vorräte, Forderungen, Rückstellungen und nicht

<sup>281</sup> Vgl. hierzu auch Kapitel 3.2.1.1 dieser Arbeit.

<sup>282</sup> In Anlehnung an Rappaport, A. (Shareholder Value), S. 68.

<sup>283</sup> Vgl. Schultze, W. (Methoden), S. 237.

<sup>284</sup> Vgl. Rappaport, A. (Shareholder Value), S. 42.

<sup>285</sup> Vgl. Rappaport, A. (Shareholder Value), S. 41.

<sup>286</sup> Vgl. Drukarczyk, J. (Unternehmenssteuerung), S. 219.

verzinslichen Verbindlichkeiten dar.<sup>287</sup> Der so ermittelte Free Cash Flow ist mit den gewichteten Kapitalkosten (WACC) zu diskontieren.<sup>288</sup> Ein weiterer Werttreiber in dem so genannten Shareholder Value-Netzwerk ist die erwartete Dauer möglicher Wertsteigerungen, indem durch die geplanten Investitionen eine Rendite erzielt wird, die über den Kapitalkosten liegt.<sup>289</sup> Hierbei stellt Rappaport eine Beziehung zwischen der notwendigen Länge der Detailprognosephase und der Dauer der möglichen Wertsteigerungen her, indem er darauf hinweist, dass Überrenditen, also über den Kapitalkosten liegende Renditen, nicht langfristig aufrechterhalten werden können, da sie zu zusätzlichem Wettbewerb und damit zu Überkapazitäten und Preiswettbewerb führen.<sup>290</sup>

Vorteilhaft an dem Werttreibermodell von Rappaport ist, dass der Fokus des Modells auf der operativen Wertschaffung liegt und es bezüglich der Cash Flow-Definitionen branchenspezifische Adjustierungen erlaubt.<sup>291</sup>

Neben den vereinfachenden umsatzabhängigen Annahmen zur Prognose der Free Cash Flows<sup>292</sup> ist am Ansatz von Rappaport aus bewertungsmethodischer Sicht die unreflektierte Anwendung des Entity-Ansatzes zu kritisieren.<sup>293</sup> Denn die Anwendung dieses Ansatzes setzt eine wertorientierte Finanzierungspolitik und eine residuale Ausschüttungspolitik voraus.<sup>294</sup> Sind diese Anwendungsprämissen nicht erfüllt, so führt die Anwendung zur systematischen Ergebnisabweichung von dem zutreffenden Bewertungsergebnis.<sup>295</sup> Aus dem Blickwinkel einer Akquisition ist zu kritisieren, dass weder aus Kaufverträgen resultierende Auflagen und Restriktionen, welche die geplante Fortführung der Gesellschaft nach der Planung des Erwerbers beeinträchtigen können, noch etwaige Transaktionskosten berücksichtigt werden. Die Besteuerung der Unternehmen wird durch einen pauschalen Cash-Gewinnsteuersatz nur vereinfacht dargestellt. Ferner werden auch evtl. bestehende Abweichungen zwischen der Handels- und Steuerbilanz und damit von dem Ergebnis vor Zinsen und Steuern abweichende Steuerbemessungsgrundlagen nicht berücksichtigt. Darüber hinaus wird nicht gewürdigt, dass auch die Desinvestition von Anlagevermögen Bestandteil einer Unternehmensstrategie sein können.

---

<sup>287</sup> Vgl. Rappaport, A. (Shareholder Value), S. 43.

<sup>288</sup> Vgl. Rappaport, A. (Shareholder Value), S. 44-48.

<sup>289</sup> Vgl. Rappaport, A. (Shareholder Value), S. 69.

<sup>290</sup> Vgl. Rappaport, A. (Shareholder Value), S. 50. Diese Überlegungen zur begrenzten Dauer einer möglichen Überrendite waren bereits Gegenstand der Betrachtung bei den so genannten Übergewinnverfahren oder der Methode der verkürzten Goodwillrentendauer. Vgl. Born, K. (Unternehmensanalyse), S. 29.

<sup>291</sup> Vgl. Arthur Andersen/European Business School (Immobilien-Gesellschaften), S. 9.

<sup>292</sup> Vgl. Lorson, P. (Bewertung), S. 263.

<sup>293</sup> Vgl. Drukarczyk, J. (Unternehmenssteuerung), S. 224.

<sup>294</sup> Vgl. Hachmeister, D. (Finanzierung), S. 269.

<sup>295</sup> Vgl. Richter, F. (DCF-Methoden), S. 226.

Trotz dieser diskutierten Schwächen des Werttreibermodells von Rappaport stellt es einen systematischen Rahmen für die Analyse von branchenspezifischen Werttreibern dar, die für die jeweilige Branche zu detaillieren sind.<sup>296</sup> Hierbei sind die sich aus den umsatzabhängigen Werttreibern ergebenden Unschärfen unerheblich, da dieses Modell im Folgenden lediglich den Bezugsrahmen für die Detailanalyse bieten soll. Die übrigen Aspekte werden im akquisitionsorientierten Werttreibermodell ergänzt:

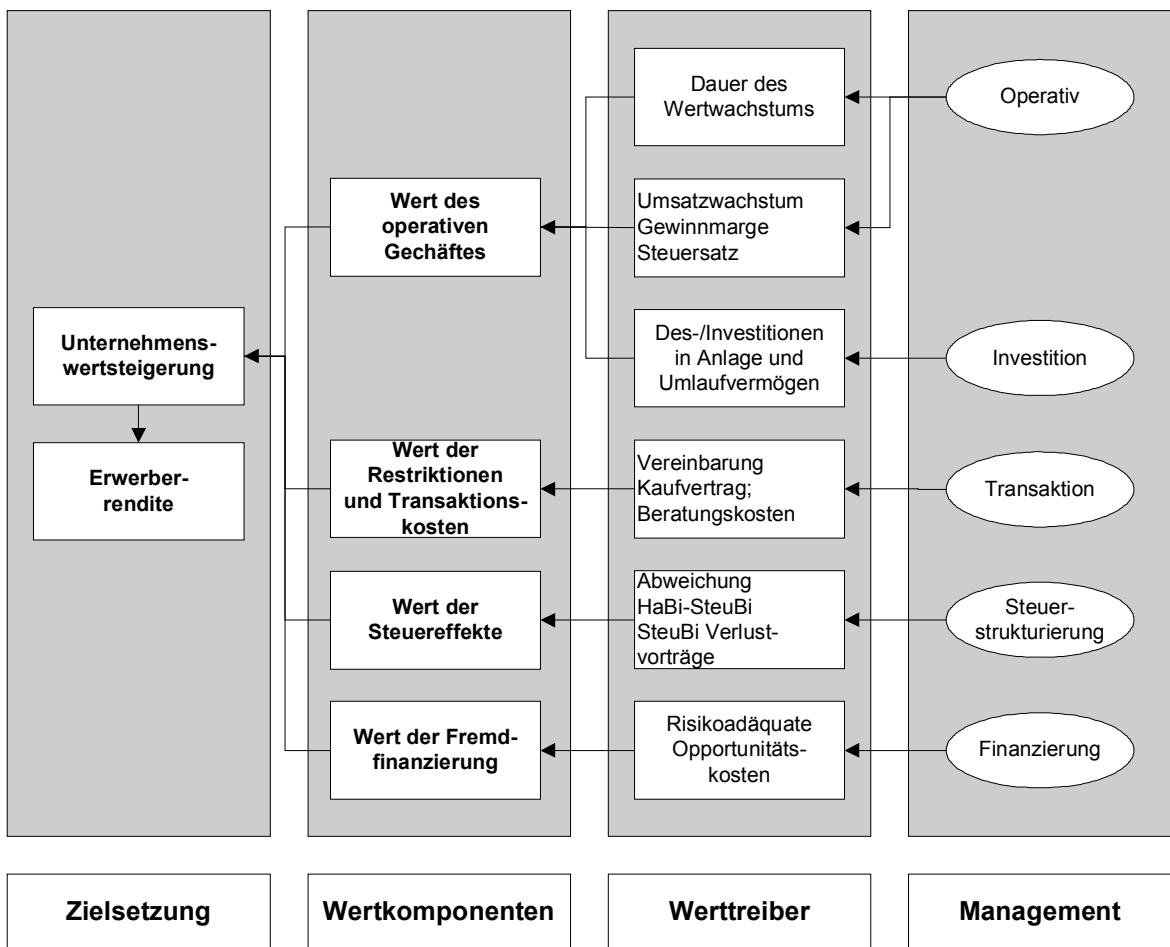


Abbildung 3.2: Akquisitionsorientiertes Werttreibermodell

In Anlehnung an die APV-Methode resultiert die Unternehmenswertsteigerung und damit die Rendite des Erwerbers aus dem Wert des operativen Geschäfts, dem gegenläufigen Wert der Restriktionen des Kaufvertrages und der Transaktionskosten, weiterhin dem Wert der Steuereffekte aus Fremdfinanzierung, abweichender Handels- und Steuerbilanz, steuerbilanziellen Verlustvorträgen und Ausschüttungsbelastungen sowie dem Wert der Fremdfinanzierung. Diese vier Wertkomponenten werden durch den vom Erwerber verfolgten und im Vergleich zum Verkäufer i. d. R. veränderten Unternehmenszweck beeinflusst. Aus diesem Grund wird in Kapitel 3.2 zunächst der Unternehmenszweck der Woh-

<sup>296</sup> Vgl. Lorson, P. (Bewertung), S. 263.

nungsbauunternehmen und seine Veränderung durch einen Erwerber dargestellt, daran anschließend werden die vier Wertkomponenten erläutert.

### 3.2. Unternehmenszweck der Wohnungsbauunternehmen

Unternehmen – so auch Wohnungsbauunternehmen – begründen ihre Existenz durch die Verfolgung eines Unternehmenszweckes. Als Unternehmenszweck wird dabei die Funktion des Unternehmens aus Sicht ihrer Umwelt verstanden. Da die Unternehmen gleichzeitig auch relative autonome Gebilde sind, verfügen sie über Handlungsfreiheiten, die es der Geschäftsführung ermöglichen Unternehmensziele zu setzen.<sup>297</sup>

Hinsichtlich des Unternehmenszweckes sind zwei grundsätzliche Ausprägungen möglich: Unternehmen können entweder die Bedarfsdeckung in den Vordergrund ihrer Tätigkeit rücken und sich somit gemeinnützig verhalten oder aber die Gewinnerzielung und Wertsteigerung zur Maxime ihres Handels machen und sich damit erwerbswirtschaftlich verhalten.<sup>298</sup> Aus diesen unterschiedlichen Unternehmensverfassungen resultieren dann unterschiedliche Unternehmensziel und -strategien, die dann in den einer Unternehmensbewertung zu Grunde zu legenden Unternehmensplanungen abgebildet werden.

Insofern sind vor einer Diskussion der Struktur der verfügbaren Cash Flows und ihrer Werttreiber zunächst der Unternehmenszweck und die sich daraus ergebenden Unternehmensziele zu beleuchten, welche – neben anderen Interessengruppen – maßgeblich durch den Anteilseigner beeinflusst werden. Hierzu wird zunächst der häufig verfolgte Unternehmenszweck der ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen bei Anteilseignerschaft der öffentlichen Hand beleuchtet, um daran anschließend mögliche Unterschiede im Vergleich zu dem von einem Erwerber verfolgen Unternehmenszweck zu diskutieren.

#### 3.2.1. Öffentliche Hand als Anteilseigner

Während der Unternehmenszweck der bis dahin gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen im Wohnungsgemeinnützigkeitsgesetz (WGG)<sup>299</sup>, in den Voraussetzungen zur

---

<sup>297</sup> Vgl. Zettel, W. (Organisation), S. 12.

<sup>298</sup> Vgl. Bea, F. X./Haas, J. (Strategisches Management), S. 73.

<sup>299</sup> Die Entwicklung der Wohnungsgemeinnützigkeit verlief in drei wesentlichen Phasen: Die Ursprünge der Wohnungsgemeinnützigkeit liegen in der mit der industriellen Revolution beginnenden Phase der privat initiierten Wohnungsgemeinnützigkeit. Vgl. Kruschwitz, H. (Wohnungsnot), S. 1749; Jenkis, H. W. (Wohnungswirtschaftspolitik), S. 25. Hieran schloss sich zum Ende des Ersten Weltkrieges die Phase der nicht kodifizierten, aber aus einem neuen Aufgabenverständnis resultierenden, staatlich geförderten Wohnungsgemeinnützigkeit an. Vgl. Kruschwitz, H. (Wohnungsnot), S. 1749; Jenkis, H. W. (Wohnungswirtschaftspolitik), S. 25. Mit dem 1940 in Kraft getretenen WGG, wurden die Gemeinnützigkeit und die staatliche Intervention in den Wohnungsmarkt dann kodifiziert. Vgl. Jenkis, H. W. (Entwicklung), S. XXII. Diese Phase dauerte bis 1990 an, als das WGG aufgehoben wurde. Vgl. Schwarz, M. E. (Wohnungswirtschaft), S. 53.

Erlangung der Wohnungsgemeinnützigkeit kodifiziert war,<sup>300</sup> haben die Wohnungsbaununternehmen seit dem Entfall des WGG im Jahr 1990 unterschiedliche Wege eingeschlagen. Dennoch ist anzumerken, dass die öffentliche Hand als Anteilseigner in nicht wenigen Fällen - trotz der Aufhebung des WGG – beschlossen hat, weiterhin wohnungsgemeinnützige Ziele zu verfolgen.<sup>301</sup> In diesen Fällen bestehen dann die Auflagen des WGG in den Satzungen beziehungsweise den Gesellschaftsverträgen fort.<sup>302</sup>

Die seinerzeit prägenden Voraussetzungen zur Erlangung der Wohnungsgemeinnützigkeit haben vor allem in der Zweckbindung der Mittel, der Einhaltung des Kostendeckungsprinzips, dem Ausschüttungsverzicht der Anteilseigner sowie der Einschränkung bei der Rechtsformwahl bestanden.

Aufgrund der *Zweckbindung der Mittel* waren die Wohnungsbaununternehmen verpflichtet, die Mittel nur entsprechend ihres nach § 6 WGG definierten Unternehmenszweckes einzusetzen.<sup>303</sup> Hierzu zählte neben der Bewirtschaftung und Verwaltung von Wohnungen, vor allem nach § 6 WGGDV i. V. m. § 6 Abs. 1 und 3 WGG, die nur in Ausnahmefällen aussetzbare Verpflichtung zum ständigen Bau von Kleinwohnungen, um die Deckung des Wohnungsbedarfs zu gewährleisten.<sup>304</sup> Aus dieser Bauverpflichtung resultiert auch die Namensgebung Wohnungsbaununternehmen im Gegensatz zu einem freien Wohnungsunternehmen, für das keine Baupflicht bestand.<sup>305</sup>

Ein weiteres Prinzip war das von den Wohnungsbaununternehmen geforderte gemeinnützige Preisverhalten nach dem Grundsatz der *Kostendeckung*.<sup>306</sup> Gemäß § 13 Abs. 1 WGGDV i. V. m. § 7 WGG durften die gemeinnützigen Wohnungsbaununternehmen lediglich ein Entgelt verlangen, das zur Deckung der Aufwendungen für die Bewirtschaftung, zur Deckung der Kosten der Führung des Unternehmens sowie zur Bildung von angemessenen Rücklagen erforderlich war.<sup>307</sup> Somit konnten zusätzlich zu den zu deckenden Kosten auch eine angemessene Eigenkapitalverzinsung und Wagniszuschläge berücksichtigt werden.<sup>308</sup> Damit war die Mietpreisgestaltung eingeschränkt und einem marktorientierten

---

<sup>300</sup> Vgl. Lütke, F. (Wohnungswirtschaft), S. 284.

<sup>301</sup> Vgl. Schwarz, M. E. (Wohnungswirtschaft), S. 59.

<sup>302</sup> Vgl. Schwarz, M. E. (Wohnungswirtschaft), S. 68. Eine Analyse der Satzungen der 98 im VdW Bayern zusammengefassten Wohnungsbaununternehmen hat ergeben, dass von den analysierten 98 ehemals gemeinnützigen Wohnungsbaununternehmen 64 Gesellschaften (65%) eine an gemeinnützigen Zielen i. S. des WGG orientierte Satzung auch nach Abschaffung des WGG beibehalten haben. Vgl. Dietrich, P. (Wohnungsunternehmen), S. LXVIII.

<sup>303</sup> Vgl. Buse, C. (Strategisches Management), S. 25; Jenkis, H. W. (Ursprung), S. 13; Lütke, F. (Wohnungswirtschaft), S. 254.

<sup>304</sup> Vgl. Lütke, F. (Wohnungswirtschaft), S. 253.

<sup>305</sup> Vgl. Brecht, J. (Wohnungsbaugesellschaften), S. 1669.

<sup>306</sup> Vgl. Weimar, H. P. (Gewinn), S. 720.

<sup>307</sup> Vgl. Blaas, W./Brezina, B. (Ökonomie), S. 148.

<sup>308</sup> Vgl. Gardemann, H.-F. (Kostendeckungsprinzip), S. 941.

entierten Preismechanismus entzogen.<sup>309</sup> Das Kostendeckungsprinzip war aber nicht nur auf die Mietpreispolitik, sondern gemäß § 14 WGGDV i. V. m. § 7 WGG auch auf die Be-messung der Verkaufspreise von Eigenheimen anzusetzen.<sup>310</sup>

Durch das Kostendeckungsprinzip war also nicht die Gewinnerzielung, sondern lediglich die dem erwerbswirtschaftlichen Prinzip zu Grunde liegende Gewinnmaximierung ausgeschlossen.<sup>311</sup> Gleichwohl war nach § 9 Abs. 1 a WGG die *Ausschüttung* und damit auch die Eigenkapitalverzinsung der Anteilseigner auf 4% des Nominalkapitals beschränkt. Der die Ausschüttungsgrenze übertreffende Bilanzgewinn war zu thesaurieren.<sup>312</sup>

Wesentlich aus Sicht der Unternehmensbewertung ist darüber hinaus noch die nach § 2 WGG bestehende Beschränkung der Rechtsformwahl auf juristische Personen.<sup>313</sup> Diese Einschränkung wurde damit begründet, dass bei Körperschaften, im Gegensatz zu Einzelpersonen und Personengesellschaften, die Gewinnerzielung auf Grund der Trennung von Gesellschafts- und Privatvermögen besser überwacht werden kann.<sup>314</sup> Unter den möglichen juristischen Personen wurde keine weitere Einschränkung vorgenommen, wenngleich empirisch betrachtet Wohnungsbaugenossenschaften, GmbHs und Aktiengesellschaften die dominierenden Rechtsformen sind, während alle weiteren möglichen Rechtsformen der juristischen Personen keine Bedeutung erlangten.<sup>315</sup>

Aber nicht nur die Entscheidung der Anteilseigner für den Fortbestand des gemeinnützigen Geschäftszweckes, der vor allem durch die genannten Prinzipien geprägt wurde, bestimmt die derzeitige Aktivität der Wohnungsbauunternehmen. Darüber hinaus wirken zahlreiche geschäftspolitische Entscheidungen, die noch während der Gemeinnützigkeit nach dem WGG getroffen wurden, aufgrund der Langfristigkeit der Verträge nach. Als Kompensation für die durch die Gemeinnützigkeit auferlegten Restriktionen wurden die

---

<sup>309</sup> Vgl. Schwarz, M. E. (Wohnungswirtschaft), S. 53. Dieser Eingriff in die Wirtschaftsordnung wird mit der nach dem Zweiten Weltkrieg vorherrschenden Wohnungsnot begründet. Vgl. Brecht, J. (Wohnungsunternehmen), S. 1764.

<sup>310</sup> Vgl. Brecht, J. (Wohnungsunternehmen), S. 1776.

<sup>311</sup> Vgl. Gardemann, H.-F. (Kostendeckungsprinzip), S. 942.

<sup>312</sup> Vgl. Buse, C. (Strategisches Management), S. 25; Kersten, G./Schulz, G. (Mitglieder), S. 194-195; Lütke, F. (Wohnungswirtschaft), S. 249; Schwarz, M. E. (Wohnungswirtschaft), S. 53. Die aus dem Grundsatz der Kostendeckung resultierenden Kostenmieten ermöglichen den gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen z. T. die Thesaurierung beträchtlicher Überschüsse. Vgl. Harloe, M. (Home), S. 463.

<sup>313</sup> Vgl. Brecht, J. (Wohnungsunternehmen), S. 1767-1768.

<sup>314</sup> Vgl. Gemeinnützigkeitsverordnung von 1930, zitiert nach Dyong, H. (2 bis 6 WGG), § 2 WGG, Rz. 2, S. 16.

<sup>315</sup> Zu den in Tabelle 1.1 als Sonstige ausgewiesenen Wohnungsbaugesellschaften zählen insbesondere Körperschaften des öffentlichen Rechtes, Stiftungen und Vereine. Vgl. Jenkis, H. W. (Entwicklung), S. XXIII.

Wohnungsbauunternehmen in besonderem Maße bei der Vergabe von langfristigen Förderungen begünstigt.<sup>316</sup>

Einerseits wurde den gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen ein privilegierter Status bei der Wohnungsbauförderung gewährt,<sup>317</sup> indem sie bei der Zuweisung öffentlicher Darlehen und Zuschüsse gegenüber anderen, erwerbswirtschaftlichen Unternehmen bevorzugt wurden.<sup>318</sup> Aus diesem Grund beruht die Finanzierung der Wohnungsbauunternehmen häufig auf in Anspruch genommenen Objektförderungen, wenngleich nicht immer, da es auch gemeinnützige Wohnungsbauunternehmen gab, die keine Fördermittel in Anspruch genommen haben.<sup>319</sup> Je nach vereinbartem Förderprogramm können die hieraus resultierenden Miet- und Belegungsbindungen sowie geförderten Darlehen und Zuschüsse langfristig nach der Gewährung nachwirken. So unterliegen öffentlich geförderte Wohnungen nach §§ 15-17 WoBindG einer Zweckbindung von 30-60 Jahren.<sup>320</sup>

Andererseits wurden Wohnungsbauunternehmen aber auch bei ihren Bauaktivitäten aufgrund der Verpflichtung der Gemeinden nach § 89 Abs. 2 S. 1 II. WoBauG begünstigt, nicht nur eigenes vorhandenes Bauland, sondern auch eigenes beschafftes Bauland zu angemessenen Preisen als Baugrundstück oder als Erbbaurecht überlassen.<sup>321</sup> Aufgrund einer nach § 33 Abs. 2 II. WoBauG geforderten Laufzeit von im Regelfall 99 Jahren bestehen diese Erbbaurechte auch nach Aufhebung der Wohnungsgemeinnützigkeit.<sup>322</sup>

Zusammenfassend hat die öffentliche Hand als häufiger Anteilseigner der Wohnungsbauunternehmen in vielen Fällen für diese Unternehmen trotz des Entfalls des WGG im Rahmen der Satzung bzw. des Gesellschaftsvertrages einen gemeinnützigen Unternehmenszweck bestimmt. Darüber hinaus wirken aufgrund der langen Vertragslaufzeiten aber auch Miet- und Belegungsbindungen sowie Darlehen, Zuschüsse und Erbbaurechte trotz Beendigung der Gemeinnützigkeit nach.

---

<sup>316</sup> Die staatliche Intervention in den Wohnungsmarkt durch Förderung des Wohnungsbau resultierte einerseits aus der erneuten Verschlechterung der Wohnraumsituation am Ende des Ersten Weltkrieges und andererseits aus der bedingten Abkehr von dem vormalig liberalen Ordnungssystem durch die „Verfassung des Deutschen Reichs“ vom 11. August 1919 („Weimarer Reichsverfassung“), Vgl. Kruschwitz, H. (Wohnungsnot), S. 1749; Jenkis, H. W. (Wohnungswirtschaftspolitik), S. 25. Aufgrund eines veränderten Aufgabenverständnisses förderte die öffentliche Hand zunehmend die Verbesserung der Wohnraumsituation durch die Vergabe von öffentlichen Mitteln und anderen Vergünstigungen. Vgl. Lütke, F. (Wohnungswirtschaft), S. 284.

<sup>317</sup> Vgl. Jenkis, H. W. (Ursprung), S. 220; Blaas, W./Brezina, B. (Ökonomie), S. 149; Pohl, W. (Gemeinden), S. 689; Schwarz, M. E. (Wohnungswirtschaft), S. 58.

<sup>318</sup> Vgl. Blaas, W./Branzina, B. (Ökonomie), S. 149; Kujath, H. J. (Wohnungsversorgung) S. 129; Pohl, W. (Gemeinden), S. 689; Schwender, H. W. (Wohnungsbaumittel), S. 1671.

<sup>319</sup> Vgl. Schulz, G. (Wohnungswirtschaft), S. 74.

<sup>320</sup> Vgl. Murfeld, E. (Grundstücks- und Wohnungswirtschaft), S. 567.

<sup>321</sup> Vgl. Pohl, W. (Gemeinden), S. 688; Murfeld, E. (Grundstücks- und Wohnungswirtschaft), S. 105.

<sup>322</sup> Vgl. Kloberg, H. (Erbbaurecht), S. 565; Simon, J. (Erbbaurecht), S. 81.

### 3.2.2. Veränderungspotential für Erwerber

Aus Sicht eines Erwerbers bietet insbesondere eine durch den derzeitigen Anteilseigner beschlossene gemeinnützige Unternehmenssatzung Anknüpfungspunkte für Wertsteigerungspotentiale, da er im Gegensatz zu dem Veräußerer einen erwerbswirtschaftlichen Unternehmenszweck unterstellen wird.

Aus der Änderung des Unternehmenszweckes ergibt sich, dass die Zweckbindung der Mittel, das Prinzips der Kostendeckung und der Ausschüttungsrestriktion aufgegeben werden können.<sup>323</sup> Durch eine Aufhebung der Zweckbindung der Mittel sind unterschiedliche zusätzliche Optionen zur nachhaltigen Steigerung der Ertragskraft möglich, die in dem gemeinnützig geprägten Geschäftszweck nicht möglich waren. In diesem Zusammenhang kann dann auch eine Wertsteigerung durch systematische Zukäufe und Verkäufe von Wohnungen erreicht werden.<sup>324</sup> Durch diese auch als „buy-hold-sell“-Strategie bezeichnete Vorgehensweise können neue Ertragspotentiale erschlossen werden.<sup>325</sup>

Die auch als „buy-hold-sell“-Strategie bezeichnete Vorgehensweise setzt zunächst bei Erwerb der Bestandsobjekte an. Bei der Akquisition von Wohnungsbeständen haben sich Kriterien herausgebildet, die auf eine erfolgreiche Bewirtschaftung und einen erfolgreichen Vertrieb von Wohnungen schließen lassen, die je nach Investorenpräferenz unterschiedlich stark ausgeprägt sind. (Vgl. Tabelle 3.1)

Diese Kriterien orientieren sich an den Anforderungen von Mietern, Eigennutzern und Kapitalanlegern und dienen der Sicherstellung einer bestmöglichen Veräußerbarkeit von Objekten.

Im nächsten Schritt findet eine *Segmentierung* des Immobilienbestandes im Hinblick auf die spätere Verwertung statt. Dabei ist insbesondere nach den unterschiedlichen Käufergruppen zu unterscheiden. Zunächst unabhängig von der Käuferzielgruppe sind aus Käufersicht insbesondere qualitativ gute Objekte in Ballungsregionen in zusammenhängenden Mieterquartieren mit gewachsenen Mieterstrukturen attraktiv.<sup>326</sup> Darüber hinaus wird aber auch das Ziel verfolgt, im Rahmen der Einzelveräußerung die Qualität des Bestandes zu erhalten bzw. zu optimieren. Hierbei wird eine ausgewogene Berücksichtigung verschiedener Alters- und Standortklassen sowie eine regionale Streuung angestrebt.<sup>327</sup> Weiterhin werden aus Sicht des Verkäufers Objekte mit ausgeschöpften Mieterhöhungspotentialen zur Veräußerung bevorzugt, da bei diesen Objekten keine weiteren Wertstei-

---

<sup>323</sup> Vgl. Schäfers, W./Hörner, C. (Privatisierung), S. 541.

<sup>324</sup> Vgl. Hasenkamp, H. K./Gier, S. (Deutsche Wohnen), S. 638.

<sup>325</sup> Vgl. Schnapp, M. (Deutschbau/WohnBau), S. 614.

<sup>326</sup> Vgl. Riebel, V. (Erwartungen), S. 14.

gerungspotentiale mehr möglich sind.<sup>328</sup> Diese Kriterien der Portfoliosegmentierung können konfliktär sein. Zur Sicherstellung eines Vertriebserfolges sollten bei einer Segmentierungsentscheidung jedoch die Interessen potentieller Erwerber im Vordergrund stehen.<sup>329</sup>

Kriterium	Merkmale
<b>Geographische Lage</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wachstumsstarke und demographisch sich positiv entwickelnde Groß- und Mittelstädte, in denen mittel- bis langfristig von leicht steigenden Haushaltzahlen ausgegangen werden kann</li> <li>• Ausgewogene Mieterstruktur</li> </ul>
<b>Infrastruktur</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gute Nahverkehrs- und Straßenverkehrsanbindung, jedoch geringe Lärmemission</li> <li>• Ausreichende Anzahl von Parkplätzen in der Umgebung</li> </ul>
<b>Größe der Gebäude</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Geringe Anzahl von Wohneinheiten je Gebäude (&lt; 30 Wohneinheiten) und je Wohnkomplex (&lt; 200 Wohneinheiten)</li> <li>• Vier- bis sechsgeschossige Wohnhäuser (keine Hochhäuser)</li> </ul>
<b>Wohnungsgröße</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Effiziente Grundrisse bzw. künftig veränderbare Grundrisse</li> <li>• Überwiegend Wohnflächen von 60 m<sup>2</sup> bis 90 m<sup>2</sup> je Wohneinheit</li> <li>• Überwiegend 3 bis 4 Zimmerwohnungen je Wohneinheit</li> </ul>
<b>Wohnungsmindestausstattung</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Bad mit WC und Dusche/Badewanne</li> <li>• Küche mit Fenster</li> <li>• Heizung</li> <li>• Balkon</li> <li>• Fahrstuhl (wichtig unter dem Aspekt Alterung der Bevölkerung)</li> </ul>
<b>Instandhaltungs- und Bauzustand</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kein oder geringer Instandhaltungsstau</li> <li>• Keine gesundheitsschädlichen Baustoffe</li> <li>• Satteldächer bevorzugt</li> </ul>
<b>Miet- und Wertsteigerungspotentiale</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vorhandene Mieterhöhungspotentiale z. B. durch effiziente und aktive Verwaltung und Modernisierung</li> </ul>
<b>Bewirtschaftungseffizienz</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Geringe Bewirtschaftungskosten</li> <li>• Geringer struktureller Leerstand</li> </ul>

Tabelle 3.1: Anforderungen an Wohnungsbestände<sup>330</sup>

Nach erfolgter Bestandssegmentierung wird im Rahmen der *Bewirtschaftungsphase* die systematische Wertsteigerung durchgeführt. In dieser Phase wird das Fundament für eine erfolgreiche Realisierung der Wertsteigerungen gelegt. Hierzu werden zunächst systematisch solche Mieter akquiriert und ausgesucht, die in einem späteren Schritt als potentielle Erwerber für eine Wohnung in Frage kommen. Weiterhin wird im Rahmen der Bewirtschaftung die Steigerung der Mieterzufriedenheit durch die Verbesserung des Immobi-

<sup>327</sup> Vgl. Hasenkamp, H. K./Gier, S. (Deutsche Wohnen), S. 643.

<sup>328</sup> Vgl. Riebel, V. (Erwartungen), S. 14.

<sup>329</sup> Vgl. Riebel, V. (Erwartungen), S. 14.

<sup>330</sup> Vgl. Kruse, R. (Wohnimmobilien), S. 8; Quint, A. (Voraussetzungen), S. 20; Voß, E. (Wohnimmobilie), S. 25

lienbestandes und der gebotenen Dienstleistungsqualität angestrebt. Durch diese Maßnahmen während der Bewirtschaftungsphase soll langfristig der Anteil der von den Mietern im Rahmen einer Mieterprivatisierung erworbenen Wohnungen, die so genannte Mieterquote, erhöht werden.<sup>331</sup>

Erst nach Bestandsakquisition, -segmentierung und -bewirtschaftung setzt die eigentliche Desinvestition und Realisierung der während der Bewirtschaftungsphase erzielten Wertsteigerung ein. Insofern sind die wohnungswirtschaftlichen Werttreiber nicht losgelöst von einander sondern prozessual im Sinne einer „buy-hold-sell“-Strategie zu verstehen.

Der Verzicht auf die Prinzipien der Kostendeckung erlaubt zusätzliche Mietsteigerungen im Rahmen der gesetzlich zulässigen Spielräume.<sup>332</sup> Aufgrund der Aufhebung der Zweckbindung der Mittel und des Kostendeckungsprinzips kann dann eine zusätzliche Ertragskraft gewonnen werden, die durch Verzicht auf die Ausschüttungslimitierung auch an die Anteilseigner ausgeschüttet werden kann.

Die öffentliche Hand und die Öffentlichkeit begegnen der Privatisierung von Wohnungsbauunternehmen vor dem Hintergrund der von einem Erwerber typischerweise intendierten Abwendung von den bisher verfolgten gemeinnützigen Grundprinzipien mit Vorbehalten.<sup>333</sup> An dieser Stelle wird das Dilemma der öffentlichen Hand deutlich: Einerseits wird sehr wohl eine Wohnraumversorgung von Bevölkerungskreisen mit geringerem Einkommen nach gemeinnützigen Grundsätzen im Rahmen der Daseinsversorgung gewünscht.<sup>334</sup> Andererseits schaffen Privatisierungserlöse zusätzliche Freiräume für die Konsolidierung öffentlicher Haushalte.<sup>335</sup> Aus Sicht der öffentlichen Hand ist jedoch – wie auch bei einem privaten Anteilseigner – eine Veräußerung der Anteile nur ökonomisch sinnvoll, wenn durch den Verkauf ein Preis erlöst werden kann, der über dem Wert der zukünftig erwarteten Ausschüttung bei Fortführung mit dem bisherigen Konzept liegt, da andernfalls kein Wertsteigerung eintritt.<sup>336</sup> Diese Restriktion macht wiederum eine teilweise oder vollständige Aufgabe der gemeinnützigen Unternehmensverfassung durch den Erwerber erforderlich, da andernfalls dieser Mehrwert nicht geboten werden kann.<sup>337</sup>

Grundsätzlich können wesentliche Elemente einer Unternehmenswertsteigerung aus der Veränderung des oftmals noch gemeinnützigen hin zu einem erwerbswirtschaftlich geprägten Unternehmenszweck erzielt werden. Nur diese Veränderung des Unternehmens-

---

<sup>331</sup> Vgl. Hermes, M. (Wohnimmobilien), S. 14.

<sup>332</sup> Vgl. Schäfers, W./Hörner, C. (Privatisierung), S. 558.

<sup>333</sup> Vgl. Janicki, T. (Privatisierung), S. 601.

<sup>334</sup> Vgl. Katz, A. (Kommunale Wirtschaft), S. 108, Rz. 206.

<sup>335</sup> Vgl. Janicki, T. (Privatisierung), S. 602.

<sup>336</sup> Vgl. Drukarczyk, J. (Unternehmensbewertung), S. 132.

zweckes versetzt den Erwerber in die Lage einen Kaufpreis zu bieten, welcher für die öffentliche Hand einen Mehrwert im Hinblick auf eine Weiterführung in einer gemeinnützig geprägten Unternehmensverfassung erlaubt, was zu einem Zielkonflikt der öffentlichen Hand als Veräußerer führen kann.

### 3.3. Operative Aktivitäten der Wohnungsbauunternehmen

Im Folgenden wird in 3.3.1 ein Überblick über die Geschäftstätigkeit von Wohnungsbauunternehmen gegeben, um daran anschließend in den Kapiteln 3.3.2 bis 3.3.4 die einzelnen Geschäftsfelder im Detail zu beleuchten. Diese operativen Tätigkeiten werden der APV-Methode folgenden aus dem Blickwinkel einer angenommenen vollständigen Eigenkapitalfinanzierung betrachtet, um in dem anschließenden Kapitel 3.4 auf die Fremdfinanzierung insgesamt einzugehen. Im Kapitel 3.3.5 werden die Restriktionen und Kosten der Transaktionen beleuchtet, die zwar nicht operativ bedingt sind, aber i. d. R. unabhängig von der Fremdfinanzierung.

#### 3.3.1. Überblick

Wohnungsbauunternehmen zeichnen sich dadurch aus, dass sich ihre Leistungen i. d. R. auf den gesamten Lebenszyklus der Immobilien beziehen. Somit zählen, der Bezeichnung der Geschäftsfelder des § 6 WGG folgend, das Bauträgergeschäft, die Bestandsbewirtschaftung ebenso wie die als Dienstleistung erbrachte Objekt- und Baubetreuung zum Aufgabenfeld.<sup>338</sup>

Entsprechend dieser der Leistungserbringung nach heterogenen Geschäftsfelder unterscheidet sich auch die Struktur der Cash Flows und Werttreiber dieser im Folgenden als Segmente bezeichneten Aufgabenfelder.<sup>339</sup>

Im Folgenden werden die drei Segmente anhand ihres Geschäftszecks, der segmentspezifischen Cash Flow-Struktur, der segmentspezifischen Werttreiber und Geschäftsrisiken beschrieben.<sup>340</sup> Bei der Beschreibung der segmentspezifischen Cash Flow-Struktur werden auch relevante Aspekte der Rechnungslegung erläutert.

---

<sup>337</sup> Vgl. Rappaport, A. (Shareholder Value), S. 165.

<sup>338</sup> Vgl. Bauer, K.-U. (Unternehmen), S. 37. Im Zusammenhang mit der Bewertung von Immobilien-AGs werden die Geschäftsfelder auch als Immobilienprojektentwicklung, -bestandsgeschäft und -dienstleistungen bezeichnet. Vgl. Arthur Andersen/European Business School (Immobilien-Gesellschaften), S. 12; Schäfers, W./Haub, C. (Shareholder Value-Analyse), S. 503.

<sup>339</sup> Vgl. Schäfers, W./Haub, C. (Shareholder Value-Analyse), S. 503.

<sup>340</sup> Zu weiteren Formen der kapitalmarktorientierten Segmentanalyse vgl. u. a. Alvarez, M. (Segmentanalyse), S. 649-663.

### 3.3.2. Bauträgergeschäft

#### 3.3.2.1. Geschäftszweck

Unter *Bauträgergeschäft* wird der Bau von Eigentumswohnungen und Eigenheimen verstanden.<sup>341</sup> Das Wohnungsbauunternehmen tritt als Bauherr auf und baut in eigenem Namen und für fremde Rechnung (Bauträgergeschäft).<sup>342</sup> Hierbei werden in der Regel keine eigenen Bauleistungen erbracht, sondern lediglich Bauleistungen bei Unternehmen des Baugewerbes beauftragt. Insofern ist sehr deutlich von den bauausführenden Unternehmen zu differenzieren.<sup>343</sup>

#### 3.3.2.2. Bauträgerspezifische Cash Flow-Struktur

Unter Berücksichtigung der FormblattVO für die Gliederung des Jahresabschlusses von Wohnungsbauunternehmen<sup>344</sup> ergeben sich für den Geschäftsbereich Bauträgergeschäft eines Wohnungsbauunternehmens die in der folgenden Tabelle 3.2 dargestellten Cash Flow-Definitionen.

<b>Cash Flow-Struktur Bauträgergeschäft</b>	
<b>Umsatzerlöse aus Verkauf von Grundstücken</b>	
+/-	Bestandsveränderungen
-	Aufwand aus Verkauf von Grundstücken
=	<b>Rohergebnis</b>
-	Personalaufwand
-	Sonstiger betrieblicher Aufwand
=	<b>EBITDA</b>
-	Abschreibungen
=	<b>EBIT</b>
-	Unternehmensteuer bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung
=	<b>NOPLAT</b>
+	Abschreibungen
-/+	Zunahme / Abnahme der unfertigen und fertigen Bauten im Umlaufvermögen
-/+	Zunahme / Abnahme der Forderungen aus Lieferung und Leistungen
-/+	Zunahme / Abnahme der sonstigen Vermögensgegenstände
-/+	Zunahme / Abnahme der Rückstellungen für Gewährleistungen
-/+	Zunahme / Abnahme der erhaltenen Anzahlungen nach § 3 MaBV
-/+	Zunahme / Abnahme der Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung
=	<b>Operating Cash Flow</b>
-/+	Investition / Desinvestition des sonstigen Anlagevermögens
=	<b>Free Cash Flow vor Einkommensteuern</b>
-	Einkommensteuern
=	<b>Free Cash Flow nach Einkommensteuern</b>

Tabelle 3.2: Segmentspezifischer Free Cash Flow des Bauträgergeschäfts<sup>345</sup>

<sup>341</sup> Vgl. Kühne, H. (Aufgaben), S. 474. Nach § 6 Abs. 3 WGGDV zu § 6 Abs. 1 und 3 WGG war für die gemeinnützigen Wohnungsunternehmen bis zur Aufhebung des WGG die Betätigung als ausführendes Bauunternehmen untersagt.

<sup>342</sup> Vgl. Haertler, H.-J. (Betriebswirtschaftslehre), S. 545; Buse, C. (Strategisches Management), S. 183-187.

<sup>343</sup> Vgl. Knechtel, E. (Baumarkt), S. 369.

<sup>344</sup> Zur Gliederung der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Bilanz nach der FormblattVO für die Gliederung des Jahresabschlusses Wohnungsbauunternehmen vgl. Anhang 3 und 4 dieser Arbeit.

<sup>345</sup> In Anlehnung an Schäfers, W./Haub, C. (Shareholder-Value), S. 505 und die FormblattVO für die Gliederung des Jahresabschlusses Wohnungsbauunternehmen.

### 3.3.2.2.1. Betriebliches Ergebnis

Im Bereich des Bauträgergeschäfts werden die Umsatzerlöse aus dem Verkauf von Eigentumswohnungen und Eigenheimen generiert. Die Umsatzrealisierung der verkauften Objekte erfolgt nach dem Realisationsprinzip gemäß § 252 Abs. 1 Nr. 4 HGB mit Übergang der tatsächlichen Verfügungsmacht<sup>346</sup> über den Bau vom Wohnungsbauunternehmen auf den Käufer und wird als Umsatzerlöse aus Verkauf von Grundstücken ausgewiesen.<sup>347</sup>

Da die Fertigstellung von im Bau befindlichen Objekten u. U. nicht in der Periode erreicht wird, in welcher mit dem Bau begonnen wurde, haben die Bestandsveränderungen im Bereich des Bauträgergeschäfts eine hohe Bedeutung.<sup>348</sup> Als Bestandserhöhungen werden die aktivierte Herstellungskosten erfasst.<sup>349</sup> Wesentlich für die Höhe von Bestandserhöhungen und -minderungen ist die angestrebte Aktivierungspolitik. Da über die Verpflichtung zur Aktivierung von Einzelkosten gemäß § 255 Abs. 2 S. 3 HGB ebenfalls nach § 255 Abs. 3 und 4 HGB das Wahlrecht zur Aktivierung von Material- und Fertigungsgemeinkosten, Abschreibungen, allgemeinen Verwaltungskosten, Aufwendungen für soziale Einrichtungen, für freiwillige soziale Leistungen, für betriebliche Altersfürsorge sowie für Fremdkapitalzinsen<sup>350</sup> der Bauzeitfinanzierung besteht,<sup>351</sup> existieren erhebliche Ermessensspielräume, die bei der Bewertung der unfertigen Bauten 5% bis 20% der Herstellungskosten ausmachen können.<sup>352</sup> Wird ein im Umlaufvermögen ausgewiesenes selbst erstelltes Gebäude veräußert, so wird dieser Abgang des Umlaufvermögens als

<sup>346</sup> Die zum Übergang der Verfügungsmacht erforderliche Eigentumsübertragung setzt ein notariell beurkundetes Verpflichtungsgeschäft, die Besitzübergabe, die notariell beurkundete Einigung der beteiligten Parteien über die Eigentumsübertragung (Auflassung) sowie die Rechtsänderung im Grundbuch (Umschreibung) voraus. Diese Übergabe des Grundstücks bewirkt, dass die Gefahr des zufälligen Untergangs und einer zufälligen Verschlechterung auf den Käufer übergehen und der Käufer damit von allem Nutzen profitiert und alle Lasten an der Sache i. S. v. § 446 Abs. 1 BGB trägt. Vgl. Reiß, J. (Jahresabschluss), S. 619.

<sup>347</sup> Vgl. GdW (Rechnungslegung), S. 195; Adler/Düring/Schmaltz (Rechnungslegung), § 246 HGB, Tz. 188 und Tz. 197. Darüber hinaus wäre nach § 255 Abs. 2 HGB eine Teilgewinnrealisierung möglich, wenn die langfristige Fertigung einen wesentlichen Teil der Unternehmensaktivität ausmacht, die Darstellung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage erheblich beeinträchtigt wird sowie eine Abnahme von Teilleistungen möglich ist. Vgl. Adler/Düring/Schmaltz (Rechnungslegung), § 255 HGB, Tz. 88 und Völker, E./Enzenhofer, G. (Aspekte), S. 321-322. Da das Bauträgergeschäft in der Regel bei Wohnungsbauunternehmen keinen wesentlichen Teil der Unternehmensaktivität ausmacht, soll dieser Aspekt nicht weiter vertieft werden.

<sup>348</sup> Vgl. Jacob, D. (Bilanzierung), S. 189; GdW (Rechnungslegung), S. 91. Die Bilanzierung langfristiger Auftragsfertigung wird neben anderen Faktoren auch als Bewertungsproblem bauausführender Unternehmen empirisch bestätigt. Vgl. Beckmann, D./Rohr, M. (Unternehmensbewertung), S. 19; Lohr, B. (Bewertung), S. 214.

<sup>349</sup> Vgl. GdW (Rechnungslegung), S. 91.

<sup>350</sup> Fremdkapitalzinsen für Kredite, die zur Finanzierung von Anschaffungen aufgenommen worden sind, stellen grundsätzlich keine aktivierbaren Anschaffungsnebenkosten dar, da der Wert der angeschafften Gegenstände durch die Inanspruchnahme von Fremdmitteln keine Erhöhung erfährt. Vgl. Adler/Düring/Schmaltz (Rechnungslegung), § 255 HGB, Tz. 35. Eine Aktivierung nach § 255 Abs. 3 S. 2 HGB ist an den sachlichen und zeitlichen Bezug der Mittelaufnahme und den Anfall von Herstellungskosten geknüpft. Vgl. Adler/Düring/Schmaltz (Rechnungslegung), § 255 HGB, Tz. 202.

<sup>351</sup> Vgl. § 255 Abs. 2 S. 3 und 4 sowie Abs. 3 S. 2 HGB.

<sup>352</sup> Vgl. Lohr, B. (Bewertung), S. 134.

Bestandsminderung erfasst.<sup>353</sup> Bedingt durch die beschriebenen handelsbilanziellen Aktivierungswahlrechte kann der handelsbilanzielle Erfolgsausweis sowohl in der Erstellungs- als auch in der Vertriebsphase erheblich verzerrt sein.<sup>354</sup> So kann das Ergebnis während der Erstellung bei einer die Aktivierungswahlrechte nicht ausschöpfenden Aktivierungspolitik erheblich belastet werden. Der Verkauf von Objekten führt dann wiederum zu einem überhöhten Erfolgsausweis, da der Verkaufserlös höher ist als die aktivierte Herstellkosten. Mitunter kommt es sogar zu einem positiven Erfolgsausweis, obwohl die anteiligen gesamten Herstellkosten höher sind als der Verkaufspreis.<sup>355</sup> Die ausgewiesenen Bestandsveränderungen haben jedoch lediglich für die Erfolgsermittlung eine Bedeutung, sind nicht liquiditätswirksam und werden im Rahmen einer Cash Flow-Rechnung durch die gegenläufige Entwicklung des Umlaufvermögens kompensiert.

Diesen Umsatzerlösen steht entsprechender Aufwand aus dem Verkauf von Grundstücken gegenüber, der aus dem Erwerb der notwendigen Grundstücke, den Kosten für Bauleistungen, Architekten- und Ingenieurleistungen, Vertriebskosten sowie sonstigen Kosten resultiert. Darüber hinaus ist der diesem Geschäftsbereich zuzuordnende Personalaufwand und sonstige betriebliche Aufwand zu berücksichtigen.

Insoweit wie im Rahmen des Bauträgergeschäfts in Anlagevermögen zur Erbringung der Leistung investiert wurde, sind ebenfalls Abschreibungen zu berücksichtigen. Die Objekte im Umlaufvermögen können nicht planmäßig abgeschrieben werden, so dass allenfalls eine außerplanmäßige Abschreibung zu prüfen ist.<sup>356</sup> Übersteigen die Anschaffungs- und Herstellungskosten den Wert, der den Verkausbauten am Abschlussstichtag beizulegen ist, so erfordert das strenge Niederstwertprinzip nach § 253 Abs. 3 S. 2 HGB eine Abschreibung auf den niedrigeren beizulegenden Wert.<sup>357</sup>

### 3.3.2.2.2. Veränderungen des Netto-Umlaufvermögens

Im Bereich des Bauträgergeschäfts resultieren die Veränderungen des Netto-Umlaufvermögens vor allem aus der Entwicklung der Grundstücke und grundstücksgleiche Rechte mit unfertigen Bauten, der Gewährleistungsrückstellungen, der erhaltenen Anzahlungen sowie in geringem Umfang aus sonstigen Positionen des Netto-Umlaufvermögens wie den Forderungen und Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung.

Korrespondierend mit den Bestandsveränderungen kommt es aufgrund des Erstellungsprozesses ebenfalls zu erheblichen Investitionen in das Vorratsvermögen. Hiervon sind

---

<sup>353</sup> Vgl. GdW (Rechnungslegung), S. 91.

<sup>354</sup> Vgl. Lohr, B. (Bewertung), S. 131.

<sup>355</sup> Vgl. Lohr, B. (Bewertung), S. 131.

<sup>356</sup> Vgl. Adler/Düring/Schmaltz (Rechnungslegung), § 253 HGB, Tz. 357.

insbesondere die *Grundstücke und grundstücksgleiche Rechte mit unfertigen Bauten* betroffen, in denen die zum Verkauf bestimmten unfertigen Bauten zu Herstellungskosten (Grundstücks- und Baukosten) ausgewiesen werden.<sup>358</sup>

Aufgrund der Verpflichtung des Bauträgers, mit dem Endabnehmer nach § 634a Abs. 1 Nr. 1 BGB eine Gewährleistung von 5 Jahren zu vereinbaren, trägt ein Wohnungsbauunternehmen auch nach Abschluss einer Bauträgermaßnahme noch in erheblichem Umfang *Gewährleistungsrisiken*. Dieses Gewährleistungsrisiko verschärft sich, da das Wohnungsbauunternehmen in der Regel nicht eigene Bauleistungen erbringt, sondern hauptsächlich Bauleistungen bei Unternehmen des Baugewerbes beauftragt. Mit diesen Unternehmen kann das Wohnungsbauunternehmen jedoch lediglich eine zweijährige Gewährleistung nach § 13 VOB vereinbaren, so dass das Wohnungsbauunternehmen nicht nur während der ersten zwei Jahre subsidiär für die nicht erfolgte Gewährleistung eines ausführenden Unternehmens haftet, sondern darüber hinaus auch für die folgenden drei Jahre entsprechend der Gewährleistungsfrist nach § 634a Abs. 1 Nr. 1 BGB. Fallen in den folgenden drei Jahren Gewährleistungsansprüche an, die sich auf Leistungen des ausführenden Unternehmens beziehen, so kann das Wohnungsbauunternehmen auf diesen Zulieferanten keinen Regress mehr nehmen und muss die Gewährleistungsansprüche selbst übernehmen. Im Jahresabschluss sind nach der Realisierung der gewährleistungsbelasteten Umsatzerlöse Gewährleistungsrückstellungen zu bilden, auch wenn diese ggf. ohne rechtliche Verpflichtung erbracht werden.<sup>359</sup> Für bis zum Bilanzstichtag bekannt gewordene Gewährleistungsfälle sind für den künftigen Aufwand aus kostenlosen Nacharbeiten, Ersatzlieferungen oder Schadensersatzleistungen Einzelrückstellungen zu bilden. Darüber hinaus sind auf Basis von Durchschnittswerten der Vergangenheit Pauschalrückstellungen zu bilden.<sup>360</sup>

Weiterhin wird die Entwicklung des Netto-Umlaufvermögens durch *erhaltene Anzahlungen* der Erwerber nach § 3 Abs. 2 MaBV beeinflusst. Hinsichtlich des Ausweises der erhaltenen Anzahlungen besteht ein Wahlrecht: Einerseits können diese aufgrund des direkten Bezugs zu den unfertigen Erzeugnissen nach § 268 Abs. 5 S. 3 HGB von den Vorräten abgesetzt werden.<sup>361</sup> Der Abzug der Anzahlungen kann jedoch nur insoweit vorgenommen werden, als dadurch der Bestand der Vorräte nicht negativ wird. Da die Anzahlungen nach § 3 Abs. 2 MaBV nach dem Fertigstellungsgrad zu leisten sind, ist bei einem vollständigen Verkauf der Objekte vor Baubeginn grundsätzlich davon auszugehen, dass sich

---

<sup>357</sup> Vgl. Adler/Düring/Schmaltz (Rechnungslegung), § 253, Tz. 23-31.

<sup>358</sup> Vgl. GdW (Rechnungslegung), S. 90.

<sup>359</sup> Vgl. § 249 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 HGB.

<sup>360</sup> Vgl. Reiβ, J. (Jahresabschluß), S. 621.

<sup>361</sup> Vgl. Adler/Düring/Schmaltz (Rechnungslegung), § 268 Tz. 99.

Grundstücke und grundstücksgleiche Rechte mit unfertigen Bauten und erhaltene Anzahlung entsprechen. In dem Maße wie die Objekte nicht abverkauft wurden, decken die erhaltenen Anzahlungen nicht die aktivierte Herstellungskosten. Daher ist aufgrund der Anzahlungsmaßgaben nach § 3 Abs. 2 MaBV i. d. R. nicht davon auszugehen, dass die geleisteten Anzahlungen höher sind als die Vorräte. Andererseits können die erhaltenen Anzahlungen<sup>362</sup> passiviert werden. Besteht ein direkter Bezug zu einzelnen Posten des Vorratsvermögens, so kann die offene Absetzung hiervon erfolgen.<sup>363</sup> Weiterhin sind die Veränderungen der Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistungen sowie sonstiger Verbindlichkeiten im Rahmen der Cash Flow-Ermittlung zu berücksichtigen.

### 3.3.2.3. Bauträgerspezifische Werttreiber

Die in Abbildung 3.3 zusammengefassten spezifischen Werttreiber des Bauträgergeschäfts können ausgehend von den generischen Werttreibern des Modells von Rappaport definiert werden.

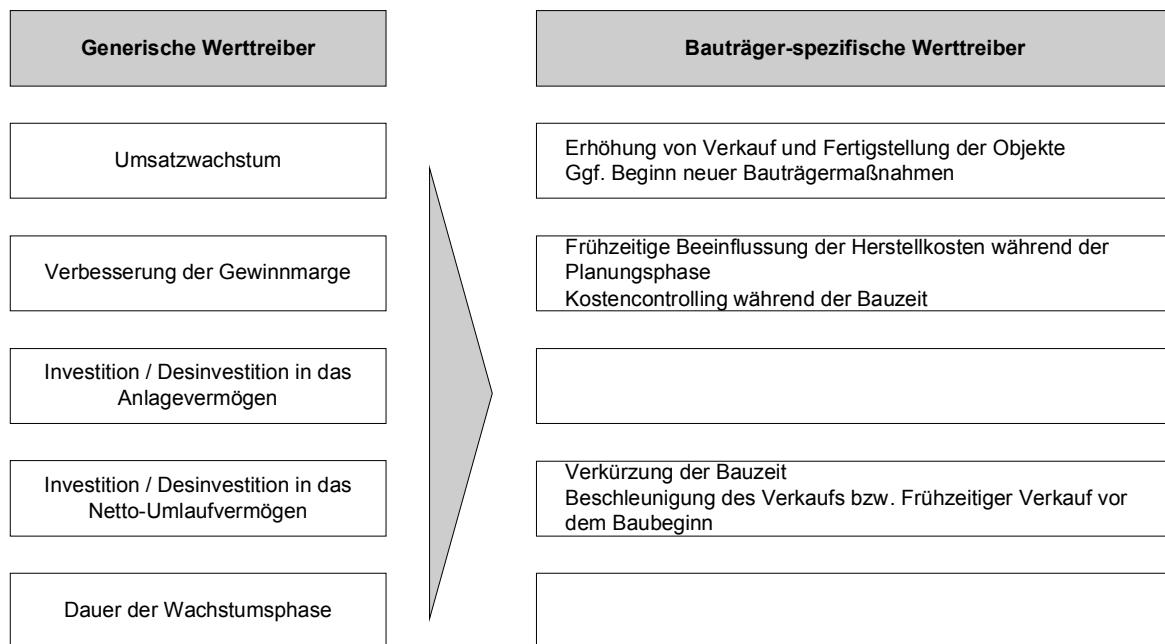


Abbildung 3.3: Werttreiber des Geschäftsbereiches Bauträger

#### 3.3.2.3.1. Steigerung der Umsatzerlöse

Das Umsatzwachstum im Bereich des Bauträgergeschäfts resultiert aus der Erhöhung der Absatzleistung im Bereich der Eigenheime und Eigentumswohnungen sowie aus der Erhöhung der Verkaufspreise. Da die Umsatzrealisierung nach dem Realisationsprinzip

<sup>362</sup> In der praxisorientierten Literatur werden sowohl die Passivierung als auch der offene Absatz von den Vorräten diskutiert. Der GdW schlägt eine Passivierung der erhaltenen Anzahlungen vor. Vgl. GdW (Rechnungslegung), S. 174. Jacob stellt hingegen die offene Absetzung von den Vorräten dar. Jacob, D. (Bilanzierung), S. 193.

<sup>363</sup> Vgl. Adler/Düring/Schmaltz (Rechnungslegung), § 268 Tz. 99.

gemäß § 252 Abs. 1 Nr. 4 HGB zu erfolgen hat, kann der Umsatz erst mit Übergang der tatsächlichen Verfügungsmacht über den Bau vom Wohnungsbauunternehmen auf den Käufer<sup>364</sup> als Umsatzerlöse aus Verkauf von Grundstücken ausgewiesen werden.<sup>365</sup> Aufgrund der handelsbilanziellen Voraussetzungen der Umsatzrealisierung ist somit nicht der Verkauf von noch nicht erstellten oder sich im Bau befindlichen Objekten maßgeblich, sondern lediglich Verkauf, Fertigstellung und Übergabe.<sup>366</sup>

### 3.3.2.3.2. Senkung der Herstellkosten

Die *Gewinnmarge* kann durch Kostensenkungen bei den Herstellkosten einer Bauträgermaßnahme gesteigert werden. Die Kostensenkungen während der Bauphase einer Maßnahme sind jedoch begrenzt. Zum einen werden die Bauleistungen durch das Wohnungsbauunternehmen i. d. R. beauftragt,<sup>367</sup> so dass nach Abschluss der jeweiligen Werkverträge Honorare und andere die Herstellkosten beeinflussende Komponenten nur selten nachverhandelt werden können. Zum anderen werden die Herstellkosten bereits in erheblichem Umfang während der Planungsphase einer Maßnahme determiniert, so dass während der Bauphase einer Maßnahme durch die involvierten Auftragnehmer nur noch bedingt umdisponiert werden kann.

### 3.3.2.3.3. Veränderung des Netto-Umlaufvermögens

Die Entwicklung des *Netto-Umlaufvermögens* wird im Bereich des Bauträgergeschäftes vor allem durch Grundstücke und grundstücksgleiche Rechte mit unfertigen Bauten und durch die erhaltenen Anzahlungen der Erwerber determiniert. Von besonderer Bedeutung ist im Geschäftsfeld des Bauträgergeschäftes die Investition in das Umlaufvermögen.<sup>368</sup> Da die Fertigstellung von im Bau befindlichen Objekten i. d. R. nicht in der Periode erreicht wird, in welcher mit dem Bau begonnen wurde, werden die während der Planungs- und Bauphase anfallenden Herstellkosten als Bestandserhöhung der Grundstücke und grundstücksgleiche Rechte mit unfertigen Bauten erfasst.<sup>369</sup> Das Netto-Umlaufvermögen wird durch die von Erwerbern gemäß § 3 Abs. 2 MaBV nach dem Fertigstellungsgrad zu

<sup>364</sup> Vgl. Adler/Düring/Schmaltz (Rechnungslegung), § 246 HGB, Tz. 188 und Tz. 197. Darüber hinaus wäre nach § 255 Abs. 2 HGB eine Teilgewinnrealisierung möglich, wenn die langfristige Fertigung einen wesentlichen Teil der Unternehmensaktivität ausmacht, die Darstellung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage erheblich beeinträchtigt wird sowie eine Abnahme von Teilleistungen möglich ist. Vgl. Adler/Düring/Schmaltz (Rechnungslegung), § 255 HGB, Tz. 88 und Völker, E./Enzenhofer, G. (Aspekte), S. 321-322. Da das Bauträgergeschäft in der Regel bei Wohnungsbauunternehmen keinen wesentlichen Teil der Unternehmensaktivität ausmacht, soll dieser Aspekt nicht weiter vertieft werden.

<sup>365</sup> Vgl. GdW (Rechnungslegung), S. 195.

<sup>366</sup> Vgl. Reiß, J. (Jahresabschluß), S. 619.

<sup>367</sup> Vgl. Haertler, H.-J. (Betriebswirtschaftslehre), S. 545; Buse, C. (Strategisches Management), S. 183-187.

<sup>368</sup> Vgl. Schäfers, W./Haub, C. (Shareholder-Value), S. 504.

<sup>369</sup> Vgl. Jacob, D. (Bilanzierung), S. 189; GdW (Rechnungslegung), S. 91. Die Bilanzierung langfristiger Auftragsfertigung wird neben anderen Faktoren auch als Bewertungsproblem bauausführender Unternehmens empirisch bestätigt. Vgl. Beckmann, D./Rohr, M. (Unternehmensbewertung), S. 19; Lohr, B. (Bewertung), S. 214.

leistenden Anzahlungen gemindert. Bei einem vollständigen Verkauf aller Objekte einer Maßnahmen können diese erhaltenen Anzahlungen maximal den Grundstücken und grundstücksgleichen Rechten mit unfertigen Bauten im Umlaufvermögen entsprechen, so dass das Nettoumlauvermögen nur in geringem Umfang besteht.

### 3.3.3. Bestandsbewirtschaftung

#### 3.3.3.1. Geschäftszweck

In der *Bestandsbewirtschaftung* wird die Erstellung und Überlassung von Wohnraum oder gewerblichem Raum zur Miete sowie alle Tätigkeiten, die ausgeführt werden müssen um die zu vermietenden Räume vermietbar zu erhalten, zusammengefasst.<sup>370</sup>

#### 3.3.3.2. Bestandsbewirtschaftungsspezifische Cash Flow-Struktur

<b>Cash Flow-Struktur Bestandsbewirtschaftung</b>	
	<b>Umsatzerlöse aus Hausbewirtschaftung</b>
	<b>Umsatzerlöse aus Verkauf von Grundstücken</b>
+/-	Bestandsveränderungen aus Betriebskostenabrechnung
-	Aufwand aus Hausbewirtschaftung
-	Aufwand aus Verkauf von Grundstücken
=	<b>Rohergebnis</b>
-	Personalaufwand
+	Sonstiger Ertrag aus Abgang von Anlagevermögen
-	Sonstiger betrieblicher Aufwand
-	Sonstige Steuern
=	<b>EBITDA</b>
-	Abschreibungen
=	<b>EBIT</b>
-	Unternehmensteuer bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung
=	<b>NOPLAT</b>
+	Abschreibungen
-	Sonstiger Ertrag aus Abgang von Anlagevermögen
-	Umsatzerlöse aus Verkauf von Grundstücken
+	Aufwand aus Verkauf von Grundstücken (Buchwert des Anlagevermögens)
-/+	Zunahme / Abnahme der noch nicht abgerechneten Betriebskosten
-/+	Zunahme / Abnahme der Forderungen gegenüber Mietern
-/+	Zunahme / Abnahme der Forderungen aus Verkauf von Grundstücken
+/-	Zunahme / Abnahme der Bauinstandhaltungsrückstellung
+/-	Zunahme / Abnahme der erhaltenen Anzahlungen (Umlagenvorauszahlung)
+/-	Zunahme / Abnahme der Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung
=	<b>Operating Cash Flow</b>
+	Desinvestition von Anlagevermögen
-	Investition in das Anlagevermögen
=	<b>Free Cash Flow vor Einkommensteuern</b>
-	Einkommensteuern
=	<b>Free Cash Flow nach Einkommensteuern</b>

Tabelle 3.3: Segmentspezifischer Free Cash Flow der Bestandsbewirtschaftung<sup>371</sup>

Unter Berücksichtigung der FormblattVO für die Gliederung des Jahresabschlusses Wohnungsbauunternehmen<sup>372</sup> ergeben sich für den Geschäftsbereich Bestandsbewirtschaf-

<sup>370</sup> Vgl. Haertler, H.-J. (Betriebswirtschaftslehre), S. 546. Buse diskutiert weitere im Rahmen einer Diversifikationsstrategie von Wohnungsbauunternehmen mögliche Dienstleistungen. Vgl. Buse, C. (Strategisches Management), S. 171-192.

tung eines Wohnungsbauunternehmens die in der folgenden Tabelle 3.3 dargestellten Cash Flow-Definitionen.

### 3.3.3.2.1. Betriebliches Ergebnis

Im Bereich der Bestandsbewirtschaftung setzen sich die Umsatzerlöse aus Hausbewirtschaftung aus Sollmieten, Umlagen, Gebühren und Zuschlägen, Erlösen aus Sondereinrichtungen sowie aus Miet-, Zins- und Aufwandszuschüssen und Erträgen aus nicht passivierten Aufwandsdarlehen gemäß § 88 Abs. 3 II. WoBauG zusammen.<sup>373</sup> Die Sollmiete stellt den für das Objekt zufordernden Mietzins dar. Dabei handelt es sich bei Wohnungsbeständen üblicherweise um Kaltmieten, während bei Gewerbeobjekten abweichende Vereinbarungen mit dem Mieter getroffen werden können. Es ist Usus, in der Wohnungswirtschaft zunächst den zufordernden Mietzins für den gesamten Wohnungsbestand im Rahmen einer so genannten Sollstellung in Rechnung zu stellen, unabhängig davon, ob hierfür ein Rechtsanspruch besteht oder nicht.<sup>374</sup> Fehlt für die Sollstellung der Mieten die Rechtsgrundlage,<sup>375</sup> so ist eine Korrektur erforderlich, welche die Sollmieten, Gebühren und Zuschläge, für die kein Anspruch besteht, als Erlösschmälerung berücksichtigt.<sup>376</sup>

Im Rahmen der Erfolgsplanung von Wohnungsbauunternehmen sind für den Verkauf von Objekten aus dem Bestand z. B. bei Mieterprivatisierung zwei Wege des Erfolgsausweises möglich. Einerseits kann auf die Zuordnung des Vermögensgegenstandes zu Anlage- und Umlaufvermögen und andererseits auf Zugehörigkeit zur gewöhnlichen Geschäftstätigkeit als Kriterium Bezug genommen werden. Für den Erfolgsausweis ist grundsätzlich die Zuordnung des Verkaufsobjektes in der Bilanz entscheidend. Wird ein Bestandsobjekt aus dem Anlagevermögen veräußert,<sup>377</sup> so wird der Ertrag, also die Differenz zwischen Nettoverkaufserlös und fortgeführtem Buchwert, als sonstiger Ertrag bzw. im Falle eines Verlusts als sonstiger Aufwand ausgewiesen.<sup>378</sup> Handelt es sich hingegen um die Veräuße-

<sup>371</sup> In Anlehnung an Schäfers, W./Haub, C. (Shareholder-Value), S. 505 und die FormblattVO für die Gliederung des Jahresabschlusses Wohnungsbauunternehmen.

<sup>372</sup> Zur Gliederung der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Bilanz nach der FormblattVO für die Gliederung des Jahresabschlusses Wohnungsbauunternehmen vgl. Anhang 3 und 4 dieser Arbeit.

<sup>373</sup> Vgl. GdW (Rechnungslegung), S. 193.

<sup>374</sup> Vgl. Birkner, M./Bornemann, L.-D. (Buchhaltung), S. 67-69.

<sup>375</sup> Eine fehlende Rechtsgrundlage kann aus dem markt- oder modernisierungs- bzw. instandhaltungsbedingten Leerstand einer Wohnung oder der durch einen Mangel begründeten Mietminderung begründet werden. Vgl. Birkner, M./Bornemann, L.-D. (Buchhaltung), S. 71.

<sup>376</sup> Vgl. Birkner, M./Bornemann, L.-D. (Buchhaltung), S. 71.

<sup>377</sup> Zum Verkauf bestimmte Objekte sind im Anlagevermögen auszuweisen, solange die Nutzung als Wohngebäude fortgesetzt wird. Vgl. Stellungnahme IDW RS WFA 1, Rz. 24, S. 635.

<sup>378</sup> Vgl. GdW (Rechnungslegung), S. 195, 200 und 215. Die GBH AG weist den Verkauf von Gebäuden des Anlagevermögens im Rahmen von Mieterprivatisierungen nicht als Umsatzerlös, sondern lediglich den Gewinn aus Anlagenabgang als sonstigen betrieblichen Ertrag aus. Vgl. GBH (Geschäftsbericht 2003), S. 48. Der Ausweis wird bei der GAGFAH ebenso vorgenommen. Vgl. GAGFAH (Geschäftsbericht 2003), S. 94.

rung eines zu diesem Zwecke erworbenen Objektes aus dem Umlaufvermögen, so werden die Bruttoerlöse abzüglich der Erlösschmälerungen als Umsatzerlöse aus dem Verkauf von Grundstücken ausgewiesen.<sup>379</sup> Im Hinblick auf den Umsatzausweis für Bestandsobjekte im Anlagevermögen kann jedoch auch eine abweichende Ansicht vertreten werden.<sup>380</sup> Nach § 275 Abs. 1 HGB sind „die Erlöse aus dem Verkauf und der Vermietung oder Verpachtung von für die gewöhnliche Geschäftstätigkeit der Kapitalgesellschaft typischen Erzeugnissen und Waren“ als Umsatzerlöse auszuweisen. Wesentlich ist also die Frage, ob der Verkauf von Bestandsobjekten bei Wohnungsbauunternehmen zur gewöhnlichen Geschäftstätigkeit zählt.<sup>381</sup> Diese Frage kann nur für den spezifischen Einzelfall unter Berücksichtigung von Regelmäßigkeit und Umfang des geplanten Verkaufs aus dem Anlagevermögen beantwortet werden. Die Umsatzrealisierung der verkauften Bestandsobjekte erfolgt – analog zu den Bauträgerobjekten - nach dem Realisationsprinzip gemäß § 252 Abs. 1 Nr. 4 HGB und somit mit Übergang der tatsächlichen Verfügungsmacht auf den Käufer.<sup>382</sup>

Durch die Vermietung entstehen der Wohnungsbaugesellschaft laufende Kosten, die nach § 27 II. BV als *Betriebskosten* bezeichnet werden. Vermieter und Mieter können nach § 555 Abs. 1 BGB vereinbaren, dass der Mieter diese Betriebskosten ganz oder teilweise als Vorauszahlung oder Pauschale neben der Grundmiete trägt.<sup>383</sup> Aufgrund der Vorauszahlungen der Betriebskosten und der Abrechnung in der Folgeperiode werden noch nicht abgerechnete Betriebskosten als unfertige Leistungen aktiviert. Da die Betriebskosten zunächst ergebniswirksam als Aufwand aus Hausbewirtschaftung ausgewiesen werden, erfolgt keine direkte Aktivierung der noch abzurechnenden Betriebskosten, sondern ein Kompensation durch Bestandserhöhungen. Gleichzeitig werden die von den Mietern erhaltenen Vorauszahlungen als erhaltene Anzahlungen passiviert,<sup>384</sup> so dass es im Hinblick auf das Netto-Umlaufvermögen der Bestandsbewirtschaftung tendenziell zu einem Ausgleich des Umlaufvermögens durch die passivierten erhaltenen Anzahlungen kommt.

---

<sup>379</sup> Vgl. GdW (Rechnungslegung), S. 195.

<sup>380</sup> So hat die Deutsche Annington GmbH als Umsatzerlöse aus dem Verkauf von Grundstücken ausgewiesen. Vgl. Deutsche Annington (Geschäftsbericht 2003), S. 26. Die SAGA Siedlungs-Aktiengesellschaft AG hat den Verkauf von Objekten des Anlagevermögens als Umsatzerlöse aus dem Verkauf von Wohnungen des Anlagevermögens ausgewiesen. Vgl. SAGA (Geschäftsbericht 2003), S. 38.

<sup>381</sup> Vgl. Adler/Düring/Schmaltz (Rechnungslegung), § 275 HGB, Tz. 5.

<sup>382</sup> Vgl. GdW (Rechnungslegung), S. 195; Adler/Düring/Schmaltz (Rechnungslegung), § 246 HGB, Tz. 188 und Tz. 197. Darüber hinaus wäre nach § 255 Abs. 2 HGB eine Teilgewinnrealisierung möglich, wenn die langfristige Fertigung einen wesentlichen Teil der Unternehmensaktivität ausmacht, die Darstellung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage erheblich beeinträchtigt wird sowie eine Abnahme von Teilleistungen möglich ist. Vgl. Adler/Düring/Schmaltz (Rechnungslegung), § 255 HGB, Tz. 88 und Völker, E./Enzenhofer, G. (Aspekte), S. 321-322. Da das Bauträgergeschäft in der Regel bei Wohnungsbauunternehmen keinen wesentlichen Teil der Unternehmensaktivität ausmacht, soll dieser Aspekt nicht weiter vertieft werden.

<sup>383</sup> Vgl. Blöcker, C. P./Pistorius, M. (Betriebskosten), S. 13.

Dieser Ausgleich zwischen unterjährig anfallenden Betriebskosten und geleisteter Vorauszahlung wird durch den in § 560 Abs. 2 und 3 BGB implementierten Korrekturmechanismus gefördert:<sup>385</sup> Der Vermieter kann einseitig die Betriebskosten-Pauschale wegen gestiegener Betriebskosten erhöhen, soweit er sich dieses mietvertraglich vorbehalten hat.<sup>386</sup> Im Gegenzug kann der Mieter die Minderung der Betriebskostenpauschale verlangen, wenn sich die Betriebskosten senken.<sup>387</sup> Dieser Mechanismus wird durch einschlägige Rechtsprechung gestärkt, nach welcher der Vermieter in keinem Fall Zinsgewinne aus den Betriebskostenvorauszahlungen erzielen darf.<sup>388</sup> Zum Zeitpunkt der Abrechnung der Betriebskosten werden Umsatzerlöse aus Umlagen und entsprechende Bestandsminderungen ausgewiesen. Somit resultieren die Umsatzerlöse aus Umlagen in einer Periode jeweils aus der Abrechnung der Betriebskosten der Vorperiode, während die Betriebskosten der laufenden Periode durch eine entsprechende Bestandserhöhung kompensiert werden.

Zu den Aufwendungen aus Hausbewirtschaftung zählen die Betriebskosten, die Instandhaltungskosten und die anderen Aufwendungen für Hausbewirtschaftung.<sup>389</sup>

Als *Betriebskosten* werden nach § 27 II. BV solche Kosten bezeichnet, die dem Eigentümer durch das Eigentum am Grundstück oder durch den bestimmungsgemäßen Gebrauch des Wohnungsbestandes laufend entstehen. In Anlage 3 zu § 27 Abs. 1 II. BV werden die Betriebskosten abschließend aufgezählt. Diese Definition gilt trotz unterschiedlicher rechtlicher Grundlagen sowohl für den preisgebundenen Wohnraum als auch für den nicht preisgebundenen Wohnraum.<sup>390</sup> Diese Kosten sind umlagefähig, d.h. es können für die erwarteten Kosten Vorauszahlungen erhoben und abgerechnet werden. Bei der Umlage der Betriebskosten ist jedoch stets zu beachten, dass die umlagefähigen Betriebskosten stark eingegrenzt sind und es hierdurch in gewissem Umfang auch zu nicht umlagefähigen Betriebskosten kommt.<sup>391</sup> Hierzu zählen Wartungskosten, die nur in

---

<sup>384</sup> Vgl. GdW (Rechnungslegung), S. 175. Die erhaltenen Anzahlungen können nach § 268 Abs. 5 HGB jedoch auch von den noch nicht abgerechneten Betriebskosten abgezogen werden. Vgl. GdW (Rechnungslegung), S. 175.

<sup>385</sup> Vgl. Blöcker, C. P./Pistorius, M. (Betriebskosten), S. 13.

<sup>386</sup> Vgl. § 560 Abs. 2 BGB.

<sup>387</sup> Vgl. § 560 Abs. 3 BGB.

<sup>388</sup> Vgl. LG Köln, Urteil vom 25. Mai 1981 – Az. 9 S 433/90, WM 1981, S. 282.

<sup>389</sup> Vgl. GdW (Rechnungslegung), S. 202.

<sup>390</sup> Mit § 556 Abs. 1 BGB als rechtliche Grundlage für den nicht preisgebundenen Wohnraum wird auf den § 27 II. BV verwiesen. Darüber hinaus existieren in der Rechtsprechung zu Betriebskosten zwischen preisgebundenem und nicht preisgebundenem Wohnraum kaum Unterschiede, so dass im nicht preisgebundenen Wohnraum über die Bestimmungen der §§ 556, 556 a und 560 BGB hinaus die entsprechenden Vorschriften der II. BV und der NMV zu beachten sind. Vgl. Blöcker, C. P./Pistorius, M. (Betriebskosten), S. 19.

<sup>391</sup> Vgl. Blöcker, C. P./Pistorius, M. (Betriebskosten), S. 82 f.

sehr eingeschränktem Umfang Betriebskosten darstellen,<sup>392</sup> ebenso wie Verluste und Wertminderung anderer Vorräte, die in der Rechnungslegung der Wohnungswirtschaft als Betriebskosten erfasst werden, soweit diese das übliche Maß der Abschreibungen nicht übersteigen.<sup>393</sup> Bezuglich der nach Anlage 3 zu § 27 Abs. 1 II. BV umlagefähigen Grundsteuern besteht ein Wahlrecht, diese entweder als Betriebskosten oder als sonstige Steuern auszuweisen.<sup>394</sup>

Zu den *Instandhaltungskosten* zählen die Kosten, die durch Maßnahmen der Instandhaltung, also der Erhaltung des bestimmungsgemäßen Gebrauchs, und der Instandsetzung, der Behebung von eingetretenen Mängeln,<sup>395</sup> entstanden sind. Hierunter sind Aufwendungen für die Leistung Dritter, Materialeinsatz für in eigener Regie durchgeführte Reparaturarbeiten sowie Verluste und Wertminderungen aus Reparaturmaterial, soweit sie die im Unternehmen üblichen Abschreibungen nicht übersteigen, zu verstehen. Weiterhin werden Zuführungen zu Rückstellungen für unterlassene Instandhaltungen gemäß § 249 Abs. 1 HGB als Instandhaltungskosten ausgewiesen.<sup>396</sup>

Als *andere Aufwendungen der Hausbewirtschaftung* werden die verbleibenden Aufwendungen der Hausbewirtschaftung, soweit diese nicht Betriebskosten oder Instandhaltungskosten darstellen, aufgeführt. Hierzu zählen bspw. Erbbauzinsen für bebaute Grundstücke im Anlagevermögen und Pachtaufwendungen für Mietwohnungen, die aufgrund des Finanzierungscharakters dieser aus den Verträgen zur Nutzungsüberlassung resultierenden Aufwendungen nicht als operative bedingte Aufwendungen zu berücksichtigen sind. Nicht zu den anderen Aufwendungen der Hausbewirtschaftung zählen Kapitalkosten und Grundsteuer, auch wenn diese durch die Hausbewirtschaftung verursacht wurden.<sup>397</sup> Analog zu den Kosten der Instandhaltung sind diese Kosten nicht umlagefähig.

Erfolgt der Ausweis der Verkaufserlöse aus Grundstücken des Anlagevermögens brutto, so ist der *Abgang der Buchwerte des Anlagevermögens* ebenfalls als Aufwand aus Verkauf von Grundstücken auszuweisen. Hierbei haben sich in praxi unterschiedliche Vorge-

---

<sup>392</sup> Vgl. Blöcker, C. P./Pistorius, M. (Betriebskosten), S. 83.

<sup>393</sup> Vgl. GdW (Rechnungslegung), S. 202. Als übliche Abschreibungen werden solche angesehen, die nach § 255 Abs. 3 HGB gesetzlich vorgeschrieben sind oder, nach einer anderen Meinung, solche, die das übliche Maß übersteigen. Die Konferenz der Prüfungsdirektoren beim GdW hat sich der Meinung angeschlossen, die Abschreibungen als üblich anzusehen, welche gesetzlich vorgeschrieben sind. Vgl. GdW (Rechnungslegung), S. 212-213.

<sup>394</sup> Vgl. GdW (Rechnungslegung), S. 235. In den Jahresabschlüssen der Deutsche Annington und der SAGA werden die umlagefähigen Grundsteuern als Aufwendungen aus Hausbewirtschaftung ausgewiesen. Vgl. Deutsche Annington (Geschäftsbericht 2003), S. 41; SAGA (Geschäftsbericht 2003), S. 46.

<sup>395</sup> Z. B. durch Abnutzung, Alterung, Witterung, Einwirkung Dritter, Brand oder höhere Gewalt. Vgl. Kühne, H. (Aufgaben), S. 470.

<sup>396</sup> Vgl. GdW (Rechnungslegung), S. 203.

<sup>397</sup> Vgl. GdW (Rechnungslegung), S. 204.

hensweisen herausgeprägt. Einerseits wird der Aufwand aus Verkauf von Grundstücken analog zu den Grundstücken des Umlaufvermögens als Aufwand für bezogene Lieferungen und Leistungen ausgewiesen.<sup>398</sup> Gegen diesen Ausweis spricht, dass es sich bei den Buchwerten aus Abgang von Anlagevermögen nicht um eine Lieferung oder Leistung handelt. Aus diesem Grund werden im Jahresabschluss der Deutsche Annington die Restbuchwerte der Verkaufsgrundstücke als gesonderte, nicht zu den Aufwendungen aus bezogenen Lieferungen und Leistungen gehörige, Position ausgewiesen.<sup>399</sup>

Auf Grund der Anlagenintensität der Wohnungswirtschaft,<sup>400</sup> kommt den *Abschreibungen* auf Sachanlagen eine große Bedeutung zu. Hierbei ist zwischen den planmäßigen und den außerplanmäßigen Abschreibungen zu differenzieren.

Die *planmäßigen Abschreibungen* auf Sachanlagen gemäß § 253 Abs. 2 S. 1 und 2 HGB dienen der Verteilung der Anschaffungs- und Herstellungskosten auf die voraussichtliche Nutzungsdauer eines Vermögensgegenstandes.<sup>401</sup> Handelsbilanziell sind die Gebäude nach der wirtschaftlichen Nutzungsdauer abzuschreiben. Hierbei wird von Nutzungsdauern zwischen 50 und 80 Jahren ausgegangen.<sup>402</sup> Die Abschreibung bezieht sich dabei sowohl auf die zur Vermietung bestimmten Objekte als auch auf die zum Verkauf bestimmten Wohngebäude, die ggf. noch vermietet werden.<sup>403</sup> Bei erworbenen Gebäuden ist die Restnutzungsdauer zu schätzen.<sup>404</sup> Nachträgliche Anschaffungs- und Herstellungskosten sind ebenfalls auf die Restnutzungsdauer des jeweiligen Gebäudes zu verteilen.<sup>405</sup> Ist im Fall von Erbbaurechten damit zu rechnen, dass das Heimfallrecht eines Dritten zu einem bestimmten Zeitpunkt ohne Entschädigung ausgeübt wird, so ist der Heimfallzeitpunkt bei der Bemessung der Restnutzungsdauer zu berücksichtigen.<sup>406</sup>

*Außerplanmäßige Abschreibungen* werden nach § 253 Abs. 2 S. 3 HGB notwendig, wenn sich eine voraussichtlich dauernde Wertminderung eingestellt hat.<sup>407</sup> Ein niedriger beizulegender Wert kann durch objektbezogene Mängel, wie z. B. eine Verschlechterung des

---

<sup>398</sup> Vgl. u. a. SAGA (Geschäftsbericht 2003), S. 38.

<sup>399</sup> Vgl. Deutsche Annington (Geschäftsbericht 2003), S. 26.

<sup>400</sup> Im Geschäftsjahr 2002 hatten die im GdW organisierten Unternehmen eine durchschnittliche Anlageintensität von rd. 87%. Vgl. GdW (Daten 2003/04), S. 87.

<sup>401</sup> Zur Bestimmung der optimalen Restnutzungsdauer und des optimalen Ersatzzeitpunktes vgl. Schulte, K.-W. (Nutzungsdauer).

<sup>402</sup> Vgl. Stellungnahme IDW RS WFA 1, Rz. 19, S. 634; Stellungnahme WFA 1/1993, S. 450. Bei der Bemessung der betriebsgewöhnlichen Nutzungsdauer erfolgt in der Regel eine Orientierung an den einkommensteuerlichen Vorschriften des § 7 Abs. 4 EStG. Vgl. Schulte, K.-W./Schulz, T./Nack, U. (Rechnungslegung), S. 746.

<sup>403</sup> Eine Umgliederung der zum Verkauf bestimmten Objekte in das Umlaufvermögen ist nicht zulässig, so lange die Nutzung als Wohngebäude fortgesetzt wird. Vgl. Stellungnahme IDW RS WFA 1, Rz. 24, S. 635.

<sup>404</sup> Vgl. Stellungnahme WFA 1/1993, S. 450.

<sup>405</sup> Vgl. Stellungnahme WFA 1/1993, S. 450.

<sup>406</sup> Vgl. Adler/Düring/Schmaltz (Rechnungslegung), § 253 HGB, Tz. 376.

<sup>407</sup> Vgl. Schulte, K.-W./Schulz, T./Nack, U. (Rechnungslegung), S. 746.

Erhaltungszustandes wegen unterlassener Instandhaltungen,<sup>408</sup> und durch umweltbedingte Verschlechterungen des Objektes, wie z. B. einer nachhaltigen Verschlechterung der Wohnlage,<sup>409</sup> oder bei Vorliegen von erheblichem strukturellem Leerstand.<sup>410</sup> begründet sein. Weiterhin kann sich die Notwendigkeit einer außerordentlichen Abschreibung ergeben, wenn trotz Aktivierung von Modernisierungskosten nur teilweise Mieterhöhungen realisiert werden konnten.<sup>411</sup> Darüber hinaus können außerordentliche Abschreibungen bei mit Verkaufsabsicht erworbenen fertigen Bauten im Umlaufvermögen erforderlichen werden. Ein Abschreibungsbedarf kann sich hier nur noch durch das strenge Niederstwertprinzip ergeben, nach dem eine Abschreibung vorzunehmen ist, wenn die aktivierte Herstellungskosten den zu erwartenden Verkaufspreis übertreffen.<sup>412</sup> Entfällt der Grund für eine außerplanmäßige Abschreibung, so haben Kapitalgesellschaften gemäß § 280 Abs. 1 S. 2 HGB die Verpflichtung zur Wertaufholung und sind somit zu einer *Zuschreibung* verpflichtet. Andere Kaufleute haben hingegen gemäß §§ 253 Abs. 5, 254 S. 2 HGB ein Beibehaltungswahlrecht.<sup>413</sup>

Als *sonstige Steuern* sind Grundsteuern auszuweisen, insoweit diese nicht als Aufwendungen aus der Hausbewirtschaftung ausgewiesen wurden.<sup>414</sup> Das Immobilienvermögen eines Wohnungsbauunternehmens unterliegt der Grundsteuer.<sup>415</sup> In den alten Bundesländern bemisst sie sich nach § 13 ff. GrStG als Produkt aus dem Einheitswert nach § 19 Abs. 1 BewG, dem gemeindespezifischen Hebesatzes und der Grundsteuermesszahl.<sup>416</sup> Die Grundsteuermesszahl beträgt nach § 15 Abs. 1 GrStG bei Wohn- und Gewerbebau ten mit Ausnahme von Ein- und Zweifamilienhäusern<sup>417</sup> 3,5 Promille.

Der Einheitswert ergibt sich aus der mit Hilfe von Mietspiegeln und dem Mietenindex re trograd ermittelten Jahreskaltmiete zum 1. Januar 1964, der Wohnfläche und dem Ver-

<sup>408</sup> Bei einer Verschlechterung des Erhaltungszustandes ist, um eine doppelte Aufwandsberücksichtigung zu vermeiden, zu beachten, dass nur insofern eine außerplanmäßige Abschreibung vorzunehmen ist, als dass für die Nachholung entsprechender Instandhaltungsmaßnahmen keine Bauinstandhaltungsrückstellung gebildet wurde. Vgl. Stellungnahme WFA 1/1993, S. 450.

<sup>409</sup> Vgl. Stellungnahme WFA 1/1993, S. 450.

<sup>410</sup> Vgl. Stellungnahme IDW RS WFA 1, Rz. 10, S. 634.

<sup>411</sup> Vgl. Stellungnahme IDW RS WFA 1, Rz. 17, S. 634; Stellungnahme WFA 1/1996, S. 104; Stellungnahme WFA 1/1993, S. 451,

<sup>412</sup> Vgl. Adler/Düring/Schmaltz (Rechnungslegung), § 253 HGB, Tz. 23-24.

<sup>413</sup> Vgl. Stellungnahme WFA 1/1993, S. 451.

<sup>414</sup> Vgl. GdW (Rechnungslegung), S. 235. In den Jahresabschlüssen der Deutsche Annington und der SAGA werden die umlagefähigen Grundsteuern als Aufwendungen aus Hausbewirtschaftung ausgewiesen. Vgl. Deutsche Annington (Geschäftsbericht 2003), S. 41; SAGA (Geschäftsbericht 2003), S. 46.

<sup>415</sup> Zur teilweisen Kompensation der Grundsteuerbelastung kann der Gewerbeertrag nach § 9 Nr. 1 GewStG um 1,2% des Einheitswertes des Grundbesitzes im Betriebsvermögen gemindert werden.

<sup>416</sup> Vgl. Kleiber, W. (Verkehrswertermittlung), Rz. 28, S. 1632.

<sup>417</sup> Für Einfamilienhäuser im Sinne des § 75 Abs. 5 BewG mit Ausnahme des Wohnungseigentums und des Wohnungserbaurechts sind nach § 15 Abs. 2 S. 1 GrStG einschließlich des damit belasteten Grundstücks 2,6 Promille für die ersten 38 346,89 Euro Einheitswerts und 3,5 Promille

vielfältiger nach Tabelle 3 bis 8 BewG. Die Höhe des anzuwendenden Vervielfältigers ergibt sich in Abhängigkeit von dem Alter des jeweiligen Gebäudes, seiner Bauart und der Größe der Gemeinde.

$$(3.1) \quad S_{GrSt} = \underbrace{M \times WFL \times VF \times H \times GMZ}_{\text{Einheitswert}}$$

mit:  $S_{GrSt}$  Grundsteuer; M Bruttomonatsmiete zum 1. Januar 1964; WFL Wohnfläche; VF Vervielfältiger nach Tabelle 3 bis 8 BewG; GMZ Grundsteuermesszahl; H Hebesatz.

Die Grundsteuer von Wohnungsbauunternehmen ist jedoch in der Regel erfolgsneutral: Hierzu führt einerseits die Möglichkeit der pauschalierten Gewerbesteuerkürzung nach § 9 Nr. 1 GewStG, wonach der Gewerbeertrag um 1,2% des Einheitswertes des Grundbesitzes gemindert werden kann<sup>418</sup> und anderseits die Umlagefähigkeit der auf vermieteten Wohnimmobilien entfallenden Grundsteuer nach Anlage 3 Nr. 1 zur II. BV.

### 3.3.3.2.2. Veränderung des Netto-Umlaufvermögens

Veränderungen des Netto-Umlaufvermögens im Bereich der Bestandsbewirtschaftung können vor allem aus Forderungen aus Vermietung, als unfertige Erzeugnisse ausgewiesenen, noch abzurechnenden Betriebskosten, erhaltenen Anzahlungen aus Umlagenvorauszahlung, Bauinstandhaltungsrückstellungen, Verbindlichkeiten aus Vermietung sowie passiven Rechnungsabgrenzungsposten resultieren.

Als *Forderungen aus Vermietung* sind Forderungen aus bestehenden und aufgelösten Mietverhältnissen auszuweisen. Hierzu zählen insbesondere rückständige Mieten, rückständige Gebühren, abgerechnete Umlagen und sonstige Nebenleistungen, Forderungen aus vom Mieter unterlassenen Reparaturen, zu deren Ausführung er verpflichtet war, sowie sonstige Schadensersatzforderungen. Wertberichtigungen auf Forderungen und Pauschalwertberichtigungen sind von den Forderungen aus Vermietung aktivisch abzusetzen.<sup>419</sup>

Eine mit den als unfertige Erzeugnisse ausgewiesenen, noch abzurechnenden Betriebskosten betraglich weitestgehend korrespondierende Position sind die *erhaltenen Anzahlungen* aus noch nicht abgerechneten Betriebskosten. Sie betreffen die seitens der Mieter unterjährig geleisteten Umlagenvorauszahlungen.<sup>420</sup>

für den Rest des Einheitswerts. Für Zweifamilienhäuser im Sinne des § 75 Abs. 6 BewG beträgt gemäß § 15 Abs. 2 S. 2 GrStG die Gewerbesteuermesszahl 3,1 Promille.

<sup>418</sup> Die Gewerbesteuerminderung aufgrund der pauschalierten Gewerbesteuerkürzung nach § 9 Nr. 1 GewStG setzt einen positiven Gewerbeertrag und somit Gewerbesteueraufzahlungen voraus, da im Fall von negativen Gewerbeerträgen die Gewerbesteuerkürzung nach § 9 Nr. 1 GewStG nicht zu einer Kürzung der Gewerbesteuer führt.

<sup>419</sup> Vgl. GdW (Rechnungslegung), S. 98.

<sup>420</sup> Vgl. GdW (Rechnungslegung), S. 175. Die erhaltenen Anzahlungen können nach § 268 Abs. 5 HGB jedoch auch von den noch nicht abgerechneten Betriebskosten abgezogen werden. Vgl. GdW (Rechnungslegung), S. 175.

Im Zusammenhang mit der Bestandsbewirtschaftung kann es zu Veränderungen der *aktiven Rechnungsabgrenzungsposten* kommen, die ggf. nicht der operativen Sphäre zuzuordnen sind, sondern Bestandteil der Fremdfinanzierung sein können. Wurde das Damnum eines Darlehens nach § 250 Abs. 3 Satz 1 HGB als aktiver Rechnungsabgrenzungsposten (Kosten der Geldbeschaffung),<sup>421</sup> so wird dieser Rechnungsabgrenzungsposten ratierlich über die Laufzeit des Darlehens als Zinsaufwand aufgelöst.<sup>422</sup> Da es sich hierbei jedoch um Kosten der Finanzierung handelt, ist die aufwandswirksame Auflösung des Damnum nicht im Bereich der Bestandsbewirtschaftung zu berücksichtigen.

Bei den Gebäuden der Wohnungsbauunternehmen sind in mehrjährigen Zyklen Instandhaltungsmaßnahmen durchzuführen. Hierfür ist sicherzustellen, dass Mittel zur Instandhaltung in künftigen Jahren nicht im gegenwärtigen Jahr ausgeschüttet werden. Hierzu können Wohnungsbauunternehmen *Bauinstandhaltungsrückstellungen* bilden.<sup>423</sup> Die Rückstellung für Bauinstandhaltung wird als Aufwandsrückstellung nach § 246 Abs. 2 HGB gebildet, um die Ausgaben für Instandhaltung zu periodisieren.<sup>424</sup> Hinsichtlich des Ansatzes von Aufwandsrückstellungen besteht ein Wahlrecht. Die Rückstellung wird für bestimmte Instandhaltungsmaßnahmen separat gebildet. Eine einmal begonnene Rückstellung für Bauinstandhaltung unterliegt nach § 252 Abs. 1 Nr. 6 HGB dem Stetigkeitsgebot, woraus folgt, dass die Zuführung der Rückstellung in dem gleichen Maße bis zur Durchführung der Instandhaltung fortgeführt wird.<sup>425</sup> Bei der Bemessung der Zuführung sind aus Vereinfachungsgründen pauschale Bewertungsverfahren zulässig.<sup>426</sup> Die Zuführung zu der Rückstellung wird als sonstiger betrieblicher Aufwand verbucht und die Auflösung als sonstiger betrieblicher Ertrag ausgewiesen.<sup>427</sup> Die erstmalige Zuführung der Rückstellung für Bauinstandhaltung wird von der Geschäftsführung beschlossen. In den folgenden Jahren sind die Rückstellungen für Bauinstandhaltung regelmäßig nach der beschlossenen Dotierungsmethode zu bilden. Zweckbindung und das Stetigkeitsprinzip verhindern eine vorzeitige Auflösung der Rückstellungen.<sup>428</sup>

---

<sup>421</sup> Vgl. Adler/Düring/Schmaltz (Rechnungslegung), § 253, Rz. 77.

<sup>422</sup> Vgl. Wöhe, G./Bilstein, J. (Unternehmensfinanzierung), S. 216.

<sup>423</sup> Alternativ verwenden Wohnungsunternehmen Bauerneuerungsrücklagen. Vgl. Kapitel 3.4.1 dieser Arbeit.

<sup>424</sup> Vgl. Stellungnahme WFA 1/1990, S. 149; GdW (Rechnungslegung), S. 158.

<sup>425</sup> Vgl. Stellungnahme WFA 1/1990, S. 149; GdW (Rechnungslegung), S. 159; Birkner, M./Bornemann, L.-D. (Buchhaltung), S. 188.

<sup>426</sup> Vgl. Stellungnahme WFA 1/1990, S. 149.

<sup>427</sup> Vgl. GdW (Rechnungslegung), S. 215 und 220; Stellungnahme WFA 1/1990, S. 149.

<sup>428</sup> Vgl. Birkner, M./Bornemann, L.-D. (Buchhaltung), S. 220. Der wesentliche Unterschied zwischen der Bauerneuerungsrücklage und der Rückstellung für Bauinstandhaltung liegt in der Entscheidung über die Zuführung und in der Möglichkeit, Mittel zu entziehen. Bei der Bauerneuerungsrücklage handelt es sich um eine freie Gewinnrücklage, die auf Beschluss der Gesellschafterversammlung dotiert wird und die ebenfalls durch Beschluss der Gesellschafterversammlung aufgelöst werden kann. Vgl. Birkner, M./Bornemann, L.-D. (Buchhaltung), S. 220.

Ferner entstehen im Rahmen der Hausbewirtschaftung typischerweise Verbindlichkeiten aus Vermietung, welche die Verpflichtungen aus den bestehenden und aufgelösten Miet- und Pachtverhältnissen abbilden, soweit es sich bei diesen nicht um noch nicht abgerechnete Betriebskosten oder um Mietvorauszahlungen handelt, welche den Zeitraum nach dem Bilanzstichtag betreffen. Zu den Verbindlichkeiten aus Vermietungen zählen typischerweise Mietüberzahlungen, Überzahlungen aus Betriebskostenabrechnungen sowie von Mieter gegebene Käutionen und Sicherheiten, soweit bei diesen nicht § 550b BGB zu beachten ist.<sup>429</sup>

Grundsätzlich ist davon auszugehen, dass bei einer unveränderten Wohnungsanzahl i. d. R. keine signifikanten Veränderungen im Netto-Umlaufvermögen aus dem Bereich Bestandsbewirtschaftung auftreten, weshalb diese Position z. T. auch als bei der immobilienwirtschaftlichen Unternehmensplanung vernachlässigbar angesehen wird.<sup>430</sup> Im Hinblick auf den Verkauf von Wohneinheiten können sich aufgrund neu hinzukommender Forderungen aus Verkauf erhebliche Veränderungen des Netto-Umlaufvermögens ergeben.

Grundsätzlich werden gemäß § 250 Abs. 2 HGB als passiver Rechnungsabgrenzungsposten solche Einnahmen ausgewiesen, die vor dem Abschlussstichtag zugeflossen sind und einen Ertrag nach dem Abschlussstichtag darstellen. Bei im Voraus empfangenen Zinsen, Zins- und Aufwendungszuschüssen,<sup>431</sup> für die nach § 250 Abs. 2 HGB ein passiver Rechnungsabgrenzungsposten zu bilden ist, sind die Auflösungen – analog zur Abschreibung des Damnum – dem Finanzierungsbereich zuzuordnen.

### 3.3.3.2.3. Desinvestitionseinzahlungen und Investitionsauszahlungen

Die Desinvestitionseinzahlungen eines Wohnungsbauunternehmens resultieren aus dem Verkauf von Anlagevermögen.<sup>432</sup> Hierbei sind insbesondere die Verkaufserlöse aus dem Einzelverkauf von Wohnungen im Rahmen der Mieterprivatisierung auszuweisen.

Zu den Investitionsauszahlungen einer Wohnungsbaugesellschaft zählen neben dem Erwerb von zusätzlichen Bauten insbesondere Modernisierungsinvestitionen.<sup>433</sup> Bei den Wohnungsbauunternehmen liegt – mit Ausnahme von Ballungsgebieten – der Schwerpunkt der *Investitionen* bedingt durch eine hohe Marktsättigung in Investitionen in den Be-

<sup>429</sup> Vgl. GdW (Rechnungslegung), S. 176.

<sup>430</sup> Vgl. u. a. Schäfers, W./Siepmann, A./Stock, A. (Bewertung), S. 393.

<sup>431</sup> Vgl. GdW (Rechnungslegung), S. 184; Stellungnahme HFA 1/1984, S. 614.

<sup>432</sup> Vgl. Hens, M. (Marktwertorientiertes Management), S. 145.

<sup>433</sup> Aufgrund bestehender Aktivierungswahlrechte können bei den selbsterstellten Zugängen zum Anlagevermögen ggf. die tatsächlichen Investitionsauszahlungen nicht ermittelt werden. Vgl. Schulte, K.-W. (Rechnungslegung), S. 63. Dieser Umstand kann sowohl für die Jahresabschlüsse der Vergangenheit als auch für die von der Geschäftsführung des Wohnungsbauunternehmens erstellten Planungen gelten.

stand und nicht in den Neubau.<sup>434</sup> Für die Investitionspolitik der Wohnungsbauunternehmen in der Vergangenheit muss konstatiert werden, dass grundsätzlich ein Interessenkonflikt bei Investitionen mit unmittelbaren Auswirkungen auf die Betriebskosten bestand. Höhere Investitionen für Anlagen, welche künftig niedrigere Betriebskosten verursachen, wurden selten in Kauf genommen, da die höheren Betriebskosten auf den Mieter umlegbar waren. Mit der Veränderung des Mietwohnmarktes hin zu einem Mietermarkt und den in der Vergangenheit stark gestiegenen Betriebskosten gewinnen die Kostenoptimierung und damit notwendig werdende Investitionen an Bedeutung.<sup>435</sup>

Im Gegensatz zu den Instandhaltungskosten sind Modernisierungskosten als Zugang zu den entsprechenden Sachanlagen, wie z. B. Grundstücke und grundstücksgleiche Rechte mit Wohnbauten, auszuweisen.<sup>436</sup> Bei den Modernisierungskosten handelt es sich um bauliche Maßnahmen, die nach § 255 Abs. 2 S. 1 HGB auf eine wesentliche Verbesserung des Wohnwertes abzielen.<sup>437</sup> Die Abgrenzung der Modernisierungskosten und Instandhaltungskosten wird insofern erschwert, als dass Modernisierungsmaßnahmen in gewissem Umfang Instandhaltungskomponenten enthalten können.<sup>438</sup> Die Abgrenzung ist jedoch einerseits bei Mietanpassungen auf Grund von Modernisierung gemäß § 559 BGB relevant und andererseits auf Grund unterschiedlicher Erfolgsauswirkungen und des daraus resultierenden Einflusses auf die Steuerbemessungsgrundlage. Während Instandhaltungsaufwendungen im Jahr der Durchführung ergebniswirksam werden, führen Modernisierungen zu planmäßigen Abschreibungen, welche das Ergebnis in erheblich geringerem Umfang belasten.

### 3.3.3.3. Bestandsbewirtschaftungsspezifische Werttreiber

Der einer Bewertung zu Grunde zu legende Cash Flow des Bauträgergeschäftes wird durch die bereits eingangs erläuterten Werttreiber beeinflusst. Ausgehend von den generischen Werttreibern des Modells von Rappaport, können die in Abbildung 3.4 zusammengefassten spezifischen Werttreiber definiert werden.

---

<sup>434</sup> Vgl. Kühne, H. (Aufgaben), S. 470.

<sup>435</sup> Vgl. Technomar (Baukostensenkung), S. 1.

<sup>436</sup> Vgl. GdW (Rechnungslegung), S. 74.

<sup>437</sup> Vgl. Adler/Düring/Schmaltz (Rechnungslegung), § 255 HGB, Tz. 124; Kühne, H. (Aufgaben), S. 470 eine erheblich Verbesserung mit der Folge, dass praktisch ein neuer Gegenstand entsteht oder eine erhebliche Verlängerung der Nutzungsdauer. Vgl. Adler/Düring/Schmaltz (Rechnungslegung), § 255 HGB, Tz. 125.

<sup>438</sup> Vgl. Adler/Düring/Schmaltz (Rechnungslegung), § 255 HGB, Tz. 126. Voraussetzung für die Aktivierung ist aber stets, dass eine der genannten Voraussetzungen erfüllt ist. Vgl. Adler/Düring/Schmaltz (Rechnungslegung), § 255 HGB, Tz. 126.

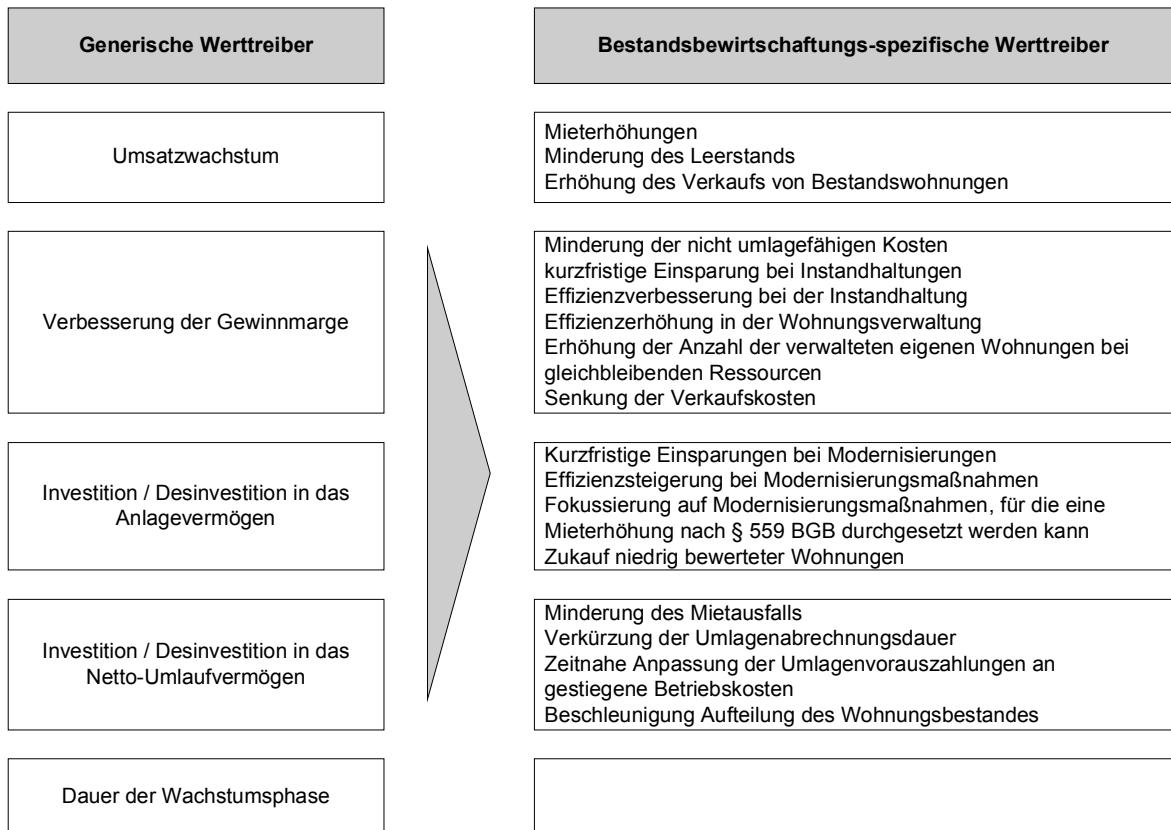


Abbildung 3.4: Werttreiber im Bereich Bestandsbewirtschaftung

### 3.3.3.3.1. Veränderung der Wohn- und Nutzfläche

Veränderungen der Wohn- und Nutzfläche haben in wohnungswirtschaftlichen Modellen umfangreiche Wirkungen, da nicht nur die Mieterlöse, sondern auch die Bewirtschaftungs- und Instandhaltungskosten i. d. R. von der geplanten Fläche abhängig sind.<sup>439</sup>

### 3.3.3.3.2. Mieterhöhungen

Mieterhöhungen zielen als Werttreiber auf die Preiskomponenten des Umsatzes ab und führen zu einer Umsatzsteigerung bei konstantem Bestand.<sup>440</sup> Bezuglich der *Mieterhöhungen* ist aufgrund unterschiedlicher gesetzlicher Regelungen zwischen den freifinanzierten und den geförderten Wohnungen sowie Gewerbeeinheiten zu unterscheiden.

Vor dem Hintergrund der bei ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen überwiegend unterhalb der Vergleichsmieten liegenden Bestandmieten besteht ein Potential zur Erhöhung der Einnahmen, dem keine wesentlichen zusätzlichen Ausgaben gegenüber stehen.<sup>441</sup> Bei den Mieterhöhungen ist aufgrund unterschiedlicher gesetzlicher Regelungen zwischen den freifinanzierten und den geförderten Wohnungen sowie Gewerbeein-

<sup>439</sup> Vgl. Jürgenson, I. v. (Optionen), S. 220, 223.

<sup>440</sup> Vgl. Jürgenson, I. v. (Optionen), S. 220.

<sup>441</sup> Vgl. Buse, C. (Strategisches Management), S. 214.

heiten zu unterscheiden. Bei dem frei finanzierten Wohnungsbestand<sup>442</sup> ergeben sich mehrere Ansatzpunkte zur Erhöhung des Mietzinses, um den Unterschied zwischen realisierten Bestandsmieten und ortsüblichen Vergleichsmieten sukzessive zu verringern.<sup>443</sup>

	Anpassung an die ortsübliche Vergleichsmiete	Anpassung bei Modernisierung	Anpassung bei Kostensteigerungen	Anpassung bei Neuvermietung	Anpassung bei Auslauf der Bindungsfrist
Grundlage	§§ 558 bis 558 e BGB	§ 559 BGB	Keine	Vertragsfreiheit	§§ 558 bis 558 e BGB
Voraussetzung	Miete seit mindestens 12 Monaten unverändert	Modernisierungen, die folgende Zwecke erfüllen:  nachhaltige Erhöhung des Gebrauchs-wertes,	Keine	Neuvermietung	mindestens seit 12 Monaten unverändert  Gewährung einer 3-monatigen Überlegungs-frist für den Mieter
	Gewährung einer 3-monatigen Überlegungsfrist für den Mieter	dauerhafte Verbesserung der Wohnverhält-nisse,			
	Miete geringer als ortsübliche Vergleichsmiete	nachhaltige Einsparung von Heizenergie und Wasser			Miete geringer als ortsübliche Vergleichsmiete
Restriktion	Ortsübliche Vergleichsmiete	11% der Erhaltungs- und Moderni-sierungs-kosten	Ortsübliche Vergleichsmiete	Überschreitung der ortsüblichen Vergleichsmiete um mehr als 20% (§ 5 Abs. 2 S. 1 WiStG)	Ortsübliche Vergleichsmiete
	Kappungs-grenze: maximal 20% Erhöhung innerhalb von 3 Jahren		Kappungs-grenze: maximal 20% Erhöhung innerhalb von 3 Jahren		Kappungs-grenze: maximal 20% Erhöhung innerhalb von 3 Jahren

Abbildung 3.5: Übersicht über Mietanpassung im frei finanzierten Wohnungsbau

Die Anpassung an die ortsübliche Vergleichsmiete, die Mietanpassung nach Modernisierungen, die Mietanpassung bei Neuvermietung sowie die Mietanpassung bei Auslaufen

<sup>442</sup> Zu dem frei finanzierten Wohnungsbestand zählen die öffentlich geförderten und damit preisgebundenen Wohnungen so lange nicht, wie sie einer Preis- und Belegungsbindung unterliegen. Vgl. Lutz, T./Scheffler, A. (Mieterhöhungen), S. 762. Bis Ende 1990 galt für die seinerzeit gemeinnützigen Wohnungsunternehmen auch nach Ablauf der Mietbindung und der Nachwirkungsfrist der Grundsatz der Kostenmiete. Vgl. Peick, H. (Wohnungsbaufinanzierung), S. 583. Eine Mieterhöhung bei den ehemals gemeinnützigen Wohnungsunternehmen wurde somit erst durch die Abschaffung des Wohnungsgemeinnützigkeitsgesetzes möglich.

<sup>443</sup> Vgl. Buse, C. (Strategisches Management), S. 214. Die beschriebenen Möglichkeiten zur Mieterhöhung im frei finanzierten Wohnungsbestand wurden durch die Preisstoppverordnung vom 26. November 1936 außer Kraft gesetzt und erst durch das I. WoBauG vom 27. April 1950 wurde die Mietpreisbindung für den freifinanzierten Wohnungsbau aufgehoben, da erkannt wurde, dass die bevorstehenden Wiederaufbauarbeiten nur mit Einbindung privater Investoren bewältigt werden konnten. Vgl. Kornemann, R. (Zielsetzungen), S. 125-126.

der Bindungsfrist einer geförderten Wohnung sind bezüglich ihrer Voraussetzungen und bestehender Restriktionen in der obigen Abbildung 3.5 zusammengefasst:

Weiterhin bestehen limitierte Möglichkeiten zur Erhöhung der Mieten des geförderten Wohnungsbestandes, welche in der folgenden Abbildung 3.6 dargestellt werden.

	Anpassung an die ortsübliche Vergleichsmiete	Anpassung bei Modernisierung	Anpassung bei Kostensteigerungen	Anpassung bei Neuvermietung	Anpassung bei Auslauf der Bindungsfrist
Grundlage	Keine	§ 6 Abs. 1 S. 1 NMV	§§ 26 und 28 II. BV	keine	§§ 558 bis 558 e BGB
Voraussetzung	keine	Veränderung der baulichen Ausstattungsstandards durch Modernisierungsmaßnahmen	Veränderung der Pauschalen für Instandhaltung und Verwaltung wegen gestiegener Lebenshaltungskosten	keine	mindestens seit 12 Monaten unverändert
Restriktion	Keine Anpassung während des Förderzeitraums es möglich	Fortschreibung der Kostenmiete zu Grunde liegenden Wirtschaftlichkeitsrechnung Genehmigung der auf der fortgeschriebenen Wirtschaftlichkeitsrechnung basierenden Kostemiete	Keine Anpassung während des Förderzeitraums es möglich	Ortsübliche Vergleichsmiete	Kappungsgrenze: maximal 20% Erhöhung innerhalb von 3 Jahren

Abbildung 3.6: Übersicht über Mietanpassung im geförderten Wohnungsbau

Zu diesem Wohnungsbestand zählen die nach dem 1. und 2. Förderweg<sup>444</sup> geförderten Wohnungen, die an die Kostenmiete gebunden sind und somit grundsätzlich während der Laufzeit der Förderung keinen Spielraum für Mieterhöhungen bieten.<sup>445</sup>

<sup>444</sup> Bei der Förderung nach dem 3. Förderweg oder mit Wohnungsfürsorgemitteln ist die Zurechnung zum geförderten Wohnungsbestand abhängig von der konkreten Ausgestaltung der vertraglichen Vereinbarungen mit dem Darlehensgeber. Diese so geförderten Wohnungen gelten nicht als preisgebunden, sondern als frei finanziert. Nichtsdestotrotz existieren für den Vermieter Restriktionen bei der Gestaltung der Mietpreise. Die Einzelheiten sind jedoch nicht gesetzlich vorgeschrieben, sondern ergeben sich aus der Vereinbarung zwischen Gläubiger und Wohnungsunternehmen. Vgl. Deutscher Mieterbund (Mieterhöhung), S. 54-55. Mit Wirkung vom 1. Januar 2002 ist das Gesetz zur Reform des Wohnungsbaurechtes in Kraft getreten und löst das bisher geltende, noch in der Nachkriegszeit wurzelnde, Zweite Wohnungsbaugesetz

Im Gegensatz zu den Wohnraummieten sind im Hinblick auf gewerbliche Mietverhältnisse keine allgemeingültigen Aussagen möglich, die Miete kann im gewerblichen Bereich weitestgehend frei vereinbart werden.<sup>446</sup>

Zur Ausschöpfung der Mieterhöhungspotentiale kann die Effizienz der Mietsteigerung zunächst durch die Vereinheitlichung der Mietenpolitik erhöht werden. Hierzu zählt sowohl die Vereinheitlichung der Mietanpassungsstrategien als auch die Vereinheitlichung der Mietanpassungszeitpunkte. Weiterhin ist eine Überprüfung der nicht preisgebundenen Mietwohnungen in Mietspiegelklassen und eine Optimierung von Vergleichsmietverfahren Ziel führend, um Mieterhöhungspotentiale zu identifizieren. Darüber hinaus bietet die systematische Überprüfung von Gewerbe- und Garagenmieten im Hinblick auf mögliche Mieterhöhungen einen weiteren Ansatzpunkt.<sup>447</sup>

Erlösschmälerungen resultieren aus einer fehlenden Rechtsgrundlage für die Mietforderung. Eine fehlende Rechtsgrundlage kann aus dem markt- oder modernisierungs- bzw. instandhaltungsbedingten Leerstand einer Wohnung oder der durch einen Mangel verursachten Mietminderung begründet werden.<sup>448</sup>

### 3.3.3.3.3. Senkung des Leerstandes

Eine weitere Maßnahme zur Erhöhung der Umsatzerlöse aus Hausbewirtschaftung ist die Senkung des Leerstandes. Hierbei ist zwischen dem strukturellen und dem fluktuationsbedingten Leerstand zu unterscheiden. Während der strukturelle Leerstand durch die mangelnde Wohnungsnot in dem jeweiligen regionalen Wohnungsmarkt bedingt ist, resultiert der fluktuationsbedingte Leerstand aus Mieterwechseln und der erforderli-

---

– mit Ausnahme einzelner Vorschriften – ab. Vgl. Schlüter, J. (Kostenmiete), S. 61. Für *Altzusagen* vor dem 1. Januar 2002 gemäß § 50 Abs. 1 Nr. 1-5 WoFG gelten weiterhin die ursprünglich vereinbarten Regelungen bezüglich der Kostenmieten.

<sup>445</sup> Vgl. Haarmann, W., Busch, B. (Privatisierung), S. 569. Kühne-Büning, L./Steveling, L. (Mietrechtliche Regelungen), S. 289. Der Erwerb der Anteile an einem Wohnungsunternehmen hat keinen Einfluss auf den Fortbestand der Bindungen. Vgl. Haarmann, W., Busch, B. (Privatisierung), S. 570. Grundsätzlich ist bei der Fortwirkung der Preis- und Belegungsbinding zwischen dem I. Förderweg (§ 6 II. WoBauG) und dem II. und III. Förderweg (§§ 87a und 88 ff. II. WoBauG) zu unterscheiden. Bei Förderungen nach dem I. Förderweg gelten die Bedingungen unmittelbar für den Erwerber. Bestehen hingegen Förderungen nach dem II. und III. Förderweg, so werden dem Alteigentümer Auflagen zur Weitergabe der Auflagen an den Erwerber gemacht. Vgl. Haarmann, W., Busch, B. (Privatisierung), S. 570. Insofern ist hinsichtlich der Weitergabe der Auflagen an den Erwerber, aber nicht hinsichtlich der Fortwirkung zwischen den Förderwegen zu unterscheiden. Wird geförderter Wohnungsbestand an Dritte veräußert, so besteht häufig die Auflage, die Zustimmung der Bewilligungsstelle einzuholen. Die Bewilligungsstelle kann bei Verstoß gegen diese Auflage die Darlehen vorzeitig kündigen bzw. Zuschüsse zurückfordern. Vgl. Haarmann, W., Busch, B. (Privatisierung), S. 572.

<sup>446</sup> Vgl. Kleiber, W./Simon, J./Weyer, G. (Verkehrswertermittlung), Rz. 28, S. 1529.

<sup>447</sup> Vgl. Riebel, V. (Erwartungen), S. 9.

<sup>448</sup> Vgl. Birkner, M./Bornemann, L.-D. (Buchhaltung), S. 71.

chen Zeit zur Auffindung eines Nachmieters.<sup>449</sup> Aufgrund der unterschiedlichen Ursachen, ist auf strukturellen und fluktuationsbedingten Leerstand unterschiedlich zu reagieren.

Bei einem nachhaltigen und hohen *strukturellen Leerstand* ist eine Steigerung der Umsatzerlöse durch Forcierung der Vermietungsbemühungen i. d. R. nicht von Erfolg gekrönt und es stellt sich in der Regel die Frage, ob in Anbetracht der laufenden Bewirtschaftungs- und Instandhaltungskosten der Abriss der leer stehenden Wohnungen, der so genannte Rückbau, nicht wirtschaftlicher ist.<sup>450</sup>

Bei dem *fluktuationsbedingten Leerstand*, während dessen ein neuer Mieter für die Wohnung gefunden werden muss, hängt die fluktuationsbedingte Leerstandsquote von der Dauer des Leerstandes und der Fluktuationsrate ab:

$$(3.2) \quad L_F = \frac{d}{12} \times FR$$

mit:  $L_F$  Fluktuationsbedingte Leerstandsquote;  $d$  Dauer des Leerstandes in Monaten,  $FR$  Fluktuationsrate  
Aus dieser Gleichung ergibt sich bereits bei einer angenommenen zehnprozentigen Fluktuation und einen fluktuationsbedingten Leerstand von 3 Monaten ein fluktuationsbedingter Leerstand und damit Mietausfall von 2,5% der jährlichen Sollmiete.

Bei Wohnungsbaugesellschaften mit einem hohen Mieterhöhungspotential bei den nicht mietpreisgebundenen Wohnungen kann hingegen ein zur fluktuationsbedingten Erlösschmälerung gegenläufiger Effekt eintreten. Aufgrund bestehender Vertragsfreiheit kann mit dem neuen Mieter eine marktübliche Miete vereinbart werden und somit eine Steigerung der Bestandsmiete ohne Beachtung der Restriktionen nach § 558 a bis e BGB erreicht werden.

Zur Minderung des *fluktuationsbedingten Leerstands* kommen zunächst die gezielte Mieterauswahl und Maßnahmen zur Steigerung der Mieterzufriedenheit in Betracht. Hierzu kann die bedarfsgerechte Modernisierung des Bestandes sowie die Verbesserung der Dienstleistungsqualität durch z. B. eine Erhöhung der Erreichbarkeit und das Angebot zusätzlicher Dienstleistungen beitragen.<sup>451</sup>

Weiterhin ermöglicht der fluktuationsbedingte Leerstand den Verkauf an Dritte, da ein nach § 577 BGB bestehendes Vorkaufsrecht der Mieter nicht mehr eintreten kann und die

---

<sup>449</sup> Vgl. GdW (Risiko-Managementsystem), S. 43.

<sup>450</sup> Der GdW geht bei einem Leerstand von mehr als 3 Monaten, der nicht sanierungs- oder modernisierungsbedingt ist, von einer Nachfrageschwäche und einem strukturellen Leerstand aus. Vgl. GdW (Risiko-Managementsystem), S. 43.

<sup>451</sup> Vgl. Hermes, M. (Wohnimmobilien), S. 16.

Wohnung zur Eigennutzung zur Verfügung steht.<sup>452</sup> Aus Sicht der Wohnungsbaugesellschaft kann der Verkauf an die so genannten Eigennutzer attraktiver als der Verkauf an Mieter sein, wenn die Marktmieten höher sind als die Bestandsmieten. In diesem Fall orientiert sich die Preisbildung für diese Wohnung nicht an den Bestands- sondern an den Marktmieten, was zu höheren Verkaufserlösen führt.

### 3.3.3.3.4. Umlagefähigkeit der Bewirtschaftungskosten

Als *Betriebskosten* werden nach § 27 II. BV solche Kosten bezeichnet, die dem Eigentümer durch das Eigentum am Grundstück oder durch den bestimmungsgemäßen Gebrauch des Wohnungsbestandes laufend entstehen. In Anlage 3 zu § 27 Abs. 1 II. BV werden die Betriebskosten abschließend aufgezählt. Diese Kosten sind umlagefähig, d.h. es können für die erwarteten Kosten Vorauszahlungen erhoben und darüber abgerechnet werden.

Trotz der grundsätzlichen Umlagefähigkeit der Betriebskosten kommt es aufgrund der restriktiven Eingrenzung nach § 27 II. BV in gewissem Umfang auch zu nicht umlagefähigen Betriebskosten.<sup>453</sup> Hierzu zählen Wartungskosten, die nur in sehr eingeschränktem Umfang Betriebskosten darstellen,<sup>454</sup> ebenso wie Verluste und Wertminderung anderer Vorräte, die in der Rechnungslegung der Wohnungswirtschaft als Betriebskosten erfasst werden, soweit diese das übliche Maß der Abschreibungen nicht übersteigen.<sup>455</sup>

Eine Minderung der nicht umlagefähigen Betriebskosten, die z. T. bis zu 10% der gesamten Betriebskosten ausmachen, wirkt sich dementsprechend positiv auf die operative Gewinnmarge aus.

### 3.3.3.3.5. Minderung der Instandhaltungskosten

Die Instandhaltungskosten haben aufgrund der schwerpunktmäßigen Bautätigkeit der Wohnungsbauunternehmen während der 50er und 60er Jahren einen erheblichen Einfluss auf den operativen Cash Flow und stellen somit einen weiteren wesentlichen Werttreiber dar.<sup>456</sup>

Zur Optimierung der Instandhaltungskosten sind grundsätzlich zwei Stoßrichtungen denkbar. Einerseits können die Bestandspflegemaßnahmen kurzfristig reduziert werden und

<sup>452</sup> Vgl. Buse, C. (Strategisches Management), S. 216-217; Schäfers, W./Hörner, C. (Privatisierung), S. 558.

<sup>453</sup> Vgl. Blöcker, C. P./Pistorius, M. (Betriebskosten), S. 82 f.

<sup>454</sup> Vgl. Blöcker, C. P./Pistorius, M. (Betriebskosten), S. 83.

<sup>455</sup> Vgl. GdW (Rechnungslegung), S. 202. Als übliche Abschreibungen werden solche angesehen, die nach § 255 Abs. 3 HGB gesetzlich vorgeschrieben sind oder nach einer anderen Meinung solche, die das übliche Maß übersteigen. Die Konferenz der Prüfungsdirektoren beim GdW hat sich der Meinung angeschlossen, die Abschreibungen als üblich anzusehen, welche gesetzlich vorgeschrieben sind. Vgl. GdW (Rechnungslegung), S. 212-213.

andererseits ist eine langfristige Erhöhung der Effizienz der Instandhaltungsmaßnahmen erzielbar.<sup>457</sup>

Aufgrund des i. d. R. guten Zustandes der Wohnungsbestände der Wohnungsbaugesellschaften können die Instandhaltungsausgaben kurzfristig reduziert oder verschoben werden, ohne dass von einer Beeinträchtigung der Werthaltigkeit des Bestandes auszugehen ist.<sup>458</sup> Die Instandhaltungsausgaben bieten somit auch ein Potential zur Ergebnisseuerung und Kompensation von in einer Periode nicht erzielten Mieterhöhungen oder höheren nicht umlegbaren Betriebskosten. Langfristig ist die ausschließlich auf Kostensenkungen abzielende Unterlassung von Instandhaltungsmaßnahmen jedoch kritisch zu beurteilen, da langfristig die Attraktivität und damit die Vermietbarkeit des Bestandes leidet und der Wert der Immobilien gesenkt wird.<sup>459</sup>

Auf die nachhaltige Senkung der Instandhaltungskosten zielen hingegen die Maßnahmen zur Optimierung der Bestandhaltungspflege ab. Zur nachhaltigen Reduktion der Instandhaltungs- und Modernisierungskosten ist die Fokussierung auf die für den Vermietungserfolg maßgeblichen Maßnahmen angezeigt. Hierbei verlagert sich die Fragestellung von der technischen Erfordernis hin zur Anforderung der jeweils relevanten Zielmieterschaft zur Sicherstellung einer dauerhaften Vermietung. Das Instandhaltungs- und Modernisierungsbudget wird dabei auf die Beseitigung von Leerständen und die nachhaltige Wertsteigerung des Bestandes fokussiert.<sup>460</sup> Aufgrund eines bei Wohnungsbauunternehmen verbreiteten Mangels an effizienter Planung, Durchführung und Kontrolle von Instandhaltungsmaßnahmen können durch den Einsatz vielfältiger Instrumente Kostensenkungen erzielt werden:<sup>461</sup>

- Einführung eines Instandhaltungscontrollings zur Gewährleistung einer effizienten Planung, Durchführung und Kontrolle der Maßnahmen sowie der Vermeidung wirtschaftlich unzweckmäßiger Maßnahmen.
- Fokussierung der Maßnahmen auf nachhaltig attraktive Bestände mit Wertsteigerungspotentialen.
- Standardisierung bzw. Modularisierung der Instandhaltungsmaßnahmen zur Steigerung der Effizienz der Durchführung.

---

<sup>456</sup> Vgl. Buse, C. (Wohnungsunternehmen), S. 149.

<sup>457</sup> Vgl. Buse, C. (Wohnungsunternehmen), S. 149 und S. 215.

<sup>458</sup> Vgl. Buse, C. (Wohnungsunternehmen), S. 215.

<sup>459</sup> Vgl. Buse, C. (Wohnungsunternehmen), S. 215.

<sup>460</sup> Vgl. Riebel, V. (Erwartungen), S. 13.

<sup>461</sup> Vgl. Verband norddeutscher Wohnungsunternehmen (Modernisierung), S. 42-43; Buse, C. (Wohnungsunternehmen), S. 215; Riebel, V. (Erwartungen), S. 13.

- Zentralisierung der Beschaffung zur Realisierung von Größendegressionseffekten.
- Aufbau von Systemlieferanten zur Vermeidung von Transaktionskosten.
- Vereinbarung von Einheitspreisen im Rahmen eines kontinuierlich garantierten Umsatzvolumens für die Systemlieferanten zur Kostendegression und Transaktionskostenreduktion.
- Entkopplung von Materialbezug und Leistungserstellung zur Realisierung von Größendegressionseffekten bei zentralem Materialbezug.

Durch die nachhaltige Optimierung der Bestandspflegemaßnahmen und ggf. kurzfristiges Überbrücken von Erlös- und Kostenabweichungen durch Reduktion bzw. Verschiebung von Maßnahmen kann die Gewinnmarge im Bereich des Bestandsmanagements nachhaltig verbessert werden.<sup>462</sup>

### 3.3.3.3.6. Effizienz der Verwaltung

Da Personalkosten ebenfalls eine erhebliche Kostenposition von Wohnungsbauunternehmen darstellen, kann durch die Erhöhung der verwalteten Wohneinheiten je Mitarbeiter eine erhebliche Verbesserung der operativen Gewinnmarge erreicht werden. Diese Verbesserung kann jedoch weder durch den einseitigen Abbau von Mitarbeitern noch durch die Erhöhung der verwalteten Einheiten erreicht werden. Vielmehr sind eine Optimierung des Bestandes und der internen Abläufe notwendig.

Zum Teil verfügen Wohnungsbauunternehmen über Bestände, die nicht in einer Region gebündelt sind, so genannter *Streubesitz*. Dieser Streubesitz führt dazu, dass die Durchführung von Verwaltungs- und Instandhaltungsmaßnahmen, die eine lokale Präsenz erfordern, durch Anreisewege verzögert werden. Darum nimmt die Anzahl der verwaltbaren Einheiten je Mitarbeiter mit zunehmender Konzentration des Wohnungsbestands auf eine Region zu. Zur Steigerung der Effizienz kann dieser Streubesitz entweder in eine Fremdverwaltung übergeben oder veräußert werden.

Weiterhin wird die Höhe der Bewirtschaftungskosten insbesondere durch die Fluktuation beeinflusst, so dass insbesondere ausgewogene, gewachsene Mieterstrukturen und eine hohe Mieterzufriedenheit Voraussetzung für vergleichsweise niedrige Bewirtschaftungskosten sind.<sup>463</sup>

---

<sup>462</sup> Vgl. Buse, C. (Wohnungsunternehmen), S. 151.

<sup>463</sup> Vgl. Voß, E. (Wohnimmobilie), S. 25.

Darüber hinaus können zur Erhöhung der Effizienz Maßnahmen zur Verbesserung der Ablauforganisation in der Bewirtschaftung der Immobilien ergriffen werden, welche ebenfalls dazu führen können, dass die mit der Verwaltung der Immobilien betrauten Mitarbeiter Freiräume zur Übernahme zusätzlicher Bestände erhalten. So hat die Deutsche Anninton GmbH bspw. vor allem durch die Zentralisierung der Funktionen Strategie, Finanz- und Rechnungswesen, Controlling, Einkauf, Vertrieb, Bestandsmanagement, Informationstechnologie, Recht und Personal sowie die Einführung eines einheitlichen Planungs- und Controllingsystems eine erhebliche Effizienzsteigerung erzielen können.<sup>464</sup>

### 3.3.3.3.7. Desinvestitionen des Anlagevermögens

Die Durchführung von Einzelveräußerungen stellt das bedeutendste Potential zur Optimierung der Cash Flows dar. Es besteht in der sukzessiven Veräußerung von Wohneinheiten,<sup>465</sup> die zu einer Reduktion der Kapitalbindung des Wohnungsbauunternehmens führt.<sup>466</sup> Hierbei ist die von Finanzinvestoren verfolgte Zielsetzung nicht ausschließlich als eine Abverkaufsstrategie zu verstehen, sondern umfasst den laufenden Erwerb veräußerbarer Objekte, die Optimierung der Bewirtschaftung und die anschließende Realisierung der Wertsteigerung durch Verkauf der Objekte.<sup>467</sup>

Als Käufer für das Wohnungsteileigentum kommen einerseits die Mieter und ihre Familienangehörigen, Eigennutzer, andererseits Kapitalanleger in Betracht, für die jeweils unterschiedliche Kaufpreise zu ermitteln sind. Seit Beginn der Mieterprivatisierung bei der Deutsche Anninton GmbH im Jahr 2002 konnten im Rahmen des Verkaufs von Wohnungen 51% aller Wohnungen an Mieter verkauft werden. Weiter 29% wurden an Kapitalanleger veräußert. Ferner wurden 20% der Wohnungen durch Eigennutzer erworben.<sup>468</sup>

Für den Mieter und Eigennutzer ist - neben der grundsätzlichen Bereitschaft zum Erwerb von Wohnungseigentum – die Einstellung zu Eigentum, vor allem die finanzielle Belastung durch den Erwerb im Vergleich zur Fortsetzung des Mietverhältnisses von Bedeutung: Die laufende Belastung aus der Finanzierung unter Berücksichtigung der öffentlichen Förderung des Eigentumserwerbs<sup>469</sup> wird verglichen mit der derzeitigen und künftig erwarteten Miete sowie zu erwartenden Modernisierungs- und Instandhaltungsaufwendungen in den nächsten 5 bis 10 Jahren. Der Erfolg des Verkaufes von Wohnungen an Mieter und Eigennutzer hängt grundsätzlich davon ab, ob der zu erwartende Kapitaldienst tragbar

---

<sup>464</sup> Vgl. Riebel, V. (Erwartungen), S. 18.

<sup>465</sup> Vgl. Friedemann, J. (Öffentliche Hand), S. 49; Schäfers, W./Haub, C. (Shareholder Value-Analyse), S. 503.

<sup>466</sup> Vgl. Jürgenson, I. v. (Optionen), S. 224.

<sup>467</sup> Vgl. Hermes, M. (Wohnimmobilien), S. 4.

<sup>468</sup> Vgl. Riebel, V. (Erwartungen), S. 17.

<sup>469</sup> Vgl. Hasenkamp, H. K./Gier, S. (Deutsche Wohnen), S. 644.

ist.<sup>470</sup> In diesem Zusammenhang stellt die Konzipierung zielgruppenspezifischer Finanzierungspakete, die im Rahmen des Verkaufsprozesses den Mietern im Zusammenhang mit dem Angebot der Wohnung offeriert werden können, einen wesentlichen Erfolgsfaktor dar.<sup>471</sup> Für die Bestimmung des Kaufpreises ist somit nicht nur das allgemeine Preisniveau, sondern vor allem die Alternativbelastung des Mieters bei Fortsetzung des Mietverhältnisses relevant. Ein Kaufpreis, der sich nicht nach den Marktgegebenheiten, sondern nach der Tragbarkeit des Kapitaldienstes aus Sicht des Mieters bemisst, wird im Folgenden als Mieterverkaufspreis oder Tenant Sales Price<sup>472</sup> definiert.

Üben die Mieter ihr nach § 577 BGB bestehendes Vorkaufsrecht nicht aus, so stellen private *Kapitalanleger* eine weitere relevante Käufergruppe dar, welche nicht nur einzelne Wohnungen, sondern auch Wohnblöcke nachfragen.<sup>473</sup> Die Veräußerung an private Kapitalanleger ist bei den Mietern vielfach von Besorgnis begleitet, da Unsicherheit über den Fortbestand der Mieterschutzrechte besteht und den Kapitalanlegern vor allem Spekulationsmotive unterstellt werden.<sup>474</sup> Ein aus Sicht der Kapitalanleger angemessen erscheinender Preis wird im Folgenden als Kapitalanleger-Verkaufspreis oder Occupied Investment Sales Prize (OISP) definiert und basiert auf derzeitigen Nettokaltmieten sowie den Renditeerwartungen an das Objekt. In Anlehnung an die bereits in Kapitel 2.3.2 beschriebene angelsächsische Investment Method wird ein allgemeiner Zinssatz (All Risk Yield) zu Grunde gelegt, der sämtlichen investitionsrelevanten Faktoren (Lage, Gebäudesubstanz, Mietausfallrisiko, Mieterstruktur, Mieterbindung) Rechnung trägt. Wird die Veräußerung von Immobilien nicht nur zur Reduktion oder Arrondierung des Bestandes betrieben, sondern als eigenständiges Geschäftsfeld mit eigenständigem und nachhaltigem Gewinnerzielungsanspruch, so werden fortwährend Immobilien erworben, aufgeteilt und im Rahmen von Mieterprivatisierungen – also der Veräußerung an Mieter – und Verkaufen an Kapitalanleger veräußert. Der Erwerb eines nicht aufgeteilten Objektes erfolgt dann zu einem Preis unterhalb des Mieterverkaufs- bzw. Kapitalanlegerpreises, so dass das Unternehmen aus der Weiterveräußerung einen Veräußerungsgewinn erzielen kann.

---

<sup>470</sup> Vgl. Buse, C. (Strategisches Management), S. 222.

<sup>471</sup> Vgl. Riebel, V. (Erwartungen), S. 14.

<sup>472</sup> Zur Ermittlung des Tenant Sales Price vgl. Anhang 1.

<sup>473</sup> Von Interesse sind dabei für Kapitalanleger Wohnungsbestände, die frei oder mit nicht öffentlichen Mitteln finanziert wurden oder bei denen die Bindungen unter Berücksichtigung von Nachwirkungsfristen bereits ausgelaufen sind. Da die Kapitalanleger i. d. R. keine i.S. §§ 4 bis 7 WoBindG berechtigte Personen sind, bleiben die Bindungen der mit öffentlichen Mitteln finanzierten Wohnungen (1. Förderweg) bis zum Ablauf der Förderungen bestehen. Erfolgt eine vorzeitige Ablösung der Fördermittel im 1. Förderweg, so läuft der Kündigungsschutz bis zur planmäßigen Tilgung bzw. zum Ende der Nachwirkungsfrist weiter. Die Mieter von gefördertem Wohnungsbestand sind vor Eigenbedarfskündigungen im Sinne von § 573 BGB bis zum Ablauf der Bindung durch den Kündigungsschutz gemäß § 6 Abs. 7 WoBindG geschützt. Vgl. Bister, H. (Preisgebundener Wohnraum), S. 902.

<sup>474</sup> Vgl. Buse, C. (Strategisches Management), S. 218.

Stehen die Wohnungen leer, so können die Wohnungen fremden Dritten angeboten werden. Hierbei kommen dann vor allem *Eigennutzer* in Frage.<sup>475</sup> In diesem Zusammenhang ist die Fluktuationsrate der Mieterschaft von Bedeutung, da bedingt durch Mieterwechsel marktgängige Wohnungen für Eigennutzer bereitgestellt werden können.<sup>476</sup> Die Eigennutzer – oftmals gegenwärtige Mieter – beurteilen den Kaufpreis einer Wohnung im Einzelverkauf ähnlich wie ein Mieter, der den Erwerb der von ihm bewohnten Wohnung erwägt. Auch der Eigennutzer vergleicht den zukünftig zu leistenden Kapitaldienst mit der zu leistenden Miete bei Anmietung einer gleichwertigen Wohnung. Im Gegensatz zu dem Mieter einer Bestandswohnung bildet für den Eigennutzer jedoch nicht die gegenwärtig gezahlte Miete, sondern eine vergleichbare Marktmiete die Referenzgröße. Dieser Preis wird im Folgenden als Eigennutzerpreis oder Vacant Possession Price<sup>477</sup> definiert.

Eine weitere Segmentierung des Bestandes kann durch die gezielte Preisdifferenzierung bei Mietern und Eigennutzern erreicht werden.

	<b>Wohnungseigentum</b>	<b>Wohnungserbaurecht</b>	<b>Dauerwohnrecht</b>
<b>Eigentum</b>	Eigentum an der Wohnung; Miteigentum an Gebäude und Grundstück	Eigentum an der Wohnung; Miteigentum an Gebäude	Kein Eigentum an Wohnung oder Grundstück
<b>Rechte des Erwerbers</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Veräußerbar</li> <li>▪ Vererbbar</li> <li>▪ Belastbar</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Veräußerbar</li> <li>▪ Vererbbar</li> <li>▪ Belastbar</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Veräußerbar</li> <li>▪ Vererbbar</li> </ul>
<b>Finanzielle Belastung des Erwerbers</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Kapitaldienst für Wohnung und Grundstück</li> <li>▪ Anteilige Bewirtschaftungs- und Instandhaltungskosten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Kapitaldienst für Wohnung</li> <li>▪ Erbbauzins</li> <li>▪ Anteilige Bewirtschaftungs- und Instandhaltungskosten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Kapitaldienst für Dauerwohnrecht bzw. ratierliche Zahlung für Dauerwohnrecht</li> <li>▪ Anteilige Bewirtschaftungs- und Instandhaltungskosten</li> </ul>
<b>Kaufpreis</b>	Kaufpreis für Wohnung, anteiliges Miteigentum sowie anteiliges Grundstück	Kaufpreis für Wohnung	Zahlung für Dauerwohnrecht
<b>Förderung</b>	Derzeit durch Eigenheimzulage begünstigt	Derzeit durch Eigenheimzulage begünstigt	Derzeit durch Eigenheimzulage begünstigt

Tabelle 3.4. Unterschiede zwischen Wohnungseigentum, Wohnungserbaurecht und Dauerwohnrecht<sup>478</sup>

Hierbei können den Erwerbsinteressenten durch Gestaltung von Wohnungseigentum, Wohnungserbaurecht und Dauerwohnrechten Kaufangebote in unterschiedlichen Verkaufspreisen unterbreitet werden und es kann somit eine breitere Interessentengruppe erreicht werden. Dabei ist das Dauerwohnrecht insbesondere für ältere Mieter interessant, da Kreditinstitute häufig aufgrund des fortgeschrittenen Lebensalters keine Kredite an die-

<sup>475</sup> Vgl. Buse, C. (Strategisches Management), S. 216-217; Schäfers, W./Hörner, C. (Privatisierung), S. 558.

<sup>476</sup> Vgl. Hermes, M. (Wohnimmobilien), S. 23.

<sup>477</sup> Zur Ermittlung des Vacant Possession Price vgl. Anhang 1.

<sup>478</sup> In Anlehnung an Heidenreich, H./Brosius, R. (Dauerwohnrechte), S. 120

se Kreditnehmer mehr vergeben.<sup>479</sup> Die Unterschiede zwischen diesen Gestaltungsformen werden in der Tabelle 3.4 zusammengefasst.

### 3.3.4. Betreuung

#### 3.3.4.1. Geschäftszweck

Die *Betreuung* kann als Dienstleistung für Rechnung Dritter bei Wohnungserstellung (Baubetreuung) und Wohnungsbewirtschaftung (Objektbetreuung) durchgeführt werden.<sup>480</sup> Zur Wohnungsverwaltung zählt die Verwaltung fremder ungeteilter Wohnungsbestände, die so genannte Haus- oder Mietverwaltung, einschließlich der Sondereigentumsverwaltung nach den §§ 26-28 Wohnungseigentumsgesetz.<sup>481</sup>

Bei den unter den Betreuungsleistungen subsumierten Objekt- und Baubetreuungen sind insbesondere die betrieblichen Erlöse und das Working Capital spezifisch und werden im Folgenden beschrieben. Die betrieblichen Aufwendungen sind auf Grund des Dienstleistungscharakters vor allem durch Personalaufwand und Aufwand für sonstige Lieferungen und Leistungen geprägt. Abschreibungen und Investitionen beziehen sich auf für Dienstleistungsunternehmen übliche technische Sachanlagen und Betriebs- und Geschäftsausstattung.

#### 3.3.4.2. Betreuungsspezifische Cash Flow-Struktur

<b>Cash Flow-Struktur Betreuung</b>	
<b>Umsatzerlöse aus Betreuung</b>	
+/-	Bestandsveränderungen
-	Aufwand aus Betreuung
=	<b>Rohergebnis</b>
-	Personalaufwand
-	Sonstiger betrieblicher Aufwand
=	<b>EBITDA</b>
-	Abschreibungen
=	<b>EBIT</b>
-	Unternehmensteuer bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung
=	<b>NOPLAT</b>
+	Abschreibungen
-/+	Zunahme / Abnahme der Forderungen aus Lieferung und Leistungen
+/-	Zunahme / Abnahme der Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung
=	<b>Operating Cash Flow</b>
-/*	Investition / Desinvestition des sonstigen Anlagevermögens
=	<b>Free Cash Flow vor Einkommensteuern</b>
-	Einkommensteuern
=	<b>Free Cash Flow nach Einkommensteuern</b>

Tabelle 3.5: Segmentspezifischer Free Cash Flow der Betreuung<sup>482</sup>

<sup>479</sup> Vgl. Heidenreich, H./Brosius, R. (Dauerwohnrechte), S. 122.

<sup>480</sup> Vgl. Haertler, H.-J. (Betriebswirtschaftslehre), S. 546, Murfeld, E. (Grundstücks- und Wohnungswirtschaft), S. 465.

<sup>481</sup> Vgl. Kühne, H. (Aufgaben), S. 474; Brauer, K.-U. (Unternehmen), S. 27.

<sup>482</sup> In Anlehnung an Schäfers, W./Haub, C. (Shareholder-Value), S. 505 und die FormblattVO für die Gliederung des Jahresabschlusses Wohnungsbauunternehmen.

Unter Berücksichtigung der FormblattVO für die Gliederung des Jahresabschlusses Wohnungsbauunternehmen<sup>483</sup> ergeben sich für den Geschäftsbereich Betreuung eines Wohnungsbauunternehmens die in der Tabelle 3.5 dargestellten Cash Flow-Definitionen.

Die Cash Flow-Ermittlung des Geschäftsfeldes Betreuung unterscheidet sich nicht wesentlich von der anderer Dienstleistungsunternehmen. Hervorzuheben ergibt sich

### 3.3.4.2.1. Betriebliches Ergebnis

Die Vergütungen aus der Betreuungstätigkeit sind entsprechend ihrer Entstehung als Umsatzerlöse aus Betreuung, insbesondere aus Baubetreuung bzw. Verwaltungsbetreuung, auszuweisen. Der Erlösausweis erfolgt jedoch erst, wenn die Leistung erbracht und abgerechnet wurde.<sup>484</sup> Die aktvierten Herstellkosten werden dann bestandsmindernd berücksichtigt.<sup>485</sup>

Die betrieblichen Aufwendungen sind auf Grund des Dienstleistungscharakters vor allem durch Personalaufwand und Aufwand für sonstige Lieferungen und Leistungen geprägt. Abschreibungen und Investitionen beziehen sich auf für Dienstleistungsunternehmen übliche technische Sachanlagen und Betriebs- und Geschäftsausstattung.

### 3.3.4.2.2. Veränderung des Nettoumlauvermögens

Die noch nicht abgerechneten Betreuungsleistungen werden als unfertige Leistungen im Umlaufvermögen aktiviert.<sup>486</sup>

Wurden die Betreuungsleistungen abgeschlossen und in Rechnung gestellt, so werden die unfertigen Leistungen bestandsmindernd ausgebucht und eine Forderung aus Betreuungstätigkeit aktiviert.<sup>487</sup>

Liegen aus der Baubetreuung Finanzierungsmittel vor, die noch nicht für die Baumaßnahme ausgegeben wurden, oder liegen im Rahmen der Verwaltung von Wohnungseigentum Bewirtschaftungsguthaben vor, so sind diese als Verbindlichkeiten aus Betreuungstätigkeit auszuweisen.

Vorauszahlungen, Anzahlungen und vereinnahmte Raten auf die vom Wohnungsbauunternehmen zu erbringende Betreuungsleistung sind bis zur Abrechnung der Leistung als erhaltene Anzahlung auszuweisen.<sup>488</sup>

---

<sup>483</sup> Zur Gliederung der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Bilanz nach der FormblattVO für die Gliederung des Jahresabschlusses Wohnungsbauunternehmen vgl. Anhang 3 und 4 dieser Arbeit.

<sup>484</sup> Vgl. GdW (Rechnungslegung), S. 196.

<sup>485</sup> Vgl. GdW (Rechnungslegung), S. 198.

<sup>486</sup> Vgl. GdW (Rechnungslegung), S. 92.

<sup>487</sup> Vgl. GdW (Rechnungslegung), S. 101.

### 3.3.4.3. Betreuungsspezifische Werttreiber

#### 3.3.4.3.1. Umsatzwachstum

Die Vergütung eines Objektbetreuers wird in der Regel in Abhängigkeit von der Soll- oder Ist-Miete vereinbart. Hinzu kommt ein pauschalierter Aufwendungsersatz je Mietverhältnis.<sup>489</sup> Im öffentlich geförderten Wohnungsbau bemisst sich die Vergütung nach § 26 Abs. 2 und 3 II. BV und beträgt 230 € je verwaltete Wohneinheit und 30 € je verwaltetem Garagen- und Stellplatz.<sup>490</sup>

Hinsichtlich der Vergütung der Baubetreuung ist zwischen dem frei finanzierten Wohnungsbau und dem öffentlich geförderten Wohnungsbau zu unterscheiden. Im frei finanzierten Wohnungsbau herrscht Vertragsfreiheit, wenngleich Vergütungen ca. 5% der Baukosten ohne Grundstücks- und Erschließungskosten betragen.<sup>491</sup> Die Vergütung im öffentlich geförderten Wohnungsbau bemisst sich gemäß § 8 Abs. 3 II. BV in Abhängigkeit von den Baukosten und liegt zwischen 1% und 3,4%. Dazu können gemäß § 8 Abs. 3 Nr. 1 bis 4 II. BV weitere Zuschläge in Rechnung gestellt werden.

#### 3.3.4.3.2. Gewinnmarge

Die Gewinnmarge des Geschäftsfeldes Betreuung wird wesentlich durch die Effizienz der Verwaltung beeinflusst, die sich in Anbetracht des Dienstleistungsaspektes der Betreuungstätigkeit in erster Nähierung im Bereich der Objektbetreuung durch das Verhältnis von verwalteten Wohnungen je Mitarbeiter ausdrücken lässt.<sup>492</sup>

Bestandsbewirtschaftung		WEG Verwaltung	
Mieterlöse: 65m <sup>2</sup> /WE x 12 x 6 €/m <sup>2</sup>	4.680 €	Verwaltungserlös: 1 WE x 230 €/WE	230 €
Leerstandswagnis 2%	-93 €		
Nicht umlagefähige Nebenkosten: 65m <sup>2</sup> /WE x 12 x 4 €/m <sup>2</sup> x 10%	-312 €		
Instandhaltung:	-715 €		
11 €/m <sup>2</sup> x 65 m <sup>2</sup> /WE			
<b>Rohertrag je WE</b>	<b>3.560 €</b>	<b>Rohertrag je WE</b>	<b>230 €</b>

Tabelle 3.6: Ergebnisqualität bei Bestandsbewirtschaftung und WEG-Verwaltung

<sup>488</sup> Vgl. GdW (Rechnungslegung), S. 174 und 177.

<sup>489</sup> Vgl. Murfeld, E. (Grundstücks- und Wohnungswirtschaft), S. 473.

<sup>490</sup> Nach § 26 Abs. 4 II. BV können diese Sätze für die Verwaltung von Wohneinheiten, Garagen und Stellplätzen ab dem 1. Januar 2005 und am 1. Januar jedes folgenden Jahres um den Anstieg der Lebenshaltungskosten angehoben werden.

<sup>491</sup> Vgl. Murfeld, E. (Grundstücks- und Wohnungswirtschaft), S. 489.

<sup>492</sup> Bezuglich möglicher Effizienzsteigerungen in der Objektbetreuung wird auf das Kapitel 3.3.3.3.6 Effizienz der Verwaltung in dieser Arbeit verwiesen.

Diese Relation ist insbesondere beim Übergang von Bestandswohnungen in die Wohnungsverwaltung von Interesse, da sich der Ergebnisbeitrag je Wohneinheit in diesem Zusammenhang tendenziell verschlechtert.

Vor dem Hintergrund des dargestellten Beispiels kann die Mieterprivatisierung mit anschließender WEG-Verwaltung deshalb unter sonst gleichen Rahmenbedingungen zu einer erheblichen Ergebnisverschlechterung des Wohnungsbauunternehmens führen.

### 3.3.5. Restriktionen und Kosten der Transaktion

Die geplanten operativen Cash Flows können zusätzlich durch weitere Aspekte im Rahmen einer Privatisierungstransaktion belastet werden. Diese ggf. zu berücksichtigenden Verringerungen des verfügbaren Cash Flows des Erwerbers können einerseits aus restriktiven Regelungen des Kaufvertrages zwischen der öffentlichen Hand und dem Erwerber – dem Sozialkatalog – resultieren, die ihm eine Fortführung der Wohnungsbaugesellschaft nicht in der Weise erlauben, wie es gleichzeitig im Einklang mit gesetzlichen Bestimmungen stünde und von ihm ursprünglich geplant wurde. Eine weitere Reduktion der verfügbaren Cash Flows kann aus den Transaktionskosten resultieren. Beide Aspekte sollen im Folgenden beleuchtet werden.

#### 3.3.5.1. Restriktionen des Sozialkataloges

Bei dem Erwerb der Anteile eines Wohnungsbauunternehmens im Rahmen einer Privatisierungstransaktion gibt es zwischen der öffentlichen Hand als Verkäufer und dem Erwerber zusätzliche Beschränkungen.<sup>493</sup> Dieser Sozialkatalog kann über die gesetzlichen Regelungen hinaus Regeln zum Schutz der Mieter und Arbeitnehmer, aber auch zum Bestandsschutz der Gesellschaft umfassen.<sup>494</sup> Im Kontext der Privatisierungsüberlegung der öffentlichen Hand ist der Sozialkatalog das Instrument, um die Ausfüllung der verbleibenden Aufgaben der öffentlichen Daseinsvorsorge auch nach der Privatisierung sicherzustellen und die Sozialverträglichkeit der Privatisierung zu gewährleisten.<sup>495</sup>

---

<sup>493</sup> Vgl. Haarmann, W./Busch, B. (Privatisierung), S. 572.

<sup>494</sup> Vgl. Schnapp, M. (Deutschbau/WohnBau), S. 620.

<sup>495</sup> Vgl. Katz, A. (Kommunale Wirtschaft), S. 114.

Kündigungsschutz der Mieter	Schutz vor Mieterhöhungen
<ul style="list-style-type: none"> <li>– „Kauf bricht nicht Miete“ (§566 Abs. 1 BGB)</li> <li>– Ordentliche Kündigung des Vermieters nur bei berechtigtem Interesse möglich, nicht zur Mieterhöhung oder Aufteilung in Eigentumswohnungen (§573 BGB)</li> <li>– Kündigungsperrfrist bei Umwandlung in Eigentumswohnungen beträgt 3 Jahre und kann durch Rechtsverordnung des Bundeslandes auf bis zu 10 Jahre bestimmt werden (§577a BGB)</li> <li>– Vorkaufsrecht des Mieters bei Umwandlung (§577 BGB)</li> <li>– •Widerspruch gegen die Kündigung (§574 BGB „Sozialklausel“)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Die Kappungsgrenze für Mieterhöhungen beträgt 20% in 3 Jahren (§558 Abs. 3 BGB)</li> <li>– So genannte Schonfrist von 15 Monaten (§658 Abs. 1 BGB)</li> <li>– Beschränkung der Miethöhe durch Mietspiegel, Vergleichsmieten, Gutachter oder Mietdatenbank (§558b BGB)</li> <li>– Mieterhöhungen bedürfen der Zustimmung durch den Mieter (§588b BGB)</li> <li>– Sonderkündigungsrecht des Mieters bei einer Mieterhöhung (§561 BGB)</li> </ul>

Tabelle 3.7: Gesetzliche Regelungen zum Schutz der Mieter<sup>496</sup>

Die gesetzlichen Regelungen zum Schutz der Mieter werden in der folgenden Tabelle 3.6 zusammengefasst und beziehen sich vor allem auf einen generellen Kündigungsschutz der Mieter sowie den Schutz der Mieter vor unangemessenen Mieterhöhungen.<sup>497</sup> Neben den in der Tabelle 3.6 zusammengefassten Regelungen zum Schutz der Mieter werden auch die Arbeitnehmer einer Wohnungsbaugesellschaft im Fall des Anteilsübergangs auf einen neuen Erwerber durch § 613a BGB geschützt. Der Anteilserwerb stellt einen Betriebsübergang i. S. des § 613a BGB dar und somit gehen auch die bestehenden Arbeitsverhältnisse über.

Ergänzend zu den in Tabelle 3.7 dargestellten gesetzlichen Regelungen zum Schutz der Mieter und der Angestellten eines Wohnungsbauunternehmens, können darüber hinaus in einem Sozialkatalog ergänzende Regelungen getroffen werden. Mögliche Ausgestaltungen wurden in der Tabelle 3.8 zusammengefasst.

Im Gegensatz zu den gesetzlichen Regelungen zum Schutz von Mietern und Arbeitnehmern im Falle des Anteilsübergangs sind die möglichen Regelungen eines Sozialkataloges Gegenstand des Kaufvertrages und somit Ergebnis der Verhandlungen zwischen Verkäufer und Käufer. Damit sind die möglichen Regelungen des Sozialkatalogs – im Gegensatz zu den nicht beeinflussbaren gesetzlichen Regelungen – entscheidungs- und bewertungsrelevant.

<sup>496</sup> Vgl. Grewe, C. (Privatisierung), S. 85.

<sup>497</sup> Vgl. Grewe, C. (Privatisierung), S. 85.

Kündigungs-schutz der Mieter	Schutz vor Miet-erhöhungen	Schutz vor intensiven Modernisierungen	Kündigungs-schutz der Mitarbeiter	Bestandsschutz der Gesellschaft
<ul style="list-style-type: none"> <li>– Ausschluss der Eigenbedarfs-kündigung</li> <li>– Ausschluss der Kündigung wg. Verhinderung angemessener wirtschaftlicher Verwertung (§ 564 Abs. 2 Nr. 2 und Nr. 3 BGB)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Begrenzung der Mieterhöhung in Höhe der Inflationsrate</li> <li>– Preisnachlass für Wohnungen bei Verkauf an Mieter</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Modernisierungen im freifinanzierten Wohnungsbau bedürfen der Zustimmung durch den Mieter</li> <li>– Sonderkündigungsrecht des Mieters bei der Modernisierung</li> <li>– Die Modernisierung kann verwiegt werden, wenn: <ul style="list-style-type: none"> <li>– Unter Würdigung der Interessen des Vermieters und ggf. der Interessenten der anderen Mieter die Modernisierung nicht zu rechtfertigen ist</li> <li>– Eine so genannte „Luxus-Modernisierung“ vorliegt</li> <li>– Eine Modernisierung vom Mieter durchgeführt wurde</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Verzicht auf betriebsbedingte Kündigungen für einen bestimmten Zeitraum.</li> <li>– Bestandsschutz der tariflichen Rechte und Betriebsvereinbarungen für einen bestimmten Zeitraum.</li> <li>– Fortbestand der betrieblichen Altersversorgung</li> <li>– Erhöhung der Fort- und Weiterbildung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Ausschluss der Weiterveräußerung der Anteile ohne Einwilligung des Verräuberers.</li> <li>– Ausschluss von Unternehmensverträgen nach §§ 291 ff. AktG</li> <li>– Ausschluss von Umwandlungen nach UmwG</li> <li>– Verbot der Veräußerung wesentlicher Teile des betriebsnotwendigen Vermögens</li> <li>– Definition von Teilportfolios, die für eine Mieterprivatisierung herangezogen werden dürfen.</li> </ul>

Tabelle 3.8: Mögliche Regelungen eines Sozialkatalogs<sup>498</sup>

### 3.3.5.2. Transaktionskosten

Als Transaktionskosten werden im Folgenden die Kosten verstanden, die bis zum Vertragsabschluss für die Suche, die Anbahnung, die Verhandlung, die Prüfung und den rechtlichen Übergang der Anteile anfallen.<sup>499</sup>

Hierin sind die Kosten der Transaktionsberatung, der Due Diligence, der Rechts- und Steuerberatung enthalten.<sup>500</sup> In Abhängigkeit der Kenntnisse des Investors können diese Beratungskosten sehr hoch sein und ggf. für neue Marktteilnehmer als Markeintrittsbar-

<sup>498</sup> Vgl. O. V. (Eisenbahn-Deal), S. 46; Grewe, C. (Privatisierung), S. 85.

<sup>499</sup> Vgl. Jansen, S. A. (Bestimmung), S. 267.

<sup>500</sup> Vgl. Jansen, S. A. (Bestimmung), S. 267.

riere wirken, die im Falle eines Misserfolges im Rahmen eines Bieterwettbewerbs nicht die angefallenen Transaktionskosten tragen könnten.<sup>501</sup>

Darüber hinaus sind aber aufgrund des umfangreichen Immobilienbesitzes von Wohnungsbauunternehmen auch potentiell anfallende Grunderwerbsteuern zu berücksichtigen. Anteilsübertragungen i.S.d. § 1 Abs. 3 Nr. 1-4 GrErwStG lösen bei einer mittelbaren oder unmittelbaren Übertragung oder Vereinigung in einer Hand von mehr als 95% der Anteile Grunderwerbsteuer aus. Im Fall von gesellschaftsrechtlichen Übertragungen bemisst sich die Grunderwerbsteuer nach § 8 Abs. 2 GrErwStG i. V. m. §§ 138-150 BewG.<sup>502</sup> Für vermietete Objekte ergibt sich die Bemessungsgrundlage nach 146 Abs. 2 BewG als vereinfachter Ertragswert, welcher sich aus der durchschnittlichen Kaltmiete der letzten drei Jahre, multipliziert mit einem Vervielfältiger von 12,5x ergibt. Von diesem Wert werden gemäß § 146 Abs. 4 BewG Altersabschläge von 0,5% je Altersjahr jedoch maximal 25% abgezogen. Diese Bemessungsgrundlage wird nach § 11 GrErwStG mit 3,5% besteuert.

Insgesamt sind neben der zukünftig durch den Erwerber geplanten Fortführung der Wohnungsbaugesellschaft auch die Kosten des Sozialkatalogs oder anderer vertraglicher Einschränkungen sowie die aus der Anteilsübertragung resultierenden Transaktionskosten zu berücksichtigen, da auch aus diesen der zu erwartende Cash Flow beeinflusst wird. Während die Kosten des Sozialkatalogs zu Mindereinnahmen auf Ebene des zu erwerbenden Wohnungsbauunternehmens führen, fallen die Transaktionskosten auf der Ebene des Anteilseigners an.

### 3.4. Fremdfinanzierung der Wohnungsbauunternehmen

Nach einer Abgrenzung des in der Literatur vielfältig besetzten Begriffs der Fremdfinanzierung erfolgt in Kapitel 3.5.2 eine kurSORISCHE Darstellung möglicher Finanzierungsinstrumente von Wohnungsbauunternehmen mit dem Ziel, eine Struktur für die weitere Beschreibung der Finanzierungsinstrumente zu erhalten. Auf dieser Grundlage werden als Finanzierungsinstrumente dann Darlehen und Zuschüsse sowie Miet-, Pacht- und Erbbaubarverträge als Verträge der Nutzungsüberlassung dargestellt.

---

<sup>501</sup> Unabhängig von den Transaktionskosten kann eine weitere Markteintrittsbarriere darin bestehen, dass Fonds in der Regel Maximalgrenzen für einen Beteiligungserwerb in Relation zum gesamten Fondsvolumen haben. In Anbetracht der Kaufpreise von Wohnungsbauunternehmen kommt der Erwerb nur für Fonds mit entweder entsprechend hohen Maximalgrenzen für ein Investment oder für Fonds mit einem relativ großen Fondsvolumen in Betracht.

<sup>502</sup> Im Fall des Immobilienerwerbs bemisst sich die Grunderwerbsteuer nach § 8 Abs. 1 GrErwStG am Wert der Gegenleistung. Die Bemessungsgrundlage nach § 8 Abs. 2 GrErwStG i. V. m. §§ 138-150 BewG kommt nur bei gesellschaftsrechtlichen Übertragungen zum Zuge.

### 3.4.1. Definition des Fremdfinanzierungsbegriffs

Der Begriff der Fremdfinanzierung wird in der betriebswirtschaftlichen Literatur nicht einheitlich definiert. Schneider spricht in diesem Zusammenhang sogar von einem „*furchterregenden Meinungssalat*“.<sup>503</sup>

Im Sinne von *Modigliani/Miller* wird die Fremdfinanzierung gegenüber der Eigenfinanzierung vor allem durch die Verzinsung des Fremdkapitals abgegrenzt. Dabei wird in dem Arbitragebeweis lediglich auf verzinsliche Darlehen Bezug genommen.<sup>504</sup> Dieses Kriterium der Verzinslichkeit ist in der Literatur der Unternehmensbewertung als wesentliches Abgrenzungsmerkmal verbreitet.<sup>505</sup> Weiterhin wird - ebenfalls zurückgehend auf die Überlegungen von *Modigliani/Miller* zu den Effekten der Besteuerung auf den Unternehmenswert<sup>506</sup> - herausgestellt, dass Fremdfinanzierung aufgrund der Abzugsfähigkeit der steuerlichen Vorteile gegenüber der Eigenkapitalfinanzierung hat.<sup>507</sup> Problematisch an der bewertungsorientierten Finanzierungsdefinition ist, dass durch diese Definition solche unverzinslichen oder verzinslichen Darlehen nicht erfasst werden, deren Finanzierungskosten aufgrund steuerlicher Gesetzgebung nicht die Steuerbemessungsgrundlage mindern. Darüber hinaus werden auch Finanzierungsformen wie Zuschüsse, die nicht zu einer Minderung, sondern einer Erhöhung der steuerlichen Bemessungsgrundlage führen, nicht von der Definition erfasst. Insofern ist die auf Verzinsung und steuerliche Abzugsfähigkeit abstellende Fremdkapitaldefinition nicht hilfreich, um insbesondere Aspekte der Subventionsfinanzierung in der Unternehmensbewertung zu berücksichtigen.

*Swoboda* definiert die Finanzierung als Beschaffung von Geld oder Geldäquivalenten wie z. B. Sachen oder Rechten unter Einschluss der Gestaltung der Zahlungsbeziehungen zwischen dem finanziierenden Unternehmen.<sup>508</sup> Weiterhin ist für Fremdfinanzierung die Zurverfügungstellung von Mitteln auf Grundlage eines schuldrechtlichen Vertrages charakteristisch.<sup>509</sup> Zu den schuldrechtlichen Verträgen neben dem Darlehensvertrag auch die Verträge der Nutzungsüberlassung, zu denen der Miet-, Pacht-, Erbbau-, Leasing-, Lizenz- sowie der Sachdarlehensvertrag gehört.<sup>510</sup>

Extrahiert aus den obigen Definitions- und Charakterisierungsvorschlägen wird für diese Arbeit der Begriff der Fremdfinanzierung wie folgt definiert: Fremdfinanzierung ist die Hin-

---

<sup>503</sup> Vgl. Schneider, D. (*Investition*), S. 17.

<sup>504</sup> Vgl. Modigliani, F./Miller, M. H. (*Cost*), S. 261-263.

<sup>505</sup> Vgl. u. a. Hachmeister, D. (*Discounted Cash Flow*), S. 238.

<sup>506</sup> Vgl. Modigliani, F./Miller, M. H. (*Correction*), S. 433-443.

<sup>507</sup> Vgl. Drukarczyk, J. (*Unternehmensbewertung*), S. 54.

<sup>508</sup> Vgl. Swoboda, P. (*Finanzierung*), S. 15.

<sup>509</sup> Vgl. Schöpe, B. (*Immobilienfinanzierung*), S. 17.

<sup>510</sup> Vgl. Meyer, J. (*Wirtschaftsprivatrecht*), S. 123-129.

gabe von Geld oder Geldäquivalenten wie z. B. Sachen oder Rechten unter Einschluss der Gestaltung der Zahlungsbeziehungen zwischen dem finanzierenden Unternehmen und seiner Kapitalgeber zur Substitution von eigenen Mittel auf Grundlage eines schuldrechtlichen Vertrages. Diese als Finanzierung bezeichneten Zahlungsbeziehungen können – müssen aber nicht – darüber hinaus zu Steuerersparnissen führen, die bei einer Eigenkapitalfinanzierung nicht eingetreten wären.

### 3.4.2. Instrumente der Fremdfinanzierung

Bei der Finanzierung von Wohnungsbauunternehmen kommen vielfältige Finanzierungsinstrumente zum Einsatz. Nahe liegend ist der Einsatz von langfristigen Krediten zur Finanzierung der Immobilien und sonstigen Finanzierungserfordernissen.<sup>511</sup>

Eine prominente Rolle nimmt bei den Wohnungsbauunternehmen aufgrund des geschilderten gemeinnützigen Unternehmenszwecks vor allem die öffentliche Förderung ein,<sup>512</sup> die auch als Subventionsfinanzierung bezeichnet wird<sup>513</sup> und auf die Förderung der Investitionen abzielt.<sup>514</sup> Eine Klassifizierung aus Sicht der Unternehmensbewertung wird in der folgenden Abbildung 3.7 vorgenommen.

Im Rahmen von Subventionsfinanzierung kommen grundsätzlich zinsvergünstigte Darlehen und nicht rückzahlbare Zuschüsse in Betracht.<sup>515</sup> Eine abschließende Aufzählung der im Wohnungsbau anwendbaren Fördermitteltypen wird in § 42 II. WoBauG vorgenommen. Als grundsätzliche Ausgestaltungsvarianten stehen danach öffentliche Baudarlehen, Aufwendungszuschüsse und -darlehen sowie Zinszuschüsse und Annuitätendarlehen zur Verfügung. Da die Bundesländer in § 2 II. WoBauG aufgefordert wurden, Wohnungsbauprogramme aufzustellen, welche lediglich auf den in § 42 II. WoBauG genannten Instrumenten basieren konnten, ist diese Aufzählung somit abschließend.<sup>516</sup>

---

<sup>511</sup> Vgl. Crommen, M. (Finanzierung), S. 184; Schöpe, B. (Immobilienfinanzierung), S. 19.

<sup>512</sup> Vgl. Schäfers, W./Hörner, C. (Privatisierung), S. 557; Haarmann, W./Busch, B. (Privatisierung), S. 569. Diese Aussage kann jedoch nicht verallgemeinert werden, da es auch gemeinnützige Wohnungsbauunternehmen gab, die keine Fördermittel in Anspruch genommen haben. Vgl. Schulz, G. (Wohnungswirtschaft), S. 74.

<sup>513</sup> Vgl. Busse, F.-J. (Finanzwirtschaft), S. 656.

<sup>514</sup> Vgl. Kofner, S. (Wohnungswirtschaft), S. 174.

<sup>515</sup> Vgl. Detterbeck, S. (Öffentliches Recht), S. 337, Rz. 1334.

<sup>516</sup> Vgl. Dietrich, P. (Wohnungsunternehmen), S. 117. Eine Erweiterung der in § 42 II. WoBauG aufgeführten Instrumenten der Wohnungsförderung ist nicht möglich, da das Wohnungswesen und damit auch die Wohnungsförderung nach Art. 74 Nr. 18 GG zum Bereich der konkurrierenden Gesetzgebung zählt. Vgl. Kunig, P. (Artikel 74), Rz. 87, S. 100. Die Bundesländer haben damit nach Art. 72 Abs. 1 GG nur dann die Befugnis zur Gesetzgebung, wenn der Bund von seiner Gesetzgebungskompetenz keinen Gebrauch macht. Mit dem II. WoBauG hat der Bund von seiner Kompetenz nach Art 74 Nr. 18 GG Gebrauch gemacht und eine bundeseinheitliche Regelung getroffen. Vgl. Dietrich, P. (Wohnungsunternehmen), S. 117. Damit können die Länder keine von dem II. WoBauG abweichende Gesetzgebung ratifizieren. Nach § 42 II. WoBauG werden jedoch lediglich einsetzbare Instrumente genannt, während Umfang, Aufteilung und Höchstgrenzen der einzelnen Fördermaßnahmen nicht definiert und somit i. S. des Art. 84 Abs. 1 GG von den Ländern geregelt werden können. Vgl. Dietrich, P. (Wohnungsunternehmen), S. 117.

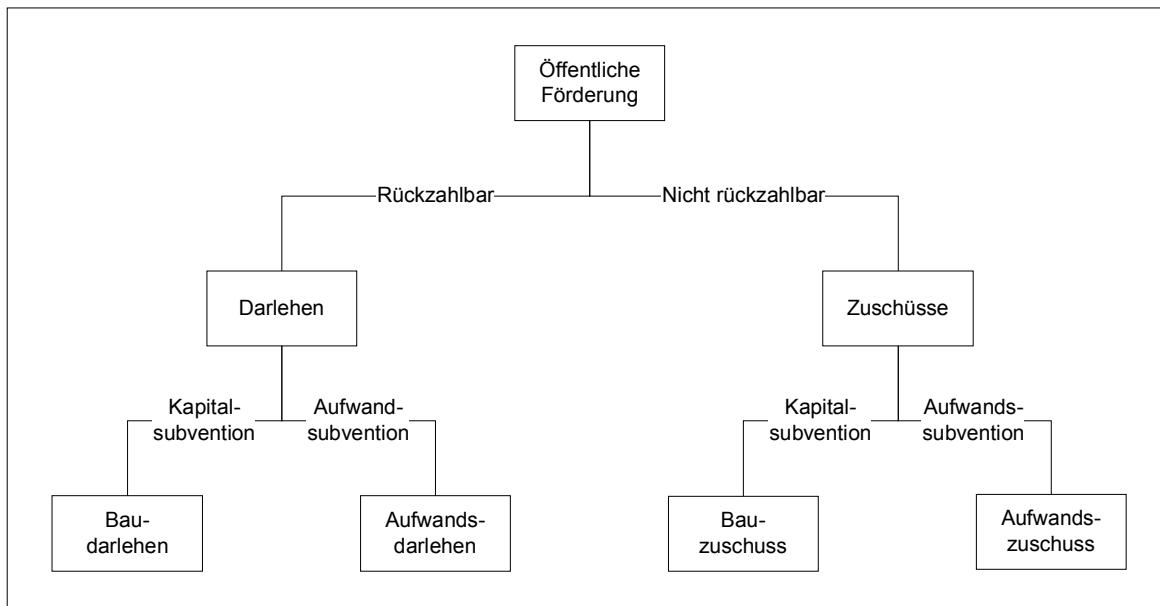


Abbildung 3.7: Unternehmensbewertungsorientierte Klassifikation der Objektförderung<sup>517</sup>

Alternativ zu diesen beiden Finanzierungsarten kann es aber auch zu einer Substitution des Erwerbs von Vermögensgegenständen durch den Abschluss von Verträgen der Nutzungsüberlassung kommen. Die Behandlung dieser Verträge der Nutzungsüberlassung in der Unternehmensbewertungsliteratur ist uneinheitlich, während Leasingverträge als Instrument der Fremdfinanzierung diskutiert werden,<sup>518</sup> bleiben andere Formen der Nutzungsüberlassung wie Miete, Pacht, Erbbaurechte, Lizenzen und Sachdarlehen bisher unberachtet.

Aus den grundsätzlich möglichen Verträgen der Nutzungsüberlassung werden im Folgenden lediglich die für Wohnungsbauunternehmen primär relevanten Miet-, Pacht- und Erbbauverträge betrachtet. Lizenz- und Sachdarlehensverträge bleiben dabei unbeachtet. Darüber hinaus wird das Instrument des Immobilienleasing nicht weiter diskutiert, da es nicht spezifisch für Wohnungsbauunternehmen ist, sondern ebenfalls in anderen Branchen zur Anwendung kommt.<sup>519</sup> Aus diesem Grund wird auf die umfangreiche Literatur verwiesen.<sup>520</sup>

<sup>517</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an Schlumberger, E. (Rückstellungen), S. 29.

<sup>518</sup> Vgl. hierzu u.a. Brealey, R. A./Meyers, S. C. (Corporate Finance) S. 735-757; Crommen, M. (Finanzierung), S. 215-221; Drukarczyk, J. (Unternehmensbewertung), S. 294-297; Hens, M. (Marktwertorientiertes Management), S. 221-222; Myers, S. C., Dill, D. A., Bautista, A. J. (Financial Lease Contracts), S. 799-819.

<sup>519</sup> Zum Einsatz des Immobilienleasing in Industrieunternehmen vgl. u. a. Crommen, M. (Finanzierung), S. 206-222; Hens, M. (Marktwertorientiertes Management), S. 221-224; Ropeter-Ahlers, S./Vaaßen, N. (Wirtschaftlichkeitsanalyse), S. 172-174; Schade, K. (Leasing), S. 575-604; Schäfers, W. (Monetarisierung), S. 540-542.

<sup>520</sup> Vgl. u. a. zu den generellen Aspekten des Immobilienleasing Büschgen, H. E. (Immobilienleasing), S. 19-42; Drukarczyk, J. (Finanzierung), S. 459-478; Feinen, K. (Immobilien-Leasing), S. 119-140; Fohlmeister, K. J. (Immobilien-Leasing), S. 177-209; Gabele, E./Dannenberg, J./Kroll, M. (Immobilien-Leasing); Gondert, H.-G./Gach, B./Biagosch, P./Jacob, U. (Immobilienleasing), S. 641-682; Kuhnle, R./Kuhnle-Schadn,

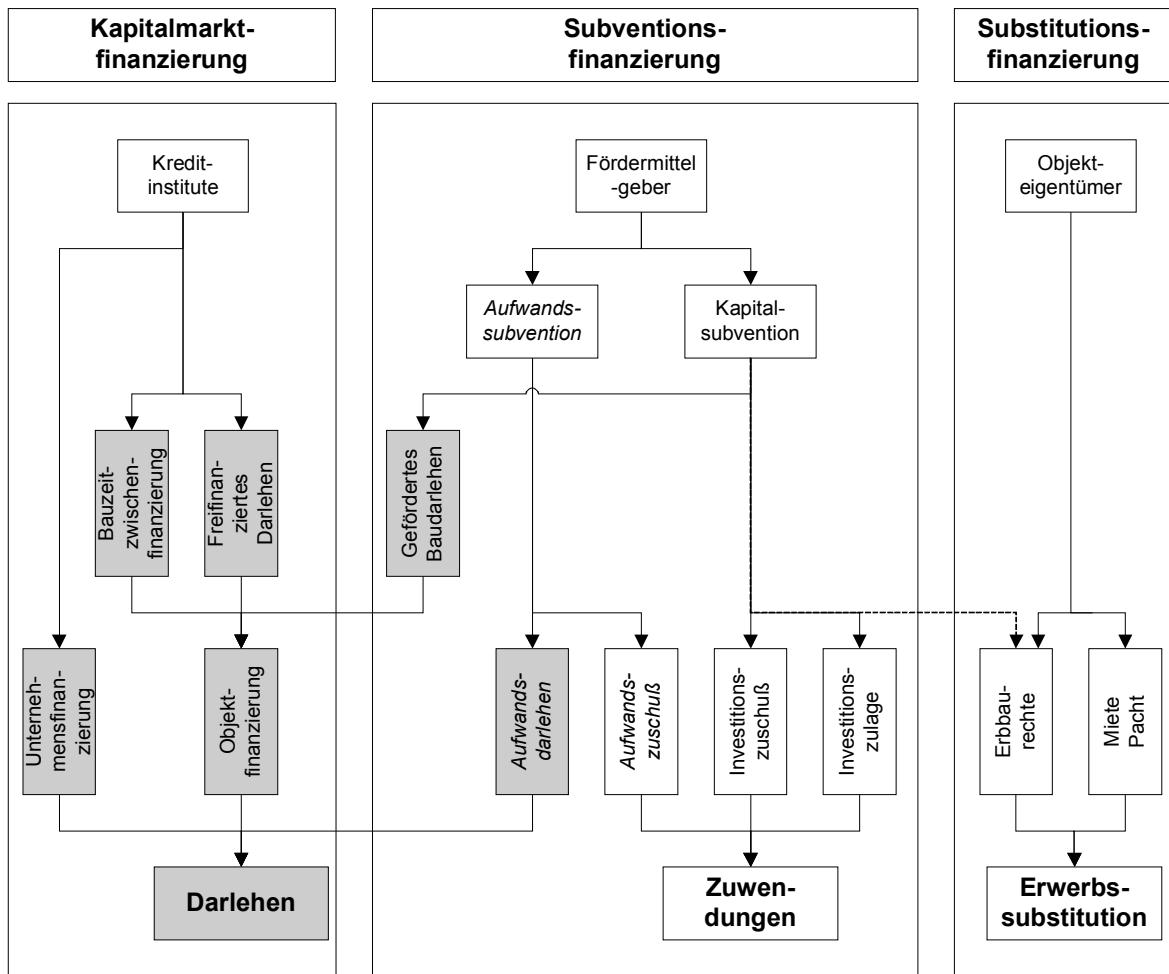


Abbildung 3.8: Übersicht über Formen der Fremdfinanzierung im Wohnungsbau

Wird nach den *Gläubigern der Finanzierung* unterschieden, so können bei Kreditinstituten zu Marktkonditionen aufgenommene Kapitalmarktfinanzierungen, von Fördermittelgebern erhaltene Subventionsfinanzierungen sowie von Objekteigentümern als Erwerbssubstitution gewährte Verträge zur Nutzungsüberlassung unterschieden werden.

Darlehen können in Unternehmens- und Objektfinanzierung unterteilt werden. Die Objektfinanzierung setzt sich wiederum aus der Bauzeitzwischenfinanzierung, dem freifinanzierten und geförderten Baudarlehen zusammen.<sup>521</sup> Hierbei ist aber festzustellen, dass die Grenzen zwischen Unternehmens- und Objektfinanzierung im Allgemeinen fließend

A. (Leasing); Kühn, F. (Immobilienleasing); Schade, K. (Leasing), S. 575-604; Tacke, H. R. (Leasing); Vaaßen, N. (Immobilienleasing); Westphalen, F. v. (Leasingvertrag); Wöhe, G./Bilstein, J. (Unternehmensfinanzierung), S. 279-296. Darüber hinaus liegen zahlreiche Beiträge vor zur Berücksichtigung des Leasings in der Unternehmensbewertung und der wertorientierten Steuerung. Vgl. hierzu u.a. Brealey, R. A./Meyers, S. C. (Corporate Finance) S. 735-757; Crommen, M. (Finanzierung), S. 215-221; Drukarczyk, J. (Unternehmensbewertung), S. 294-297; Hens, M. (Marktwertorientiertes Management), S. 221-222; Myers, S. C., Dill, D. A., Bautista, A. J. (Financial Lease Contracts), S. 799-819.

<sup>521</sup> Aus Sicht des Subventionsrechtes spricht für die Zusammenfassung von geförderten und freifinanzierten Darlehen die Tatsache, dass zwar die Bewilligung des geförderten Darlehens ein Verwaltungsakt ist, aber die Darlehensgewährung stets auf einem privatrechtlichen Vertrag beruht. Vgl. Detterbeck, S. (Öffentliches Recht), S. 338, Rz. 1338-1339.

sein können,<sup>522</sup> so dass diese Begrifflichkeiten für die Zwecke einer systematischen Darstellung nicht hilfreich sind.

Von Interesse aus Sicht der Unternehmensbewertung ist bei den Finanzierungen jedoch weniger der Gläubiger als vielmehr die Zahlungsstruktur der eingesetzten Instrumente.<sup>523</sup> Im Hinblick auf diese Fragestellung ist der Begriff der Subventionsfinanzierung jedoch nicht eindeutig, da hierunter sowohl geförderte Darlehen als auch Zuwendungen als Finanzierungsinstrumente zusammengefasst werden.<sup>524</sup> Deshalb erfolgt die nachfolgende Darstellung im Hinblick auf die Instrumente, denen jeweils ein vergleichbares Zahlungsprofil zu Grunde liegt.

Bei der Beschreibung der einzelnen Instrumente werden im Folgenden der Begriff und Zweck der Finanzierung, das charakteristische Zahlungsprofil sowie die Bilanzierung des jeweiligen Finanzierungsinstrumentes dargestellt.

### 3.4.3. Darlehen

#### 3.4.3.1. Begriff und Zweck

Bei Darlehen ist grundsätzlich zwischen den in der Finanzierungspraxis relevanten Gelddarlehen, die nach §§ 488-507 BGB geregelt werden, und den Sachdarlehen auf der Grundlage der §§ 607-609 BGB zu unterscheiden.<sup>525</sup> Im Folgenden stehen die Gelddarlehen im Vordergrund. Als Darlehen wird die zeitlich befristete Überlassung von Geld oder Sachen bezeichnet.<sup>526</sup> Der Darlehensvertrag zählt zu den Realverträgen und kommt damit erst zustande, wenn der Darlehensgegenstand tatsächlich dem Darlehensnehmer übergeben wird,<sup>527</sup> der sich im Gegensatz zu einer Schenkung zur Rückgabe verpflichtet hat.<sup>528</sup> Im Gegensatz zu einer Leih nach § 598 BGB erwirbt der Darlehensnehmer Eigentum an den vertretbaren Sachen und erstattet später andere Sachen derselben Gattung in gleicher Zahl, Menge und Güte zurück.<sup>529</sup> Im Gegensatz zur Rückzahlungs- bzw. Rückgabepflicht besteht keine grundsätzliche Notwendigkeit zur Verzinsung des Darlehens, vielmehr ist diese i. S. v. § 408 Abs. 1 S. 2 BGB gesondert zu vereinbaren.<sup>530</sup>

---

<sup>522</sup> Vgl. Schöpe, B. (Immobilienfinanzierung), S. 16.

<sup>523</sup> Vgl. Copeland, T. E./Weston, J. F. (Financial Theory), S. 66; Drukarczyk, J. (Finanzierung), S. 519; Richter, F. (Konzeption), S. 150.

<sup>524</sup> Vgl. Busse, F.-J. (Finanzwirtschaft), S. 656; Detterbeck, S. (Öffentliches Recht), S. 337, Rz. 1334.

<sup>525</sup> Vgl. Klunzinger, E. (Bürgerliches Recht), S. 367. Nach der Schuldrechtsreform 2001 finden gemäß § 607 Abs. 2 BGB die §§ 607-609 BGB nur noch Anwendung auf Sachdarlehen.

<sup>526</sup> Vgl. Wöhe, G./Bilstein, J. (Unternehmensfinanzierung), S. 207.

<sup>527</sup> Vgl. Klunzinger, E. (Bürgerliches Recht), S. 370.

<sup>528</sup> Vgl. Wöhe, G./Bilstein, J. (Unternehmensfinanzierung), S. 208.

<sup>529</sup> Vgl. Wöhe, G./Bilstein, J. (Unternehmensfinanzierung), S. 207.

<sup>530</sup> Vgl. Klunzinger, E. (Bürgerliches Recht), S. 370.

Der Zweck eines Darlehens kann die Finanzierung von Objekten darstellen, bei einer so genannten Objektfinanzierung, oder sonstigen Zwecken dienen, bei der negativ zur Objektfinanzierung abgegrenzten Unternehmensfinanzierung.<sup>531</sup> Dieser Darlehenszweck kann Gegenstand der kreditvertraglichen Vereinbarung sein, so dass das Darlehen zweckgebunden ist. Formen des zweckgebundenen Darlehens können nach § 42 II. Wo-BauG das geförderte Baudarlehen und das Aufwendungsdarlehen sein.<sup>532</sup> Das geförderte Baudarlehen stellt eine rückzahlbare Kapitalsubvention dar, welche zur Deckung der Gesamtkosten des Bauvorhabens oder zum Erwerb der Immobilien gewährt werden.<sup>533</sup> Bei dem *Aufwendungsdarlehen* handelt es sich im Gegensatz zu der vorgenannten Kapitalsubvention, um eine Aufwandssubvention, die der Senkung der finanziellen Belastung (Zinsen, Tilgung und Bewirtschaftungskosten) während der Bewirtschaftungsphase dient.<sup>534</sup>

### 3.4.3.2. Zahlungsprofil

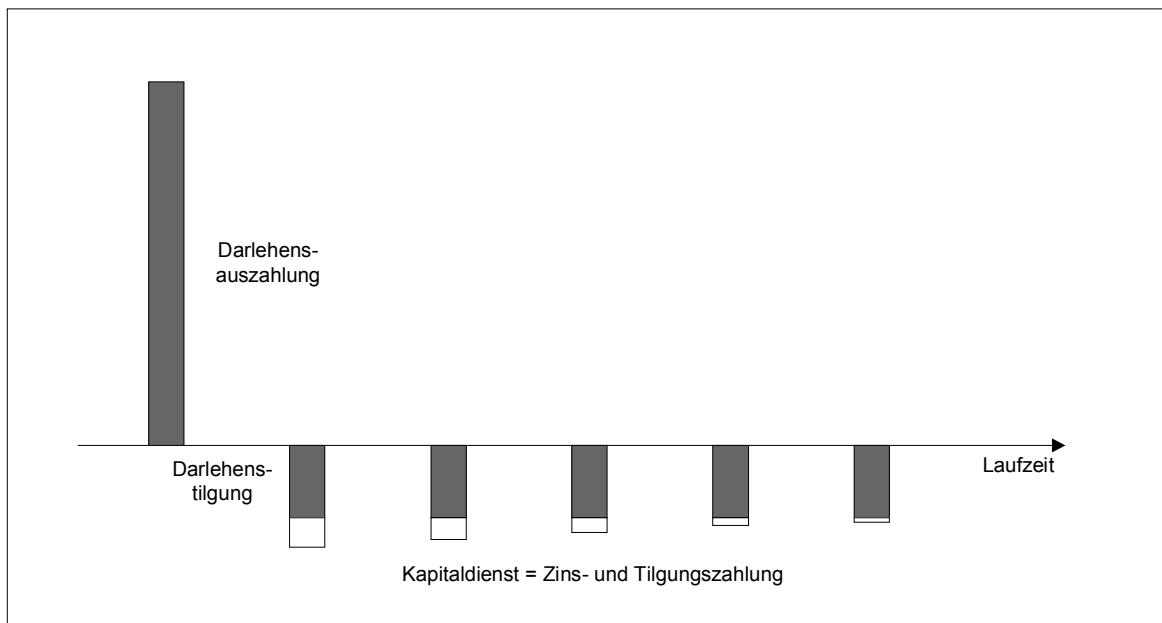


Abbildung 3.9: Zahlungsprofil eines Darlehens

Das bewertungsrelevante Zahlungsprofil eines Darlehens wird aufgrund der Realvertragseigenschaft eines Darlehens durch die Überlassung des Geldes als Auszahlung des Gläubigers an den Darlehensnehmer initiiert.<sup>535</sup> Im Weiteren kommt es bedingt durch die Rückgabeverpflichtung zu einer Rückzahlung des Darlehensnehmers an den Gläubi-

<sup>531</sup> Vgl. Murfeld, E. (Grundstücks- und Wohnungswirtschaft), S. 547.

<sup>532</sup> Vgl. Murfeld, E. (Grundstücks- und Wohnungswirtschaft), S. 547.

<sup>533</sup> Vgl. Nägele, P./Maaß, E./Flehinghaus, W. (Finanzierung), S. 816.

<sup>534</sup> Vgl. Nägele, P./Maaß, E./Flehinghaus, W. (Finanzierung), S. 816.

<sup>535</sup> Vgl. Klunzinger, E. (Bürgerliches Recht), S. 370.

ger.<sup>536</sup> Ferner kann nach § 488 Abs. 3 BGB eine Zinszahlung vereinbart worden sein.<sup>537</sup> Das in Abbildung 3.10 dargestellte Zahlungsprofil des Darlehens wird damit durch Auszahlung, Rückzahlung und Zinszahlung bestimmt.

Bei der *Auszahlung* eines Darlehens ist sowohl die Auszahlung zum Nominalbetrag als auch die Auszahlung unter Abzug eines Damnum möglich.<sup>538</sup> Ein Damnum ist ein Zinsbetrag für die gesamte Laufzeit, den der Schuldner bereits bei der Valutierung des Darlehens leistet,<sup>539</sup> und wirkt sich deshalb auf die Effektivverzinsung eines Darlehens aus.<sup>540</sup>

Hinsichtlich der *Rückzahlung* des Darlehens können unterschiedliche *Tilgungsstrukturen* vereinbart werden.<sup>541</sup> Eine Variante ist die *Annuitätentilgung*, bei welcher die Tilgungszahlung über die vereinbarte Laufzeit sukzessive zunimmt, während die Zinszahlung in gleichem Umfang abnimmt, so dass der aus Zins- und Tilgungszahlung bestehende Kapitaldienst konstant bleibt.<sup>542</sup> Im Gegensatz dazu verbleibt die periodisch zu leistende Tilgungszahlung bei der *Ratentilgung* konstant.<sup>543</sup> Während bei den beiden vorgenannten Varianten eine standardisierte Tilgungsstruktur vereinbart wird, besteht auch die Möglichkeit eine *flexible Tilgung* darzustellen.<sup>544</sup> Bei dieser Tilgungsform wird der Kapitaldienst häufig an die voraussichtlich zu erwartenden Cash Flows angepasst. Eine weitere Gestaltungsoption stellt die *endfällige Tilgung* dar, bei der während der Laufzeit des Darlehens keine Tilgungszahlungen erfolgen.<sup>545</sup>

Bezüglich der Zinszahlung kann nach der *Zinsbindung* zwischen variabel- und festverzinsliche Darlehen unterschieden werden.<sup>546</sup> Bei den variabel verzinslichen Darlehen ist der Zinssatz von der Zinsentwicklung abhängig und wird deshalb in vertraglich festgelegten Abständen an das Marktzinsniveau angepasst.<sup>547</sup>

---

<sup>536</sup> Vgl. Perridon, L./Steiner, M. (Finanzwirtschaft), S. 385.

<sup>537</sup> Vgl. Klunzinger, E. (Bürgerliches Recht), S. 370.

<sup>538</sup> Vgl. Drukarczyk, J. (Finanzierung), S. 391.

<sup>539</sup> Vgl. Murfeld, E. (Grundstücks- und Wohnungswirtschaft), S. 560.

<sup>540</sup> Vgl. Wöhe, G./Bilstein, J. (Unternehmensfinanzierung), S. 215.

<sup>541</sup> Vgl. Busse, F.-J. (Finanzwirtschaft), S. 453; Drukarczyk, J. (Finanzierung), S. 392.

<sup>542</sup> Vgl. Crommen, M. (Finanzierung), S. 194; Drukarczyk, J. (Finanzierung), S. 392.

<sup>543</sup> Vgl. Drukarczyk, J. (Finanzierung), S. 392; Wöhe, G./Bilstein, J. (Unternehmensfinanzierung), S. 214.

<sup>544</sup> Vgl. Paschedag, H. (Hypothekenfinanzierung), S. 77.

<sup>545</sup> Vgl. Drukarczyk, J. (Finanzierung), S. 392. Das endfällige Darlehen wird gelegentlich auch als Fest- oder Zinsdarlehen bezeichnet. Vgl. Busse, F.-J. (Finanzwirtschaft), S. 456.

<sup>546</sup> Vgl. Drukarczyk, J. (Finanzierung), S. 394; Wöhe, G./Bilstein, J. (Unternehmensfinanzierung), S. 215. Die unterschiedliche Zinsbindung hat wiederum Einfluss auf die Kündigungsfrist der Darlehen. Während variabel verzinsliche Kredite nach § 489 Abs. 2 BGB mit einer Frist von 3 Monaten gekündigt werden können, können festverzinsliche Kredite nur unter den einschränkenden Voraussetzungen des § 489 Abs. 1 BGB gekündigt werden, aber in jedem Fall nach 10 Jahren. Vgl. Klunzinger, E. (Bürgerliches Recht), S. 371.

<sup>547</sup> Vgl. Drukarczyk, J. (Finanzierung), S. 393; Wöhe, G./Bilstein, J. (Unternehmensfinanzierung), S. 215.

Festzinsdarlehen zeichnen sich dagegen dadurch aus, dass der zu leistende Zins für die gesamte vereinbarte Zinsbindungsfrist festgelegt ist.<sup>548</sup> Hierbei muss die Zinsbindungsfrist nicht mit der Darlehenslaufzeit identisch sein.<sup>549</sup> Eine vereinbarte Zinsbindung sichert den Kreditnehmer einerseits vor steigenden Zinsen, ermöglicht aber gleichzeitig eine vorzeitige Rückzahlung des Darlehens während der Zinsbindung nur gegen Leistung einer Vorfälligkeitsentschädigung.<sup>550</sup>

### 3.4.3.3. Bilanzierung

Im Rahmen des handelsbilanziellen Ausweises von Darlehen ist aus Sicht der Unternehmensbewertung der Ausweis des Darlehens dem Grunde und der Höhe nach zu berücksichtigen.

Dem Grunde nach sind Darlehen als Verbindlichkeiten gegenüber Dritten zu passivieren.<sup>551</sup> Eine Besonderheit ergibt sich für Aufwendungsdarlehen nach § 88 Abs. 1 II. WoBauG, für welche die Bilanzierungshilfe nach § 88 Abs. 3 II. WoBauG angewendet werden kann: Danach hat der Bilanzierende die Wahl die Aufwendungsdarlehen zu passivieren oder die Erträge aus nicht passivierten Aufwendungsdarlehen erfolgswirksam zu vereinnahmen.<sup>552</sup> Im Falle einer Passivierung werden die Aufwendungsdarlehen in Höhe der eingegangenen Teilvaluten passiviert.<sup>553</sup> Wird keine Passivierung durchgeführt, so ist nach § 88 Abs. 3 II. WoBauG die Summe der Barwerte der nicht passivierten Aufwendungsdarlehen nachträglich in der Bilanz zu vermerken.<sup>554</sup>

Beim Ausweis der Höhe nach ist aus Sicht der Unternehmenswertung hervorzuheben, dass die Darlehen gemäß § 253 Abs. 1 S. 2 HGB mit dem jeweiligen Rückzahlungsbetrag passiviert werden.<sup>555</sup> Auch unverzinsliche oder niedrig verzinsliche Darlehen sind zu ihrem Rückzahlungsbetrag anzusetzen.<sup>556</sup> Eine Abzinsung ist nach Abs. 1 Satz 2 nicht zulässig; ihr steht auch das Realisationsprinzip nach § 252 Abs. 1 Nr. 4 HGB entgegen, da der Vorteil aus der günstigen Verzinsung erst in den Perioden der niedrigen bzw. unterbleibenden Zinszahlungen realisiert wird.<sup>557</sup>

---

<sup>548</sup> Vgl. Drukarczyk, J. (Finanzierung), S. 394; Wöhe, G./Bilstein, J. (Unternehmensfinanzierung), S. 215.

<sup>549</sup> Vgl. Coenenberg, A. G. (Jahresabschluß), S. 334.

<sup>550</sup> Vgl. Paschedag, H. (Hypothekenfinanzierung), S. 74-75. Bei Zinsbindungsfristen von mehr als 10 Jahren hat der Kreditnehmer nach 10 Jahren gemäß § 690a ein außerordentliches Kündigungsrecht.

<sup>551</sup> Vgl. Adler/Düring/Schmaltz (Rechnungslegung), § 253, Rz. 59.

<sup>552</sup> Vgl. GdW (Rechnungslegung), S. 349-350.

<sup>553</sup> Vgl. GdW (Rechnungslegung), S. 353.

<sup>554</sup> Vgl. GdW (Rechnungslegung), S. 186.

<sup>555</sup> Vgl. Coenenberg, A. G. (Jahresabschluß), S. 343.

<sup>556</sup> Vgl. Adler/Düring/Schmaltz (Rechnungslegung), § 253, Rz. 81.

<sup>557</sup> Vgl. Adler/Düring/Schmaltz (Rechnungslegung), § 253, Rz. 81.

Ist der Rückzahlungsbetrag des Darlehens aufgrund des Abzugs eines Damnum höher als der Ausgabebetrag, so darf gemäß § 250 Abs. 3 Satz 1 HGB der Unterschiedsbetrag in den aktiven Rechnungsabgrenzungsposten (Kosten der Geldbeschaffung) eingestellt werden.<sup>558</sup> Wird dieses handelsbilanzielle Wahlrecht in Anspruch genommen, so ist das Damnum ratierlich über die Laufzeit des Darlehens als Zinsaufwand aufzulösen.<sup>559</sup>

### 3.4.4. Zuschüsse

#### 3.4.4.1. Begriff und Zweck

Als Zuschüsse werden Zahlungen im Rahmen der öffentlichen Förderung an einen Förderberechtigten verstanden, die nicht oder nur bedingt rückzahlbar sind.<sup>560</sup> Bei bedingt rückzahlbaren Zuwendungen ist der Eintritt der Rückzahlungsverpflichtung von einer oder mehreren bei der Gewährung der Zuwendung definierten Bedingungen abhängig.<sup>561</sup> Diese Zuschüsse sind im Gegensatz zu den Zulagen steuerpflichtig.<sup>562</sup>

Im Hinblick auf den Zweck der Zuschüsse werden im Bereich der dem Bauherrn zugute kommenden öffentlichen Wohnungsbauförderung, der so genannten Objektförderung, nach § 42 II. WoBauG Bau-, Aufwendungs- und Zinszuschüsse unterschieden. Bauzuschüsse werden als Kapitalsubvention gewährt,<sup>563</sup> wohingegen die Aufwendungs- und Zinszuschüsse zu den Aufwandssubventionen zählen.<sup>564</sup> Zielt die Gewährung dieser Subventionsart auf die Finanzierung des Kapitaldienstes ab, wird sie als Annuitätszuschuss bezeichnet, während die Deckung der laufenden Finanzierungskosten als Zinszuschuss bezeichnet wird.<sup>565</sup>

#### 3.4.4.2. Zahlungsprofil

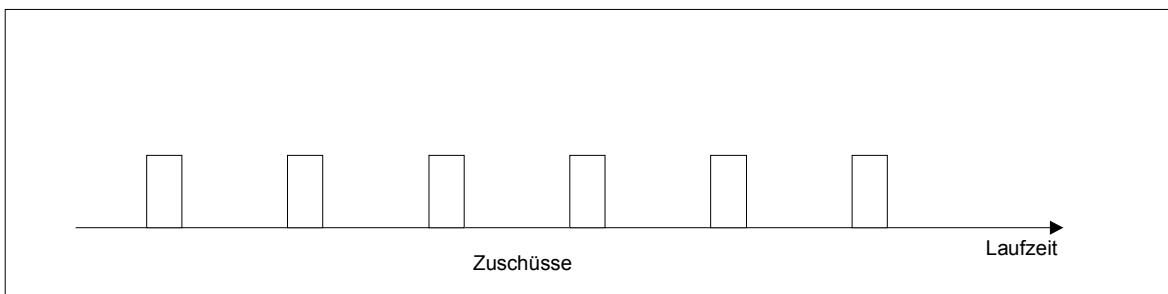


Abbildung 3.10: Zahlungsprofil eines laufenden Zuschusses

<sup>558</sup> Vgl. Adler/Düring/Schmaltz (Rechnungslegung), § 253, Rz. 77.

<sup>559</sup> Vgl. Wöhe, G./Bilstein, J. (Unternehmensfinanzierung), S. 216.

<sup>560</sup> Vgl. Detterbeck, S. (Öffentliches Recht), S. 337, Rz. 1335.

<sup>561</sup> Vgl. Stellungnahme HFA 1/1984, S. 612.

<sup>562</sup> Vgl. Stellungnahme HFA 1/1984, S. 612.

<sup>563</sup> Vgl. Nägele, P./Maaß, E./Flehinghaus, W. (Finanzierung), S. 816.

<sup>564</sup> Vgl. Nägele, P./Maaß, E./Flehinghaus, W. (Finanzierung), S. 816.

<sup>565</sup> Vgl. Nägele, P./Maaß, E./Flehinghaus, W. (Finanzierung), S. 816. Während der Aufwandszuschuss bereits im I. WoBauG von 1953 berücksichtigt wurde, wurden die Zins- und Annuitätszuschüsse erst durch das II. WoBauG eingeführt. Vgl. Schwender, H. W. (Wohnungsbaumittel), S. 1671.

Das Zahlungsprofil der Zuschüsse im Rahmen der Wohnungsbauförderung ist durch die Auszahlung der Zuschüsse geprägt. Im Gegensatz zu den Darlehen kommt es während und nach der Förderungsdauer weder zu einer Rückzahlung noch zu einer Zinszahlung.

Die Aufwandszuschüsse werden entweder laufend, während der gesamten Förderperiode, oder zu Beginn des Förderungszeitraumes für den gesamten Förderungszeitraum ausgezahlt.<sup>566</sup>

#### 3.4.4.3. Bilanzierung

Die nicht rückzahlbaren Zuschüsse stellen aus Sicht des bilanzierenden Wohnungsbauunternehmens zusätzliche Finanzierungsmittel dar, die mangels Rückzahlungsverpflichtung nicht als Verbindlichkeit zu werten sind und aufgrund einer Gewährung von Dritter Seite nicht dem Eigenkapital zugeordnet werden können. Deshalb sind die erhaltenen Zuschüsse erfolgswirksam zu vereinnahmen.<sup>567</sup>

Wurden Zuschüsse zur Deckung zukünftiger Aufwendungen gewährt, so sind diese noch nicht verwendeten Zuschüsse als sonstige Verbindlichkeiten oder insoweit wie die Voraussetzungen vorliegen als passivische Rechnungsabgrenzungsposten auszuweisen.<sup>568</sup> Als Voraussetzung zur Bildung eines passiven Rechnungsabgrenzungsposten gelten das Vorliegen einer Zahlung vor dem Abschlussstichtag, die Erfolgswirksamkeit des Vorganges nach dem Abschlusstag sowie das Vorliegen eines bestimmten Zeitraums.<sup>569</sup> Aufgrund der Definition für Zweckbindungsduern in den Förderbedingungen von Objektförderungen kann für den Fall der wohnungswirtschaftlichen Zuschüsse i. d. R. von der Bestimmung eines Zeitraums ausgegangen werden,<sup>570</sup> so dass die Voraussetzungen zur Bildung eines passiven Rechnungsabgrenzungspostens bei vorschüssig gewährten Zuschüssen bestehen. Im Gegensatz zu einem aktiven Rechnungsabgrenzungsposten besteht bei passiven Rechnungsabgrenzungsposten eine Ansatzpflicht.<sup>571</sup>

#### 3.4.5. Miet- und Pachtverträge

##### 3.4.5.1. Begriff und Zweck

Ein Mietvertrag ist nach § 535 BGB ein Vertrag über die entgeltliche Überlassung von beweglichen oder unbeweglichen Sachen, während die Pacht nach § 581 BGB sich auf Ge-

<sup>566</sup> Vgl. Nägele, P./Maaß, E./Fleininghaus, W. (Finanzierung), S. 816; Schwender, H. W. (Wohnungsbaumittel), S. 1671.

<sup>567</sup> Vgl. Stellungnahme HFA 1/1984, S. 612.

<sup>568</sup> Vgl. Stellungnahme HFA 1/1984, S. 613.

<sup>569</sup> Vgl. Adler/Düring/Schmaltz (Rechnungslegung), § 250, Rz. 105.

<sup>570</sup> Vgl. Murfeld, E. (Grundstücks- und Wohnungswirtschaft), S. 568.

<sup>571</sup> Vgl. Adler/Düring/Schmaltz (Rechnungslegung), § 250, Rz. 109.

genstände, also Sachen und Rechte, beziehen kann.<sup>572</sup> Bei Pachtverträgen hat der Pächter nach § 581 BGB das Recht auf die Erträge aus der Pachtsache.<sup>573</sup> Im Gegensatz dazu sieht die Vermietung die Nutzung der Mietsache zum eigenen Gebrauch vor und umfasst somit nicht den Fruchtgenuss.<sup>574</sup>

Der Zweck eines Miet- oder Pachtvertrages liegt in der Substitution eines Erwerbs.<sup>575</sup> Der Finanzierungscharakter ergibt sich aus der befristeten Vermögensüberlassung.<sup>576</sup> Diese Substitution des Erwerbs kann aus Sicht des Mieters bzw. Pächters aus unterschiedlichen Gründen vorteilhaft sein: So ist durch die Miete bzw. Pacht im Gegensatz zum Erwerb eine kurzfristige und flexible Nutzungsüberlassung möglich. Gleichzeitig tritt für den Mieter eine geringere Kapitalbindung und Risikoübernahme als bei Erwerb ein.<sup>577</sup> Es ist jedoch auch denkbar, dass der Erwerb nicht möglich ist, da der Eigentümer nicht verkaufswillig ist oder der Erwerb mit erheblichen finanziellen Nachteilen für den Mieter verbunden wäre.<sup>578</sup>

### 3.4.5.2. Zahlungsprofil

Die rechtliche Differenzierung zwischen Miet- und Pachtverträgen resultiert unter anderem aus der preußischen Stempelgesetzgebung, nach der Pachtverhältnisse steuerpflichtig waren, während Mietverhältnisse von der Besteuerung befreit waren.<sup>579</sup> Im Hinblick auf das Zahlungsprofil besteht kein grundsätzlicher Unterschied zwischen diesen Vertragstypen.

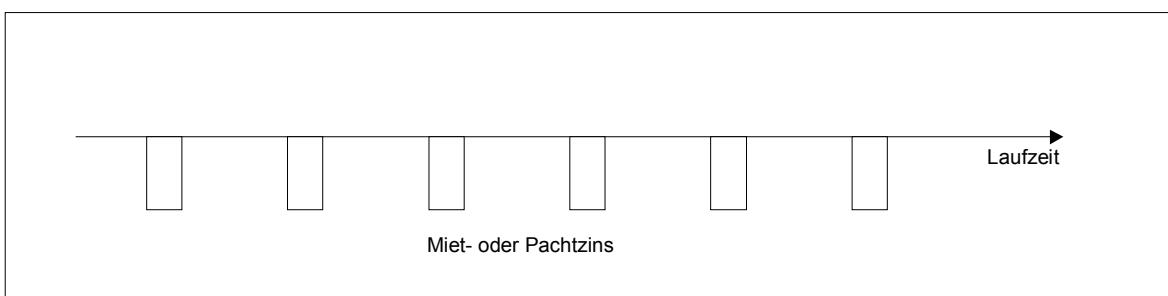


Abbildung 3.11: Zahlungsprofil eines Miet- oder Pachtvertrages

<sup>572</sup> Vgl. Weidenkaff, W. (Mietvertrag), Rz. 16, S. 719.

<sup>573</sup> Vgl. Klunzinger, E. (Bürgerliches Recht), S. 367.

<sup>574</sup> Vgl. Weidenkaff, W. (Mietvertrag), Rz. 16, S. 719.

<sup>575</sup> Vgl. Ropeter-Ahlers, S./Vaaßen, N. (Immobilienbereitstellung), S. 175.

<sup>576</sup> Vgl. Greven, H. (Erbbauzins), S. 567; Sotelo, R. (Wohnungspolitik), S. 64.

<sup>577</sup> Vgl. Schäfers, W. (Immobilien-Management), S. 235.

<sup>578</sup> So führt bspw. der Erwerb von mit dem Teilwert angesetzten Immobilien durch eine ehemals gemeinnützige Wohnungsbaugesellschaft von einer anderen Wohnungsbaugesellschaft dazu, dass die zum Eintritt in die Steuerpflicht steuerfrei erfolgte Erhöhung auf den Teilwert der zum Verkauf stehenden Immobilien durch den Verkäufer nachbesteuert werden muss.

<sup>579</sup> Vgl. Voelskow, R. (Miete), Rz. 4, S. 1183.

Da Miet- und Pachtverträge lediglich auf den Gebrauch der Sache bzw. des Rechtes abstellen,<sup>580</sup> wird kein Eigentum an der Miet- bzw. Pachtsache erworben. Somit ist weder eine Auszahlung noch eine *Rückzahlung* vorgesehen.

Hinsichtlich der Strukturierung des Miet- bzw. Pachtzinses sind unterschiedliche Optionen denkbar. So kann ein konstanter Miet- bzw. Pachtzins vereinbart werden, der in Abhängigkeit von Vergleichsmieten auf Anfordern des Vermieters bzw. Pächters nach § 557 BGB erhöht wird.<sup>581</sup> Soll das Nachfordern des Vermieters bzw. Pächters vermieden werden, so kann nach § 557b Abs. 1 BGB ebenfalls eine an den Lebenshaltungskosten orientierte Indexmiete vereinbart werden.<sup>582</sup> Alternativ zur Indexmiete ist aber auch eine Staffelmiete denkbar, die im Gegensatz zur Indexmiete nicht von der Entwicklung eines Indizes abhängig ist, sondern die gemäß § 557a Abs. 1 BGB bei Vereinbarung bereits eine bestimmte Erhöhung vorsieht.<sup>583</sup> Darüber hinaus ist bei Pachtverträgen noch eine umsatzabhängige Miete möglich.<sup>584</sup>

### 3.4.5.3. Bilanzierung

Bei Miet- und Pachtverträgen ist das Wohnungsbauunternehmen aufgrund von in der Vergangenheit liegenden Vertragsabschlüssen verpflichtet, finanzielle Leistungen zu erbringen, auch wenn das Unternehmen durch das abgeschlossene Rechtsverhältnis zugleich berechtigt ist, eine Leistung, in diesem Fall die Nutzungsüberlassung, zu fordern.<sup>585</sup> Diese Vertragsverpflichtung wird auch als schwebendes Geschäft bezeichnet.<sup>586</sup>

Grundsätzlich sind Forderungen und Verpflichtungen aus schwebenden Geschäften nicht zu bilanzieren, sofern kein Verpflichtungsüberhang besteht. Ein Verpflichtungsüberhang läge vor, wenn die zukünftig erwartete Leistung und die dafür zu gewährende Gegenleistung nicht ausgewogen wären.<sup>587</sup> Wäre bspw. seit Abschluss eines Miet- oder Pachtvertrages die Vergleichsmiete signifikant gesunken, so wäre eine Rückstellung für drohende Verluste aus schwebenden Geschäften nach § 249 Abs. 1 HGB zu bilden, da nach den allgemeinen Bewertungsgrundsätzen alle vorhersehbaren Risiken und Verluste zu berücksichtigen sind.<sup>588</sup>

---

<sup>580</sup> Vgl. Weidenkaff, W. (Mietvertrag), Einführung zu § 535 BGB, Rz. 1, S. 718.

<sup>581</sup> Vgl. Weidenkaff, W. (Mietvertrag), § 557 BGB, Rz. 1, S. 783.

<sup>582</sup> Vgl. Weidenkaff, W. (Mietvertrag), § 557b BGB, Rz. 1, S. 785.

<sup>583</sup> Vgl. Weidenkaff, W. (Mietvertrag), § 557a BGB, Rz. 1, S. 784.

<sup>584</sup> Vgl. Weidenkaff, W. (Mietvertrag), § 535 BGB, Rz. 74, S. 735.

<sup>585</sup> Vgl. Leffson, U. (GoB), S. 270.

<sup>586</sup> Vgl. Baetge, J./Kirsch, H.-J./Thiele, S. (Bilanzen), S. 399.

<sup>587</sup> Vgl. Baetge, J./Kirsch, H.-J./Thiele, S. (Bilanzen), S. 399.

<sup>588</sup> Vgl. Adler/Düring/Schmaltz (Rechnungslegung), § 253 HGB, Rz. 243.

Darüber hinaus sind die zukünftigen finanziellen Verpflichtungen aus noch nicht erfüllten Miet- oder Pachtverträgen nach § 285 Abs. 3 HGB, insoweit sie von erheblicher Bedeutung für die Beurteilung der Finanzlage der Gesellschaft sind, als sonstige finanzielle Verpflichtungen im Anhang auszuweisen.<sup>589</sup>

### 3.4.6. Erbbauverträge

#### 3.4.6.1. Begriff und Zweck

Ein Erbbaurecht ist nach § 1 ErbbauVO das veräußer- und vererbbare Recht auf oder unter der Oberfläche eines Grundstücks ein Bauwerk zu haben. Es handelt sich somit um die Nutzungsüberlassung eines Grundstücks zur Errichtung eines Bauwerks.<sup>590</sup> Analog zu einem Darlehen schreibt die ErbbauVO nicht vor, dass für die Überlassung des Grundstücks ein Entgelt verlangt werden muss.<sup>591</sup> Wird jedoch ein Erbbauzins erhoben, so ist dieser nach § 9 ErbbauVO im Voraus zu bestimmen. Im Gegensatz zu Miet- oder Pachtverträgen haben Erbbaurechte i. d. R. lange Laufzeiten.<sup>592</sup> Die Laufzeit von Erbbaurechten wird zwar nach der ErbbauVO nicht definiert, allerdings wird zur öffentlichen Förderung von Wohnungen auf Erbbaurechten nach § 33 Abs. 2 II. WoBauG eine Mindestlaufzeit von 99 Jahren vorausgesetzt, die nur in Ausnahmefällen nicht weniger als 75 Jahren betragen darf.<sup>593</sup> Als üblich haben sich bei Mietwohngrundstücken Laufzeiten von 99 Jahren herausgestellt.<sup>594</sup>

Der Zweck des Erbbaurechtes liegt analog zu Miet- und Pachtverträgen in der Substitution des Erwerbs eines Grundstücks.<sup>595</sup> Ebenso wie bei den vorgenannten Verträgen, wird durch den Einsatz von Erbbaurechten die Kapitalbindung gesenkt,<sup>596</sup> weshalb die Gemeinden nach § 89 Abs. 2 S. 1 II. WoBauG zur Förderung des Wohnbaus nicht nur Grundstücke, sondern auch Erbbaurechte gewähren sollten.<sup>597</sup> Vor diesem Hintergrund ist die Einordnung eines zur Förderung des Wohnbaus gewährten Erbbaurechtes als Kapitalsubvention denkbar. Weiterhin konnten durch Erbbaurechte auch Grundstücke herangezogen werden, die aufgrund von Bindungen verschiedenster Art nicht verkäuflich sind (Stiftungen, Klöster, Kirchen etc.) oder die von den Kommunen nicht verkauft wur-

---

<sup>589</sup> Vgl. Adler/Düring/Schmaltz (Rechnungslegung), § 285 HGB, Rz. 29.

<sup>590</sup> Vgl. Klunzinger, E. (Bürgerliches Recht), S. 490.

<sup>591</sup> Vgl. Kloberg, H. (Erbbaurecht), S. 564.

<sup>592</sup> Vgl. Klunzinger, E. (Bürgerliches Recht), S. 491; Kloberg, H. (Erbbaurecht), S. 565; Simon, J. (Erbbaurecht), S. 81.

<sup>593</sup> Vgl. Klunzinger, E. (Bürgerliches Recht), S. 491; Kloberg, H. (Erbbaurecht), S. 565.

<sup>594</sup> Vgl. Simon, J. (Erbbaurecht), S. 81.

<sup>595</sup> Vgl. Klunzinger, E. (Bürgerliches Recht), S. 491.

<sup>596</sup> Vgl. Kloberg, H. (Erbbaurecht), S. 563.

<sup>597</sup> Vgl. Pohl, W. (Gemeinden), S. 688; Murfeld, E. (Grundstücks- und Wohnungswirtschaft), S. 105.

den, um eine gewissen Einfluss auf die Entwicklung der Grundstückspreise zu behalten und spekulative Tendenzen zu vermeiden.<sup>598</sup>

#### 3.4.6.2. Zahlungsprofil

Da ebenso wie bei Miet- und Pachtverträgen lediglich ein Grundstück zeitlich befristet zur Nutzung überlassen wird, kommt es grundsätzlich nicht zu Anfangs- und Rückzahlung der geschuldeten Sache.

Wird für die Überlassung des Grundstückes ein Erbbauzins vereinbart, so kann dieser entweder einmalig zu Beginn der Laufzeit oder als wiederkehrendes Entgelt vereinbart werden.<sup>599</sup> Aufgrund der Langfristigkeit von Erbbaurechten einerseits und der nach § 9 ErbbauVO notwendigen Vereinbarung über den Erbbauzins zu Beginn der Laufzeit andererseits, haben sich bezüglich des Gebrauchs der Wertsicherungsklausel Besonderheiten in der Rechtsprechung herausgebildet.<sup>600</sup>

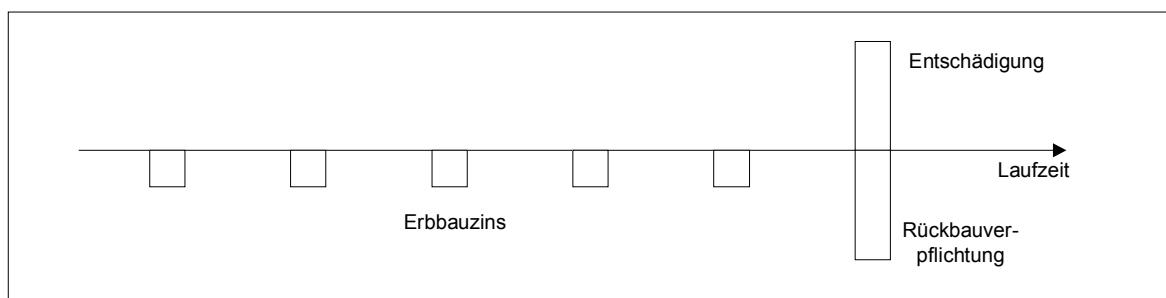


Abbildung 3.12: Zahlungsprofil eines Erbbauvertrages

Bei einer Wertsicherungsklausel eines Erbbaurechts und dem daraus resultierenden Erhöhungsanspruch ist zu berücksichtigen, dass dieser Erhöhungsanspruch gemäß § 9a ErbbauVO nur bei einer Änderung der allgemeinen wirtschaftlichen Verhältnisse nicht unbillig erscheint. Eine Kopplung des Erbbauzinses an die Bodenpreisentwicklung ist somit nicht zulässig, da diese nicht der Entwicklung der allgemeinen wirtschaftlichen Verhältnisse entspricht.<sup>601</sup> Zur Anpassung des Erbbauzinses an die allgemeinen wirtschaftlichen Verhältnisse wurde in der Rechtsprechung das arithmetische Mittel aus der Steigerung des Lebenshaltungskostenindexes für vierköpfige Arbeitnehmerhaushalte und des Indexes über die Entwicklung der Bruttonomatenverdienste der Arbeiter in Industrie und der Angestellten in Industrie und Handel anerkannt.<sup>602</sup> Der marktgerechte Erbbauzins wird

<sup>598</sup> Vgl. Kloberg, H. (Erbbaurecht), S. 563.

<sup>599</sup> Vgl. Greven, H. (Erbbauzins), S. 567; Kloberg, H. (Erbbaurecht), S. 564.

<sup>600</sup> Vgl. BGH Urteil vom 4.7.1980 – V ZR 49/79 –, NfW 1980, S. 2519; MDR 1980, S. 1212; WM 1980, S. 1197.

<sup>601</sup> Vgl. Simon, J. (Erbbaurecht), S. 71.

<sup>602</sup> Vgl. BGH Urteil vom 4.7.1980 – V ZR 49/79 –, NfW 1980, S. 2519; MDR 1980, S. 1212; WM 1980, S. 1197. Die Indizes werden vom Statistischen Bundesamt veröffentlicht.

hingegen als Liegenschaftszinssatz von dem aktuellen Bodenrichtwert bemessen. Steigen die Bodenrichtwerte schneller als die genannten Indizes, so entsteht trotz einer Wertsicherungsklausel eine nicht marktgerechte Verzinsung des Erbbaurechtes.<sup>603</sup> Liegt bei dem Erbbaurecht keine Wertsicherungsklausel vor, so kann der Erbbauzins dennoch angepasst werden, wenn die Kaufkraft seit der Vereinbarung des Erbbauzinses um mehr als 60% gesunken ist. In einem solchen Fall wird seitens der Rechtsprechung von einem Wegfall der Geschäftsgrundlage ausgegangen.<sup>604</sup> Diese Anpassung des Erbbauzinses, spielt bei Wohnungsbauunternehmen eine besondere Rolle, da die Kommunen, Kirchen, aber auch Industrieunternehmen den Wohnungsbauunternehmen aus sozialpolitischen Gründen häufig niedrig verzinsliche Erbbaurechte gewährt haben, um den Wohnungsbau zu fördern.<sup>605</sup>

Bei Erbbaurechten hat der Erbbaurechtsgeber i. d. R. bei Ablauf des Erbbaurechtes den Erbbaurechtsnehmer für die noch auf dem Grundstück befindliche Bauwerke zu entschädigen,<sup>606</sup> so dass hieraus für den Erbbaurechtsnehmer am Ende der Laufzeit eine Einzahlung resultiert. Bei Wohnbauten, die für den Wohnbedarf breiter Bevölkerungsschichten auf Erbbaugrundstücken errichtet wurden, muss nach § 27 Abs. 2 S. 1 ErbbauVO die Entschädigung mindestens zwei Drittel des Verkehrswertes des Gebäudes entsprechen. Abweichend von der Entschädigung kann im Erbbauvertrag aber die Verlängerung des Erbbaurechtes auf die voraussichtliche Standdauer des Gebäudes berücksichtigt werden.<sup>607</sup>

#### 3.4.6.3. Bilanzierung

Handelsbilanziell sind Erbbaurechte grundsätzlich analog zu den Miet- und Pachtverträgen zu behandeln.

Es handelt sich ebenfalls um schwebende Geschäfte, so dass bei Vorliegen von Verpflichtungsüberhängen Rückstellungen für drohende Verluste aus schwebenden Geschäften zu bilden sind.<sup>608</sup> Als Verpflichtungsübergang kann dabei eine vereinbarte Entschädigung, die geringer als der Verkehrswert des Gebäudes sein wird, oder entschädigungslose Heimfall angesehen werden. Besteht weiterhin aus dem Erbbauvertrag eine

---

<sup>603</sup> Vgl. Simon, J. (Erbbaurecht), S. 75.

<sup>604</sup> Vgl. BGH Urteil vom 21.2.1986 – V ZR 195/84 –, vgl. BB 1986, S. 1184.

<sup>605</sup> Vgl. Greven, H. (Erbbauzins), S. 567; Murfeld, E. (Grundstücks- und Wohnungswirtschaft), S. 105.

<sup>606</sup> Vgl. Bassenge, P. (Erbbaurecht), § 27 ErbbauVO, Rz. 1, S. 2757. Darüber hinaus besteht in Einzelfällen die Möglichkeit, dass ein Abbruch des Gebäudes am Ende der Laufzeit durch den Erbbaurechtsnehmer erforderlich ist oder dass das Gebäude ohne eine Entschädigung dem Erbbaurechtsgeber zufällt. Vgl. Simon, J. (Erbbaurecht), S. 92.

<sup>607</sup> Vgl. Kloberg, H. (Erbbaurecht), S. 565.

<sup>608</sup> Vgl. Baetge, J./Kirsch, H.-J./Thiele, S. (Bilanzen), S. 399.

Rückbauverpflichtung, so ist nach § 249 Abs. 1 HGB eine Verbindlichkeitsrückstellung zu bilden.<sup>609</sup>

Bei erheblicher Bedeutung für die Beurteilung der Finanzlage sind die aus den Erbbauverträgen resultierenden finanziellen Verpflichtungen nach § 285 im Anhang anzugeben.

### 3.5. Besteuerung der Wohnungsbauunternehmen

Im Folgenden wird die Besteuerung der ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen beleuchtet. Hierzu wird zunächst in Kapitel 3.6.1 ein Überblick über die Berücksichtigung der Besteuerung in der Unternehmensbewertung gegeben, um daran anschließend die Besteuerung der Einkünfte, die sich auf alle Wertkomponenten des in Abbildung 3.2 dargestellten akquisitionsorientierten Werttreibermodells auswirkt bzw. von ihnen beeinflusst wird. Daran anschließend wird die Besteuerung der Ausschüttung von ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen dargestellt.

#### 3.5.1. Überblick über die Berücksichtigung der Besteuerung in der Unternehmensbewertungsliteratur

In zahlreichen Veröffentlichung zur Unternehmensbewertung und wertorientierten Steuerung erfolgt die Berücksichtigung der Besteuerung von Unternehmen durch die Annahme eines Grenzsteuersatzes.<sup>610</sup> In der deutschsprachigen Unternehmensbewertungsliteratur hat sich unter Berücksichtigung der Anrechenbarkeit der Gewerbesteuer auf die Körperschaftsteuer und die lediglich hälftige Abzugsfähigkeit von Dauerschuldzinsen bei der Ermittlung der Gewerbeertragsteuern ein funktionaler Ansatz zur Bestimmung des Grenzsteuersatzes herausgebildet.<sup>611</sup> Bei dieser Vorgehensweise wird jedoch implizit die Maßgeblichkeit der Handelsbilanz für die Steuerbilanz unterstellt. Für Immobilienunternehmen wurde bereits darauf hingewiesen, dass in Anbetracht der besonderen Bedeutung der Besteuerung einerseits und bestehender Besonderheiten anderseits eine steuerliche Nebenrechnung zur Ermittlung der Steuerlast in Planungsmodellen notwendig sei,<sup>612</sup> wenngleich diese Vorgehensweise nicht hinreichend konkretisiert wurde.

Von diesem Ausgangspunkt aus wird im Folgenden die Besteuerung der Wohnungsbauunternehmen untersucht, um festzustellen, ob eine Berücksichtigung der Besteuerung durch einen vereinfachten Gewinnsteuersatz ausreichend ist oder ob ggf. alternative Kon-

---

<sup>609</sup> Vgl. Adler/Düring/Schmaltz (Rechnungslegung), § 249 HGB, Rz. 49.

<sup>610</sup> Vgl. u. a. Bätzner, B./Timmreck, C. (DCF-Methode), S. 9; Copeland, T. E./Koller, T./Murrin, J. (Valuation, S. 255; Jürgenson, I. v. (Optionen), S. 229.

<sup>611</sup> Vgl. u. a. Baetge, J./Niemeyer, K./ Kümmel, J. (Verfahren), S. 263-362; Drukarczyk, J. (Unternehmensbewertung), S. 216; Hachmeister, D. (Discounted Cash Flow), S. 263-264; Lobe, S. (Steuervorteil), S. 645-652.

<sup>612</sup> Vgl. Schäfers, W./Siepmann, A./Stock, A. (Bewertung), S. 395.

zepte zur Berücksichtigung der Besteuerung in der Unternehmensbewertung von Wohnungsbauunternehmen Anwendung finden müssen.

### 3.5.2. Besteuerung der Einkünfte

Grundsätzlich unterliegen Wohnungsbauunternehmen den allgemeinen Besteuerungsregeln. Sie sind grundsätzlich gemäß § 2 Abs. 1 S. 1 und 2 GewStG gewerbeertragsteuerpflichtig. Aufgrund der nach § 2 WGG charakteristischen Gesellschaftsform einer Kapitalgesellschaften unterliegen – mit Ausnahme der Vermietungsgenossenschaften<sup>613</sup> – die Wohnungsbauunternehmen darüber hinaus der Körperschaftsteuer. Die Reihenfolge der nachfolgenden Darstellung orientiert sich nicht nach den Steuerarten, sondern nach dem steuerlichen Berechnungsschema.

#### 3.5.2.1. Eintritt in die Steuerpflicht

Durch das Steuerreformgesetz 1990 wurde sowohl das Wohnungsgemeinnützigeingesetz als auch der § 5 Abs. 1 Nr. 10 und 11 KStG und damit die Körperschaftsteuerbefreiung der jetzt ehemals gemeinnützigen Wohnungsunternehmen aufgehoben. Aus diesem Wegfall des Wohnungsgemeinnützigeingesetzes resultieren zahlreiche Besonderheiten.

Die ehemals gemeinnützigen Wohnungsunternehmen mussten zum 1. Januar 1990<sup>614</sup> eine steuerliche Eröffnungsbilanz erstellen, in welche die Wirtschaftsgüter gemäß § 13 Abs. 2 und 3 S. 1 KStG<sup>615</sup> mit ihrem *Teilwert*<sup>616</sup> anzusetzen waren.<sup>617</sup> Als Teilwert wird gemäß § 6 Abs. 1 Nr. 1 S. 3 EStG und § 10 S. 2 BewG der Wert verstanden, „den ein Erwerber des ganzen Betriebes im Rahmen eines Gesamtkaufpreises für das einzelne Wirtschaftsgut ansetzen würde; dabei ist davon auszugehen, dass der Erwerber den Betrieb fortführt.“ Durch diese Übergangsvorschrift des § 13 Abs. 2 und 3 S. 1 KStG wird der in § 5 Abs. 1 EStG kodifizierte Grundsatz der Maßgeblichkeit der handelsbilanziellen Wertan-

---

<sup>613</sup> Vgl. § 5 Abs. 1 Nr. 10 KStG.

<sup>614</sup> Den betroffenen Wohnungsunternehmen stand eine Verlängerungsoptionen zur Erstellung der Eröffnungsbilanz zum 1. Januar 1991 zu.

<sup>615</sup> Die § 13 Abs. 1 und 2 KStG wurden mit der KStG-Reform 1977 eingeführt und dienten der generellen Regelung der Steuerfolgen bei Beginn und Beendigung einer Steuerbefreiung.

<sup>616</sup> Für die ehemals gemeinnützigen Wohnungsunternehmen wurden Sonderregelungen hinsichtlich der Ermittlung der Teilwerte ihrer Gebäude und ihres Grundbesitzes eingeführt. Vgl. Jost, W. F. (§ 13 KStG), Rz. 42. Die Ermittlung der Teilwerte konnte entweder nach einer Vereinfachungsregel oder mit Hilfe eines Sachverständigengutachtens vorgenommen werden. Vgl. BMF-Schreiben vom 30. März 1990, IV B2 – S 2171 – 12/90, BSTBl. I, S. 149; Jost, W. F. (§ 13 KStG), Rz. 54; Bott, H. (§ 13 KStG), Rz. 64. Kern der Vereinfachungsregel ist die Fortschreibung historischer Anschaffungs- und Herstellungskosten mit Hilfe von Baukostenindizes. Vgl. Bott, H. (§ 13 KStG), Rz. 64.

<sup>617</sup> Vgl. Jost, W. F. (§ 13 KStG), Rz. 32.; Bott, H. (§ 13 KStG), Rz. 42 und 66. Durch den Ansatz des Teilwertes zum Zeitpunkt des Eintritts in die Steuerpflicht in der steuerlichen Anfangsbilanz sollte eine Besteuerung der stillen Reserven vermieden werden, welche zur Zeit der Steuerbefreiung auf Grund von § 5 Abs. 1 Nr. 9 KStG während der Gemeinnützigkeit entstanden sind. Vgl. Jost, W. F. (§ 13 KStG), Rz. 37; Bott, H. (§ 13 KStG), Rz. 54; Haarmann, W., Busch, B. (Privatisierung), S. 577. Auf Grund von § 13 Abs. 3 S. 10 KStG ergibt sich für ehemals gemeinnützige Wohnungsgesellschaften eine Ausnahmeregelung, die ggf. zu einer Nachversteuerung der während der steuerfreien Zeit entstandenen stillen Reserven führt. Vgl. Bott, H. (§ 13 KStG), Rz. 42. Zu weiteren Details zur Eröffnungsbilanz vgl. Fuchs, M. (Eröffnungsbilanz).

sätze für die Steuerbilanz durchbrochen.<sup>618</sup> Der Ansatz der näherungsweise den Marktwerten entsprechenden Teilwerte führten dazu, dass der handelsbilanziellen Buchwert von dem steuerbilanziellen Buchwert abweicht. Grundsätzlich kann also davon ausgegangen werden, dass im Falle einer Veräußerung von einzelnen Teilwertgebäuden der steuerliche Veräußerungsgewinn geringer bzw. der Veräußerungsverlust höher ist, als in der Handelsbilanz ausgewiesen wird.<sup>619</sup>

Wurden bei den Teilwertgebäuden keine nachträglichen Herstellkosten aktiviert, so sind die handelsbilanziellen Buchwerte in der Regel niedriger als die steuerbilanziellen auf Teilwerte erhöhten Buchwerte.<sup>620</sup> Ursache ist, dass die ursprünglichen Anschaffungs- und Herstellkosten der Gebäude bereits um die planmäßigen Abschreibungen reduziert wurden. Wurden hingegen vor dem Ansatz der Teilwerte bei Gebäuden in erheblichem Umfang Modernisierungen durchgeführt und die daraus entstandenen Kosten als nachträgliche Herstellkosten aktiviert, so kann ggf. der handelsbilanzielle Buchwert höher sein als der steuerbilanziell anzusetzende Teilwert. Es ist jedoch davon auszugehen, dass letztgenannte Konstellation lediglich bei einzelnen Gebäuden des Gesamtbestandes eines Wohnungsbauunternehmens auftreten kann und keineswegs für den gesamten Bestand.

Diese Abweichung von steuer- und handelsbilanzieller Betrachtung bei der Veräußerung ist jedoch für den Fall der Veräußerung an andere ehemals gemeinnützige Wohnungsunternehmen oder ihnen nahe stehende Personen gültig. Gemäß § 13 Abs. 3 S. 10 KStG führt die Veräußerung der Teilwertgebäude in dieser Konstellation, zu einer *fiktiven Besteuerung* des Veräußerungsgewinnes, der sich aus dem Verkaufserlös und dem fiktiven steuerlichen Buchwert zum Zeitpunkt der Veräußerung, d.h. den ursprünglichen Anschaffungs- und Herstellungskosten abzüglich der Abschreibung gemäß § 7 EStG ergibt.<sup>621</sup>

In der Steuerbilanz war für diese Erhöhung der Buchwerte der Wirtschaftsgüter auf Teilwerte<sup>622</sup> und für das somit entstandene Mehrkapital ein Ausgleichsposten zu schaffen. Dieser Ausgleichsposten wurde bei der Gliederung des verwendbaren Eigenkapitals in Höhe der Differenz der Teil- und Buchwerte im EK 02 erfasst.<sup>623</sup> Wurde auf Grund der

---

<sup>618</sup> Vgl. Deutsche Baurevision (Aufhebung), S. 18.

<sup>619</sup> Vgl. Deutsche Baurevision (Aufhebung), S. 20.

<sup>620</sup> Vgl. Bott, H. (§ 13 KStG), Rz. 67; Deutsche Baurevision (Aufhebung), S. 20.

<sup>621</sup> Vgl. BMF-Schreiben vom 20. Dezember 1994, Nr. 8; GdW (Neuregelung), S. 161. Der so entstandene fiktive Veräußerungsgewinn kann jedoch durch eine Rücklage nach § 6 b EStG neutralisiert werden. Vgl. BMF-Schreiben vom 20. Dezember 1994, Nr. 8 b; GdW (Neuregelung), S. 175 - 178.

<sup>622</sup> Gebäude oder Gebäudeteile, welche in der steuerlichen Anfangsbilanz mit dem Teilwert angesetzt wurden, werden auch als Teilwertgebäude bezeichnet. Vgl. GdW (Neuregelung), S. 57.

<sup>623</sup> Vgl. Jost, W. F. (§ 13 KStG), Rz. 68; Haarmann, W., Busch, B. (Privatisierung), S. 580. Bedingt durch den Abschreibungsverlust durch die beschriebenen steuerbilanziellen Verluste, die von dem EK02 negativ abgesetzt wurden, verringerte sich das EK02 sukzessive. Vgl. Haarmann, W., Busch, B. (Privatisierung), S.

Verwendungsifiktion EK 02 ausgeschüttet, so kam es zu einer Nachbesteuerung in Höhe von drei Siebtel des ausgeschütteten Betrages. Für die ehemals gemeinnützigen Wohnungsunternehmen entstanden trotz Körperschaftsteuerlicher Verlustvorträge bedingt durch die Ausschüttungen Körperschaftsteuerzahlungen.<sup>624</sup>

### 3.5.2.2. Ermittlung des zu versteuernden Einkommens

Grundsätzlich ist die Handelsbilanz nach § 5 Abs. 1 S. 1 EStG maßgeblich für die steuerliche Gewinnermittlung. Aus diesem *Maßgeblichkeitsgrundsatz* folgt, dass die handelsbilanziellen Aktivierungs- und Passivierungsgebote ebenso wie die Verbote ebenfalls für die Steuerbilanz gelten. Einschränkend wirken die in § 5 Abs. 2-6 EStG geregelten Steuerbilanzbestimmungen.<sup>625</sup>

Bestehen handelsbilanzielle Wahlrechte, so gibt es in der Steuerrechtsprechung die Tendenz, den Maßgeblichkeitsgrundsatz zu durchbrechen, indem teilweise bei handelsbilanziellen Aktivierungswahlrechten eine steuerliche Aktivierungspflicht und bei handelsbilanziellen Passivierungswahlrechten ein steuerliches Passivierungsverbot auferlegt wird.<sup>626</sup>

Der Grund für die Abweichungen zwischen Handels- und Steuerbilanz ist in den unterschiedlichen Zielen von Handelsbilanz und steuerlicher Gewinnermittlung zu sehen. Während bei der Handelsbilanz die Informationsfunktion für Externe und die Ausschüttungsfunktion für Anteilseigner im Vordergrund steht, zielt die steuerliche Gewinnermittlung auf eine gleichmäßige Besteuerung ab.<sup>627</sup>

Neben dem Maßgeblichkeitsgrundsatz besteht im Einkommensteuergesetz mit der *umgekehrten Maßgeblichkeit* ein weiteres Regel, welches grundsätzlich die Identität von Handels- und Steuerbilanz fördert. Bei bestimmten Steuervergünstigungen, wie erhöhten Abschreibungen, Sonderabschreibungen und steuerfreien Rücklagen, ist es nach §§ 6 Abs. 3, 6b und 6 d EStG notwendig, dass diese nur in Anspruch genommen werden können, wenn sie ebenfalls in der Handelsbilanz angesetzt werden.

Trotz dieser beiden Grundsätze kommt es insbesondere bei Wohnungsbauunternehmen z. T. zu erheblichen Abweichungen zwischen Handels- und Steuerbilanz, für die abwei-

---

<sup>580</sup> Wurden darüber hinaus noch Dividenden ausgeschüttet, mussten die ehemals gemeinnützigen Wohnungsunternehmen nach der steuerlichen Verwendungsifiktion bei Dividendenausschüttungen das nicht-versteuerte EK02 ausschütten. Hierdurch kam es zu einer weiteren Minderung des EK02 Bestandes.

<sup>624</sup> Da diese nachträgliche vorgenommene Ausschüttungsbelastung für die Anteilseigner im Anrechnungsverfahren anrechenbar war, resultierte für den Anteilseigner keine zusätzliche Belastung aus der Ausschüttung von EK02. Im Halbeinkünfteverfahren haben diese Ausschüttungsbelastungen hingegen definitiven Charakter.

<sup>625</sup> Vgl. Deutsche Baurevision (Aufhebung), S. 36.

<sup>626</sup> Vgl. BFH Urteil vom 25.8.1989, BStBl. 1989 II. S. 893.

<sup>627</sup> Vgl. Deutsche Baurevision (Aufhebung), S. 36.

chende Steuerbilanzbestimmungen und die abweichende Behandlung von Wahlrechten in beiden Bilanzen ursächlich ist.

### 3.5.2.3. Abweichungen zwischen Handels- und Steuerbilanz

#### 3.5.2.3.1. Bilanzierung von Grundstücken mit Bauten

Im Hinblick auf die Bilanzierung von Grundstücken können Abweichungen der Wertansätze durch abweichende handelsbilanzielle und steuerbilanzielle Abschreibungen verursacht sein, die einerseits durch Annahme unterschiedlicher Nutzungsdauern und andererseits durch unterschiedliche Bemessungsgrundlagen bedingt sind.

##### 3.5.2.3.1.1. Abweichende Abschreibung auf Grund unterschiedlicher Nutzungsdauern

Handelsbilanziell sind die Anschaffungs- und Herstellungskosten von Gebäuden nach § 253 Abs. 2 HGB planmäßig während der vorrausichtlichen Nutzungsdauer abzuschreiben. Als Nutzungsdauer werden hierbei Zeiträume nicht unter 50 Jahren und nicht über 80 Jahren als angemessen angesehen.<sup>628</sup>

Während für die handelsbilanzielle Abschreibung nur Rahmenbedingungen bestehen, ist die Mindestabschreibung für Gebäude nach § 7 Abs. 4 EStG in der Steuerbilanz exakt definiert. Die handelsbilanzielle Abschreibung ist wegen des Bewertungsvorbehaltens nach § 5 Abs. 6 EStG nicht maßgeblich für die steuerbilanzielle Abschreibung, die in der folgenden Tabelle 3.9 zusammengefasst wird.

Gebäude	Gebäude gehört zum Betriebsvermögen Keine Wohnzecke	Wohngebäude Betriebsvermögen und Bauantrag vor dem 31.03.1985	
Fertigstellung	Bauantrag nach dem 31.12.1985	Nach 31.12.1924	Vor 01.01.1925
Nutzungsdauer (Norm)	25 Jahre (§ 7 Abs. 4 S. 1 Nr. 1 EStG)	50 Jahre (§ 7 Abs. 4 S. 1 Nr. 2a EStG)	40 Jahre (§ 7 Abs. 4 S. 1 Nr. 2b EStG)
		Oder tatsächliche Nutzungsdauer (§ 7 Abs. 4 S. 2 EStG)	

Tabelle 3.9: Einkommensteuerliche Vorschriften zur Abschreibung von Immobilien<sup>629</sup>

Ergeben sich im Einzelfall auf der Grundlage der tatsächlichen Nutzungsdauer höhere Sätze, so sind diese handels- wie steuerrechtlich zu berücksichtigen. Niedrigere Abschreibungssätze aufgrund längerer angenommener Nutzungsdauern sind dagegen nur handelsrechtlich, nicht aber steuerrechtlich möglich.<sup>630</sup> Da es sich in diesen Fällen nicht

<sup>628</sup> Vgl. Stellungnahme WFA 1/1993, S. 450; Stellungnahme IDW RS WFA 1, Rz. 19, S. 634.

<sup>629</sup> In Anlehnung an Schulte, K.-W./Schulz, T./Nack, U. (Rechnungslegung), S. 746.

<sup>630</sup> Vgl. Stellungnahme WFA 1/1993, S. 450.

um die Ausübung eines steuerrechtlichen Wahlrechtes i. S. v. § 5 Abs. 1 Satz 2 EStG, sondern um einen Bewertungsvorbehalt gemäß § 5 Abs. 6 EStG handelt, ist für Kapitalgesellschaften der Ansatz einer nur steuerrechtlich zulässigen Abschreibung nicht möglich.<sup>631</sup>

Die von der Steuergesetzgebung zwingend vorgeschriebenen Mindestabschreibungsätze entsprechen i. d. R. nicht den von den Wohnungsbauunternehmen in der Handelsbilanz angewendeten Sätzen, so dass die steuerlichen Abschreibungen die handelsbilanziellen Abschreibungen auf Grund i. d. R. kürzerer Nutzungsdauern in der Steuerbilanz übertreffen.<sup>632</sup>

### 3.5.2.3.1.2. Abweichende Abschreibung auf Grund unterschiedlicher Bemessungsgrundlagen

Ein weiterer Unterschied resultiert aus der nach § 13 Abs. 3 S. 1 KStG vorzunehmenden Aufstockung der steuerbilanziellen Buchwerte auf den Teilwert bei der Aufstellung der steuerbilanziellen Anfangsbilanz bei Austritt aus der Gemeinnützigkeit im Jahr 1990.

Der Ansatz der Wirtschaftsgüter zu Teilwerten erhöht grundsätzlich die steuerbilanziellen im Vergleich zu den handelsbilanziellen Abschreibungen.<sup>633</sup> Abweichend von dieser grundsätzlichen Auswirkung des Teilwertansatzes, können jedoch die handelsbilanziellen Abschreibungen – wie bereits im Zusammenhang mit den Buchwerten der Gebäude beschrieben – auf Grund von Modernisierungsmaßnahmen höher sein als die steuerbilanziellen. Im Hinblick auf die Abschreibung kann die Abweichung handels- und steuerbilanzieller Abschreibungen noch durch geringe handelsbilanzielle Restnutzungsdauern verschärft werden.<sup>634</sup> Insofern kann nicht in jedem Fall davon ausgegangen werden, dass die steuerbilanziellen Abschreibungen der mit dem Teilwert angesetzten Gebäude höher sind als die handelsbilanziellen Abschreibungen, dennoch ist die Aussage in der Mehrheit der Fälle zutreffend.

Da nach § 13 Abs. 3 S. 1 KStG keine besondere Regelung hinsichtlich der Abschreibung dieser Aufstockung der Buchwerte existiert, gilt die allgemeine Regelung des § 7 Abs. 4 EStG, nach der die Anschaffungs- und Herstellungskosten von Wohngebäuden mit 2% linear abzuschreiben sind. Da die Laufzeit dieser Abschreibung 50 Jahre beträgt, besteht der Unterschiedsbetrag zwischen handels- und steuerbilanzieller Abschreibung bezüglich dieser Aufstockung bis in das Jahr 2040 fort.

---

<sup>631</sup> Vgl. Adler/Düring/Schmaltz (Rechnungslegung), § 254, Rz. 32; Stellungnahme WFA 1/1993, S. 450.

<sup>632</sup> Vgl. Deutsche Baurevision (Aufhebung), S. 43; Stellungnahme WFA 1/1993, S. 450.

<sup>633</sup> Vgl. Bott, H. (§ 13 KStG), Rz. 67.

<sup>634</sup> Vgl. Deutsche Baurevision (Aufhebung), S. 20.

### 3.5.2.3.2. Bilanzierung von Rückstellungen

Bei der Bilanzierung von Rückstellungen kommt es durch handelsbilanzielle Passivierungswahlrechte, abweichende steuerbilanzielle Ermittlungsvorschriften nach §§ 5 Abs. 4 und 4a EStG und unterschiedliche Vorschriften über die Diskontierung von Rückstellungen zu Abweichungen von Handels- und Steuerbilanz.

Nach BFH-Rechtsprechung<sup>635</sup> führen handelsrechtliche Passivierungswahlrechte zu steuerrechtlichen Passivierungsverboten.<sup>636</sup> Dieses betrifft die Rückstellungen nach § 249 Abs. 1 S. 3 und Abs. 2 HGB. Bei Wohnungsbauunternehmen sind davon insbesondere die Rückstellungen für Bauinstandhaltung nach § 249 Abs. 2 HGB, die Rückstellungen für ungewisse Verbindlichkeiten, insbesondere drohende Verluste aus schwebenden Geschäften nach § 249 Abs. 1 S. 1 HGB, Rückstellungen für im Geschäftsjahr unterlassene Aufwendungen für Instandhaltungen, welche innerhalb der nächsten 4 bis 12 Monate nachgeholt werden, und die Gewährleistungsrückstellungen bei Bauträgern bei ungewisser Inanspruchnahme aus der Garantie betroffen.<sup>637</sup>

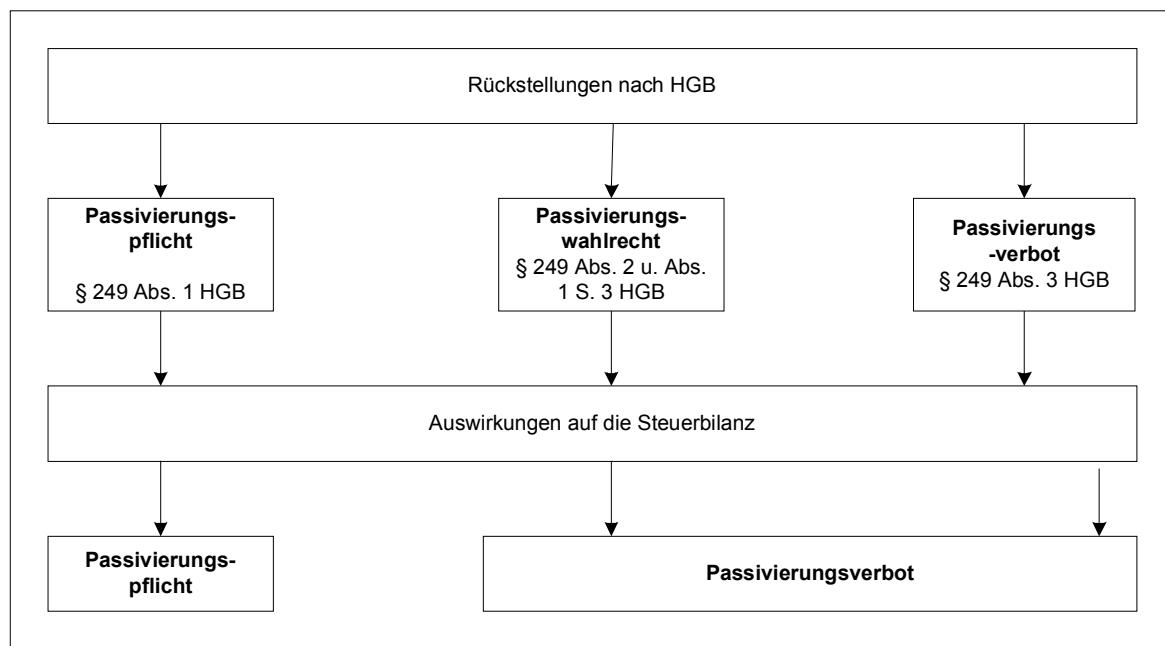


Abbildung 3.13: Zusammenhang zwischen handels- und steuerbilanziellen Rückstellungen<sup>638</sup>

Bei der Bewertung der Rückstellungen in Handels- und Steuerbilanz können sich die in Abbildung 3.13 dargestellten wegen der steuergesetzlichen Sondervorschriften Abweichungen ergeben. Für Wohnungsbauunternehmen können dabei insbesondere die Regelungen für Rückstellungen für Dienstjubiläen gemäß § 5 Abs. 4 EStG, Rückstellungen

<sup>635</sup> Vgl. BFH-Urteil vom 25.8.1989, BStBl. 1989 II. S. 893.

<sup>636</sup> Vgl. Maus, G. (Rückstellungen), S. 10.

<sup>637</sup> Vgl. Deutsche Baurevision (Aufhebung), S. 52.

für drohende Verluste aus schwierigen Geschäften gemäß § 5 Abs. 4a EStG sowie Pensionsrückstellungen gemäß § 6a EStG maßgeblich sein.<sup>639</sup>

Ferner kann die unterschiedliche Abzinsung von Rückstellungen zu einer Abweichung in der Bilanzierung der Höhe nach führen. In der Handelsbilanz dürfen Rückstellungen grundsätzlich gemäß § 253 Abs. 1 S. 2 HGB nicht abgezinst werden. Ausgenommen sind lediglich Rückstellungen, die einen Zinsanteil enthalten.<sup>640</sup> Dagegen sind in der Steuerbilanz grundsätzlich alle Rückstellungen gemäß § 6 Abs. 1 Nr. 3a e EStG mit 5,5% abzu- zinsen. Ausgenommen von der steuerlichen Abzinsungspflicht sind lediglich Verbindlichkeiten mit einer Restlaufzeit zum Bilanzstichtag von weniger als 12 Monaten, verzinsliche Verbindlichkeiten, sowie Verbindlichkeiten, die auf Anzahlung oder Vorausleistungen be- ruhen.<sup>641</sup>

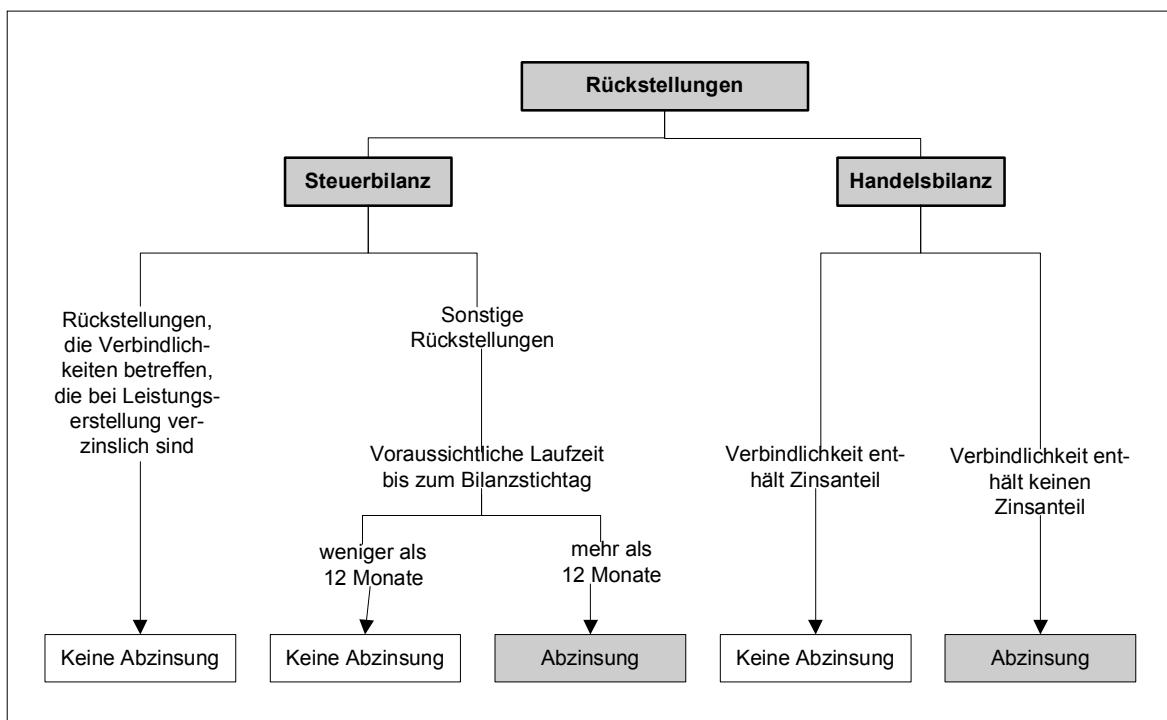


Abbildung 3.14: Abzinsung von Rückstellungen im Handels- und Steuerrecht<sup>642</sup>

### 3.5.2.3.3. Bilanzierung von Aufwendungsdarlehen

Die Bestimmung des § 88 Abs. 3 II. WoBauG, nach denen Aufwendungsdarlehen nicht passiviert werden müssen, sondern ebenfalls im Anhang angegeben werden können, darf nicht als Passivierungswahlrecht interpretiert werden, da ein solches nach der geltenden Rechtssprechung zu einem steuerlichen Passivierungsverbot führen würde. Aus der Ent-

<sup>638</sup> Vgl. Maus, G. (Rückstellungen), S. 8 u. 11.

<sup>639</sup> Für weitere Sondervorschriften vgl. Schlumberger, E. (Rückstellungen), S. 16.

<sup>640</sup> Vgl. Baetge, J. (Bilanzen), S. 375.

<sup>641</sup> Vgl. Maus, G. (Rückstellungen), S. 33.

stehungsgeschichte der Bestimmung und ihrem Zweck ergibt sich vielmehr, dass es sich hierbei um eine Bilanzierungshilfe handelt. Durch die Gewährung von Aufwendungsdarlehen soll vermieden werden, dass nicht gedeckte Aufwendungen zu Fehlbeträgen führen. Daneben soll verhindert werden, dass durch die Passivierung der Aufwandsdarlehen eine bilanzielle Überschuldung eintritt.<sup>643</sup>

Wie auch bei anderen handelsbilanziellen Bilanzierungshilfen<sup>644</sup> sind aufwandswirksame Tilgungen und ertragswirksame Valutierungen von Aufwandsdarlehen bei der Ermittlung des Steuerbilanzgewinnes nicht zu berücksichtigen und die Darlehen sind in der Steuerbilanz zu passivieren.<sup>645</sup>

### 3.5.2.3.4. Bilanzierung von Damnen

Handelsbilanziell besteht gemäß § 250 Abs. 3 HGB ein Wahlrecht, den Unterschiedsbetrag zwischen Rückzahlungs- und Auszahlungsbetrag von Verbindlichkeiten als Rechnungsabgrenzungsposten zu aktivieren und ihn abzuschreiben oder den Unterschiedsbetrag im Jahr der Auszahlung aufwandswirksam zu berücksichtigen. Steuerrechtlich ist hingegen stets von einer Aktivierung ausgegangen worden.<sup>646</sup>

Steuerrechtlich ist der Unterschiedsbetrag nach Abschnitt 39 Abs. 3 EStR auf die Laufzeit des Darlehens zu verteilen. Handelsrechtlich stellt diese Abschreibung lediglich die Untergrenze dar. Bspw. sind auch Abschreibungen entsprechend der Dauer der Zinsbindung oder freiwillige außerplanmäßige Abschreibungen denkbar.<sup>647</sup> Bei der Ermittlung des Gewerbeertrags ist das Damnum ebenfalls als Entgelt für die Darlehengewährung zu betrachten<sup>648</sup>

### 3.5.2.3.5. Bilanzierung von Zuschüssen und Zulagen

Grundsätzlich ist zwischen Zuschüssen, die eine steuerpflichtige Zuwendung darstellen, und nicht steuerpflichtigen Zulagen zu unterscheiden. Beide Arten werden entweder für Investitionen oder für einmalige oder laufende Aufwendungen gewährt. Handelsrechtlich sind Investitionszuschüsse und -zulagen über die Nutzungsdauer des Vermögensgegenstandes, für den sie gewährt wurden, zu verteilen. Aufwandzuschüsse und -zulagen

<sup>642</sup> Vgl. Maus, G. (Rückstellungen), S. 34.

<sup>643</sup> Vgl. Deutsche Baurevision (Aufhebung), S. 53.

<sup>644</sup> Vgl. z. B. §§ 269, 274 Abs. 2 HGB.

<sup>645</sup> Vgl. Deutsche Baurevision (Aufhebung), S. 53.

<sup>646</sup> Vgl. Deutsche Baurevision (Aufhebung), S. 53.

<sup>647</sup> Vgl. Deutsche Baurevision (Aufhebung), S. 53.

<sup>648</sup> Vgl. Güroff, G. (Hinzurechnung), § 8 Nr. 1 Rz. 33, S. 687.

werden hingegen in der Periode, in welcher der Aufwand entsteht, zu dessen Deckung sie gewährt wurden, erfolgswirksam vereinnahmt.<sup>649</sup>

Im Hinblick auf die Zuschüsse für Investitionen besteht dahingegen in der Steuerbilanz ein Wahlrecht. Nach Abschnitt 34 Abs. 1 EStR können die Zuschüsse entweder im Jahr der Gewährung als Betriebseinnahme angesetzt werden oder von den Anschaffungs- und Herstellungskosten des betreffenden Wirtschaftsgutes abgesetzt werden, so dass sich während der Nutzungsdauer die Abschreibung reduziert.<sup>650</sup>

### 3.5.2.4. Gewerbe- und Körperschaftbesteuerung

Bemessen wird die *Gewerbesteuer* nach dem *Gewerbeertrag*. Dieser ist gemäß § 7 S. 3 GewStG der nach den Vorschriften des EStG und/oder des KStG zu ermittelnde Gewinn aus dem Gewerbebetrieb, vermehrt oder vermindert um die Hinzurechnungen gemäß § 8 GewStG und Kürzungen gemäß § 9 GewStG. Die für Wohnungsbauunternehmen wesentlichen Hinzurechnungen und Kürzungen werden in Tabelle 3.10 dargestellt.

#### **Ermittlung des Gewerbeertrags**

- |   |  |
|---|--|
| Gewinn aus Gewerbetrieb   |  |
| + Dauerschuldentgelte (§ 8 Nr. 1 GewStG)  |  |
| - 1,2% des Einheitswertes des Grundbesitzes im Betriebsvermögen (§ 9 Nr. 1 S. 1 GewStG) oder erweiterte Kürzung (§ 9 Nr. 1 S. 2 GewStG) |  |

#### **Gewerbeertrag**

Tabelle 3.10: Ermittlung des Gewerbeertrags

Die wesentlichste Hinzurechnung für Wohnungsbauunternehmen ist wegen der hohen Fremdfinanzierung von Immobilien die hälfte Hinzurechnung der Dauerschuldzinsen gemäß § 8 Nr. 1 GewStG. Hierzu zählen alle Entgelte für Schulden, die der Gründung und der Erweiterung des Betriebes oder der nicht nur vorübergehenden Stärkung des Betriebskapitals dienen.

Wesentliche Kürzung für Immobilienunternehmen sind die im Zusammenhang mit dem Grundbesitz nach § 9 Nr. 1 GewStG.<sup>651</sup> Grundsätzlich kann der Gewerbeertrag um 1,2% des Einheitswertes des Grundbesitzes im Betriebsvermögen gemindert werden. Alternativ ist auch die erweiterte Kürzung nach § 9 Nr. 1 Satz 2 GewStG möglich, nach welcher der Gewerbeertrag um die Ertragskomponenten gekürzt werden kann, welche aus der Ver-

<sup>649</sup> Vgl. IdW (Hrsg.) (HFA 1/1984), S. 613.

<sup>650</sup> Vgl. Deutsche Baurevision (Aufhebung), S. 54.

<sup>651</sup> Vgl. Haarmann, W./Busch, B. (Aspekte), S. 283; Hickl, T. (Vergleich), S. 183.

waltung und Nutzung von Grundbesitz resultieren. Hierzu muss sich jedoch die Tätigkeit der Gesellschaft auf die Verwaltung und Nutzung von Grundbesitz beschränken.<sup>652</sup>

Die *erweiterte Kürzung* kann von Immobilienunternehmen grundsätzlich nur für die eigentlich begünstigte Tätigkeit, also die ausschließliche Verwaltung und Nutzung eigenen Grundbesitzes, beansprucht werden. Ansonsten von dem Unternehmen ausgeübte Tätigkeiten sind entweder begünstigungsschädlich und führen somit zur Versagung der Vergünstigung in vollem Umfang oder sie sind zwar nach § 9 Nr. 1 Satz 2 und 3 GewStG begünstigungsunschädlich, aber ihrerseits nicht begünstigt. Die begünstigte Tätigkeit, erlaubte aber nicht begünstigte Tätigkeiten sowie begünstigungsschädliche Tätigkeiten, werden in der Tabelle 3.11 zusammengefasst.

Begünstigte Tätigkeit: Verwaltung und Nutzung ei- genen Grundbesitzes	Erlaubte, aber nicht begünstigte Tätigkeiten	Begünstigungsschädliche Tätigkeiten (gewerbliche Tätigkeiten)
<ul style="list-style-type: none"> <li>– Durchführung von Neubautätigkeiten in eigenem Namen und für eigene Rechnung auf eigenem Grund und Boden.</li> <li>– Verwaltung eigener Wohngebäude.</li> <li>– Erbauung von Reiheneinfamilienhäusern unter Inanspruchnahme öffentlicher Mittel.</li> <li>– Ankauf von Bauland im Vorratsvermögen, um darauf begünstigte Gebäude zu errichten.</li> <li>– (Mit-)Vermietung eigener Garagen.</li> <li>– Gelegentlicher Verkauf eines bebauten oder unbebauten Grundstückes.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Die Verwaltung und Nutzung eigenen Kapitalvermögens.</li> <li>– Die Betreuung von Wohngebäuden.</li> <li>– Die Errichtung und Veräußerung von Einfamilienhäusern, Zweifamilienhäusern, Eigentumswohnungen und Teileigentum.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Anschaffung und Verwaltung von Grundstücken in der Absicht, sie später zu bebauen und zu veräußern.</li> <li>– Verpachtung eines gewerblichen Betriebes mit Einrichtung.</li> <li>– Lieferung von elektrischem Strom an die Mieter, den die Gesellschaft bezieht und in einer Anlage auf niedrigere Spannung umformt.</li> <li>– Hinzutreten von Sonderleistungen des Vermieters, z. B. von Dienstleistungen wie Reinigung und Verpflegung.</li> <li>– Baupatenverfahren, bei denen der Grundstückseigentümer durch ein Betreuungsunternehmen eine größere Anzahl von Kaufeigenheimen zu dem Zweck errichtet, diese an Kaufanwärter zu vermieten und nach Ablauf einer gewissen Zeit zu veräußern.</li> <li>– Steter und häufiger Mieterwechsel bei ein und demselben Objekt.</li> <li>– Gewerblicher Grundstückshandel.</li> </ul>

Tabelle 3.11: Übersicht über begünstigte, nicht begünstigte und schädliche Tätigkeiten i. S. der erweiterten Kürzung<sup>653</sup>

Zu den begünstigungsschädlichen Tätigkeiten, welche die Anwendung einer erweiterten Kürzung ausschließen, zählt insbesondere der *gewerbliche Grundstückshandel*. Als

<sup>652</sup> Vgl. Röder, A. (Steuerlehre), S. 591.

<sup>653</sup> Vgl. zu den einzelnen in der Tabelle zusammengefassten Punkten Güroff, G. (Kürzungen), Rz. 17-34, S. 802-818.

Grundsatz zur Abgrenzung von einem gelegentlichen Verkauf gilt die so genannte „Drei-Objekt-Grenze“: Von gewerblichem Grundstückshandel ist auszugehen, wenn innerhalb eines Fünfjahreszeitraumes mehr als drei Objekte erworben oder veräußert wurden.<sup>654</sup>

Im Fall der Veräußerung von vermieteten Objekten bleiben dabei solche, die mindestens 10 Jahre im Bestand der Gesellschaft waren, außer Acht.<sup>655</sup> Die „Drei-Objekt-Grenze“ führt deshalb dazu, dass eine erweiterte Kürzung bei „buy-hold-sell“-Strategien nicht anwendbar ist und in diesen Fällen lediglich die pauschalierte Kürzung nach § 9 Abs. 1 S. 1 GewStG Anwendung finden kann.

Anhand des sich nach Kürzungen und Hinzurechnungen ergebenden Gewerbeertrags wird die Gewerbeertragsteuer ermittelt. Der effektive Gewerbesteuersatz ergibt sich unter Berücksichtigung der Anrechenbarkeit der Gewerbesteuer auf ihre Bemessungsbasis nach folgender Gleichung:<sup>656</sup>

$$(3.3) \quad s_{\text{GewSt}} = \frac{m \times H}{1 + m \times H} = \frac{0,05 \times H}{1 + 0,05 \times H} = \frac{H}{2000 + H}$$

mit:  $s_{\text{GewSt}}$  Gewerbesteuersatz,  $m$  Messzahl,  $H$  Hebesatz

Der zugrunde zu legende Gewerbesteuermessbetrag beträgt nach § 11 Abs. 2 GewStG für Kapitalgesellschaften 5%. Der Hebesatz wird nach § 16 Abs. 1 GewStG von der jeweils hebeberechtigten Gemeinde festgelegt. Er beträgt nach § 16 Abs. 4 S. 2 GewStG jedoch mindestens 200%,<sup>657</sup> so dass sich für Kapitalgesellschaften ein Gewerbesteuersatz von mindestens 9,09% ergibt.

Neben der Gewerbeertragsteuer unterliegen die Wohnungsbauunternehmen als Kapitalgesellschaften nach § 1 Abs. 1 S. 1 KStG auch der Körperschaftsteuer. Die Bemessungsgrundlage für die Körperschaftsteuer ist der um die Grund- und Gewerbeertragsteuer gekürzte Steuerbilanzgewinn. Dieser wird gemäß § 23 Abs. 1 KStG mit einem Körperschaftsteuersatz von 25% definitiv belastet, unabhängig davon, ob die Gewinne ausgeschüttet oder thesauriert werden.

Darüber hinaus wird zur Körperschaftsteuer nach § 1 Abs. 1 SolZG ein Solidaritätszuschlag als Ergänzungsabgabe erhoben. Bemessungsgrundlage für den Solidaritätszuschlag ist nach § 3 Abs. 1 SolZG die nach den körperschaftsteuerlichen Vorschriften er-

---

<sup>654</sup> Vgl. Erlass zur Abgrenzung zwischen privater Vermögensverwaltung und gewerblichem Grundstückshandel vom 26. März 2004, Tz. 5.

<sup>655</sup> Vgl. Erlass zur Abgrenzung zwischen privater Vermögensverwaltung und gewerblichem Grundstückshandel vom 26. März 2004, Tz. 6.

<sup>656</sup> Vgl. Scheffler, W. (Besteuerung), S. 229.

<sup>657</sup> Vgl. Grützner, D. (Auswirkungen), S. 54; Schmidt, B. (Auswirkungen), S. 250.

mittelte Körperschaftsteuer der Gesellschaft. Der hierauf anzuwendende Solidaritätszuschlag beträgt gemäß § 4 SolZG 5,5%, so dass sich ein Körperschaftsteuersatz unter Berücksichtigung des Solidaritätszuschlages von 26,375% ergibt.

### 3.5.2.5. Steuerliche Verlustberücksichtigung

Die Berücksichtigung von Verlusten in der Ermittlung der Steuerbemessungsgrundlagen ergibt sich aus dem Nettoprinzip, nach dem die mit den steuerpflichtigen Einnahmen im Zusammenhang stehenden Ausgaben abzugfähig sind.<sup>658</sup> Grundsätzlich ist ein intraperiodischer Verlustausgleich möglich, bei dem positive und negative Einkünfte innerhalb einer Einkunftsart (horizontaler Verlustausgleich) bzw. positive und negative Einkünfte aus verschiedenen Einkunftsarten (vertikaler Verlustausgleich) zusammengefasst werden. Darüber hinaus ist aber auch der interperiodische Verlustabzug denkbar, bei dem negative Einkünfte als Verlustrücktrag mit positiven Einkünften des Vorjahresveranlagungszeitraums oder als Verlustvortrag der Folgejahre verrechnet werden.<sup>659</sup>

Bei ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen als Kapitalgesellschaften kommt rechtsformbedingt die Berücksichtigung von Verlusten bei der Ermittlung der Körperschaftssteuer und der Gewerbesteuer in Betracht, die in der Abbildung illustriert werden.

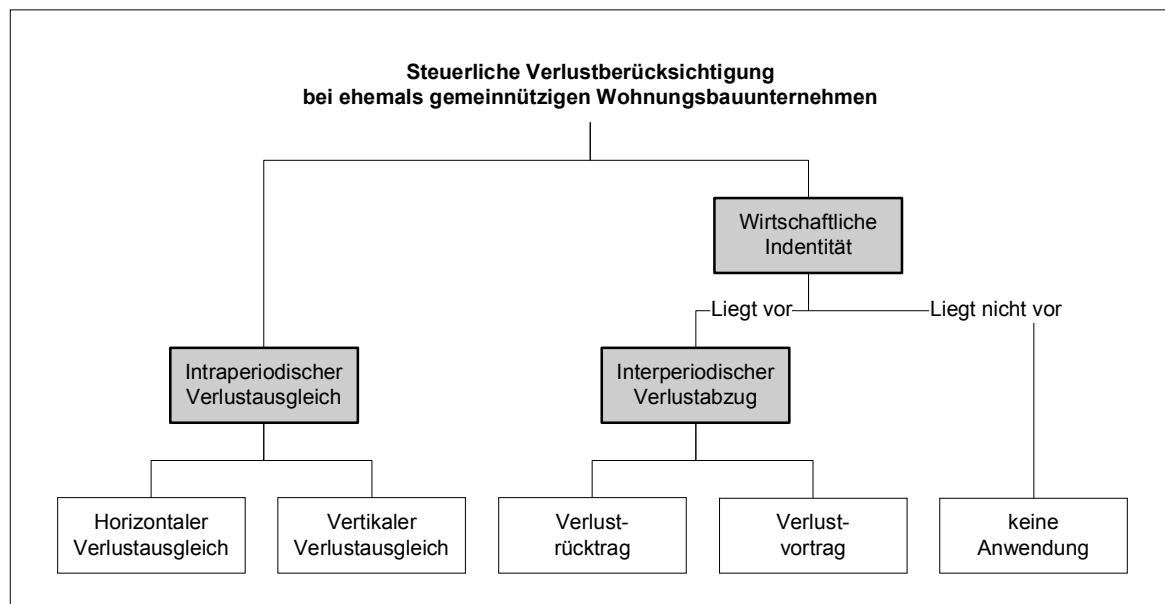


Abbildung 3.15: Steuerliche Verlustberücksichtigung bei ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen

<sup>658</sup> Vgl. Scheffler, W. (Besteuerung), S. 45. Dementsprechend handelt es sich bei der Berücksichtigung von Verlusten auch nicht um eine Steuervergünstigung oder Subvention. Vgl. Stolze, H./Middendorf, O./Sievert, E. (Mindestbesteuerung), S. 529.

<sup>659</sup> Vgl. Scheffler, W. (Besteuerung), S. 97.

Da bei einer Kapitalgesellschaft nach § 8 Abs. 2 KStG sämtliche Einkünfte als Einkünfte aus Gewerbebetrieb qualifiziert werden, ist grundsätzlich sowohl der horizontale als auch der vertikale Verlustausgleich uneingeschränkt möglich.<sup>660</sup> Aufgrund der im Zusammenhang mit dem Eintritt in die Steuerpflicht nach § 13 Abs. 1 KStG notwendigen Bewertung der Vermögensgegenstände zu Teilwerten treten für die ehemals gemeinnützigen Wohnungsbaunternehmen Besonderheiten im Vergleich zu anderen Kapitalgesellschaften auf: Der aus den mit dem Teilwert angesetzten Gebäuden resultierende Abschreibungsverlust ist grundsätzlich nicht mit anderen Einkünften aus Gewerbebetrieb ausgleichsfähig.<sup>661</sup> Bei den Einkünften eines ehemals gemeinnützigen Wohnungsbaunternehmens wird insofern zwischen Einkünften aus mit Teilwerten angesetzten Gebäuden und übrigen Einkünften aus Gewerbebetrieb differenziert.<sup>662</sup> Innerhalb dieser Einkunftsarten ist jeweils ein horizontaler Verlustausgleich möglich.<sup>663</sup> Ein vertikaler Verlustausgleich kann jedoch gemäß § 13 Abs. 3 S. 4 KStG nur erreicht werden, wenn aktivierungspflichtige Aufwendungen in den Wohnungsbestand, so genanntes begünstigtes Investitionsvolumen, geleistet wurden. In diesem Falle kann der Abschreibungsverlust in doppelter Höhe des begünstigten Investitionsvolumens für die übrigen Einkünfte aus Gewerbebetrieb verwendet werden.<sup>664</sup> Diese körperschaftsteuerlichen Restriktionen des intraperiodischen Verlustausgleichs wirken sich ebenfalls auf die Ermittlung der Gewerbeertragsteuer aus, da der Gewerbeertrag nach § 7 S. 1 GewStG „der nach den Vorschriften des Einkommensteuergesetzes oder des Körperschaftsteuergesetzes zu ermittelnde Gewinn aus dem Gewerbebetrieb“ ist.

Der interperiodische Verlustabzug gemäß § 10d EStG und § 10 S. 1 GewStG steht nach § 8 Abs. 4 KStG bzw. § 10 S. 4 GewStG zunächst unter der Voraussetzung, dass die Kapitalgesellschaft nicht nur rechtlich, sondern auch wirtschaftlich mit der Kapitalgesellschaft identisch ist, bei welcher der Verlust entstanden ist. Vom Fehlen der *wirtschaftlichen Identität* wird regelmäßig dann ausgegangen, wenn mehr als die Hälfte der Anteile auf einen neuen Gesellschafter übertragen werden und das Unternehmen den Geschäftsbetrieb mit

---

<sup>660</sup> Vgl. Stolze, H./Middendorf, O./Sievert, E. (Mindestbesteuerung), S. 530; Scheffler, W. (Besteuerung), S. 171.

<sup>661</sup> Vgl. Jost, W. F. (§ 13 KStG), Rz. 91 – 99. Basis dieser eingeschränkten Verrechnungsmöglichkeit des Abschreibungsverlustes war die missbräuchliche unternehmens- und konzerninterne Verwendung dieser Verlustvorträge. Einerseits wurden die nichtwohnungswirtschaftlichen Aktivitäten ausgeweitet und andererseits die steuerlichen Vorteile der Ergebnisabführung im Rahmen der Organschaft genutzt. Vgl. Bott, H. (§ 13 KStG), Rz. 67. Um diesen Missbrauch zu unterbinden, wurde 1994 mit der Einführung des § 13 Abs. 3 S. 2 bis 8 KStG eine Neuregelung der Verlustverrechnung für Wohnungsunternehmen eingeführt. Vgl. Haarmann, W./Busch, B. (Privatisierung), S. 580.

<sup>662</sup> Vgl. GdW (Neuregelung), S. 53. Diese Regelung erfordert die Zerlegung des steuerlichen Ergebnisses in eine Spartenrechnung, bei der die Ergebnisse aus Vermietung und Verpachtung der mit dem Teilwert angesetzten Gebäude, der sonstigen Gebäude und sonstigen Ergebnisse aufgeteilt werden. Vgl. hierzu im Detail GdW (Neuregelung), S. 63-93.

<sup>663</sup> Vgl. Jost, W. F. (§ 13 KStG), Rz. 113-118.

<sup>664</sup> Vgl. Bott, H. (§ 13 KStG), Rz. 93-99.

überwiegend neuem Betriebsvermögen fortführt.<sup>665</sup> Von einem überwiegend neuen Betriebsvermögen ist auszugehen, wenn das zugeführte Vermögen das im Zeitpunkt der Anteilsübertragung vorhandene Betriebsvermögen übersteigt.<sup>666</sup> Die Zuführung von Vermögen ist dagegen unschädlich, wenn der Geschäftsbetrieb in einem nach dem Gesamtbild der wirtschaftlichen Verhältnisse vergleichbaren Umfang in den folgenden fünf Jahren nach Übertragung der Anteile fortgeführt wird.<sup>667</sup> Da beide Bedingungen zum Verlust der wirtschaftlichen Identität kumulativ erfüllt sein müssen, wird im Folgenden davon ausgegangen, dass das Risiko eines Verlustes der wirtschaftlichen Identität im Zusammenhang mit dem Erwerb eines ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmens in Anbetracht des umfangreichen Immobilienvermögens nur in Einzelfällen beachtlich ist und insofern davon auszugehen ist, dass i. d. R. sowohl die Möglichkeiten des Verlustrück- als auch Verlustvortrages nicht durch einen Anteilserwerb an sich beeinträchtigt werden sollten.

Wurden negative Einkünfte eines Veranlagungszeitraumes nicht durch einen intraperiodischen Verlustausgleich kompensiert, so können die negativen Einkünfte als körperschaftsteuerlicher *Verlustrücktrag* nach § 10d Abs. 1 EStG i. V. m. § 8 Abs. 1 KStG in den vorangehenden Veranlagungszeitraum rückgetragen werden.<sup>668</sup> Der Verlustrücktrag ist jedoch nach § 10d Abs. 1 EStG i. V. m. § 8 Abs. 1 KStG lediglich in den vorangehenden Veranlagungszeitraum und nur in Höhe von maximal 511.200 € möglich.<sup>669</sup> Diese Möglichkeit des Verlustrücktrags kann jedoch nur in vollem Umfang bei aus Gebäuden resultierenden Einkünften, die nicht zum Teilwert angesetzt sind, genutzt werden, wenn mindestens ein hälftiges begünstigtes Investitionsvolumen vorliegt.<sup>670</sup> Andernfalls kann der aus den mit dem Teilwert angesetzten Gebäuden resultierende Abschreibungsverlust lediglich in doppelter Höhe des begünstigten Investitionsvolumens im Rahmen eines körperschaftsteuerlichen Verlustrücktrags mit anderen positiven Einkünften verrechnet werden.<sup>671</sup> Das Gewerbesteuergesetz sieht keinen Verlustrücktrag vor.<sup>672</sup> Da die steuerbilanziellen Verluste der ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen aus den i. d. R. höheren steuerbilanziellen Abschreibungen, bezogen auf den Ausgangswert der Gebäude, resultieren,<sup>673</sup> ist aufgrund der Fortführung der höheren steuerbilanziellen Ab-

---

<sup>665</sup> Vgl. BMF-Schreiben vom 16.4.1999, IV C 6 – S 2745 – 12/99, BStBl I 1999, S. 455, Rz. 1; Scheffler, W. (Besteuerung), S. 172.

<sup>666</sup> Vgl. BFH-Urteil vom 13.8.1997, I R 89/96, BStBl 1997 II S. 829; BMF-Schreiben vom 16.4.1999, IV C 6 – S 2745 – 12/99, BStBl I 1999, S. 455, Rz. 9.

<sup>667</sup> Vgl. BMF-Schreiben vom 16.4.1999, IV C 6 – S 2745 – 12/99, BStBl I 1999, S. 455, Rz. 2.

<sup>668</sup> Vgl. Stolze, H./Middenhof, O./Sievert, E. (Mindestbesteuerung), S. 530.

<sup>669</sup> Vgl. Intemann, J./Nacke, A. (Verlustverrechnung), S. 1149.

<sup>670</sup> Vgl. Bott, H. (§ 13 KStG), Rz. 93-99.

<sup>671</sup> Vgl. Jost, W. F. (§ 13 KStG), Rz. 91-99.

<sup>672</sup> Vgl. Scheffler, W. (Besteuerung), S. 234.

<sup>673</sup> Vgl. GdW (Neuregelung), S. 53.

schreibung bis 2040<sup>674</sup> lediglich in Ausnahmefällen von einer Situation auszugehen, in der im aktuellen Veranlagungsjahr Verluste auftreten, während im vorangehenden Veranlagungsjahr steuerbilanzielle Verluste ausgewiesen wurden. Aufgrund dieses Umstandes werden die Verlustrückträge bei der Unternehmensbewertung von ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen nicht mehr weiter betrachtet.<sup>675</sup>

Von erheblicher Relevanz für Wohnungsbauunternehmen ist hingegen der Verlustabzug durch die Inanspruchnahme von *Verlustvorträgen*. Werden nach dem Erwerb bspw. Einzelveräußerungen des Bestandes im Rahmen der Mieterprivatisierung verfolgt,<sup>676</sup> so können trotz in den Vorjahren vorliegender Abschreibungsverluste steuerbilanzielle Gewinne aus der Realisierung der stillen Reserven resultieren, die dann durch einen Verlustabzug ganz oder teilweise kompensiert werden können. Gemäß § 10d Abs. 2 EStG i V. m. § 8 Abs. 1 KStG können körperschaftsteuerliche Verlustvorträge aus Vorjahren lediglich bis zur Höhe eines Sockelbetrages von 1 Mio. € uneingeschränkt mit positiven Einkünften verrechnet werden.<sup>677</sup> Die diesen Sockelbetrag übersteigenden Verluste können nur bis zur Höhe von 60% des Gesamtbetrages der positiven Einkünfte steuermindernd genutzt werden.<sup>678</sup> Im Ergebnis entsteht damit eine Mindestbesteuerung, da 40% des über den Sockelbetrag hinausgehenden Gewinns stets einer Besteuerung unterliegt.<sup>679</sup> Diese Regelung führt damit zu einer Streckung der Inanspruchnahme der Verlustvorträge im Vergleich zu einem vollständigen Verlustabzug.<sup>680</sup> Analog zum Verlustrücktrag setzt auch die Inanspruchnahme der körperschaftsteuerlichen Verlustvorträge die Existenz eines ausreichenden begünstigten Investitionsvolumens voraus.<sup>681</sup> Die Regelungen zur Inanspruchnahme von Verlustvorträgen finden sich analog in § 10a GewStG,<sup>682</sup> so dass auch für den gewerbesteuerlichen Verlustabzug der Sockelbetrag von 1 Mio. € und die nachfolgenden Mindestbesteuerung von 40% beachtlich ist.<sup>683</sup>

---

<sup>674</sup> Vgl. zu den Abweichungen zwischen handels- und steuerbilanzieller Abschreibung Kapitel 4.4.2.2.1.2 dieser Arbeit.

<sup>675</sup> Da nach § 10d Abs. 1 S. 4 EStG für den Steuerpflichtigen ein Wahlrecht zwischen Verlustrücktrag und -vortrag besteht, ist die Reihenfolge der Inanspruchnahme ungeklärt und kann ggf. zu abweichenden Ergebnissen führen. Vgl. Stolze, H./Middenhof, O./Sievert, E. (Mindestbesteuerung), S. 530.

<sup>676</sup> Vgl hierzu Buse, C. Strategisches Management, S. 216-224; Schäfers, W. (Monetarisierung), S. 529-551.

<sup>677</sup> Vgl. Stolze, H./Middenhof, O./Sievert, E. (Mindestbesteuerung), S. 530.

<sup>678</sup> Vgl. Grützner, D. (Änderungen), S. 51; Stolze, H./Middenhof, O./Sievert, E. (Mindestbesteuerung), S. 530.

<sup>679</sup> Vgl. Intemann, J./Nacke, A. (Verlustverrechnung), S. 1150; Leis, G. (Steueränderungen), S. 54; Müller-Gatermann, G. (Unternehmensteuerrecht), S. 467. Die Einführung der Mindestbesteuerung nach § 10 d EStG wird z. T. als ein Verstoß gegen das Prinzip der Leistungsfähigkeit bei der Besteuerung kritisiert. Vgl. Karrenbrock, H. (Mindestbesteuerung), S. 559-564.

<sup>680</sup> Vgl. Leis, G. (Steueränderungen), S. 55.

<sup>681</sup> Vgl. Jost, W. F. (§ 13 KStG), Rz. 91-99

<sup>682</sup> Vgl. Stolze, H./Middenhof, O./Sievert, E. (Mindestbesteuerung), S. 532.

<sup>683</sup> Vgl. Grützner, D. (Auswirkungen), S. 54; Intemann, J./Nacke, A. (Verlustverrechnung), S. 1150; Schmidt, B. (Auswirkungen), S. 250.

### 3.5.3. Besteuerung bei Ausschüttung

Durch das Steuersenkungsgesetz vom 23. September 2000 wurde ein Systemwechsel in der Dividendenbesteuerung vollzogen, der Wechsel vom Anrechnungs- zum Halbeinkünfteverfahren.<sup>684</sup> Bedingt durch diesen Systemwechsels erfolgt ein sukzessiver Übergang<sup>685</sup> zwischen den beiden Steuersystemen,<sup>686</sup> der auf Ebene der ausschüttenden Gesellschaften in vollem Umfang erst ab 2020 zum Zuge kommt.<sup>687</sup>

In der Übergangsphase bis 2019 kann es gemäß §§ 36 bis 40 KStG bei Kapitalgesellschaften weiterhin zu Körperschaftsteuerminderungen oder -erhöhungen kommen. Die Körperschaftsteuerminderungen oder -erhöhungen werden dabei wie nach § 27 KStG a.F. nur so vorgenommen, dass eine Ausschüttungsbelastung von 30% entsteht. Die reduzierte Körperschaftsteuerbelastung von 25% tritt damit nur für Gewinne ein, die aus Veranlagungszeiträumen ab 2001 stammen. Auf der Ebene des Anteilseigners gilt bereits das neue Recht, d. h. das Halbeinkünfteverfahren gemäß § 3 Nr. 40 EStG für Privatpersonen oder die Dividendenfreistellung gemäß § 8b Abs. 1 KStG für Körperschaften.<sup>688</sup>

Nach Feststellung der Teilbeträge des verwendbaren Eigenkapitals und Vornahme der durchzuführenden Umgliederungen<sup>689</sup> verbleiben den Kapitalgesellschaften zur Ausschüttung evtl. ein Körperschaftsteuererguthaben,<sup>690</sup> das neutrale Vermögen, das EK 02 und das steuerliche Einlagenkonto.<sup>691</sup> Im Rahmen des Halbeinkünfteverfahrens ist nun durch Differenzenrechnung bei einer Ausschüttung zu prüfen, ob sich nach § 37 KStG eine Kör-

<sup>684</sup> Vgl. Orth, M. (Ausschüttungsbedingte Änderung), S. 947. Durch die Abschaffung des Anrechnungsverfahrens herrscht nun wieder ein System der Doppelbesteuerung ausgeschütteter Gewinne vor, welches durch die Einführung des Anrechnungsverfahrens 1977 vermieden werden sollte. Vgl. Orth, M. (Ausschüttungsbedingte Änderung), S. 948.

<sup>685</sup> Das Körperschaftsteuerrecht a.F. wird letztmalig im Veranlagungszeitraum 2000 insgesamt anwendbar. Vgl. Orth, M. (Ausschüttungsbedingte Änderung), S. 948. Im Veranlagungszeitraum 2001 gilt letztmalig das Anrechnungsverfahren nach §§ 27 ff. KStG a.F. sowohl auf der Ebene der Kapitalgesellschaft als auch auf der Ebene des Anteilseigners nach §§ 20 Abs. 1 Nr. 3, 36 Abs. 2 Nr. 3 EStG a.F. Das Anrechnungsverfahren ragt in diesem Schlussjahr noch in den Anwendungszeitraum des neuen Rechtes hinein, da sowohl für Kapitalgesellschaft als auch für Anteilseigner die übrigen Neuregelungen des Steuersenkungsgesetzes erstmals ab dem Veranlagungszeitraum 2001 voll anwendbar sind. Nach diesem Veranlagungszeitraum sind gemäß § 36 Abs. 1 KStG die Endbestände der Teilbeträge des verwendbaren Eigenkapitals festzustellen. Im Anschluss daran ist eine Umgliederung der Teilbeträge des verwendbaren Eigenkapitals vorzunehmen. Vgl. Eberlein, J./Walther, U. (Ausschüttungspolitik), S. 468. Zur Durchführung der Umgliederung des verwendbaren Eigenkapitals vgl. u.a. Dötsch, E./Pung, A. (Steuersenkungsgesetz), S. 17 f.; Eberlein, J./Walther, U. (Ausschüttungspolitik), S. 468 f.

<sup>686</sup> Für Neugründungen ab dem 1. Januar 2001 gelten die Übergangsregelungen nicht, sondern ausschließlich das KStG n.F. Vgl. Orth, M. (Ausschüttungsbedingte Änderung), S. 948.

<sup>687</sup> Durch das Steuervergünstigungsabbaugesetz vom 11. April 2003 wurde gemäß § 38 Abs. 2 S. 3 KStG eine Verlängerung der Körperschaftsteuererhöhungen bei EK02-Ausschüttungen festgelegt.

<sup>688</sup> Vgl. Orth, M. (Ausschüttungsbedingte Änderung), S. 948.

<sup>689</sup> Die Feststellung der Endbestände des verwendbaren Eigenkapitals und die vorzunehmenden Umgliederungen und Verrechnungen ergaben sich aus § 36 KStG.

<sup>690</sup> Das Körperschaftsteuererguthaben war gemäß § 37 KStG am 31. Dezember 2001 erstmals zu ermitteln und betrug ein Sechstel des Endbestandes des EK 40.

<sup>691</sup> Vgl. Marx, F. J./Löffler, C. (Eigenkapitalstruktur), S. 1426; Eberlein, J./Walther, U. (Ausschüttungspolitik), S. 469.

perschaftsteuerminderung, nach § 38 KStG eine Körperschaftsteuererhöhung ergibt oder ob das steuerliche Einlagenkonto als verwendet gilt.<sup>692</sup>

- Liegt ein nach § 37 Abs. 1 KStG ermitteltes Körperschaftsteuerguthaben vor, so ist gemäß § 37 Abs. 2 KStG bei Verwendung des neutralen Vermögens zur Ausschüttung eine Körperschaftsteuerminderung in Höhe eines Sechstels der Ausschüttung vorzunehmen.<sup>693</sup>
- Liegt kein Körperschaftsteuerguthaben vor und existiert ein positives neutrales Vermögen, so ist dessen Verwendung zur Ausschüttung körperschaftsteuerneutral, da entweder bei den darin enthaltenen Altgewinnen bereits eine Körperschaftsteuerbelastung von 30% besteht oder das aus Neugewinnen entstandene neutrale Vermögen oder das steuerliche Einlagenkonto zur Ausschüttung verwendet wird, so sind diese Ausschüttungen körperschaftsteuerneutral sind.<sup>694</sup>
- Steht kein neutrales Vermögen mehr zur Verfügung bzw. ist das neutrale Vermögen negativ, so gilt die Ausschüttung EK 02 als verwendet und ist gemäß § 38 Abs. 2 KStG mit einer nachträglichen Körperschaftsteuerbelastung in Höhe von drei Siebteln der Ausschüttung zu belasten,<sup>695</sup> so dass bei diesem ursprünglich steuerfrei vereinahmten Betrag nunmehr ebenfalls eine Ausschüttungsbelastung hergestellt wird.<sup>696</sup>

Ab dem Veranlagungszeitraum 2020 gilt für die ausschüttende Kapitalgesellschaft ausschließlich das neue Recht gemäß §§ 1-35 KStG ohne Modifikation der Übergangsregelungen nach §§ 36-40 KStG.<sup>697</sup> Auf Ebene des Anteilseigners gilt seit dem Veranlagungszeitraum 2002 das Halbeinkünfteverfahren.<sup>698</sup> Sollten das Körperschaftsteuerguthaben und das EK 02 am Ende des letzten in 2018 (bzw. 2019) endenden Wirtschaftsjahres noch Bestände ausweisen, so werden diese ohne Umrechnungen Bestandteil des neutra-

---

<sup>692</sup> Vgl. Lang, B. (Ausschüttungen), S. 1795. Eine Verwendungsreihenfolge der Teilbeträge des verwendbaren Eigenkapitals wie nach § 28 KStG a. F. gilt im Halbeinkünfteverfahren jedoch nicht. Marx/Löffler folgern jedoch aus den §§ 37 bis 39 und § 27 KStG eine implizite Verwendungsreihenfolge, nach der zunächst das Körperschaftsteuerguthaben, dann die bis zum 31. Dezember 2000 festgestellten Teilbeträge EK 30, EK 01 und EK 03 (Altgewinne), dann der Neugewinn, danach das EK 02 und danach das steuerliche Einlagenkonto als verwendet gelten. Vgl. Marx, F. J./Löffler, C. (Eigenkapitalstruktur), S. 1426.

<sup>693</sup> Vgl. Lang, B. (Ausschüttungen), S. 1793; Marx, F. J./Löffler, C. (Eigenkapitalstruktur), S. 1426; Eberlein, J./Walther, U. (Ausschüttungspolitik), S. 469; Hötzl, O./Beckmann, K. (Unternehmenssteuerreform), S. 700.

<sup>694</sup> Vgl. Marx, F. J./Löffler, C. (Eigenkapitalstruktur), S. 1426.

<sup>695</sup> Steht der auszuschüttende Betrag vor Berücksichtigung der Ausschüttungsbelastung fest, so ist die Ausschüttungsbelastung drei Zehntel des auszuschüttenden Betrages. Die Ausschüttung des steuerlichen Einlagenkontos ist ebenfalls körperschaftsteuerneutral.

<sup>696</sup> Vgl. Hötzl, O./Beckmann, K. (Unternehmenssteuerreform), S. 700.

<sup>697</sup> Kann das KStG auf Grund eines abweichenden Wirtschaftsjahres erst ab dem Veranlagungszeitraum 2002 angewandt werden, so verschieben sich die genannten Veranlagungszeiträume um jeweils ein Jahr in die Zukunft, so dass in diesem Fall das neue Körperschaftsteuerrecht erstmals ab dem Veranlagungszeitraum 2018 anwendbar ist. Vgl. Orth, M. (Ausschüttungsbedingte Änderung), S. 948.

<sup>698</sup> Vgl. Orth, M. (Ausschüttungsbedingte Änderung), S. 948.

len Vermögens. Im Falle von nicht verbrauchtem Körperschaftsteuerguthaben findet eine Körperschaftsteuererstattung von einem Sechstel nicht mehr statt. Bei dem EK 02 werden hingegen keine weiteren Körperschaftsteuererhöhungen mehr vorgenommen. Die Nicht-ausschüttung von EK 02 während des Übergangszeitraums bis 2019 wird dadurch begünstigt.<sup>699</sup> Nach der Umgliederung bleiben dann lediglich das steuerliche Einlagenkonto und das neutrale Vermögen bestehen.

Eine weitere Besonderheit bei ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen besteht in der Behandlung der steuerlichen Gewinne bei vorliegenden Verlustvorträgen. Die charakteristische Gliederung des verwendbaren Eigenkapitals eines ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmens besteht aus positivem EK 02 und positivem neutralem Vermögen. Das EK 02 verändert sich nun nur noch, wenn es als zur Ausschüttung verwendet gilt. Die Erhöhung bzw. aus der Inanspruchnahme von Verlustvorträgen resultierende Minderung der Verlustvorträge hat nun keine Auswirkungen auf den EK 02-Bestand. Das zu versteuernde Einkommen wird, auch wenn es wegen der Verlustvorträge nicht der Körperschaftsteuer unterliegt, dem neutralen Vermögen zugeordnet. In Höhe des neutralen Vermögens können somit ohne Herstellung der Ausschüttungsbelastung Ausschüttungen vorgenommen werden, da das festgeschriebene EK 02 gemäß § 38 Abs. 1 S. 5 KStG erst nach dem neutralen Vermögen als für Ausschüttungen verwendet gilt.<sup>700</sup>

Werden nicht zu unterstellende Maßgeblichkeit der Handels- für die Steuerbilanz, vorliegende steuerliche Verlustvorträge sowie Ausschüttungsbelastungen aufgrund von EK 02-Ausschüttungen als steuerliche Charakteristika einer ehemals gemeinnützigen Wohnungsbaugesellschaft beschrieben, so wird deutlich, dass die einleitend dargestellte Vorgehensweise in der Unternehmensbewertung zur Berücksichtigung der Besteuerung nicht zielführend sein kann.

### 3.6. Zusammenfassung der bewertungsrelevanten Charakteristika

Der Fokus des dritten Kapitals lag auf der Identifikation der bewertungsrelevanten Charakteristika ehemals gemeinnütziger Wohnungsbauunternehmen.

Um ein systematisches Vorgehen zu gewährleisten, wurde im ersten Schritt ein *Bezugsrahmen* definiert. Hierzu wurde zunächst die in der Literatur zur branchenorientierten Unternehmensbewertung vorgeschlagene Vorgehensweisen untersucht. Diese Durchsicht

---

<sup>699</sup> Vgl. Dötsch, E./Pung, A. (Steuersenkungsgesetz), S. 16.

<sup>700</sup> Bei üblichen Verlustgesellschaften, die in Höhe ihrer steuerlichen Verlustvorträge über negatives EK 02 verfügten, führt die Umgliederung nach § 36 KStG zu einem negativen Anfangsbestand der steuerlichen Rücklage. Steuerliche Gewinne in der Zeit nach der Umgliederung verringern diesen Negativbestand, aber nicht zu einem Ausschüttungspotential. Auf Grund des positiven EK02 war jedoch keine Umgliederung in das neutrale Vermögen erforderlich, so dass das positive EK02 weiterhin bestehen blieb.

zeigte zweierlei: Die Literatur zu branchenorientierten Bewertungsfragen ist - im Gegensatz zu anderen Aspekten der Unternehmensbewertung - limitiert und eröffnet Raum für weitere Forschung. Darüber hinaus haben alle Autoren den Fokus auf die Untersuchung branchenspezifischer Werttreiber, Rechnungslegung, Finanzierung sowie Besteuerung gelegt. Die Überlegungen bezüglich branchenspezifischer Werttreiber orientieren sich an Rappaports Werttreibermodell. Bei der kritischen Würdigung dieses Werttreibermodells als Grundlage zur Identifikation bewertungsrelevanter Charakteristika aus der Sicht eines Erwerbers wurde festgestellt, dass das Modell grundsätzlich als Orientierungsrahmen Vorzüge aufweist, da der Fokus auf der operativen Wertschöpfung liegt und branchenspezifische Erweiterungen möglich sind. Als nachteilig sind die mangelnde Berücksichtigung von autonomen Finanzierungspolitiken, von kaufvertragsbedingten Restriktionen und Transaktionskosten, weiterhin eine simplifizierende Berücksichtigung der Besteuerung sowie die Vernachlässigung von Desinvestitionen als Werttreiber zu sehen. Auf Basis dieser Kritik und des grundlegenden Werttreibermodells von Rappaport, wurde ein erweitertes akquisitionsorientiertes Werttreibermodell entwickelt, welches die Steigerung des Unternehmenswertes und der Erwerberrendite durch einen erweiterten Katalog von Wertkomponenten, Werttreibern und Managementfragen zu erklären versucht. Die folgende Untersuchung der bewertungsrelevanten Charakteristika der Wohnungsbauunternehmen orientiert sich dann auch an den in Anlehnung an die APV-Methode definierten Wertkomponenten: Wert des operativen Geschäfts, Wert der Restriktionen und Kosten der Transaktion, Wert der Steuereffekte sowie der Wert der Fremdfinanzierung.

Da die Formulierung des *Unternehmenszwecks* die Steuerung der Werttreiber und damit die Ausprägung der Wertkomponenten beeinflusst, wird der Diskussion der Wertkomponenten die Darstellung des vor einer Veräußerung überwiegend von der öffentlichen Hand als Anteilseigner verfolgten Unternehmenszwecks und der möglichen Veränderung durch einen Erwerber vorangestellt. So verfolgen die Wohnungsbauunternehmen häufig trotz einer Aufhebung des WGG im Jahr 1990 weiterhin einen in der Satzung verankerten gemeinnützigen Unternehmenszweck. Aufgrund dieser gewählten gemeinnützigen Unternehmensverfassung wirken die alten Voraussetzungen zur Erlangung der Gemeinnützigkeit fort. Hierzu zählt insbesondere die Einschränkung der Geschäftstätigkeit auf die Geschäftsbereiche Erstellung, Bewirtschaftung und Verwaltung von Wohnungen aufgrund der Zweckbindung der Mittel, weiterhin eine am Kostendeckungsprinzip orientierte Preispolitik, eine Begrenzung der möglichen Ausschüttungen an die Gesellschafter sowie die Einschränkung der Rechtsformwahl auf Kapitalgesellschaften. Darüber hinaus wirken zahlreiche geschäftspolitische Entscheidungen, die noch während der Gemeinnützigkeit nach dem WGG getroffen wurden, aufgrund der Langfristigkeit der Verträge nach. Als Kompensation für die durch die Gemeinnützigkeit auferlegten Restriktionen wurden die

Wohnungsbauunternehmen in besonderem Maße bei der Vergabe von langfristigen Förderungen begünstigt. Aus Sicht eines Erwerbers können mögliche Wertsteigerungen vor allem durch eine erwerbswirtschaftliche Ausrichtung des Wohnungsbauunternehmens erreicht werden. Hierdurch wird eine Ausweitung der Geschäftsaktivitäten möglich und Wertsteigerungen können systematisch durch „buy-hold-sell“-Strategien erreicht werden. Die Gegensätzlichkeit des von der öffentlichen Hand als Anteilseigner und eines von einem erwerbswirtschaftlich und renditeorientierten Erwerber präferrierten Unternehmenszwecks zeigt das Dilemma der öffentlichen Hand im Hinblick auf die Privatisierung von Wohnungsbauunternehmen auf: Einerseits wird seitens einer breiten Öffentlichkeit die Da- seinsfürsorge gewünscht und andererseits schaffen Privatisierungserlöse den nötigen Freiraum für eine Konsolidierung der Haushalte. Weiterhin ist ein Verkauf für die öffentliche Hand nur ökonomisch vertretbar, wenn eine Vermögensvermehrung gegenüber der Fortführung eintritt, was gleichzeitig die Veränderung des bisher verfolgten Unternehmenszwecks erfordert.

Hinsichtlich der *operativen Aktivitäten* der Wohnungsbauunternehmen wurden mit den Segmenten Bauträger, Bestandsbewirtschaftung und Betreuung die sich aus der Prägung durch die Wohnungsgemeinnützigkeit ergebenden Geschäftsfelder definiert.

Im Bereich der *Bauträgeraktivitäten* bestehen hinsichtlich der Rechnungslegung Besonderheiten im Hinblick auf die Erlösrealisierung, die Bestandsveränderungen und die umfänglichen Aktivierungswahlrechte, die erheblichen Ermessensspielraum ermöglichen und dazu führen, dass der periodische Erfolgsausweis verzerrt sein kann. Die Entwicklung des Nettoumlauvermögens wird vor allem durch die Veränderung der Vorräte in Abhängigkeit vom Baufortschritt, den erhaltenen Anzahlungen nach § 3 Abs. 2 MaBV sowie durch Veränderung von Gewährleistungsrückstellungen geprägt. Als Werttreiber sind die Erhöhung von Verkauf und Fertigstellung von Objekten sowie ggf. der Beginn neuer Bauträgermaßnahmen, die frühzeitige Beeinflussung der Herstellkosten während der Planungsphase sowie Kostencontrolling während der Bauphase definiert. Hinsichtlich der Veränderung des Nettoumlauvermögens kann die Umschlagshäufigkeit durch die Verkürzung der Bauzeit und die Beschleunigung des Verkaufs erreicht werden.

Im Segment der Bestandsbewirtschaftung wird der operative Cash Flow vor allem durch die Umsatzerlöse aus Hausbewirtschaftung sowie den Verkauf von Objekten aus dem Anlagevermögen geprägt. Weiterhin resultieren aus der periodenverschobenen Vorauszahlung und Abrechnung von Umlagen Bestandsveränderungen, die entsprechend zu berücksichtigen sind. Neben den mit den Umlagen im Wesentlichen korrespondierenden Bewirtschaftungskosten werden die Aufwendungen aus Hausbewirtschaftung darüber hinaus noch von den Instandhaltungsaufwendungen geprägt. Aufgrund der hohen Anla-

geintensität im Segment der Bestandsbewirtschaftung wird die Erfolgslage wesentlich durch die Abschreibungen beeinflusst. Weiterhin charakteristisch ist ein i. d. R. geringes Nettoumlauvermögen, da die noch nicht abgerechneten Betriebskosten mit den erhaltenen Umlagenvorauszahlungen weitestgehend korrespondieren. Aufgrund langfristiger Instandhaltungszyklen wird der Erfolgsausweis weiterhin erheblich durch die Dotierung von Bauinstandhaltungsrückstellungen beeinflusst. Der Cash Flow wird weiterhin durch die Einzahlungen aus Desinvestition des Anlagevermögens erhöht sowie Modernisierungsinvestitionen gemindert. Als Werttreiber der Bestandsbewirtschaftung kommen vor allem Mieterhöhungen, Erhöhung des Verkaufs von Bestandswohnungen, Minderung der nicht umlagefähigen Kosten sowie Erhöhung der Effizienz bei Bewirtschaftung, Instandhaltung und Modernisierung zur Erreichung von nachhaltigen Kostenersparnissen in Betracht.

Das Segment der *Betreuung*, welches die Objekt- und Baubetreuung umfasst, weist einen für personalintensive Dienstleistungsunternehmen typischen Cash Flow auf. Als Werttreiber kommen einerseits die Zunahme der betreuten Objekte bzw. Baustellen und andererseits die Vergütungspreise in Betracht. Weiterhin sind zur Steigerung der Gewinnmarge die Optimierung der Effizienz der Leistungserbringung und damit die Relation von Leistung zu benötigtem Personal essentiell. Insbesondere bei Übergängen von Bestandswohnungen in die Wohnungsverwaltung wird die Ergebnisqualität je Wohneinheit dramatisch vermindert, so dass mangelnde Effizienz der Objektverwaltung beim Wohnungsverkauf zu problematischen Situationen führen kann.

Der aufgrund der geplanten Fortführung des Erwerbers erwartete operative Cash Flow kann durch weitere Restriktionen und Kosten der Transaktion beeinträchtigt werden. So werden üblicherweise im Rahmen von Privatisierungstransaktionen zwischen der öffentlichen Hand als Veräußerer und dem Erwerber zusätzliche Bedingungen im Kaufvertrag vereinbart, welche einem über die gesetzliche Regelung hinausgehenden Schutz von Mietern und Arbeitnehmern, aber auch dem Bestandsschutz des privatisierten Unternehmens dienen. Neben diesen auch als Sozialkatalog bezeichneten Restriktionen bei der Fortführung des Unternehmens wird der durch den Erwerber verfügbare Cash Flow durch Transaktionskosten gemindert. Hierzu zählen neben anfallenden Beratungskosten insbesondere Grunderwerbsteuern, falls mehr als 95% der Anteile an einem Wohnungsbauunternehmen erworben werden.

Die Abgrenzung des Begriffes der *Fremdfinanzierung* ist in der betriebswirtschaftlichen Literatur vielfältig. Eine Untersuchung des von Modigliani/Miller geprägten Finanzierungsbegriffs, welcher auf der Verzinslichkeit der Fremdfinanzierung und steuerlicher Abzugsfähigkeit der Finanzierung beruht, zeigt, dass er im Hinblick auf die Subventionsfinanzierung zu eng definiert ist. Deshalb wird von dem von Swoboda geprägten Finanzierungs-

begriff ausgegangen, welcher die Finanzierung als Beschaffung von Geld oder Geldäquivalenten z. B. Sachen oder Rechte unter Einschluss der Gestaltung der Zahlungsbeziehungen zwischen Kapitalgeber und finanziertem Unternehmen definiert. Aufgrund des Facettenreichtums der möglichen Finanzierungsformen der Wohnungsbauunternehmen wird die Darstellung auf die Finanzierungsinstrumente bezogen, die sich vor allem durch ein charakteristisches Zahlungsprofil auszeichnen. Hierbei wurden neben Darlehen Zuschüsse und vor allem Verträge der Nutzungsüberlassung, insb. Miet-, Pacht- und Erbbauvertrag, als Finanzierungsinstrumente der Wohnungsbauunternehmen identifiziert.

Grundsätzlich wird die Besteuerung in der Literatur zur Unternehmensbewertung auf simplifizierende Annahmen bezüglich des Gewinnsteuersatzes reduziert. Zwar werden für Immobilienunternehmen aufgrund der besonderen Relevanz der Besteuerung Nebenrechnungen gefordert, aber nicht konkretisiert. Vor diesem Hintergrund werden die steuerlichen Besonderheiten der ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen untersucht. Hierbei wurde festgestellt, dass abweichend zur Unternehmensbewertung von herkömmlichen Unternehmen nicht von einer Maßgeblichkeit der Handels- für die Steuerbilanz ausgegangen werden kann, dass steuerliche Verlustvorträge vorliegen und dass darüber hinaus steuerliche Belastungen aufgrund von EK 02-Ausschüttungen berücksichtigt werden müssen. Aufgrund dieser Charakteristika wird deutlich, dass eine vereinfachte Berücksichtigung der Besteuerung durch einen durchschnittlichen Steuersatz nicht zielführend sein kann.

#### 4. ANALYSE BEWERTUNGSRELEVANTER CHARAKTERISTIKA

Im vorangehenden vierten Kapitel wurde bei der Beschreibung der Spezifika der ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen u. a. die Wechselwirkung zwischen Finanzierung, Ausschüttung und Besteuerung deutlich, die im Rahmen der Unternehmensbewertung zu vielfältigen Besonderheiten führen kann. Zielsetzung dieses Kapitels ist die Analyse der im dritten Kapitel beschriebenen bewertungsrelevanten Charakteristika.

##### 4.1. Definition eines Analysemodells

Um die Spezifika der Wohnungsbauunternehmen zu analysieren, soll auf die Arbitrageüberlegungen von *Modigliani/Miller* zurückgegriffen werden, deren Arbeiten aus den Jahren 1958<sup>701</sup> und 1963<sup>702</sup> das Fundament der DCF-Methoden im Allgemeinen und der APV-Methode<sup>703</sup> im Besonderen bilden. Diese Arbitrageüberlegungen sollen in Folgenden erläutert werden, um in dem folgenden Kapitel auf diesem Fundament die im dritten Kapitel dargelegten bewertungsrelevanten Spezifika zu analysieren. Hierzu werden zunächst in Kapitel 4.1.1 die grundlegenden Arbitrageüberlegungen von *Modigliani/Miller* zur Bewertung eines fremdfinanzierten Unternehmens dargestellt. In Kapitel 4.1.2 wird die Berücksichtigung der Einkommensbesteuerung der Anteilseigner dargestellt, um auf der Grundlage der sich hieraus ergebenden Besonderheiten in Kapitel 4.1.3 eine von *Stiglitz* vorgeschlagene Erweiterung der Arbitragetechnik von *Modigliani/Miller* vorzustellen, die vor dem Hintergrund der in Kapitel 4.1.2 dargestellten Einkommensbesteuerung der Anteilseigner eine besondere Relevanz erhält.

###### 4.1.1. Grundlegende Arbitrageüberlegungen von Modigliani/Miller bei einheitlicher Besteuerung von Zinsen und Dividenden

Im Rahmen ihrer Arbeiten zu Auswirkungen der Kapitalstruktur auf die Kapitalkosten und damit auf den Unternehmenswert gehen *Modigliani/Miller* von Arbitrageüberlegungen zur Preisbildung am vollkommenen Kapitalmarkt aus. In ihren Überlegungen beweisen sie die Auswirkungen der Kapitalstruktur auf die Kapitalkosten, indem sie zunächst definieren, dass es mindestens zwei annahmegemäß vollständig eigenkapitalfinanzierte Unterneh-

---

<sup>701</sup> Durch Arbitrageüberlegungen beweisen sie, dass in einer Welt ohne Steuern und bei vollkommenem Kapitalmarkt eine Änderung der Kapitalstruktur keinen Einfluss auf den Wert des Unternehmens hat, sondern dass dieser durch das operative Geschäft des Unternehmens geprägt wird. Vgl. *Modigliani, F./Miller, M. H. (Cost)*, S. 261-267.

<sup>702</sup> 1963 zeigen *Modigliani/Miller*, dass Kapitalstrukturmaßnahmen bei Anrechenbarkeit der Fremdkapitalzinsen auf die steuerliche Bemessungsgrundlage den Unternehmensgesamtwert verändern und diese aus der Finanzierung des Unternehmens resultierenden steuerlichen Vorteile des Unternehmens auf der Anteilseignerebene nicht oder nur unvollständig dupliziert werden können. Vgl. *Modigliani, F./Miller, M. H. (Correction)*, S. 433-443.

<sup>703</sup> Myers knüpft in seiner Arbeit zur APV-Methode an die Überlegungen von *Modigliani/Miller* an, aber leitet die Wertbeiträge der Finanzierung mit Hilfe der linearen Programmierung ab. Vgl. *Meyers, S. C. (Interactions)*, S. 1-25. Die Ergebnisse können jedoch ebenfalls anhand von Arbitrageüberlegungen erzielt werden.

men gäbe, die ein konstantes Verhältnis zwischen dem Preis ihrer Anteile und dem von den Anteilseigner erwarteten Gewinn aufweisen.<sup>704</sup> Diese Festlegung führt dazu, dass die Anteile der Unternehmen dieser so genannten Risikoklasse miteinander substituierbar sind.<sup>705</sup> Um die Auswirkung der Kapitalstruktur festzustellen, werden die finanziellen Überschüsse zweier Anteilseigner verglichen, von denen einer an einem anteilig fremdfinanzierten Unternehmen und der andere an einem vollständig eigenkapitalfinanzierten Referenzunternehmen der gleichen Risikoklasse beteiligt ist. In diesen Vergleich der Zahlungsströme wird der Versuch des Anteilseigners des vollständig eigenkapitalfinanzierten Unternehmens, durch private Kreditaufnahme einen betrags- und risikoäquivalenten Zahlungsstrom zu dem des Anteilseigners des anteilig fremdfinanzierten Vergleichsunternehmen zu generieren, mit einbezogen.<sup>706</sup> Um die arbitragefreie Bewertung des anteilig fremdfinanzierten Vergleichsunternehmens zu gewährleisten, kann dieses im Marktgleichgewicht nur so viel wert sein wie das vollständig eigenkapitalfinanzierte Referenzunternehmen abzüglich der privaten Verschuldung.<sup>707</sup> Diese von Modigliani/Miller vorgeschlagene Vorgehensweise<sup>708</sup> wird für die Analyse der Spezifika der Wohnungsbauunternehmen im Hinblick auf die Bewertung gewählt.

Im Rahmen dieser Analyse der Spezifika, die, wie im dritten Kapitel ausgeführt, nicht nur auf die Kapitalstruktur beschränkt sind, wird stets von einem Anteilseigner eines als Referenzunternehmen bezeichneten Unternehmens ausgegangen, welches nicht nur vollständig eigenkapitalfinanziert ist, sondern darüber hinaus nicht über das zu analysierende Spezifikum verfügt.

#### 4.1.2. Berücksichtigung der Einkommensbesteuerung des Bewertungssubjekts

Gegenstand der Arbitrageüberlegungen ist der Vergleich von Einkommenserwartungen der Anteilseigner des zu bewertenden und des zum Vergleich stehenden Unternehmens. Die Einkommenserwartung der Anteilseigner wird jedoch nicht nur durch Entscheidungen auf Unternehmensebene beeinflusst, sondern auch durch die auf Ebene des Anteilseigners durch die Dividendenausschüttungen ausgelösten Einkommensteuern. Im Folgenden soll in Abschnitt 4.1.2.1 diskutiert werden, ob die Einkommensteuern der Anteilseigner in die Bewertung einbezogen werden sollen oder ob diese ggf. ausgeblendet werden können.

---

<sup>704</sup> Vgl. Modigliani, F./Miller, M. H. (Cost), S. 267.

<sup>705</sup> Vgl. Modigliani, F./Miller, M. H. (Cost), S. 266.

<sup>706</sup> Vgl. Modigliani, F./Miller, M. H. (Cost), S. 269.

<sup>707</sup> Vgl. Modigliani, F./Miller, M. H. (Cost), S. 270.

<sup>708</sup> Diese Vorgehensweise wird von Drukarczyk auch als Modigliani/Miller-Technik bezeichnet. Vgl. Drukarczyk, J. (Unternehmensbewertung), S. 194.

#### 4.1.2.1. Nachsteuer- vs. Vorsteuerbetrachtung

Im Hinblick auf die Diskussion um die Relevanz der Kapitalstruktur unter Berücksichtigung von Ertragsteuern<sup>709</sup> weist *Miller* darauf hin, dass nicht nur die Ertragsteuern auf Unternehmensebene, sondern auch die Einkommensteuern des Anteilseigners berücksichtigt werden müssten, da dieser seine Einkommenssituation nach Einkommensteuern betrachtet.<sup>710</sup> Dieser Sichtweise schließen sich weite Teile der deutschsprachigen Literatur zur Unternehmensbewertung und auch zur wertorientierten Steuerung an.<sup>711</sup> Diese Berücksichtigung der Einkommensteuern wird mit der Eigentümerorientierung der Bewertung und der Verfügbarkeitsäquivalenz begründet.<sup>712</sup>

In der aktuellen Unternehmensbewertungsliteratur findet derzeitig eine erneute Diskussion um die Einbeziehung der Einkommensteuer statt. Die unterschiedlichen Positionen sollen im Folgenden zusammengefasst werden:

*Richter* diskutiert, ob die sich an einem Kapitalmarkt bildenden Gleichgewichtspreise nicht bereits implizit die Nachsteuerüberlegungen des Grenznachfragers berücksichtigen. Um eine doppelte Berücksichtigung von Ertragsteuern im Diskontierungszins zu vermeiden, wird von einer zusätzlichen Berücksichtigung von Ertragsteuern abgesehen.<sup>713</sup>

*Laas* weist darauf hin, dass Vor- und Nachsteuerbetrachtung sich unter engen Voraussetzungen entsprechen können. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass aus dem Bewertungsobjekt nicht nur einkommensbesteuerte Dividendenzuflüsse, sondern ebenso nicht besteuerte Kursgewinne resultieren. Wird der Anteil zu versteuernder Dividenden und steuerfreier Kursgewinne identisch im Kapitalisierungszins berücksichtigt, so entsprechen sich Vor- und Nachsteuerbetrachtung.<sup>714</sup> Hieraus wird gefolgert, dass – insoweit nicht konkrete

<sup>709</sup> Während Modigliani/Miller 1958 im Hinblick auf die Berücksichtigung von Ertragsteuern zu der Schlussfolgerung kommen, dass diese keine Auswirkung auf den Unternehmensgesamtwert haben – vgl. Modigliani, F./Miller, M. H. (Cost), S. 272 –, weisen sie 1963 diese Schlussfolgerung als nicht zutreffend zurück. Vgl. Modigliani, F./Miller, M. H. (Correction), S. 433.

<sup>710</sup> Vgl. Miller, M. H. (Debt), S. 267. Miller argumentiert für die Berücksichtigung der Einkommensteuern gegen eine optimale Kapitalstruktur auf Grund der mit der Verschuldung zunehmenden Insolvenzrisiken der Anteilseigner und deren daraus resultierenden steigenden Renditeforderungen für das von ihnen eingesetzte Eigenkapital, da er Insolvenzkosten zwar für existent, aber dennoch im Vergleich zu den Ertragsteuvorteilen für zu gering hält, als dass sich daraus eine optimale Kapitalstruktur begründen ließe. Vgl. Miller, M. H. (Debt), S. 262.

<sup>711</sup> Vgl. u. a. Crommen, M. (Finanzierung), S. 77-82; Dinsthul, V. (Unternehmensbewertung), S. 58; Hachmeister, D. (Discounted Cash Flow), S. 131; Hötzl, O./Beckmann, K. (Unternehmensteuerreform), S. 696-701; Husmann, S./Kruschwitz, L./Löffler, A. (Unternehmensbewertung), S. 24-42; Krolle, S./Knollmann, J. (Einkommensteuersatz); S. 77-82; Lobe, S. (Steuervorteil), S. 645-652; Moser, U. (Discounted Cash-flow), S. 117-123; Richter, F. (Konzeption), S. 31; Ring, S./Castedello, M./Schlumberg, E. (Steuersenkungsgesetz), S. 356-361; Schmidtbauer, R. (Kapitalisierungzinssatz), S. 1251-1257; Schmidtbauer, R. (Steuern), S. 1251-1257; Schüler, A. (Halbeinkünfteverfahren), S. 1531-1536; Schwetzer, B. (Besteuerung), S. 695-705; Streitferdt, F. (Verlustvorträge), S. 669-693.

<sup>712</sup> Vgl. Dinsthul, V. (Unternehmensbewertung), S. 58.

<sup>713</sup> Vgl. Richter, F. (Steuerparadoxon), S. 326.

<sup>714</sup> Vgl. Laas, T. (Steuern), S. 13.

Gründe dagegen sprechen – der Anteil von Dividenden und Kursgewinnen identisch im Kapitalisierungszinsfuß berücksichtigt werden sollte und folglich auf eine Berücksichtigung der Einkommensteuer verzichtet werden kann.<sup>715</sup>

Gegen die Sichtweise von *Richter* ist einzuwenden, dass sich zwar die Kapitalmarktrentite sehr wohl unter Berücksichtigung der Einkommensteuern der Anteilseigner bilden, aber ein Anteilseigner deshalb bei einer Mittelanlage am Kapitalmarkt dennoch nicht von der Einkommensbesteuerung freigestellt wird.

Auch *Laas* weist darauf hin, dass die Identität von Vor- und Nachsteuerbetrachtung nur unter engen Voraussetzungen gilt und, insoweit diese nicht gegeben sind, von einer Nachsteuerbetrachtung auszugehen ist.<sup>716</sup>

Deshalb wird im Folgenden von einer Nachsteuerbetrachtung ausgegangen. Ergänzend kann aber auch argumentiert werden, dass eine Diskussion der Unternehmensbewertung im Rahmen einer Nachsteuerbetrachtung dem Bewertungssubjekt, welches eine Vorsteuerbetrachtung vorzieht, die Möglichkeit eröffnet, durch Nullsetzung der Steuersätze die Vorsteuerbetrachtung in den Gleichungssystemen der Nachsteuerbetrachtung durchzuführen. Somit ist die Berücksichtigung von Einkommensteuer die umfassendere Darstellung, in die beide Sichtweisen einfließen, während eine Darstellung ohne Berücksichtigung der Einkommensteuern eine nachträgliche Einbeziehung von Einkommensteuern nicht mehr möglich macht.

#### 4.1.2.2. Diskussion des relevanten Steuersubjektes

Nachdem vorangehend eine Entscheidung für die Einbeziehung der Einkommensteuern in die weitere Betrachtung getroffen wurde, soll in diesem Abschnitt diskutiert werden, welches Besteuerungssubjekt und damit welche Besteuerungsgrundlagen berücksichtigt werden.

Häufig wird in der Literatur die natürliche Person als Bewertungssubjekt unterstellt.<sup>717</sup> Diese Annahme erscheint jedoch im Hinblick auf die aus dem Erwerb einer Wohnungsbaugesellschaft resultierenden Transaktionsvolumina auf den ersten Blick nicht nachvollziehbar. Vielmehr wird in der Regel eine Zweckgesellschaft in der Rechtsform einer Ka-

---

<sup>715</sup> Vgl. Laas, T. (Steuern), S. 14.

<sup>716</sup> Vgl. Laas, T. (Steuern), S. 13.

<sup>717</sup> Vgl. u. a. Crommen, M. (Finanzierung), S. 77-82; Dinstuhl, V. (Unternehmensbewertung), S. 58; Hachmeister, D. (Discounted Cash Flow), S. 131; Hötzl, O./Beckmann, K. (Unternehmenssteuerreform), S. 696-701; Husmann, S./Kruschwitz, L./Löffler, A. (Unternehmensbewertung), S. 24-42; Krolle, S./Knollmann, J. (Einkommensteuersatz); S. 77-82; Lobe, S. (Steuervorteil), S. 645-652; Moser, U. (Discounted Cash-flow), S. 117-123; Richter, F. (Konzeption), S. 31; Ring, S./Castedello, M./Schlumberg, E. (Steuersenkungsgesetz), S. 356-361; Schmidtbauer, R. (Kapitalisierungzinssatz), S. 1251-1257;

pitalgesellschaft Erwerber der Anteile sein, um eine entsprechende Haftungsbegrenzung zu erlangen.

Werden die Anteile einer Wohnungsbaugesellschaft in dem Vermögen einer inländischen Kapitalgesellschaft gehalten, so unterliegen die Beteiligungserträge dieser Anteile grundsätzlich der Gewerbe- und Körperschaftsteuerpflicht.

Im Rahmen der Gewerbesteuerermittlung können Dividenden von einer nicht steuerbefreiten inländischen Kapitalgesellschaft i. S. § 2 Abs. 2 GewStG nach § 9 Abs. 2a GewStG bei der Ermittlung des Gewerbeertrags gekürzt werden, wenn die Beteiligung zu Beginn des Erhebungszeitraums mindestens ein Zehntel des Grund- oder Stammkapitals beträgt. Somit entfällt unter diesen Voraussetzungen eine Gewerbesteuerung.

Weiterhin sind die Beteiligungserträge an in- und ausländischen Gesellschaften nach § 8b Abs. 1 KStG von der Körperschaftsbesteuerung freigestellt. Allerdings gelten von diesen Beteiligungserträgen 5% als Betriebsausgaben, die nach § 8b Abs. 1 KStG nicht abzugsfähig sind. Wird dabei unterstellt, dass die inländische Kapitalgesellschaft ausschließlich zum Zweck der Beteiligung an der Wohnungsbaugesellschaft gegründet wurde, so resultieren aufgrund der Freistellung nach § 8b Abs. 1 KStG keine Betriebseinnahmen daraus und die fünfprozentige Nichtabzugsfähigkeit der Betriebsausgaben ist damit im Hinblick auf die Besteuerung irrelevant und die Kapitalgesellschaft de facto von der Körperschaftsteuer befreit.

Da eine ausschließlich zum Halten von Beteiligungen gegründete Kapitalgesellschaft bei einem Anteil von mehr als 10% de facto - unter Vernachlässigung der fünfprozentigen Betriebsausgabenkürzung nach § 8b Abs. 1 KStG – von der Gewerbe- und Körperschaftsbesteuerung befreit ist, stellt sich die Frage, ob in dieser Konstellation die Besteuerung einer Kapitalgesellschaft als Anteilseigner zu berücksichtigen ist. Da das Management der Beteiligungsgesellschaft sich gegenüber den Anteilseignern der Kapitalgesellschaft verantworten muss, sollten Entscheidungen der Gesellschaft ebenfalls aus Sicht der Anteilseigner als natürliche Personen getroffen werden.<sup>718</sup> Folglich kann die steuerliche Situation der einkommensteuerpflichtigen inländischen Anteilseigner direkt berücksichtigt werden. Insofern ist die Annahme der natürlichen Person als Bewertungssubjekt unter Berücksichtigung der Besteuerung von Beteiligungserträgen aus Wohnungsbauunternehmen nicht abwegig und soll deshalb auch dieser Arbeit unterstellt werden. Gleichzeitig können sich im Einzelfall aufgrund alternativer Erwerbsstrukturen, die z. T. auch grenzüberschreitend sein können, andere steuerliche Implikationen für die ggf. auch aus-

---

Schmidtbauer, R. (Steuern), S. 1251-1257; Schüler, A. (Halbeinkünfteverfahren), S. 1531-1536; Schwetzler, B. (Besteuerung), S. 695-705; Streitferdt, F. (Verlustvorträge), S. 669-693.

ländischen Anteilseigner ergeben. Die Berücksichtigung dieser Umstände würde jedoch den Rahmen dieser Arbeit sprengen.

Bei der Besteuerung der natürlichen Personen wird das Halbeinkünfteverfahren unterstellt, nach dem Dividendenerlöte auf Ebene der Anteilseigner gemäß § 20 Abs. 1 Nr. 1 EStG einer hälftigen Einkommensbesteuerung unterworfen sind, während die andere Hälfte nach § 3 Nr. 40 d EStG von der Einkommensteuer befreit ist. Werden zum Erwerb der Anteile Darlehen aufgenommen, so sind die daraus resultierenden Zinsaufwendungen nach § 3 c Abs. 2 EStG ebenfalls nur hälftig abzugsfähig, insofern sie im Zusammenhang mit hälftig besteuertem Einkommen stehen. Werden die Mittel alternativ in Form von Anleihen angelegt, so unterliegen die Zinserlöte gemäß § 20 Nr. 1 EStG einer vollen Einkommensbesteuerung.

#### 4.1.3. Erweiterte Arbitrageüberlegungen von Stiglitz bei divergierender Besteuerung von Zinsen und Dividenden

Die Überlegungen zum grundlegenden Arbitragebeweis von *Modigliani/Miller* beruhen auf einer einheitlichen Besteuerung von Dividenden und Zinserlöten,<sup>718</sup> die offensichtlich beim Halbeinkünfteverfahren nicht gegeben ist. Diese ungleiche Besteuerung von Dividenden- und Zinseinkünften im Halbeinkünfteverfahren kann dazu führen, dass Marktteilnehmer diese Situation zu Arbitragezwecken nutzen.

##### 4.1.3.1. Arbitrageüberlegungen bei anteiliger Fremdfinanzierung

Im Zusammenhang mit der Einschränkung der Abzugsfähigkeit kreditaufnahmebedingter Zinsaufwendungen einerseits und der vollen Einkommensbesteuerung von Zinserlöten aus Anleihen sind nunmehr die Überlegungen von *Stiglitz* von Interesse, der hervorhebt, dass eine Arbitrage nicht nur durch private Kreditaufnahme, sondern auch durch die Veräußerung von festverzinslichen Wertpapieren dupliziert werden kann.<sup>720</sup>

Die vorgeschlagene Veräußerung von festverzinslichen Wertpapieren führt also zu einer Minderung der Zinserlöte in Höhe der Zinsaufwendungen eines privat aufgenommenen Darlehens – also einem betragsmäßig äquivalenten Ergebnis. Aber sie reduziert das zu versteuernde Einkommen um die volle Höhe der geminderten Zinserlöte, wohingegen die im Zusammenhang mit Dividendenerlöten stehenden Zinsaufwendungen lediglich zu einer Minderung des zu versteuernden Einkommens in Höhe der hälftigen Zinsaufwen-

---

<sup>718</sup> Vgl. Gorny, C./Rosenbaum, D. (Ertragsteuern), S. 866.

<sup>719</sup> Vgl. Miller, M. H. (Debt), S. 267.

<sup>720</sup> Vgl. Stiglitz, J. E. (Re-Examination), S. 786.

dungen führen.<sup>721</sup> Infolge der bei festverzinslichen Wertpapieren höheren arbitragebedingten Minderung der Einkommensteuerbelastung ist davon auszugehen, dass die Anteilseigner, die einen ausreichend hohen Bestand an festverzinsliche Wertpapieren in ihrem Portefeuille halten, keine Arbitrage durch private Verschuldung, sondern durch den Verkauf festverzinslichen Wertpapiere vornehmen werden.<sup>722</sup>

Dem nahe liegenden Einwand, dass diese Form der Arbitrage einen ausreichenden Bestand von veräußerbaren Wertpapieren voraussetzt,<sup>723</sup> ist zu entgegnen, dass zur Erreichung eines generellen Marktgleichgewichts nicht die Verhältnisse der Mehrheit oder eines durchschnittlichen Marktteilnehmers von Bedeutung sind, sondern die eines Grenzanbieters.<sup>724</sup> Es ist deshalb auszunehmen, dass sich das Marktgleichgewicht in einem freien Markt nicht unter Berücksichtigung von häufig einkommensentsteuerter Darlehensaufnahme, sondern durch den Verkauf von festverzinslichen Wertpapieren und damit einer vollen Einkommensbesteuerung bildet und die häufige Einkommensbesteuerung deshalb keine Relevanz hat.<sup>725</sup>

Alternativ zu dieser arbitragebasierten Argumentation für eine Berücksichtigung der vollen Einkommensteuer kann aber der in Abbildung 4.1 dargestellte Zusammenhang zwischen der Risikopräferenz des duplizierenden Anteilseigners und dem jeweiligen Arbitrageziel innewohnenden Risikoniveau gegen die Berücksichtigung einer häufigen Einkommensbesteuerung angeführt werden.<sup>726</sup> Wird ein risikoaverser Anteilseigner unterstellt, so bevorzugt dieser ein risikoloses Unternehmen und wird das Einkommen eines unverschuldeten Unternehmens (Risikoniveau I) durch das Einkommen eines verschuldeten Unternehmens (Risikoniveau II) und dem Verkauf festverzinslicher Wertpapiere duplizieren.<sup>727</sup> Bei der Duplikation tritt dann wiederum die Minderung des zu versteuernden Einkommens in voller Höhe der geminderten Zinserträge ein.<sup>728</sup>

---

<sup>721</sup> Vgl. Drukarczyk, J./Lobe, S. (Discounted Cash Flow), S. 15. Zu gleichem Ergebnis führen Arbitrageüberlegungen, bei den ein Anteilseigner einerseits Eigenkapital und andererseits Eigen- und Fremdkapital in Form von Gesellschafterdarlehen zur Verfügung stellt. Vgl. Dinstuhl, V. (Discounted-Cash-flow-Methoden), S. 81-83. Diese von Brealey/Myers vorgeschlagene Vorgehensweise zur Durchführung des Arbitragebeweises vgl. Brealey, R. A./Meyers, S. C. (Corporate Finance), S. 504 f., führt im Gegensatz zu den im Zusammenhang mit häufig besteuertem Dividendeneinkommen stehenden und deshalb nach § 3 c Abs. 2 EStG lediglich häufig anrechenbaren Zinsaufwendungen zu nach § 20 Nr. 1 EStG voll besteuerten Zinserträgen aus dem Gesellschafterdarlehen.

<sup>722</sup> Vgl. Lobe, S. (Steuervorteil), S. 650.

<sup>723</sup> Vgl. Lobe, S. (Steuervorteil), S. 650; Stiglitz, J. E. (Re-Examination), S. 786, wobei Stiglitz lediglich die Situation eines Individuums im Hinblick auf ein partielles Marktgleichgewicht diskutiert.

<sup>724</sup> Vgl. Krolle, S./Knollmann, J. (Einkommensteuersatz), S. 78.

<sup>725</sup> Vgl. Lobe, S. (Steuervorteil), S. 650.

<sup>726</sup> Vgl. Drukarczyk, J./Lobe, S. (Halbeinkünfteverfahren), S. 7.

<sup>727</sup> Vgl. Drukarczyk, J. (Unternehmensbewertung), S. 246.

<sup>728</sup> Vgl. Drukarczyk, J./Lobe, S. (Discounted Cash Flow), S. 15.

Bei der Nachbildung des Einkommens eines Unternehmens mit anteiliger Fremdfinanzierung (Risikoniveau II) durch das Einkommen eines unverschuldeten Unternehmens (Risikoniveau I) und private Kreditaufnahmen würde hingegen ein risikoaffiner Anteilseigner unterstellt.<sup>729</sup> Diese Annahme ist jedoch nicht kompatibel mit den Kapitalmarktgleichgewichtsmodellen zu Grunde liegenden Annahmen über den risikoaversen Anleger.<sup>730</sup>

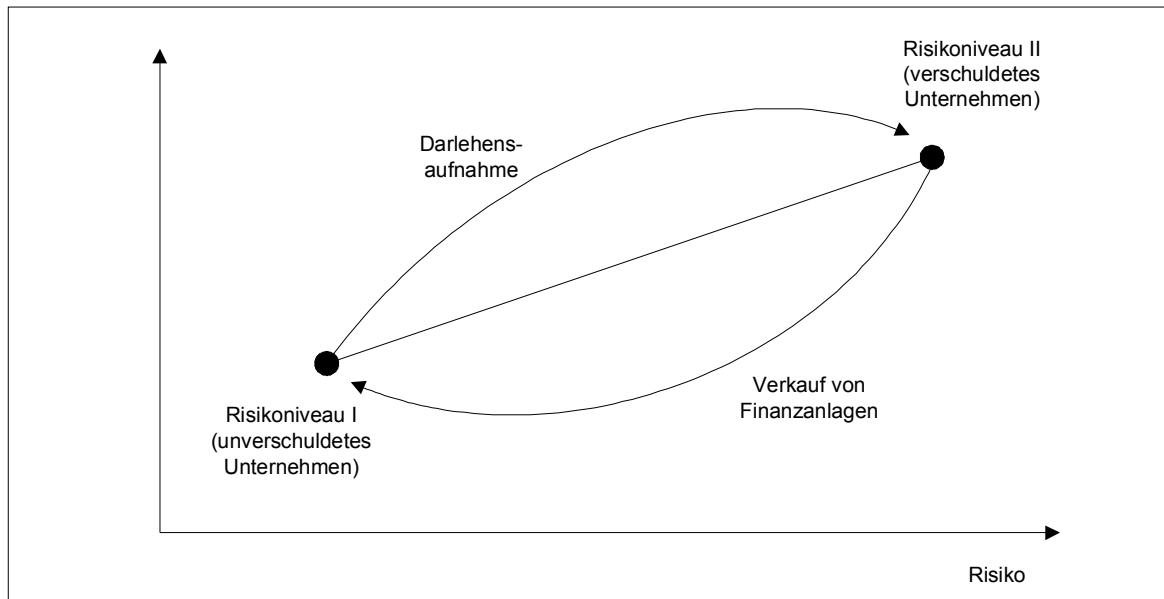


Abbildung 4.1: Unternehmensrisiko und Duplikationsmaßnahmen des Investors bei Fremdfinanzierung<sup>731</sup>

Für die Bewertung des Steuervorteils aus der Fremdfinanzierung bei den Halbeinkünfteverfahren ist deshalb darüber zu entscheiden, welche Risikopräferenz der Investor hat. Aus dieser subjektiven Entscheidung resultiert dann die Art der auf Investorenebene durchzuführenden Duplikationsoperationen, die eine halbe oder eine volle Einkommensbesteuerung nach sich ziehen.<sup>732</sup>

Für die Entscheidung zu Gunsten eines risikoaversen Anteilseigners und damit einer Minderung der Einkommensteuerbelastung in voller Höhe sprechen sowohl die sich andernfalls ergebenden Arbitragemöglichkeiten des Grenzanbieters als auch die Beibehaltung eines grundsätzlich risikoaversen Anlegers. Aus diesen Gründen werden die ursprünglichen Arbitrageüberlegungen von *Modigliani/Miller* für die folgenden Analysen um die von Stiglitz vorgeschlagene Veräußerung von festverzinslichen Wertpapieren erweitert und damit die volle Einkommensentsteuerung unterstellt.

<sup>729</sup> Vgl. Drukarczyk, J. (Unternehmensbewertung), S. 246.

<sup>730</sup> Vgl. Franke, G./Hax, H. (Finanzwirtschaft), S. 350. Würde hingegen ein risikoaffiner Anteilseigner unterstellt, so hätte diese Annahme die Berücksichtigung einer negativen Risikoprämie bei der Ermittlung der Renditeforderung der Anteilseigner zur Folge. Vgl. Franke, G./Hax, H. (Finanzwirtschaft), S. 297.

<sup>731</sup> In Anlehnung an Drukarczyk, J. (Unternehmensbewertung), S. 246.

<sup>732</sup> Vgl. Lobe, S. (Steuervorteil), S. 650.

#### 4.1.3.2. Arbitrageüberlegungen bei Mittelanlage

Die bisherigen Überlegungen dienten der Bewertung von Unternehmen mit anteiliger Fremdfinanzierung. Es ist jedoch auch denkbar, dass Unternehmen über verzinsliche Mittelanlagen verfügen, und somit stellt sich auch für diesen Fall die Frage nach der angemessenen Arbitrageoperation und nach deren Wirkungen auf das zu versteuernde Einkommen des Anteilseigners.

Aus Sicht eines Grenzanbieters ist es nahe liegend, statt mit einer Duplikation der verzinslichen Mittelanlage auf Unternehmensebene durch den Erwerb verzinslicher Anleihen eine volle Einkommensbesteuerung der Zinserträge in Kauf zu nehmen, alternativ die im Zusammenhang mit Dividendeneinkünften stehenden Darlehen zu tilgen und somit eine hälftige Entsteuerung durch die reduzierten Zinsaufwendungen herbeizuführen. Erwartungsgemäß führt diese Arbitrage mittels der Tilgung von Darlehen zu einem Marktgleichgewicht.

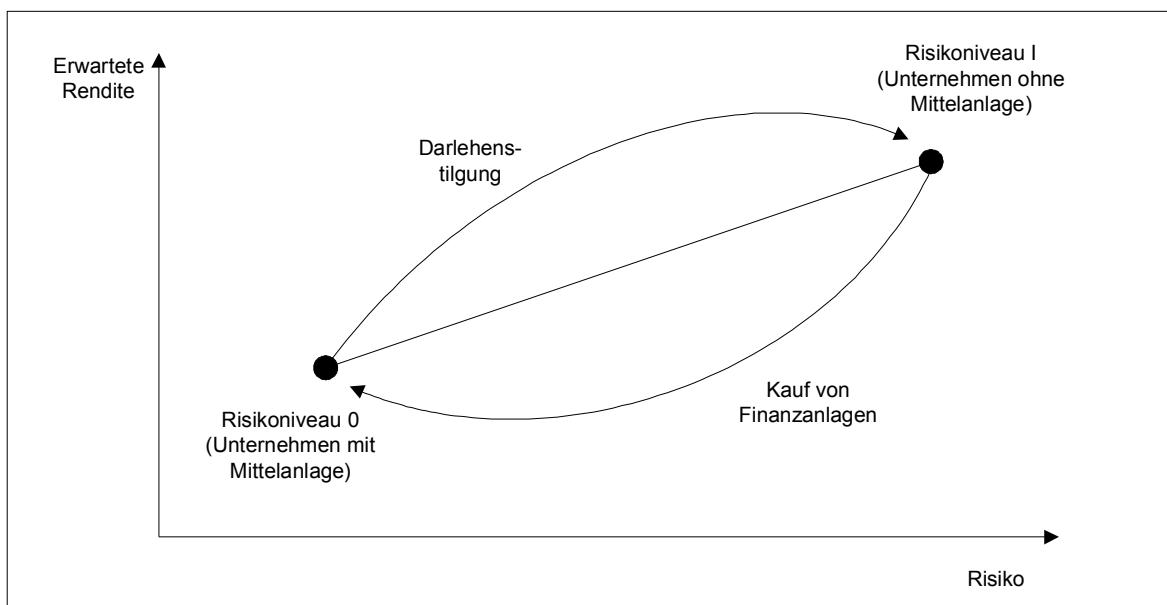


Abbildung 4.2: Unternehmensrisiko und Duplikationsmaßnahmen des Investors bei Mittelanlage<sup>733</sup>

Wird aber mit der Risikopräferenz des Anteilseigners argumentiert, so ergibt sich ein anderes Bild. Wird unterstellt, dass ein Anteilseigner das Risiko eines Unternehmens mit Mittelanlage geringer einschätzt als das Risiko eines Unternehmens ohne Mittelanlage,<sup>734</sup> so wäre es, wie in Abbildung 4.2 dargestellt, angemessen, das Einkommen eines Unternehmens mit Mittelanlage (Risikoniveau 0) durch das Einkommen eines Unternehmens

<sup>733</sup> In Anlehnung an Drukarczyk, J. (Unternehmensbewertung), S. 246.

<sup>734</sup> Dementsprechend sind die Kapitalkosten in einer zusammenfassenden Betrachtung mit den dem operativen Risiko behafteten Zahlungsströmen und der annahmegemäß risikolosen Mittelanlage an das verringerte Investitionsrisiko anzupassen bzw. die aus der risikolosen Mittelanlage resultierenden Zinserträge mit dem risikolosen Zinssatz zu diskontieren. Vgl. Schwetzler, B. (Besteuerung), S. 699.

ohne Mittelanlage (Risikoniveau I) und den aus dem Erwerb festverzinslicher Wertpapiere resultierenden Zinserträgen zu duplizieren. Bei dieser Duplikation tritt dann eine Erhöhung der Einkommensteuerbelastung wegen der Verzinsung des zu Duplikationszwecken erworbenen Wertpapiers in voller Höhe ein.

Die aus der Bewertung eines aus der Mittelanlage auf Unternehmensebene resultierenden Steuereffekts zu treffende Annahme über die Einkommensteuerwirkung im Rahmen der Arbitrage ist somit in sehr viel höherem Maße eine Ermessensfrage des Bewertungssubjektes und spiegelt die Subjektivität der Unternehmensbewertung erneut wider. Infolge des sich aus den halb entsteuerten Zinsaufwendungen ergebenden Arbitragenvorteils, wird für die Bewertung verzinslicher Mittelanlagen einer hälftigen Einkommensbesteuerung der Vorzug gegeben.

Diese Vorgehensweise widerspricht nicht der bei der Fremdfinanzierung vorgenommenen Duplikation mit voll besteuerten Wertpapieren, da eine Duplikation durch den Einsatz mehrerer Finanztitel gleichzeitig erfolgen kann. Bei einem fremdfinanzierten Unternehmen mit Mittelanlage auf Unternehmensebene wären dann zur Duplikation der Fremdfinanzierung voll besteuerte Wertpapiere zu verkaufen und zur Duplikation der Mittelanlage halbbesteuerte Wertpapiere zu erwerben bzw. halbabzugsfähige Kredite zu tilgen.

Im Rahmen dieser Analyse der Spezifika, die, wie im vierten Kapital ausgeführt, nicht nur auf die Kapitalstruktur beschränkt sind, wird stets von einem Anteilseigner eines als Referenzunternehmen bezeichneten Unternehmens ausgegangen, welches nicht nur vollständig eigenkapitalfinanziert ist, sondern darüber hinaus über das zu analysierende Spezifikum nicht verfügt. Die Einkommenserwartung dieses Anteilseigners wird unter Beachtung der aus der Arbitrage resultierenden Einkommens- und Einkommensteuereinflüsse mit der Einkommenserwartung des Anteilseigners verglichen, der an einem im Folgenden als Vergleichsunternehmen bezeichneten Unternehmen beteiligt ist, welches über die jeweiligen zu analysierenden Spezifika verfügt.

#### 4.2. Wert der operativen Aktivitäten

Den Arbitrageüberlegungen von Modigliani/Miller folgend, wird im folgenden Kapital zunächst der Wert bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung untersucht. Zur Verdeutlichung des Werteinflusses von Verfügungsrestriktionen und des Werteinflusses von Transaktionskosten auf Ebene des Anteilseigners werden diese beiden letztgenannten Aspekte gesondert in den Kapiteln 4.2.2 und 4.2.3 analysiert.

#### 4.2.1. Wert bei angestrebter Fortführung

Im Rahmen der Arbitragebeweise wird stets ein anteilig fremdfinanziertes Unternehmen einem vollständig eigenkapitalfinanzierten gegenübergestellt. Diese Vorgehensweise führt bei der durch die Arbitrageüberlegungen inspirierten APV-Methode dazu, dass diese Systematik aufgegriffen wird und ebenfalls ein Wert bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung zu ermitteln ist.

Ausgangspunkt für die nachfolgenden Überlegungen zur Ermittlung des Werteinflusses der Fremdfinanzierung beim Halbeinkünfteverfahren sei ein an einem vollständig eigenkapitalfinanzierten Referenzunternehmen beteiligter Anteilseigner, der aus Vereinfachungsgründen alle Anteile des Unternehmens, einer Kapitalgesellschaft, hält.<sup>735</sup> An diesen Anteilseigner wird der Free Cash Flow ausgeschüttet, der sich aus dem steuerbilanzidentischen Ergebnis bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung nach Ertragsteuern auf Unternehmensebene<sup>736</sup> und nach Nettoauszahlungen für eine werterhöhende Reinvestition ergibt.<sup>737</sup>

$$(4.1) \quad FCF_t = [X_t^E (1 - s_{\text{GewSt}})(1 - s_{\text{KSt}}) - \Delta I_t]$$

Der Free Cash Flow berücksichtigt jedoch noch nicht die bei Ausschüttung an den Anteilseigner resultierende hälfte Einkommensbesteuerung:

$$(4.2) \quad FCF_t = [X_t^E (1 - s_{\text{GewSt}})(1 - s_{\text{KSt}}) - \Delta I_t] (1 - 0,5s_{\text{EST}})$$

mit:  $X_t^E$  Zahlungsstrom bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung;  $\Delta I$  Nettoinvestition;  $i$  Zinssatz;  $s_{\text{GewSt}}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{\text{KSt}}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{\text{EST}}$  Einkommensteuersatz.

Dieses auch als Referenzeinkommen bezeichnete Einkommen des an einem vollständig eigenkapitalfinanzierten Unternehmen beteiligten Anteilseigners wird im Verlauf der weiteren Untersuchungen als Ausgangspunkt für die zur Wertermittlung durchzuführenden Vergleiche herangezogen und ist deshalb von großer Bedeutung für alle weiteren Überlegungen.

Im Referenzeinkommen werden die Auswirkungen von Verfügungsrestriktionen und Transaktionskosten auf Anteilseignerebene nicht bedacht. Ebenso werden etwaige aus

---

<sup>735</sup> Vgl. Lobe, S. (Steuervorteil), S. 646.

<sup>736</sup> Von einer Kapitalertragsteuerbelastung der Bruttobardividende in Höhe von 20% gemäß § 43a Abs. 1 Nr. 1 EStG wird wegen der gemäß § 36 Abs. 2 Nr. 2 EStG möglichen Anrechenbarkeit der Kapitalertragsteuer auf die persönliche Einkommensteuerschuld des Anteilseigners abgesehen.

<sup>737</sup> Vgl. Drukarczyk, J. (Unternehmenssteuerung neu), S. 146.

der Ausschüttung resultierende Körperschaftsteuererstattungen oder -belastungen bei der Ermittlung des Free Cash Flows nicht berücksichtigt.<sup>738</sup>

Die Nettoauszahlungen für Investitionen setzen sich aus den Auszahlungen für Investitionen in das Anlagevermögen und den Veränderungen des Nettoumlauftvermögens<sup>739</sup> gemindert um die Abschreibungen zusammen. Die Abschreibungen können die Wirkung der Investitionsauszahlung teilweise kompensieren, da sie bereits im Ergebnis als Aufwendung bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung berücksichtigt sind, ihnen aber keine Auszahlungen gegenüberstehen:<sup>740</sup>

$$(4.3) \quad \Delta I_t = I_t \pm \Delta NUV_t - Ab_t + AR_t - ZR_t$$

mit:  $\Delta I$  Nettoinvestition;  $I$  Investitionsauszahlungen;  $Ab$  Abschreibungen;  $\Delta NUV$  Veränderung des Nettoumlauftvermögens;  $AR$  Auflösung von Rückstellungen;  $ZR$  Zuführungen zu Rückstellungen.

Im Mittelpunkt der auch als residuale Ausschüttungspolitik bezeichneten Ausschüttung des Free Cash Flows an den Anteilseigner steht die *Ausschüttungsfinanzierbarkeit*. Alle aus der Periode resultierenden zusätzlich verfügbaren Mittel nach Durchführung der wert erhöhenden Nettoinvestitionen werden an den Anteilseigner ausgeschüttet und der Liquiditätssaldo verändert sich mithin nicht.<sup>741</sup> Dieses erwartete Einkommen des Anteilseigners des vollständig eigenkapitalfinanzierten Unternehmens dient im Folgenden als Referenzeinkommen für alle weiteren Arbitrageüberlegungen.

Unter Berücksichtigung dieses Residualeinkommens und der Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber ergibt sich ein Wert bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung von:

$$(4.4) \quad V^E = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{[X_t^E (1-s_{GewSt}) (1-s_{KSt}) - \Delta I_t] (1-0,5s_{Est})}{(1+k_E \times (1-s_{Est}))^t}$$

mit:  $V^E$  Wert des Unternehmens bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung;  $X_t^E$  Zahlungsstrom bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung,  $\Delta I$  Nettoinvestition;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $k_E$  Renditeforderung der Eigenkapitalgeber;  $s_{Est}$  Einkommensteuersatz.

#### 4.2.2. Werteinfluss der Restriktionen des Sozialkatalogs

Kann der Anteilseigner aufgrund bestehender Restriktionen das Unternehmen nicht entsprechend seiner Planung fortführen oder treten auf Unternehmensebene aus der An-

---

<sup>738</sup> Vgl. Drukarczyk, J./Richter, F. (APV-Ansatz), S. 565.

<sup>739</sup> Das Nettoumlauftvermögen setzt sich zusammen aus Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, Vorräten abzüglich Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, erhaltenen Anzahlungen, sonstigen Verbindlichkeiten. Wesentliches Abgrenzungskriterium ist, dass die Positionen des Nettoumlauftvermögens nicht verzinslich sind. Vgl. Mandl, G./Rabel, K. (Methoden), S. 55.

<sup>740</sup> Vgl. Drukarczyk, J. (Unternehmenssteuerung neu), S. 234.

<sup>741</sup> Vgl. Drukarczyk, J. (Unternehmensbewertung), S. 209.

teilsübertragung zusätzliche Kosten auf, so weicht der erwartete von dem ursprünglich geplanten Free Cash Flow des Unternehmens ab:

$$(4.5) \quad FCF_t = [X_t^E \pm \Delta R_t (1 - s_{GewSt}) (1 - s_{KSt}) - \Delta I_t \pm \Delta I_t^R] (1 - 0,5 s_{Est})$$

mit:  $X_t^E$  Zahlungsstrom bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung;  $\Delta R_t$  restriktionsbedingter Ergebniseffekt;  $\Delta I_t$  Nettoinvestition;  $\Delta I_t^R$  restriktionsbedingte Nettoinvestition;  $i$  Zinssatz;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{Est}$  Einkommensteuersatz.

Der Anteilseigner des Referenzunternehmens unterliegt hingegen nicht dieser Restriktion und kann bzw. wird diese Restriktionen nicht durch Veränderung seines aus Darlehen und festverzinslichen Anlagen bestehenden Portefeuilles duplizieren, da diese Restriktionen einen Nachteil darstellen, der für eine duplizierenden Anteilseigner nicht erstrebenswert ist. Die steuerbedingte Einkommensveränderung des durch Restriktionen eingeschränkten Unternehmens ergibt sich, indem das Referenzeinkommen (4.2) von dem Einkommen des Anteilseigners des durch die Restriktion in der Fortführung eingeschränkten Unternehmens (4.5) abgezogen wird:

(4.6)

$$\underbrace{(\pm \Delta R_t \pm \Delta I_t^R)(1 - s_{Est})}_{\text{Restriktion}} + \underbrace{0,5 s_{Est} (\pm \Delta R_t \pm \Delta I_t^R)}_{\text{Einkommensteuereffekt}} - \underbrace{\Delta R_t [s_{GewSt} (1 - s_{KSt}) + s_{KSt}] (1 - 0,5 s_{Est})}_{\text{Restriktionsbedingter Unternehmenssteuereffekt}}$$

mit:  $\Delta R_t$  restriktionsbedingter Ergebniseffekt;  $\Delta I_t^R$  restriktionsbedingte Nettoinvestition;  $s_{Est}$  Einkommensteuersatz.

Die Einkommensveränderung wird durch drei Effekte bestimmt. Zunächst erhält der Anteilseigner des bezuschussten Unternehmens einen durch die Restriktion selbst bedingten Einkommenvorteil bzw. -nachteil, der sich einerseits aus dem ergebniswirksamen Effekt und andererseits aus dem nettoinvestitionswirksamen Effekt zusammensetzt. Da die Restriktionen auf Ebene des Unternehmens eintreten, werden die Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber herangezogen.

$$(4.7) \quad R = \sum_{t=1}^n \frac{(\pm \Delta R_t \pm \Delta I_t^R)(1 - s_{Est})}{[1 + k_E (1 - s_{Est})]^t}$$

mit:  $R$  Wert der Restriktion;  $\Delta R_t$  periodisch eintretender restriktionsbedingter Ergebniseffekt;  $\Delta I_t^R$  periodisch eintretende restriktionsbedingte Nettoinvestition;  $k_E$  Renditeforderung der Eigenkapitalgeber;  $s_{Est}$  Einkommensteuersatz.

Ist der Nettoeffekt aus der Restriktion negativ, entsteht für den Anteilseigner ein arbitragetriebener Einkommensteuernachteil, da auf Unternehmensebene lediglich eine hälfte Einkommensteuerminderung eintritt, während auf persönlicher Ebene eine vollständige Einkommensteuerminderung eingetreten wäre. Eine restriktionsbedingte Cash Flow-Min-

derung auf Unternehmensebene ist somit für den Anteilseigner relativ zu einer Minderung des Cash Flows auf privater Ebene unter Einkommensteuergesichtspunkten nachteilig.

$$(4.8) \quad V^{EStt} = \sum_{t=1}^n \frac{0,5s_{ESt} (\pm \Delta R_t \pm \Delta I_t^R)}{[1 + i_r (1 - s_{ESt})]^t}$$

mit:  $V^{ESt}$  Wert des arbitragebedingten Einkommensteuereffektes;  $\Delta R_t$  periodisch eintretender restriktionsbedingter Ergebniseffekt;  $\Delta I_t^R$  periodisch eintretende restriktionsbedingte Nettoinvestition;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $s_{ESt}$  Einkommensteuersatz.

Diesen Nachteilen des Anteilseigners des Vergleichsunternehmens steht der Vorteil der Minderung der Unternehmensbesteuerung aufgrund der restriktionsbedingten Ergebnisminderung auf Unternehmensebene gegenüber.

$$(4.9) \quad V^{RSt} = \sum_{t=1}^n \frac{\pm \Delta R_t [s_{GewSt} (1 - s_{KSt}) + s_{KSt}] (1 - 0,5s_{ESt})}{[1 + i_r (1 - s_{ESt})]^t}$$

mit:  $V^{RSt}$  Wert des restriktionsbedingten Steuereffektes,  $\Delta R_t$  periodisch eintretender restriktionsbedingter Ergebniseffekt;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{ESt}$  Einkommensteuersatz.

Aufgrund der eintretenden Unternebensteuerersparnis werden die erwerbsbedingten Restriktionen und Implikationen aus Sicht des Anteilseigners nicht in vollem Umfang wirksam, sondern teilweise kompensiert.

#### 4.2.3. Werteinfluss der Transaktionskosten

Während im vorangehenden Kapital die Verfügungsrestriktionen und Implikationen aus der Anteilsübertragung auf Unternehmensebene betrachtet wurden, werden im Folgenden die Werteinflüsse der auf Anteilseignerebene eintretenden Implikationen der Anteilsübertragung untersucht. Hinsichtlich des Werteinflusses unterscheiden sich diese Implikationen von denen auf der Ebene des Bewertungs- und Erwerbsobjektes dadurch, dass sie keinen Einfluss auf die Steuerbemessungsgrundlage des Unternehmens haben und somit hieraus keine Unternehmensteuereffekte resultieren.

Ausgehend von dem Referenzeinkommen der Gleichung (4.2) wird der Free Cash Flow vor Einkommensteuern durch die zusätzlichen Auszahlungen auf Ebene des Anteilseigners gemindert, welche die Einkommensteuerbemessungsgrundlage reduzieren:

$$(4.10) \quad FCF_t = [X_t^E (1 - s_{GewSt}) (1 - s_{KSt}) - \Delta I_t - X_t^T] (1 - 0,5s_{ESt})$$

mit:  $X_t^E$  Zahlungsstrom bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung,  $\Delta I$  Nettoinvestition;  $X_t^T$  transaktionsbedingte Auszahlungen;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{ESt}$  Einkommensteuersatz.

Für den Anteilseigner des Referenzunternehmens entstehen c. p. keine Transaktionskosten. Die Einkommensveränderung des durch Transaktionskosten belasteten Erwerbers ergibt sich, indem das Referenzeinkommen (4.2) von dem Einkommen des durch Transaktionskosten belasteten Anteilseigners (4.10) abgezogen wird:

$$(4.11) \quad X_t^T \underbrace{(1 - s_{EST})}_{\text{Transaktions- kosten}} + \underbrace{0,5s_{EST} X_t^T}_{\text{Einkommen- steuereffekt}}$$

mit:  $X_t^T$  transaktionsbedingte Auszahlungen;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz.

Die Einkommensveränderung des Anteilseigners wird lediglich durch die Transaktionskosten und den aus dem Halbeinkünfteverfahren resultierenden Einkommensteuereffekt begründet.

Der Werteinfluss der Transaktionskosten unter Berücksichtigung einer vollen Einkommensbesteuerung wird nicht mit der risikoadjustierten Renditeforderung der Eigenkapitalgeber diskontiert, da die Transaktionskosten nicht dem operativen Risiko des zu erwerbenden Wohnungsbauunternehmens unterliegen, so dass der risikofreie Zinssatz angesetzt wird:

$$(4.12) \quad V^T = - \sum_{t=1}^n \frac{X_t^T (1 - s_{EST})}{[1 + i_f (1 - s_{EST})]^t}$$

mit:  $V^T$  Wert der Transaktionskosten;  $X_t^T$  transaktionsbedingte Auszahlungen;  $i_f$  risikofreier Zinssatz;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz.

Weiterhin ergibt sich aus der Ermittlungssystematik ein negativer Einkommensteuereffekt, da bei der Ermittlung des Wertes der Transaktionskosten zunächst eine volle Besteuerung unterstellt wurde, während bei den dem Halbeinkünfteverfahren unterliegenden Beteiligungserträgen lediglich das Halbabzugsverfahren zum Zuge kommt:

$$(4.13) \quad V^{ESTI} = - \sum_{t=1}^n \frac{0,5s_{EST} X_t^T}{[1 + i_f (1 - s_{EST})]^t}$$

mit:  $V^{ESTI}$  Wert des arbitragebedingten Einkommensteuereffektes;  $X_t^T$  Transaktionsbedingte Auszahlungen;  $i_f$  risikofreier Zinssatz;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz.

Bei der Ermittlung des Wertes der Transaktionskosten zeigt sich die unterschiedliche steuerliche Behandlung der Aufwendungen bei Beteiligungserträgen, die lediglich nach dem Halbabzugsverfahren geltend gemacht werden können, und den Aufwendungen bei den Zinserträgen der Alternativinvestition, die vollumfänglich als Werbungskosten berücksichtigt werden können. Diese steuerliche Ungleichbehandlung bei Berücksichtigung der Werbungskosten führt dazu, dass der Einkommensnachteil aus Transaktionskosten be-

dingt durch den Einkommensteuernachteil höher ist als bei einer festverzinslichen Alternativinvestition, die zu Arbitragezwecken herangezogen werden würde.

#### 4.3. Werteinfluss der Fremdfinanzierung

Im folgenden Kapitel wird der Werteinfluss der in Kapitel 3.5 identifizierten Instrumente der Fremdfinanzierung von Wohnungsbauunternehmen analysiert. Hierbei werden nicht die Werte der Finanzierungen betrachtet, sondern auch die damit unmittelbar zusammenhängenden Unternehmens- und Einkommensteuereffekte.

##### 4.3.1. Überlegungen zur Berücksichtigung der Finanzierung

Der weiteren Analyse des Werteinflusses der Fremdfinanzierung sollen im Folgenden zwei grundlegende Überlegungen vorangestellt werden. Zunächst wird in Kapitel 4.3.1.1 die generell unterstellte Vorteilhaftigkeit der Finanzierung im Kontext des Halbeinkünfteverfahrens untersucht. Daran anschließend wird in Kapitel 4.3.1.2 der Umgang mit den Wechselwirkungen zwischen der Objektförderung als Finanzierung und dem operativen Geschäft bei einer angenommenen vollständigen Eigenkapitalfinanzierung diskutiert.

###### 4.3.1.1. Vorteilhaftigkeit der Finanzierung im Halbeinkünfteverfahren

Der in der Betriebswirtschaftslehre als Leverage-Effekt bekannte Zusammenhang, dass die Erhöhung des Fremdkapitals bei konstanter Gesamtkapitalrendite so lange vorteilhaft ist, wie die Fremdkapitalrendite geringer ist als die Gesamtkapitalrendite, veranlasst zu der Vermutung, dass dieser Effekt entsprechend in der Bewertung von Unternehmen gilt und damit zunehmende Fremdkapitalaufnahme c.p. zu zunehmenden Unternehmensgesamtwerten führt. Weiterhin wird angenommen, dass die Thesaurierung von Mitteln, deren Verwendung im Unternehmen nicht zu einer die Renditeforderung der Kapitalgeber übertreffenden Rendite führen, zu einer Wertminderung des Unternehmensgesamtwertes führen.<sup>742</sup> Es wird analysiert, inwieweit diese zunächst schlüssigen Grundannahmen über den Werteinfluss von Finanzierung und Ausschüttung unter allen Umständen im Rahmen des Halbeinkünfteverfahrens gültig sind.

Wie bereits in Kapitel 4.1.2 dargestellt, wird der preisbestimmende Grenzanbieter seine Arbitrageüberlegungen auf den Verkauf voll einkommensbesteuerter festverzinslicher Wertpapiere stützen. Bei der hälftigen Besteuerung der Dividendenerträge führt diese Vorgehensweise bei der Arbitrage zu einer Minderung des finanzierungsbedingten Steuereffektes, der sogar zu einer Minderung des Unternehmensgesamtwertes führen kann. Hier wird untersucht, welche Zusammenhänge zwischen Ertragsteuern und dem finanzie-

---

<sup>742</sup> Vgl. u. a. Beine, F. (Einkünfte), S.533.

rungsbedingten Steuereffekt im Halbeinkünfteverfahren gelten und unter welchen Umständen die Aufnahme von Fremdkapital zu Steuernachteilen führt.

Infolge der finanzierungsbedingten Ertragsteuerersparnis erzielt der Anteilseigner eines anteilig fremdfinanzierten Unternehmens bei unterstellter hälflicher Hinzurechnung von Dauerschuldzinsen bei der Ermittlung der Gewerbeertragsteuer eine unternehmensteuerersparnisbedingte Einkommenserhöhung:

$$(4.14) \quad i_n F_{B,t-1} [0,5s_{\text{GewSt}} (1 - s_{\text{KSt}}) + s_{\text{KSt}}] (1 - 0,5s_{\text{ESt}})$$

mit:  $i_n$  Nominalzinssatz;  $F_B$  Buchwert des Fremdkapitals;  $s_{\text{GewSt}}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{\text{KSt}}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{\text{ESt}}$  Einkommensteuersatz.

Der Anteilseigner des vollständig eigenkapitalfinanzierten Referenzunternehmens hat hingegen durch den Versuch, den Zahlungsstrom des Anteilseigners eines anteilig fremdfinanzierten Unternehmens durch den betragsäquivalenten Verkauf von festverzinslichen Wertpapieren nachzubilden, eine Minderung des zu versteuernden Einkommens in voller Höhe der Zinserträge und eine damit im Zusammenhang stehende Einkommensteuerersparnis:

$$(4.15) \quad i_n F_{B,t-1} (1 - s_{\text{ESt}})$$

mit:  $i_n$  Nominalzinssatz;  $F_B$  Buchwert des Fremdkapitals;  $s_{\text{ESt}}$  Einkommensteuersatz.

Wird, um das für die Bemessung eines Steuervorteils aus der Unternehmensfinanzierung maßgebliche zusätzliche Einkommen des Anteilseigners des anteilig fremdfinanzierten Unternehmens zu ermitteln, die Einkommensveränderung des duplizierenden Anteilseigners (4.15) von dem des anteilig fremdfinanzierten Unternehmens (4.14) abgezogen, so ergibt sich folgender Einkommensvorteil aus der anteiligen Fremdfinanzierung auf Unternehmensebene:

$$(4.16) \quad \underbrace{i_n F_{B,t-1} [0,5s_{\text{GewSt}} (1 - s_{\text{KSt}}) + s_{\text{KSt}}] (1 - 0,5s_{\text{ESt}})}_{\text{Finanzierungsbedingter Unternehmenssteuereffekt}} - \underbrace{0,5s_{\text{ESt}} i_n F_{B,t-1}}_{\text{Einkommensteuerkorrektur}}$$

mit:  $i_n$  Nominalzinssatz;  $F_B$  Buchwert des Fremdkapitals;  $s_{\text{GewSt}}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{\text{KSt}}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{\text{ESt}}$  Einkommensteuersatz.

Aus dem negativen zweiten Term der Gleichung (4.16) ist ersichtlich, dass durch die Aufnahme von Fremdkapital im Rahmen des Halbeinkünfteverfahrens Konstellationen entstehen können, in denen die Einkommenserwartung des Anteilseigner des anteilig fremdfinanzierten Unternehmens gemindert werden.

Bei einem gegebenen Körperschaftsteuersatz<sup>743</sup> und einem durch den Anteilseigner c.p. nicht zu beeinflussenden Einkommensteuersatz ist der Gleichgewichtszustand, in dem sich beide Effekte kompensieren und der Anteilseigner der Aufnahme von Fremdkapital indifferent gegenübersteht, von dem durch den Gewerbesteuerhebesatz determinierten Gewerbesteuersatz abhängig.<sup>744</sup> Wird der Gewerbesteuersatz in einer Ungleichung (4.13) durch die Bestimmungsgleichung des Gewerbeertragsteuersatzes<sup>745</sup> resubstituiert, der Körperschaftsteuersatz eingesetzt und die sich dann ergebende Ungleichung nach dem Gewerbesteuerhebesatz aufgelöst, so ergibt sich folgende Ungleichung für den Gewerbesteuerhebesatz:

$$(4.17) \quad H \leq -\frac{40(5s_{ESt} - 2)}{13s_{ESt} - 10}$$

mit:  $H$  Hebesatz;  $s_{ESt}$  Einkommensteuersatz.

Der in Abbildung 4.3 dargestellte Verlauf des Grenzgewerbesteuerhebesatzes in Abhängigkeit von der Einkommensteuer des Anteilseigners zeigt, dass bei Einkommensteuersätzen bis 25% lediglich Steuervorteile aus der Fremdfinanzierung resultieren können, da negative Hebesätze nicht möglich sind.

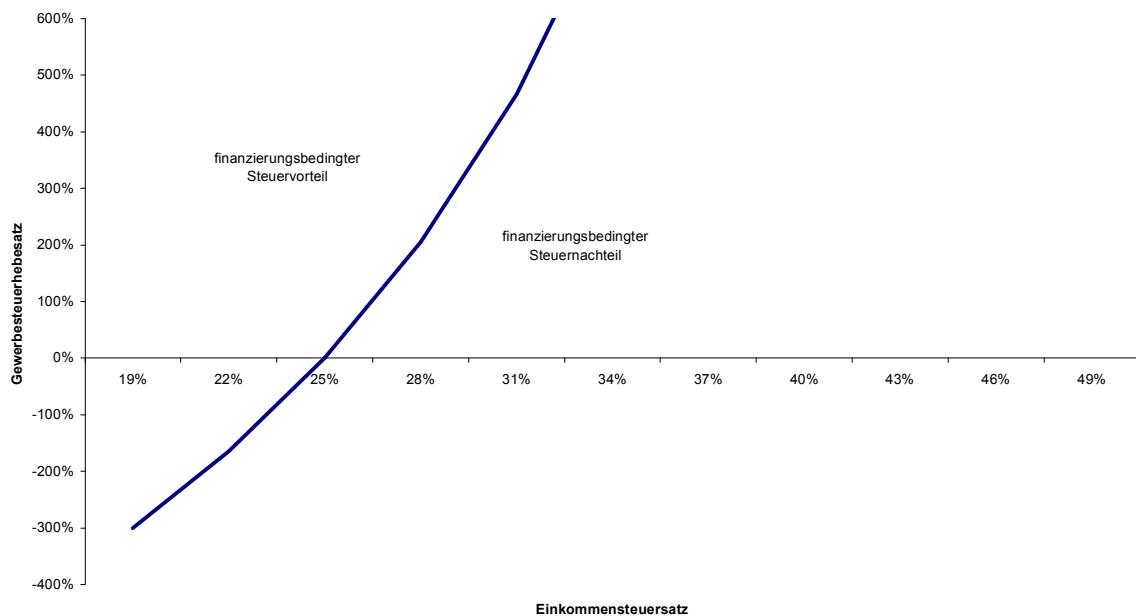


Abbildung 4.3: Finanzierungsbedingte Steuereffekte in Abhängigkeit vom Einkommensteuersatz und Gewerbesteuerhebesatz

<sup>743</sup> Der Körperschaftsteuersatz beträgt nach § 23 Abs. 1 KStG 25%.

<sup>744</sup> Hierbei wird unterstellt, dass das Insolvenzrisiko durch eine zusätzliche Aufnahme von Fremdkapital nicht steigt.

<sup>745</sup> Die Bestimmungsgleichung für den Gewerbesteuersatz lautet für Kapitalgesellschaften

$$s_{GewSt} = \frac{0,05 \times H}{1 + 0,05 \times H}.$$

Wird dieser kritische Einkommensteuersatz überschritten, so ergeben sich immer dann finanziierungsbedingte Steuernachteile, wenn die Hebesätze geringer sind als der jeweilige Grenzhebesatz. Dieser Steuernachteil resultiert daraus, dass die Gewerbeertragsteuerersparnis im Verhältnis zu den duplikationsbedingten Einkommensteuerersparnissen zu gering ist.

#### 4.3.1.2. Wechselwirkungen zwischen Objektförderungen und operativen Aktivitäten

Die Finanzierungen durch Objektförderungen sind an die Einhaltung bestimmter Bindungs- und Belegungsauflagen des Förderungsgebers gebunden. Der förderungsbedingten Begünstigung stehen somit auch Nachteile gegenüber, die einerseits in einem Mietverzicht bestehen können und andererseits in nicht oder nur schwer beeinflussbaren Einschränkungen bei der Auswahl möglicher Mieter.<sup>746</sup> Im Gegensatz zu anderen Finanzierungsarten ergibt sich also ein Zusammenhang zwischen Investitions- und Finanzierungsentscheidung.

Eine wesentliche Prämisse der Kapitalmarktmodelle, auf denen die DCF-Methoden basieren, ist die Unabhängigkeit von einer Investitions- und Finanzierungsentscheidung,<sup>747</sup> die durch die Rahmenbedingungen der Förderung des Wohnungsbaus offensichtlich verletzt wird. In diesem Fall lassen sich Bewertungsüberlegungen nur noch durch die Methoden der linearen Optimierung vollziehen.<sup>748</sup> Aufgrund der Länge der zu betrachtenden Planungshorizonte, der Unsicherheit, der Interdependenz der Handlungsalternativen wären Anforderungen an die Informationsbeschaffung und -verarbeitung jedoch so umfangreich, dass sie nicht erfüllbar und somit für die Bewertungspraxis auch nicht akzeptabel sind.<sup>749</sup> Vor diesem Hintergrund wird vereinfachend von der Unabhängigkeit der Investition und Finanzierung auch im Fall der Objektförderungen ausgegangen.

#### 4.3.2. Werteinfluss der Darlehen

##### 4.3.2.1. Darlehen ohne Abzug eines Damnum

Wie bereits in Kapitel 3.5.3.1 dargestellt, zählen zu den Darlehen auch die geförderten Bau- und Aufwendungsdarlehen in ihrer Eigenschaft als rückzahlbare Subventionen. Die Darlehen werden grundsätzlich nach § 253 Abs. 1 S. 2 HGB mit ihrem Rückzahlungsbetrag passiviert, wobei für Aufwendungsdarlehen von einer Bilanzierungshilfe nach § 88 Abs. 3 II. WoBauG Gebrauch gemacht sowie die sukzessive Auszahlung erfolgswirksam

---

<sup>746</sup> Vgl. Murfeld, E. (Grundstücks- und Wohnungswirtschaft), S. 566-567.

<sup>747</sup> Vgl. Perridon, L./Steiner, M. (Finanzwirtschaft), S. 237.

<sup>748</sup> Vgl. Copeland, T. E./Weston, J. F. (Financial Theory), S. 58-60.

<sup>749</sup> Vgl. Ballwieser, W./Leuthier, R. (Grundprinzipien), S. 607; Copeland, T. E./Weston, J. F. (Financial Theory), S. 61.

vereinnahmt werden kann und nicht zu passivieren ist.<sup>750</sup> Werden die Aufwendungsdarlehen nicht passiviert, so sind die ertragswirksamen Teilvalutierungen und die aufwandswirksamen Tilgungen entsprechend zu bereinigen. Im Hinblick auf die Bewertung sind diese nicht passivierten Aufwendungsdarlehen dann so zu bewerten wie geförderte Baudarlehen und werden deshalb mit diesen zusammen diskutiert.

Ausgangspunkt für die Überlegung zur Ermittlung des Werteinflusses der Fremdfinanzierung im Rahmen des Halbeinkünfteverfahrens sei das in Gleichung (4.2) dargestellte Referenzeinkommen. Der Anteilseigner des anteilig fremdfinanzierten Unternehmens erwartet bei nicht vorliegenden nicht zinsinduzierten Steuereinsparungsmöglichkeiten ein um den Zinsaufwand<sup>751</sup> und etwaige Tilgungen gemindertes bzw. Kreditaufnahmen erhöhtes Einkommen:

$$(4.18) \quad \left[ \underbrace{(X_t^E - iF_{B,t-1})(1 - s_{\text{GewSt}})(1 - s_{\text{KSt}})}_{\text{Einkommen bei anteiliger Fremdfinanzierung}} - \underbrace{\Delta F_{B,t}^T + \Delta F_{B,t}^A}_{\text{Veränderung des Fremdkapitals}} - \Delta I_t \right] (1 - 0,5s_{\text{EST}})$$

mit:  $X_t^E$  Zahlungsstrom bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung;  $i$  Zinssatz;  $F_B$  Buchwert des Fremdkapitals;  $\Delta I$  Nettoinvestition;  $\Delta F_B^T$  Tilgung des Fremdkapitals;  $\Delta F_B^A$  Aufnahme des Fremdkapitals;  $s_{\text{GewSt}}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{\text{KSt}}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{\text{EST}}$  Einkommensteuersatz.

Um zu einer im Vergleich zum Anteilseigner des anteilig fremdfinanzierten Unternehmens betrags- und risikoäquivalenten Einkommenserwartung zu gelangen, muss der Anteilseigner des Referenzunternehmens unter Berücksichtigung der erweiterten Arbitrageüberlegungen in der Vorperiode festverzinsliche Wertpapiere aus seinem Portefeuille veräußern, um den Zinsertrag in der aktuellen Periode zu mindern. Gleichzeitig sind in der aktuellen Periode neue festverzinsliche Wertpapiere zu erwerben, um die Tilgung von Fremdkapital auf Unternehmensebene zu duplizieren. Der Erwerb von Finanzanlagen in der aktuellen Periode hat hingegen keinen Einfluss auf den Zinsertrag und damit auf die Einkommensteuern, da die Zinserträge aus dem Erwerb des festverzinslichen Wertpapiers erst in der aktuellen folgenden Periode realisiert werden. Bei Verkauf von Wertpapieren oder anderen festverzinslichen Finanzanlagen in Höhe des nominalen Fremdkapitals des anteilig fremdfinanzierten Unternehmens erwartet der Anteilseigner des Referenzunternehmens zusätzlich zu den in Gleichung (4.2) definierten Referenzeinkommen eine aus der Minderung der Zinserträge resultierende Einkommensteuerentlastung sowie eine der Veränderung des Fremdkapitals auf Unternehmensebene betragsäquivalente Veränderung seiner Finanzanlagen:

<sup>750</sup> Vgl. GdW (Rechnungslegung), S. 349 f.

$$(4.19) \quad [X_t^E (1 - s_{GewSt}) (1 - s_{KSt}) - \Delta I_t] (1 - 0,5 s_{EST}) - i_r F A_{P,t-1} (1 - s_{EST}) - \Delta F A_P^T + \Delta F A_P^A$$

mit:  $X_t^E$  Zahlungsstrom bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $F A_P$  Finanzanlagen auf Anteilseignerebene;  $\Delta F A_P$  Veränderung der Finanzanlagen auf Anteilseignerebene;  $s_{GewSt}$  Gewerbeertragsteuer;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuer;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz.

Werden die auf Ebene des duplizierenden Anteilseigners zu Arbitragezwecken veräußerten Finanzanlagen in Gleichung (4.19) wegen der betragsmäßigen Äquivalenz zu dem Fremdkapital auf Unternehmensebene durch dieses substituiert, und wird das erwartete Einkommen des duplizierenden Anteilseigners des Referenzunternehmens (4.18) von dem des anteilig fremdfinanzierten Unternehmens (4.19) abgezogen, so ergibt sich folgende zusätzliche Einkommenserwartung des Anteilseigners des anteilig fremdfinanzierten Unternehmens:

$$(4.20) \quad \underbrace{i_n F_{B,t-1} [s_{GewSt} (1 - s_{KSt}) + s_{KSt}] (1 - 0,5 s_{EST})}_{\text{Finanzierungsbedingter Unternehmenssteureffekt}} - \underbrace{0,5 s_{EST} i_n F_{B,t-1}}_{\text{Einkommensteuerkorrektur}} + \underbrace{0,5 s_{EST} \Delta F_{B,t}^T}_{\text{Aus Tilgung resultierender Einkommensteureffekt}} - \underbrace{0,5 s_{EST} \Delta F_{B,t}^A}_{\text{Aus Aufnahme resultierender Einkommensteureffekt}}$$

mit:  $i_n$  Nominalzinssatz;  $F_B$  Buchwert des Fremdkapitals;  $\Delta F_B^T$  Tilgung von Fremdkapital;  $\Delta F_B^A$  Aufnahme von Fremdkapital;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz.

Ursache für die höhere Einkommenserwartung des Anteilseigners des anteilig fremdfinanzierten Unternehmens ist die Anrechenbarkeit des Zinsaufwandes bei der Ermittlung der Unternehmensteuern. Der Anteilseigner des anteilig fremdfinanzierten Unternehmens profitiert dadurch von einer Steuersubvention auf Unternehmensebene, die weder durch private Verschuldung noch durch den privaten Abbau von Finanzanlagen erzielt werden kann. Gleichzeitig wird jedoch die aus den Unternehmensteuerersparnissen resultierende zusätzliche Einkommenserwartung des Anteilseigners des anteilig fremdfinanzierten Unternehmens durch den Einkommensteuvorteil gemindert, den der Anteilseigner des Referenzunternehmens durch Ersparnis von Einkommensteuern – bezogen auf die volle Höhe der Zinserträge – erzielt.<sup>752</sup> Diese zu korrigierende Einkommensteuerersparnis stellt die Differenz zwischen der vollen und der hälftigen Einkommensbesteuerung dar, die dem Anteilseigner des anteilig fremdfinanzierten Unternehmens wegen der lediglich hälftigen Einkommensbesteuerung der Dividendenerträge entgeht. Ferner erzielt der Anteilseigner des anteilig fremdfinanzierten Unternehmens im Falle von Tilgungen von Fremdkapital ei-

---

<sup>751</sup> Es wird zunächst aus Vereinfachungsgründen unterstellt, dass es sich bei dem Zinsaufwand nicht um Dauerschuldentgelte gemäß § 8 Nr. 1 GewStG handelt und insofern keine hälftige Hinzurechnung der Dauerschuldzinsen zum Gewerbeertrag erfolgt.

<sup>752</sup> Vgl. Drukarczyk, J. (Unternehmensbewertung), S. 250.

ne Einkommensteuerersparnis, da die Tilgung zu einer Minderung des entziehbaren Cashflows und damit des zu versteuernden Einkommens des Anteilseigners führt.<sup>753</sup>

In Folge der unterschiedlich hohen Einkommenserwartungen der Anteilseigner des anteilig fremdfinanzierten Unternehmens und des Referenzunternehmens unter Berücksichtigung der Arbitrageoperation ergibt sich für das fremdfinanzierte Unternehmen ein Wertvorsprung. Zur Ermittlung des Wertes des finanziertungsbedingten Steuereffekts wird das in Gleichung (4.20) ermittelte Mehreinkommen des Anteilseigners im Vergleich zu dem Einkommen des Anteilseigners des Referenzunternehmens unter Berücksichtigung der arbitragebedingt eingeleiteten Einkommensminderung in seine Einzeleffekte aufgeteilt diskontiert:

Zum einen resultiert aus der Finanzierung eine Ertragsteuerersparnis, welche ihrerseits das zu versteuernde Einkommen des Anteilseigners erhöht und insofern eine hälfte Einkommensbesteuerung nach sich zieht. Dieser Effekt wird auch als *Unternehmensteuereffekt* bezeichnet:<sup>754</sup>

$$(4.21) \quad V^{UST} = \sum_{t=1}^n \frac{i_n F_{B,t-1} [0,5s_{GewSt} (1-s_{KSt}) + s_{KSt}] (1 - 0,5s_{EST})}{[1 + i(1 - s_{EST})]^t}$$

mit:  $V^{UST}$  Wert des Unternehmensteuereffektes;  $i_n$  Nominalzinssatz;  $F_B$  Buchwert des Fremdkapitals;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz.

Weiterhin enthält der finanziertungsbedingte Steuereffekt die arbitragebedingte Einkommensteuerkorrektur, die von Drukarczyk auch als *Einkommensteuereffekt I* bezeichnet wird:<sup>755</sup>

$$(4.22) \quad V^{ESTI} = \sum_{t=1}^n \frac{-0,5s_{EST} i_n F_B}{[1 + i_r (1 - s_{EST})]^t}$$

mit:  $V^{ESTI}$  Wert des arbitragebedingten Einkommensteuereffektes;  $i_n$  Nominalzinssatz;  $i_r$  risikofreier Zinsatz;  $F_B$  Buchwert des Fremdkapitals;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz.

<sup>753</sup> Eine tilgungsbedingte Einkommensteuerersparnis tritt jedoch nur bei Kapitalgesellschaften ein, bei denen die Ausschüttung an die Anteilseigner als Bemessungsgrundlage für Einkünfte aus der Beteiligung an Kapitalgesellschaften nach § 20 Abs. 1 Nr. 1 1-2 EStG dient. Vgl. Scheffler, W. (Besteuerung I), S. 66. Liegt eine Personengesellschaft vor, so ergeben sich die gewerblichen Einkünfte des Anteilseigners nach § 15 Abs. 1 EStG aus den Gewinnanteilen der Gesellschafter, unabhängig davon, ob diese ausgeschüttet werden oder im Unternehmen verbleiben. Vgl. Scheffler, W. (Besteuerung I), S. 53. Auf Grund dieser so definierten Bemessungsgrundlage der Besteuerung der gewerblichen Einkünfte des Anteilseigners ist mithin die Veränderung des Fremdkapitals unerheblich. Vgl. Husmann, S./Kruschwitz, L./Löffler, A. (Unternehmensbewertung), S. 33.

<sup>754</sup> Vgl. Baetge, J./Niemeyer, K./Kümmel, J. (Verfahren), S. 328; Drukarczyk, J. (Unternehmensbewertung), S. 237.

<sup>755</sup> Vgl. Drukarczyk, J. (Unternehmensbewertung), S. 251; Drukarczyk, J./Lobe, S. (Discounted Cash Flow), S. 20.

Der Einkommensteuereffekt I ist stets negativ, da der Anteilseigner des anteilig fremdfinanzierten Unternehmens auf Grund der hälftigen Einkommensbesteuerung seiner um die Zinsaufwendungen geminderten Ausschüttungen nicht den Vorteil des duplizierenden Anteilseigners einer vollen Einkommensteuerentlastung erfährt. Im Gegensatz zu dem Unternehmensteuereffekt wird durch den Einkommensteuereffekt I der relative Nachteil des Anteilseigners des anteilig fremdfinanzierten Unternehmens im Vergleich zu dem duplizierenden Anteilseigner des Referenzunternehmens zum Ausdruck gebracht.

Daneben wird der aus der Veränderung des Fremdkapitals resultierende *Einkommensteuereffekt II* in dem finanziertungsbedingten Steuereffekt berücksichtigt:<sup>756</sup>

$$(4.23) \quad V^{EST\text{ II}} = \sum_{t=1}^n \frac{0,5s_{EST} \Delta F_{B,t}^T - 0,5s_{EST} \Delta F_{B,t}^A}{[1 + i_r (1 - s_{EST})]^t}$$

mit:  $V^{EST\text{ II}}$  Wert des Einkommensteuvorteils II;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $F_B$  Buchwert des Fremdkapitals;  $\Delta F_B^T$  Tilgung von Fremdkapital;  $\Delta F_B^A$  Aufnahme von Fremdkapital;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz.

Im Falle von Tilgungen ist dieser Effekt positiv, da die tilgungsbedingte Thesaurierung von Ausschüttungen die Einkommensteuerbelastung der Anteilseigner des anteilig fremdfinanzierten Unternehmens senkt, wohingegen die Aufnahme von Fremdkapital zu einer Erhöhung der entziehbaren Mittel und somit zu einer Einkommensteuerbelastung der Anteilseigner führt.

Die Aufteilung des finanziertungsbedingten Steuereffektes in drei separate Effekte erhöht die Transparenz der Wertzusammensetzung und erleichtert ggf. die Ermittlung des Wertes.<sup>757</sup>

Werden das Referenzunternehmen und das anteilig fremdfinanzierte Unternehmen so bewertet, dass die Differenz zwischen den Unternehmensgesamtwerten genau dem Steuereffekt aus der Fremdfinanzierung entspricht, so ist eine gewinnbringende Arbitrageoperation ausgeschlossen.<sup>758</sup> Der Unternehmensgesamtwert des anteilig fremdfinanzierten Unternehmens wird unter Berücksichtigung der finanziertungsbedingten Steuereffekte wie folgt ermittelt:

---

<sup>756</sup> Vgl. u. a. Baetge, J./Niemeyer, K./Kümmel, J. (Verfahren), S. 329; Dinsthl, V. (Discounted-Cash-flow-Methoden), S. 83; Drukarczyk, J. (Unternehmensbewertung), S. 251; Drukarczyk, J./Lobe, S. (Discounted Cash Flow), S. 22.

<sup>757</sup> Darüber hinaus wird die in Kapitel 4.2.4 durchgeführte Betrachtung des Risikogehaltes der Unternehmens- und Einkommensteuereffekte zu dem Ergebnis führen, dass die Differenzierung auf Grund des z. T. unterschiedlichen Risikogehaltes der Unternehmens- und Einkommensteuereffekte ebenfalls sinnvoll ist.

<sup>758</sup> Vgl. Modigliani, F./Miller, M. H. (Correction), S. 437, die auf diesen Zusammenhang der Unternehmensgesamtwerte des verschuldeten und unverschuldeten Unternehmens zunächst nur unter Berücksichtigung von Ertragsteuern hinweisen.

$$(4.24) \quad V^F = V^E + V^{USt} - V^{EST\text{ I}} + V^{EST\text{ II}}$$

mit:  $V^F$  Wert bei realisierter Fremdfinanzierung;  $V^E$  Wert bei angenommener vollständiger Eigenkapitalfinanzierung;  $V^{USt}$  Wert des Unternehmenssteuvorteils;  $V^{EST\text{ I}}$  Wert des arbitragebedingten Einkommensteuereffektes I;  $V^{EST\text{ II}}$  Wert des Einkommensteuervorteils II.

Es handelt sich hierbei um einen Bruttokapitalwert oder Unternehmensgesamtwert, der die Minderung der entziehbaren Zahlungsströme durch Zins- und Tilgungszahlungen nicht berücksichtigt. Um den Wert des Eigenkapitals zu ermitteln, ist dieser Unternehmensgesamtwert um den Wert des Fremdkapitals, der sich auch durch die Diskontierung der den Gläubigern zufließenden Zins- und Tilgungszahlungen ergibt, zu reduzieren.

Bei der hier angenommenen vollen Besteuerung der Alternativanlage auf Anteilseignerebene wird der Wert des Fremdkapitals aus der Diskontierung der Aufnahmen, Tilgung und des Zinsaufwands nach Einkommensteuern wie folgt ermittelt:

$$(4.25) \quad F_M = \sum_{t=1}^n \frac{-\Delta F_{B,t}^A + \Delta F_{B,t}^T + i_n F_{B,t-1}(1-s_{EST})}{[1+i_r(1-s_{EST})]^t}$$

mit:  $F_M$  Wert des Fremdkapitals;  $F_B$  Buchwert des Fremdkapitals;  $\Delta F_{B,t}^T$  Tilgung von Fremdkapital;  $\Delta F_{B,t}^A$  Aufnahme von Fremdkapital;  $i_n$  Nominalzinssatz;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $F_B$  Buchwert des Fremdkapitals;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz.

Bei der Ermittlung des Wertes des Fremdkapitals werden die Zinsaufwendungen, die aus Sicht des Gläubigers Zinserträge darstellen, mit Einkommensteuern belastet. Die Tilgungszahlungen unterliegen hingegen keiner Einkommensteuerbelastung, da die Rückführung des Nominalkapitals durch Tilgungszahlung kein zu versteuerndes Einkommen aus Sicht der Gläubiger darstellt.

Ist die Verzinsung des Fremdkapitals auf Unternehmensebene  $i_U$  identisch mit den Opportunitätskosten des Anteilseigners, so entspricht der Wert des Fremdkapitals seinem Buchwert.

Anhand der bisherigen Überlegungen und Gleichungen können mit Ausnahme des Damnumms alle in Kapitel 3.5.3.2 dargestellten möglichen Ausprägungen abgebildet werden. Aufgrund der ratierlichen Auflösung eines aktvierten Damnumms ergeben sich Unterschiede zwischen den zahlungswirksamen Zinsauszahlungen und dem Zinsaufwand, die in den bisher dargestellten Gleichungen nicht berücksichtigt werden konnten und deshalb im folgenden Abschnitt eingeführt werden.

#### 4.3.2.2. Darlehen mit Abzug eines Damnumms

Aufgrund einer Darlehensvalutierung unter Abzug eines Damnumms ergibt sich bei Ausübung des handelsbilanziellen Wahlrechtes zur Aktivierung des Damnumms als aktiver

Rechnungsabgrenzungsposten eine ratierliche Auflösung über die Laufzeit des Darlehens als Zinsaufwand.

Der Anteilseigner des anteilig fremdfinanzierten Vergleichsunternehmens erwartet bei einem Damnum zusätzlich zu den unter Marktkonditionen liegenden Zinsauszahlungen, Aufwendungen aus der Auflösung der aktiven Rückstellung sowie ein um etwaige Tilgungen gemindertes bzw. durch Kreditaufnahmen erhöhtes Einkommen:

(4.26)

$$\left[ \underbrace{\left( X_t^E - i_n F_{B,t-1} - \Delta ARA_t^A \right) (1 - s_{GewSt}) (1 - s_{KSt})}_{\text{Einkommen bei anteiliger Fremdfinanzierung}} + \underbrace{\Delta ARA_t^A - \Delta F_{B,t}^T + \Delta F_{B,t}^A - \Delta I_t}_{\text{Veränderung des Fremdkapitals}} \right] (1 - 0,5 s_{Est})$$

mit:  $X_t^E$  Zahlungsstrom bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung;  $i_n$  Nominalzinssatz;  $F_B$  Buchwert des Fremdkapitals;  $\Delta ARA^A$  Auflösung des aktiven Rechnungsabgrenzungspostens;  $\Delta F_B^T$  Tilgung von Fremdkapital;  $\Delta F_B^A$  Aufnahme von Fremdkapital;  $s_{GewSt}$  Gewerbeertragsteuer;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuer;  $s_{Est}$  Einkommensteuersatz.

Das Darlehen wird unter Berücksichtigung des Damnum marktgerecht verzinst, so dass der laufende Nominalzins zwangsläufig unter dem Effektivzinssatz liegt:

$$(4.27) \quad i_{eff} F_{t-1} = i_n F_{t-1} + \Delta ARA_t^A$$

$$i_n = i_{eff} - \frac{\Delta ARA_t^A}{F_{B,t-1}}$$

mit:  $\Delta ARA^A$  Auflösung des aktiven Rechnungsabgrenzungspostens;  $i_n$  Nominalzinssatz;  $i_{eff}$  Effektivzinssatz bei Damnen;  $F_B$  Buchwert des Fremdkapitals.

Um zu einer im Vergleich zum Anteilseigner des anteilig fremdfinanzierten Unternehmens betrags- und risikoäquivalenten Einkommenserwartung zu gelangen, führt der Anteilseigner des Referenzunternehmens auf Basis des Referenzeinkommens (4.2) die identischen Arbitrageoperationen wie mit marktgerecht verzinsten Darlehen durch.

$$(4.28) \quad [X_t^E (1 - s_{GewSt}) (1 - s_{KSt}) - \Delta I_t] (1 - 0,5 s_{Est}) - i_n FA_{P,t-1} (1 - s_{Est}) - \Delta FA_P^T + \Delta FA_P^A$$

mit:  $X_t^E$  Zahlungsstrom bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung;  $i_n$  Nominalzinssatz;  $FA_P$  Finanzanlagen auf Anteilseignerebene;  $\Delta FA_P$  Veränderung der Finanzanlagen auf Anteilseignerebene;  $s_{GewSt}$  Gewerbeertragsteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{Est}$  Einkommensteuersatz.

Werden die auf Ebene des duplizierenden Anteilseigners zu Arbitragezwecken veräußerten Finanzanlagen in Gleichung (4.28) durch das Fremdkapital auf Unternehmensebene substituiert, und wird das erwartete Einkommen des duplizierenden Anteilseigners des Referenzunternehmens (4.28) von dem des anteilig fremdfinanzierten Unternehmens

(4.26) abgezogen, so ergibt sich folgende zusätzliche Einkommenserwartung des Anteilseigners des anteilig fremdfinanzierten Unternehmens:

$$(4.29) \quad \underbrace{(i_n F_{B,t-1} + \Delta ARA_t)}_{\text{Finanzierungsbedingter Unternehmenssteuereffekt}} \underbrace{[s_{GewSt}(1 - s_{KSt}) + s_{KSt}](1 - 0,5s_{EST})}_{\text{Einkommensteuerkorrektur}} + \underbrace{(0,5i_n - i_{eff})F_{B,t-1}s_{EST}}_{\text{Barwertvor-/nachteil der Finanzierung}} \\ + \underbrace{(i_{eff} - i_n)F_{B,t-1}}_{\text{Aus Tilgung resultierender Einkommensteuereffekt}} + \underbrace{0,5s_{EST}\Delta F_{B,t}^T}_{\text{Aus Aufnahme resultierender Einkommensteuereffekt}} - \underbrace{0,5s_{EST}\Delta F_{B,t}^A}_{\text{Aus Aufnahme resultierender Einkommensteuereffekt}}$$

mit:  $i_D$  Nominalzinssatz bei Darlehen mit Damnum;  $i_n$  Nominalzinssatz;  $i_{eff}$  Effektivzinssatz bei Damnen;  $F_B$  Buchwert des Fremdkapitals;  $\Delta F_B^T$  Tilgung von Fremdkapital;  $\Delta F_B^A$  Aufnahme von Fremdkapital;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz.

Die finanzierungsbedingte Unternehmensteuerersparnis setzt sich aus der Unternehmensteuerersparnis auf Grund des Nominalzinses und der ratierlichen Auflösung des aktvierten Damnums zusammen.

Gleichzeitig wird jedoch die aus den Unternehmensteuerersparnissen resultierende zusätzliche Einkommenserwartung des Anteilseigners des anteilig fremdfinanzierten Unternehmens durch den Einkommensteuvorteil, den der Anteilseigner des Referenzunternehmens durch Ersparnis von Einkommensteuern – bezogen auf die volle Höhe der Zinsen – erzielt, gemindert.<sup>759</sup> Diese zu korrigierende Einkommensteuerersparnis stellt die Differenz zwischen der vollen und der hälftigen Einkommensbesteuerung dar, die dem Anteilseigner des anteilig fremdfinanzierten Unternehmens auf Grund der hälftigen Einkommensbesteuerung der Dividendenerträge entgeht. Durch die abweichende Nominal- und Marktverzinsung ist bezüglich des Nominalzinses die hälftige Einkommensteuer und bezüglich des zur Duplikation herangezogenen Marktzinses die volle Einkommensteuer zu berücksichtigen.

Weiterhin folgen aus dem von der marktgerechten Verzinsung abweichenden Nominalzins der Darlehen auf Unternehmensebene Barwertvorteile bei unter dem Marktniveau liegendem Nominalzins bzw. Barwertnachteile bei über dem Marktniveau liegendem Nominalzins der Darlehen.

Daneben resultieren aus der tilgungs- und aufnahmebedingten Veränderung des Fremdkapitals Einkommensteuereffekte, die sich im Hinblick auf ihre Ermittlung nicht von denen der marktgerechter verzinsten Darlehen unterscheiden.

---

<sup>759</sup> Vgl. Drukarczyk, J. (Unternehmensbewertung), S. 250.

Da zur Duplikation der finanziierungsbedingten Einkommensunterschiede ein marktüblich verzinstes festverzinsliches Wertpapier unterstellt wurde, ist für die Bewertung des Darlehens mit Damnum ebenfalls eine marktübliche Verzinsung zu unterstellen, da andernfalls das erwartete Einkommen des anteilig mit nicht marktüblich verzinstem Fremdkapital finanzierten Unternehmens nicht betrags- und risikoäquivalent dupliziert wird.

$$(4.30) \quad \underbrace{[(X_t^E - i_n F_{B,t-1} - \Delta ARA_t)(1 - s_{GewSt})(1 - s_{KSt}) + \Delta ARA_t](1 - 0,5s_{Est})}_{\text{Einkommen bei anteiliger Fremdfinanzierung}} =$$

$$\underbrace{[X_t^E(1 - s_{GewSt})(1 - s_{KSt}) - \Delta I_t](1 - 0,5s_{Est})}_{\text{Einkommen bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung}} + \underbrace{(i_n F_{B,t-1} + \Delta ARA_t)[s_{GewSt}(1 - s_{KSt}) + s_{KSt}](1 - 0,5s_{Est})}_{\text{Finanzierungsbedingter Unternehmenssteuereffekt}}$$

$$\underbrace{(0,5i_n - i_{eff})F_{B,t-1}s_{Est}}_{\text{Einkommen-steuerkorrektur}} + \underbrace{(i_{eff} - i_n)F_{B,t-1}}_{\text{Barwertvor-/nachteil der Finanzierung}} - \underbrace{i_n F_{B,t-1}(1 - s_{Est})}_{\text{Fremdfinanzierung}}$$

mit:  $X_t^E$  Zahlungsstrom bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung;  $i_n$  Nominalzinssatz;  $i_{eff}$  Effektivzinssatz bei Dammen;  $F_B$  Buchwert des Fremdkapitals;  $\Delta F_B^T$  Tilgung von Fremdkapital;  $\Delta F_B^A$  Aufnahme von Fremdkapital;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{Est}$  Einkommensteuersatz.

Die Vorgehensweise bietet zwar den Vorzug, dass das Fremdkapital nicht gesondert bewertet werden muss, da der Buchwert des Fremdkapitals c.p. seinem Wert entspricht, ist aber er intuitiv nicht nahe liegend. Alternativ zu dieser Vorgehensweise ist ebenfalls die gesonderte Bewertung des Fremdkapitals auf Basis der die nicht marktgerechte Verzinsung reflektierenden Zahlungen an die Gläubiger möglich. Zur Nutzung dieser alternativen Vorgehensweise sind der sich aus dem Einkommensteuereffekt  $I$ , dem Barwertvorteil bzw. -nachteil der Finanzierung sowie das sich aus der Fremdfinanzierung ergebende Einkommen entsprechend umzuformen.

Bei den Arbitrageüberlegungen wurde unterstellt, dass der Anteilseigner des vollständig eigenkapitalfinanzierten Unternehmens Damnum-bedingte nicht marktäquivalente Konditionen der Unternehmensdarlehen auf privater Ebene weder nachbilden kann, noch dies aus Arbitrageüberlegungen sinnvollerweise tut, sondern lediglich mit marktgerecht verzinsten Anlagen operiert. Da zur Ermittlung der Einkommensdifferenz zwischen dem duplizierenden Anteilseigner und dem Anteilseigner des anteilig fremdfinanzierten Unternehmens ebenfalls die marktgerecht verzinsten Anlage herangezogen wurde, kann die Einkommensdifferenz nicht unmittelbar auf den Wert der Steuereffekte des zu bewertenden Unternehmens übertragen werden. Vielmehr muss die abweichende Verzinsung des nicht marktgerecht verzinsten Darlehens zunächst berücksichtigt werden, da dem Gläubiger

des Darlehens nicht der identische Zahlungsstrom zufließt, wie dem duplizierenden Anteilseigner aus der festverzinslichen Anlage.

Werden die sich aus der Arbitrage ergebende Einkommenskorrektur, der Barwertvorteil bzw.

-nachteil der Finanzierung abzüglich der marktgerecht duplizierten Fremdfinanzierung nachgebildet, so ergibt sich folgender Zahlungsstrom:

$$(4.31) \quad \underbrace{(0,5i_n - i_{\text{eff}})F_{B,t-1}s_{ESt}}_{\text{Einkommensteuerkorrektur}} + \underbrace{(i_{\text{eff}} - i_n)F_{B,t-1}}_{\text{Barwertvor-/nachteil der Finanzierung}} - \underbrace{i_n F_{B,t-1}(1 - s_{ESt})}_{\text{Fremdfinanzierung}}$$

Um die adjustierte Einkommensteuerkorrektur zu ermitteln, wird das unter Berücksichtigung des Damnumms nicht marktäquivalent verzinsten Darlehen vom Zahlungsstrom subtrahiert, dadurch ergibt sich der Einkommensteuereffekt I aus der nicht marktgerecht verzinsten Finanzierung:

(4.32)

$$\underbrace{(0,5i_n - i_{\text{eff}})F_{B,t-1}s_{ESt}}_{\text{Einkommensteuerkorrektur}} + \underbrace{(i_{\text{eff}} - i_n)F_{B,t-1}}_{\text{Barwertvor-/nachteil der Finanzierung}} - \underbrace{i_n F_{B,t-1}(1 - s_{ESt})}_{\text{Fremdfinanzierung}} + \underbrace{i_n F_{B,t-1}(1 - s_{ESt})}_{\text{Fremdfinanzierung}} = \underbrace{-0,5i_n F_{B,t-1}s_{ESt}}_{\text{Einkommensteuerkorrektur}}$$

mit:  $i_n$  Nominalzinssatz;  $i_{\text{eff}}$  Effektivzinssatz bei Damnen;  $F_B$  Buchwert des Fremdkapitals;  $s_{ESt}$  Einkommensteuersatz.

Dieser Einkommensteuereffekt I entspricht dem bei marktgerechter Verzinsung. Abweichend wird jedoch nicht der Marktzins, sondern der Nominalzins zur Ermittlung herangezogen.

Unter Berücksichtigung der Gleichung (4.32) kann die Gleichung (4.29) zur Bestimmung des Mehreinkommens des Anteilseigners des Vergleichsunternehmens vereinfacht werden:

(4.33)

$$(i_n F_{B,t-1} + \Delta ARA_t^A) [0,5s_{GewSt}(1 - s_{KSt}) + s_{KSt}] [1 - 0,5s_{ESt}] - 0,5i_n s_{ESt} F_{B,t-1} \pm 0,5s_{ESt} \Delta F_{B,t}^T$$

mit:  $i_n$  Nominalzinssatz;  $\Delta ARA^A$  Auflösung aktiver Rechnungsabgrenzungsposten;  $F_B$  Buchwert des Fremdkapitals;  $\Delta F_{B,t}^T$  Tilgung von Fremdkapital;  $\Delta F_{B,t}^A$  Aufnahme von Fremdkapital;  $i$  marktgerechter Nominalzinssatz;  $F_B$  Buchwert des Fremdkapitals;  $s_{ESt}$  Einkommensteuersatz.

Zur Ermittlung des Wertes des finanziierungsbedingten Steuereffekts wird das in Gleichung (4.22) ermittelte Mehreinkommen des Anteilseigners im Vergleich zu dem Ein-

kommen des Anteilseigners des Referenzunternehmens unter Berücksichtigung der arbitragebedingt eingeleiteten Einkommensminderung in seine Einzeleffekte aufgeteilt und diskontiert.

Im Gegensatz zum *Unternehmensteuereffekt* bei marktüblichen Nominalzinsen ist bei Ermittlung des Unternehmensteuereffektes bei Finanzierungen, die Damnen aufweisen, die nach Abschnitt 39 Abs. 3 EStR steuerlich erforderliche Auflösung des aktiven Rechnungsabgrenzungspostens ebenfalls zu berücksichtigen:

$$(4.34) \quad V^{UST} = \sum_{t=1}^n \frac{(i_n F_{B,t-1} + \Delta ARA_t^A) [0,5s_{GewSt} (1 - s_{KSt}) + s_{KSt}] (1 - 0,5s_{EST})}{[1 + i_r (1 - s_{EST})]^t}$$

mit:  $V^{UST}$  Wert des Unternehmensteuereffektes;  $i_n$  Nominalzinssatz;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $F_B$  Buchwert des Fremdkapitals;  $\Delta ARA^A$  Auflösung aktiver Rechnungsabgrenzungsposten;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz;  $t$  Periode.

Die Ermittlung des Einkommensteuereffekts I basiert auf dem vereinbarten Nominalzins:

$$(4.35) \quad V^{ESTI} = \sum_{t=1}^n \frac{-0,5s_{EST} i_n F_{B,t-1}}{[1 + i_r (1 - s_{EST})]^t}$$

mit:  $V^{ESTI}$  Wert des arbitragebedingten Einkommensteuereffektes,  $i_n$  Nominalzinssatz;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $F_B$  Buchwert des Fremdkapitals;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz;  $t$  Periode.

Auch bei der Berücksichtigung von Damnen ist der Einkommensteuereffekt I stets negativ, wenngleich er bei im Vergleich mit zum Marktzins geringerem Nominalzins niedriger ausfallen wird.

Es wird auch der aus der Veränderung des Fremdkapitals resultierende *Einkommensteuereffekt II* im finanzierungsbedingten Steuereffekt berücksichtigt, der bereits im vorangehenden Kapitel mit Gleichung (4.23) vorgestellt wurde.

Zur Ermittlung des Wertes des Eigenkapitals ist von dem sich aus dem Wert bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung sowie den Unternehmens- und Einkommensteuereffekten zusammensetzenen Unternehmensgesamtwert der Wert des nicht marktgerecht verzinsten Fremdkapitals abzuziehen. Bei Ermittlung des Wertes ist im Gegensatz zur Bewertung bei marktgerechtem Nominalzins der verminderte Nominalzinssatz des Darlehens zu berücksichtigen:

$$(4.36) \quad F_M = \sum_{t=1}^n \frac{-\Delta F_{B,t}^A + \Delta F_{B,t}^T + i_n F_{B,t-1} (1 - s_{EST})}{[1 + i_r (1 - s_{EST})]^t}$$

mit:  $F_M$  Wert des Fremdkapitals;  $i_n$  Nominalzinssatz;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $F_B$  Buchwert des Fremdkapitals;  $\Delta F_B^T$  Tilgung von Fremdkapital;  $\Delta F_B^A$  Aufnahme von Fremdkapital;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz;  $t$  Periode.

Abweichend zu der sich bei marktgerechter Verzinsung ergebenden Identität vom ermittelten Wert des Darlehens und des Rückzahlungsbetrages folgen hierbei abhängig von der Restlaufzeit und dem Unterschied zwischen kontrahiertem und marktgerechtem Zins Abweichungen, die eine pauschale Heranziehung des Buchwertes ggf. ausschließen. Hierbei ergeben sich bei unter Marktniveau verzinslichen Darlehen niedrigere Werte und bei über dem Marktniveau verzinslichen Darlehen höhere Werte des Fremdkapitals.

#### 4.3.3. Werteinfluss von Zuschüssen

Im Gegensatz zu Darlehen stellen Zuschüsse wegen ihrer Nichtrückzahlbarkeit Betriebseinnahmen dar. Handelt es sich um einmalig zu Beginn des Förderungsraumes vorfällig gewährte Zuschüsse, sind diese als Rechnungsabgrenzungsposten zu passivieren und während der Laufzeit der Förderung ertragswirksam aufzulösen. Die Steuerbemessungsgrundlage wird durch die Inanspruchnahme der Zuschüsse erhöht.

##### 4.3.3.1. Einmalig und laufend gezahlte Zuschüsse

Der Anteilseigner eines einmalig oder laufend Zuschüsse empfangenden Unternehmens erwartet ein um die Zuschüsse erhöhtes Einkommen.

$$(4.37) \quad (X_t^E + Z_t)(1 - s_{GewSt})(1 - s_{KSt})(1 - 0,5s_{EST})$$

mit:  $X_t^E$  Zahlungsstrom bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung;  $i$  Zinssatz;  $Z_t$  periodisch erhaltener Zuschuss;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz.

Der Anteilseigner des Referenzunternehmens kann diesen Zuschuss jedoch nicht durch Veränderung seines aus Darlehen und festverzinslichen Anlagen bestehenden Portefeuilles duplizieren, da der Zuschuss an bestimmte Auflagen gebunden ist und durch den duplizierenden Anteilseigner nicht zu erlangen ist. Die steuerbedingte Einkommensveränderung des durch Zuschüsse finanzierten Unternehmens ergibt sich, indem das Referenzeinkommen (4.2) von dem Einkommen des Anteilseigners des durch Kapitalsubstitution finanzierten Unternehmens (4.37) abgezogen wird:

$$(4.38) \quad \underbrace{Z_t(1 - s_{EST})}_{\text{Zuschuss}} + \underbrace{0,5s_{EST}Z_t}_{\text{Einkommen- steuereffekt}} - \underbrace{Z_t[s_{GewSt}(1 - s_{KSt}) + s_{KSt}](1 - 0,5s_{EST})}_{\text{Zuschussbedingter Unternehmenssteuereffekt}}$$

mit:  $Z_t$  periodisch erhaltener Zuschuss;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz.

Die Einkommensveränderung wird durch drei Effekte bestimmt. Zunächst erhält der Anteilseigner des bezuschussten Unternehmens einen durch den Zuschuss selbst bedingten Einkommensvorteil.

$$(4.39) \quad Zu = \sum_{t=1}^n \frac{Z_t (1 - s_{ESt})}{[1 + i_r (1 - s_{ESt})]^t}$$

mit:  $Z_t$  Wert des Zuschusses;  $Z_t$  periodisch erhaltener Zuschuss;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $s_{ESt}$  Einkommensteuersatz.

Weiterhin fließt ihm ein arbitragebedingter Einkommensteuervorteil zu, da er bei Zufluss auf Unternehmensebene eine höhere Dividendausschüttung erhält, auf diese aber nur die hälftige Einkommensteuer leisten muss. Hätte der Anteilseigner hingegen die Möglichkeit diesen Zuschuss auf privater Ebene zu empfangen, so wäre hierauf – mögliche Steuerbefreiungen vernachlässigt – die volle Einkommensteuer zu entrichten. Ein Zuschuss auf Unternehmensebene ist somit für den Anteilseigner unter Einkommensteuergesichtspunkten vorteilhafter als ein Zuschuss auf privater Ebene.

$$(4.40) \quad V^{EStl} = \sum_{t=1}^n \frac{0,5s_{ESt} Z_t}{[1 + i(1 - s_{ESt})]^t}$$

mit:  $V^{EStl}$  Wert des arbitragebedingten Einkommensteuereffektes;  $Z_t$  periodisch erhaltener Zuschuss;  $i$  Zinssatz;  $s_{ESt}$  Einkommensteuersatz.

Diesen Vorteilen des Anteilseigners des Vergleichsunternehmens steht der Nachteil der Unternehmensbesteuerung des Zuschusses auf Unternehmensebene gegenüber.

$$(4.41) \quad V^{ZSt} = \sum_{t=1}^n \frac{Z_t [s_{GewSt} (1 - s_{KSt}) + s_{KSt}] (1 - 0,5s_{ESt})}{[1 + i_r (1 - s_{ESt})]^t}$$

mit:  $V^{ZSt}$  Wert des zuschussbedingten Steuereffektes,  $Z_t$  periodisch erhaltener Zuschuss;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{ESt}$  Einkommensteuersatz.

#### 4.3.3.2. Vorschüssig gezahlte Zuschüsse

Im Gegensatz zu den vorangehend diskutierten einmalig und laufend gezahlten Zuschüssen sind auch einmalig zu Beginn des Förderungsraumes gewährte Zuschüsse möglich. Diese sind als Rechnungsabgrenzungsposten zu passivieren und während der Laufzeit der Förderung ertragswirksam aufzulösen. Die Steuerbemessungsgrundlage wird durch die Inanspruchnahme der Zuschüsse erhöht.

Auch hierbei ist der Ausgangspunkt zur Ermittlung des Werteinflusses der Kapitalsubstitution beim Halbeinkünfteverfahren wiederum die in Gleichung (4.2) dargestellte Einkommenserwartung des Anteilseigners des Referenzunternehmens. Der Anteilseigner eines einen vorschüssig gezahlten Zuschuss empfangenden Vergleichsunternehmens erwartetet

eine Erhöhung des zu versteuernden Einkommens des Unternehmens durch die ertragswirksame Auflösung des passiven Rechnungsabgrenzungspostens und damit eine Erhöhung der Unternehmensteuerbelastung. Durch die vorschüssige Zahlung der Zuschüsse kommt es jedoch zu keiner weiteren zuschussbedingten Einkommenserhöhung:

$$(4.42) \quad [(X_t^E + Z_t)(1 - s_{GewSt})(1 - s_{KSt}) - \Delta PRA_t^A + \Delta PRA_t^Z] [1 - 0,5s_{EST}]$$

mit  $Z_t = \Delta PRA_t^A$  und  $n \times Z_t = \Delta PRA_t^Z$

mit:  $X_t^E$  Zahlungsstrom bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung;  $i$  Zinssatz;  $Z_t$  Ertrag aus Zuschuss;  $\Delta PRA_t^A$  Auflösungsbedingte Minderung des passiven Rechnungsabgrenzungspostens;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz.

Die steuerbedingte Einkommensminderung des durch vorschüssig empfangene Zuschüsse finanzierten Unternehmens ergibt sich, indem von dem Einkommen des Anteilseigners des Referenzunternehmens (4.2) das Einkommen des Anteilseigners des Vergleichsunternehmen abgezogen wird:

$$(4.43) \quad \underbrace{n \times Z_t(1 - s_{EST})}_{\text{Zuschuss}} + \underbrace{n \times Z_t 0,5s_{EST}}_{\text{Einkommensteuer- effekt bei vorschüs- siger Zahlung des Zu- schusses}} - \underbrace{Z_t [s_{GewSt}(1 - s_{KSt}) + s_{KSt}](1 - 0,5s_{EST})}_{\text{Zuschussbedingter Unternehmenssteuereffekt bei Auflösung des Passiven Rechnungsabgren- zugnspostens}}$$

mit:  $n$  Anzahl der Perioden, für die der Zuschuss im Voraus erhalten wurde;  $Z_t$  periodisch erhaltener Zuschuss;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz.

Die Einkommensveränderung wird durch drei Effekte bestimmt. Zunächst erhält der Anteilseigner des bezuschussten Unternehmens einen durch die Zahlung des Zuschusses selbst bedingten Einkommenvorteil. Dieser Einkommenvorteil ist mit der Zahlung und nicht mit der späteren Ertragswirksamkeit verbunden:

$$(4.44) \quad Zu = \sum_{t=1}^n \frac{nZ_t(1 - s_{EST})}{[1 + i_r(1 - s_{EST})]^t}$$

mit:  $Zu$  Wert des Zuschusses;  $n$  Anzahl der Perioden, für die der Zuschuss im Voraus erhalten wurde;  $Z_t$  periodisch erhaltener Zuschuss;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz.

Im Gegensatz zu den einmaligen oder laufend empfangenen Zuschüssen ist den bereits empfangenen Zuschüssen jedoch kein gesonderter Wert beizumessen, da dieser Zahlungsstrom dem Unternehmen nicht mehr zufließt und damit nicht zur Erhöhung des erwarteten Einkommens des Anteilseigners beiträgt.

Wie bei den laufenden Zuschüssen entsteht dem Anteilseigner auch zum Zeitpunkt der Auszahlung der vorfällig gezahlten Zuschüsse ein positiver Einkommensteuereffekt I:

$$(4.45) \quad V^{ESTI} = \sum_{t=1}^n \frac{0,5s_{EST} n Z_t}{[1 + i(1 - s_{EST})]^t}$$

mit:  $V^{ESTI}$  Wert des arbitragebedingten Einkommensteuereffektes;  $n$  Anzahl der Perioden, für die der Zuschuss im Voraus erhalten wurde;  $Z_t$  periodisch erhaltener Zuschuss;  $i$  Zinssatz;  $s_{EST}$  Einkommenssteuersatz.

Diesen Vorteilen des Anteilseigners des Vergleichsunternehmens steht der Nachteil der Unternehmensbesteuerung des Zuschusses auf Unternehmensebene gegenüber.

$$(4.46) \quad V^{ZST} = \sum_{t=1}^n \frac{-Z_t [s_{GewSt}(1 - s_{KSt}) + s_{KSt}] (1 - 0,5s_{EST})}{[1 + i_r(1 - s_{EST})]^t}$$

mit:  $V^{ZST}$  Wert des zuschussbedingten Steuereffektes,  $Z_t$  periodisch erhaltener Zuschuss;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz.

#### 4.3.4. Werteinfluss von Erwerbssubstituten

Wie bereits im vorangehenden dritten Kapitel ausgeführt, kann in der Nutzungsüberlassung von Immobilien durch Miete, Pacht oder Leasing bzw. von Grundstücken durch Erbbaurechte eine Alternative zur Fremdfinanzierung durch Darlehen bestehen. Im folgenden Kapitel werden die Auswirkungen auf den Wert durch diese Erwerbssubstitute analysiert.

##### 4.3.4.1. Überlegungen zur Bewertung der Erwerbssubstitute

Wie bereits im dritten Kapitel ausgeführt, kann in der Nutzungsüberlassung von Immobilien durch Miete, Pacht bzw. bei Grundstücken durch Erbbaurechte eine Alternative zum Erwerb einer Immobilie bzw. eines Grundstücks bestehen. Diese Benennung der scheinbaren Entscheidungsalternativen versperrt jedoch den Blick auf den wirtschaftlichen Sachverhalt. Während die Miete oder die Pacht eines Objektes eine Finanzierungsalternative darstellt, ist mit der als Erwerb benannten Alternative noch nicht die Finanzierung definiert.<sup>760</sup> Somit bestehen die Alternativen in der Nutzungsüberlassung und der Kreditfinanzierung. Dieser Umstand wurde in der Literatur bei der Berücksichtigung von Leasingverträgen bereits festgestellt und zur Bewertung dieser Verträge im Rahmen der Unternehmensbewertung angewandt.<sup>761</sup>

Die Vorgehensweise zur Bewertung von Leasingverträgen wird im Folgenden zur Bewertung von Verträgen der Nutzungsüberlassung herangezogen und ein modifizierter Ansatz

<sup>760</sup> Vgl. Myers, S. C./Dill, D. A./Bautista, A. J. (Financial Lease Contracts), S. 801.

<sup>761</sup> Vgl. Myers, S. C./Dill, D. A./Bautista, A. J. (Financial Lease Contracts); Drukarczyk, J. (Unternehmensbewertung), S. 294-298; Drukarczyk, J. (Finanzierung), S. 459-477; Loderer, C./Jörg, P./Pichler, K./Zgraggen, P. (Bewertung), S. 1061-1108.

zur Bewertung dieser Verträge konzipiert. Zur Bewertung von Leasingverträgen werden vereinfachend drei Schritte angewendet:<sup>762</sup>

1. Ermittlung des Barwertes der Leasingraten sowie der daraus und dem nicht erfolgten Erwerb als Alternative resultierenden Unternebensteuereffekt.
2. Berechnung eines im Vergleich zur laufenden Belastung durch Leasingraten, die z. T. durch Steuereffekte gemindert wird, belastungsäquivalenten Darlehensbetrages.
3. Bewertung des belastungsäquivalenten Darlehens sowie der daraus resultierenden Unternehmens- und Einkommensteuereffekte.

Diese Vorgehensweise wird auch zur Bewertung der Miet-, Pacht- und Erbbauverträge zur Anwendung kommen.

#### 4.3.4.2. Werteinfluss der Miet- und Pachtverträge

Zunächst wird das Einkommen eines Anteilseigners eines vollständig eigenfinanzierten Referenzunternehmens, welches das Miet- oder Pachtobjekt erworben hat, betrachtet. Dieses Unternehmen kann Abschreibungen vornehmen und hat einen Restverkaufserlös am Ende der Nutzungsüberlassung. Das erwartete Einkommen des vollständig eigenkapitalfinanzierten Unternehmens stellt sich wie folgt dar:

$$(4.47) \quad \frac{[(X_t^E - Ab_t^*) (1 - s_{GewSt}) (1 - s_{KSt}) + Ab_t^*] (1 - 0,5s_{Est}) +}{\text{Einkommen in der Nutzungsphase}} \\ [RVE_t - (RVE_t - RBW_t) [s_{GewSt} (1 - s_{KSt}) + s_{KSt}]] (1 - 0,5s_{Est}) \\ \text{Restverkaufserlöse am Ende der Nutzungsphase}$$

mit:  $X_t^E$  Zahlungsstrom bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung;  $N_t$  Nutzungsentgelt in der Periode t;  $Ab_t^*$  nutzungsüberlassungsbedingt entgangene Abschreibung in der Periode t;  $RVE_t$  Restverkaufserlös in der Periode t;  $RBW_t$  Restbuchwert in der Periode t;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{Est}$  Einkommensteuersatz.

Das Einkommen des Anteilseigners des Referenzunternehmens wird mit dem Einkommen des Anteilseigners eines einen Miet- oder Pachtvertrag nutzenden Vergleichsunternehmens, verglichen, welches lediglich durch das Nutzungsentgelt (Miete oder Pacht) gemindert wird

---

<sup>762</sup> Vgl. Drukarczyk, J. (Unternehmensbewertung), S. 295.

$$(4.48) \quad \left[ \frac{(X_t^E - N_t)(1 - s_{\text{GewSt}})(1 - s_{\text{KSt}})}{\text{Einkommen bei Miet- und Pachtverträgen}} \right] (1 - 0,5s_{\text{ESt}})$$

mit:  $X_t^E$  Zahlungsstrom bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung;  $N_t$  Nutzungsentgelt in der Periode t;  $\text{Ab}^*_t$  nutzungsüberlassungsbedingt entgangene Abschreibung in der Periode t;  $s_{\text{GewSt}}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{\text{KSt}}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{\text{ESt}}$  Einkommensteuersatz.

Aus dem Vergleich der beiden laufenden Einkommensströme ergibt sich der vom Anteilseigner des mietenden oder pachtenden Vergleichsunternehmens zu erwartende Einkommensunterschied im Gegensatz zum Anteilseigner des Referenzunternehmens, welcher sich wie folgt darstellt:

$$(4.49) \quad \underbrace{-N_t(1 - s_{\text{ESt}})}_{\text{Vertrag}} - \underbrace{0,5N_t s_{\text{ESt}}}_{\text{Einkommenssteuerefekt}} + \underbrace{(N_t - \text{Ab}_t)[s_{\text{GewSt}}(1 - s_{\text{KSt}}) + s_{\text{KSt}}](1 - 0,5s_{\text{ESt}})}_{\text{Unternehmensteuerefekt}} \\ - \underbrace{[RVE_t - (RVE_t - RBW_t)[s_{\text{GewSt}}(1 - s_{\text{KSt}}) + s_{\text{KSt}}]](1 - 0,5s_{\text{ESt}})}_{\text{Restverkaufserlöse am Ende der Nutzungsphase}}$$

mit:  $N_t$  Nutzungsentgelt in der Periode t;  $\text{Ab}^*_t$  nutzungsüberlassungsbedingt entgangene Abschreibung in der Periode t;  $RVE_t$  Restverkaufserlös in der Periode t;  $RBW_t$  Restbuchwert in der Periode t;  $s_{\text{GewSt}}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{\text{KSt}}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{\text{ESt}}$  Einkommensteuersatz.

Dieser entgangene Restverkaufserlös des Objektes ist jedoch aus Sicht des Anteilseigners des mietenden oder pachtenden Unternehmens ebenfalls bewertungsrelevant, da ihm im Vergleich zur Erwerbsalternative der Restverkaufserlös nicht mehr zufließt.

Während sich diese Betrachtung zunächst auf den Vergleich eines mietenden oder pachtenden Vergleichsunternehmens mit einem vollständig eigenkapitalfinanzierten Unternehmen beschränkte, ist nunmehr die Finanzierung zu berücksichtigen, da der bisherige Vergleich unvollständig ist. Nunmehr ist ein Darlehensbetrag zu suchen, der unter Berücksichtigung von Unternehmens- und Einkommensteuervorteilen zu einer äquivalenten Belastung des Anteilseigners eines Referenzunternehmens führt. Während die periodische Belastung aus dem Miet- oder Pachtvertrag feststeht, ist zur Bestimmung des belastungäquivalenten Fremdkapitalbetrages die Dauer der Nutzungsüberlassung ebenfalls ins Kalkül zu ziehen. Hierzu ist zunächst der Barwert des Differenzeinkommens zwischen dem mietenden oder pachtenden Vergleichsunternehmen und dem noch eigenkapitalfinanzierten Referenzunternehmen zu ermitteln:

$$(4.50) \quad V^N = \sum_{t=1}^n \frac{-N_t(1-0,5s_{ESt}) + (N_t - Ab_t^*)[s_{GewSt}(1-s_{KSt}) + s_{KSt}](1-0,5s_{ESt})}{(1+i_r(1-s_{ESt}))^t} -$$

$$\frac{[RVE_t - (RVE_t - RBW_t)[s_{GewSt}(1-s_{KSt}) + s_{KSt}](1-0,5s_{ESt})]}{(1+i_r(1-s_{ESt}))^T}$$

mit:  $V^N$  Wert der Effekte aus der Nutzungsüberlassung;  $N_t$  Nutzungsentgelt in der Periode t;  $Ab_t^*$  nutzungsüberlassungsbedingt entgangene Abschreibung in der Periode t;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{ESt}$  Einkommensteuersatz.

Wird unterstellt, dass die Miete oder Pacht und die Abschreibung während der Laufzeit beträchtlich konstant sind, so vereinfacht sich die Gleichung durch Anwendung einer Annuität:

$$(4.51) \quad V^N = [-N_t + (N_t - Ab_t^*)[s_{GewSt}(1-s_{KSt}) + s_{KSt}]](1-0,5s_{ESt})$$

$$\times \frac{[1+i_r(1-s_{ESt})]^n - 1}{[1+i_r(1-s_{ESt})]^n \times i_r(1-s_{ESt})} - \frac{[RVE_T - (RVE_T - RBW_T)[s_{GewSt}(1-s_{KSt}) + s_{KSt}](1-0,5s_{ESt})]}{(1+i_r(1-s_{ESt}))^T}$$

mit:  $V^N$  Wert der Effekte aus der Nutzungsüberlassung;  $N_t$  Nutzungsentgelt in der Periode t;  $Ab_t^*$  nutzungsüberlassungsbedingt entgangene Abschreibung in der Periode t;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{ESt}$  Einkommensteuersatz.

Diesem Barwert der Nutzungsüberlassung durch Miete oder Pacht unter Berücksichtigung der Unternehmens- und Einkommensteuervorteile steht das belastungsäquivalente Darlehen gegenüber, für das ein entsprechender äquivalenter Barwert gesucht wird. Aus dem belastungsäquivalenten Darlehen resultieren grundsätzlich jedoch nicht nur bewertungsrelevante Zins- und Tilgungszahlungen, sondern ebenfalls Unternehmens- und Einkommensteuervorteile, die wiederum von der unterstellten Tilgungsstruktur des Darlehens abhängig sind.

$$(4.52)$$

$$V^N = \sum_{t=1}^n \frac{i_r F_{n,t-1}^* [0,5s_{GewSt}(1-s_{KSt}) + s_{KSt}](1-0,5s_{ESt}) + 0,5s_{ESt} i_r F_{B,t-1}^* - i_r F_{B,t-1}^*(1-s_{ESt}) + 0,5s_{ESt} \Delta F_{B,t}^{T*} - \Delta F_{B,t}^{T*}}{(1+i_r(1-s_{ESt}))^t}$$

$$V^N = \sum_{t=1}^n \frac{i_r F_{B,t-1}^* ([0,5s_{GewSt}(1-s_{KSt}) + s_{KSt}] - 1)(1-0,5s_{ESt}) - \Delta F_{U,t}^{T*}(1-0,5s_{ESt})}{(1+i_r(1-s_{ESt}))^t}$$

mit:  $F_{B,t}^*$  belastungsäquivalenter Fremdkapitalbetrag;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $V^N$  Wert der Effekte aus der Nutzungsüberlassung;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{ESt}$  Einkommensteuersatz.

Wird davon ausgegangen, dass während der Nutzungsdauer keine Tilgungen vorgenommen werden, da mit Miete oder Pacht lediglich die Nutzungsüberlassung und kein Erwerb des Kapitals verbunden ist, so bleibt der zu verzinsende Betrag und damit der zu zahlende Zins konstant. Am Ende der Nutzungsdauer erfolgt dann die vollständige Darlehenstilgung. Hierbei entsteht aufgrund der tilgungsbedingten Ausschüttungsminderung ein zusätzlicher Einkommensteuervorteil II, der ebenfalls ins Kalkül zu ziehen ist. Aufgrund der Konstanz der Zinszahlungen während der Laufzeit, kann die Gleichung durch Anwendung einer Annuitätenformel vereinfacht werden:

(4.53)

$$V^N = F_B^* \times i_r \langle [0,5s_{GewSt} (1 - s_{KSt}) + s_{KSt}] - 1 \rangle (1 - 0,5s_{Est}) \times \frac{[1 + i_r (1 - s_{Est})]^n - 1}{[1 + i_r (1 - s_{Est})]^n \times i_r (1 - s_{Est})} - F_B^* \frac{(1 - 0,5s_{Est})}{(1 + i_r (1 - s_{Est}))^t}$$

$$V^N = F_B^* \times \left[ i_r \langle [0,5s_{GewSt} (1 - s_{KSt}) + s_{KSt}] - 1 \rangle (1 - 0,5s_{Est}) \times \frac{[1 + i_r (1 - s_{Est})]^n - 1}{[1 + i_r (1 - s_{Est})]^n \times i_r (1 - s_{Est})} - \frac{(1 - 0,5s_{Est})}{(1 + i_r (1 - s_{Est}))^t} \right]$$

mit:  $F_B^*$  belastungsäquivalenter Fremdkapitalbetrag;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $V^N$  Wert der Effekte aus der Nutzungsüberlassung;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{Est}$  Einkommensteuersatz.

Diese Gleichung kann nun nach dem belastungsäquivalenten Fremdkapitalbetrag aufgelöst werden:

(4.54)

$$F_B^* = \frac{V^N}{\left[ i_r \langle [0,5s_{GewSt} (1 - s_{KSt}) + s_{KSt}] - 1 \rangle (1 - 0,5s_{Est}) \times \frac{[1 + i_r (1 - s_{Est})]^n - 1}{[1 + i_r (1 - s_{Est})]^n \times i_r (1 - s_{Est})} - \frac{(1 - 0,5s_{Est})}{(1 + i_r (1 - s_{Est}))^t} \right]}$$

mit:  $F_B^*$  belastungsäquivalenter Fremdkapitalbetrag;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $V^N$  Wert der Effekte aus der Nutzungsüberlassung;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{Est}$  Einkommensteuersatz.

Wird in die Gleichung der Barwert der Nutzungsüberlassung eingesetzt, so ergibt sich der belastungsäquivalente Fremdkapitalbetrag. Aus Darstellungsgründen wird hiervon abgesehen.

Bisher wurde bei der Ermittlung des belastungsäquivalenten Fremdkapitalbetrags von einer befristeten Nutzungsdauer ausgegangen. Wie verändert sich nun der belastungsäquivalente Fremdkapitalbetrag im realistischen Fall einer unbefristeten Nutzungsüberlassung?

In diesem Fall der unbefristeten Nutzungsüberlassung ist zu entscheiden, ob eine Befristung der Nutzung stattfinden soll. Wird eine solche unterstellt, so ist der belastungsäqui-

valente Fremdkapitalbetrag analog zum Vorgehen bei befristeter Nutzungsdauer zu ermitteln. Wird hingegen davon ausgegangen, dass die Nutzungsüberlassung zeitlich unbegrenzt erfolgen soll – weil beispielsweise das gemietete oder gepachtete Objekt nicht zum Verkauf steht und hierzu aus welchen Gründen auch immer keine Alternative besteht – so entgeht dem Mieter oder Pächter aus der zeitlich unbefristeten Nutzung kein Restverkaufserlös, da das Objekt nicht verkauft werden würde.

In diesem Zusammenhang kann der Barwert des Differenzeinkommens abweichend von Gleichung (4.50) als Ewige Rente – ohne Berücksichtigung des Restverkaufserlöses – ermittelt werden:

$$(4.55) \quad V^N = \frac{-N_t(1 - 0,5s_{ESt}) + (N_t - Ab_t^*)[s_{GewSt}(1 - s_{KSt}) + s_{KSt}](1 - 0,5s_{ESt})}{i_r(1 - s_{ESt})}$$

mit:  $V^N$  Wert der Effekte aus der Nutzungsüberlassung;  $N_t$  Nutzungsentgelt in der Periode t;  $Ab_t^*$  nutzungsüberlassungsbedingt entgangene Abschreibung in der Periode t;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{ESt}$  Einkommensteuersatz.

Der Barwert der aus dem belastungsäquivalenten Darlehen resultierenden Zinszahlungen und Steuereffekte wird dann ebenfalls als Ewige Rente ermittelt:

$$(4.56) \quad V^N = \frac{i_r F_B^*[0,5s_{GewSt}(1 - s_{KSt}) + s_{KSt}](1 - 0,5s_{ESt}) - i_r F_B^*(1 - 0,5s_{ESt})}{i_r(1 - s_{ESt})}$$

mit:  $F_B^*$  belastungsäquivalenter Fremdkapitalbetrag;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $V^N$  Wert der Effekte aus der Nutzungsüberlassung;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{ESt}$  Einkommensteuersatz.

Wird diese Gleichung nach dem belastungsäquivalenten Darlehensbetrag aufgelöst und wird der Barwert des Differenzeinkommens durch die Gleichung (4.51) substituiert, so ergibt sich folgender belastungsäquivalenter Darlehensbetrag:

$$(4.57) \quad F_B^* = \frac{-N_t(1 - 0,5s_{ESt}) + (N_t - Ab_t)[s_{GewSt}(1 - s_{KSt}) + s_{KSt}](1 - 0,5s_{ESt})}{i_r [0,5s_{GewSt}(1 - s_{KSt}) + s_{KSt}](1 - 0,5s_{ESt}) - (1 - 0,5s_{ESt})}$$

mit:  $F_B^*$  belastungsäquivalenter Fremdkapitalbetrag;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $N_t$  Nutzungsentgelt in der Periode t;  $Ab_t^*$  nutzungsüberlassungsbedingt entgangene Abschreibung in der Periode t;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{ESt}$  Einkommensteuersatz.

Damit ergibt sich der Wert des Unternehmensteuvorteils des Miet- oder Pachtvertrages analog zu dem Unternehmenssteuvorteil eines Darlehens. Hierbei ist auf den belastungsäquivalenten Darlehensbetrag abzustellen, der während der Restlaufzeit des Miet- oder Pachtvertrages konstant bleibt:

$$(4.58) \quad V^{UST} = \sum_{t=1}^n \frac{i_r F_B^* [0,5s_{GewSt} (1-s_{KSt}) + s_{KSt}] (1-0,5s_{EST})}{[1+i_r (1-s_{EST})]^t}$$

mit:  $V^{UST}$  Wert des Unternehmenssteuereffektes;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $F_B^*$  belastungsäquivalenter Fremdkapitalbetrag;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz.

Weiterhin ist der arbitragebedingte Einkommensteuervorteil I ebenfalls in Abhängigkeit vom belastungsäquivalenten Darlehensbetrag zu berücksichtigen

$$(4.59) \quad V^{ESTI} = \sum_{t=1}^n \frac{-0,5s_{EST} i_r F_B^*}{[1+i_r (1-s_{EST})]^t}$$

mit:  $V^{ESTI}$  Wert des arbitragebedingten Einkommensteuereffektes;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $F_B^*$  belastungsäquivalenter Fremdkapitalbetrag;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz.

Da während der Restlaufzeit von einem konstanten Darlehensbetrag ausgegangen wird, ist der tilgungsbedingte Einkommensteuereffekt II lediglich am Ende der Vertragslaufzeit anzusetzen.

$$(4.60) \quad V^{ESTII} = \frac{0,5s_{EST} F_B^*}{[1+i_r (1-s_{EST})]^n}$$

mit:  $V^{ESTII}$  Wert des Einkommensteuervorteils II;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $F_B^*$  belastungsäquivalenter Fremdkapitalbetrag;  $n$  Vertragsrestlaufzeit;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz.

Darüber hinaus ist der Wert der Zinszahlungen während der Restlaufzeit sowie die zu leistende Rückzahlung des Darlehens am Ende der Vertragslaufzeit zu diskontieren:

$$(4.61) \quad F_M = \sum_{t=1}^n \frac{i_r F_B^* (1-s_{EST})}{[1+i_r (1-s_{EST})]^t} + \frac{F_B^*}{[1+i_r (1-s_{EST})]^n}$$

mit:  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $F_M$  Wert des belastungsäquivalenter Fremdkapitalbetrag;  $F_B^*$  belastungsäquivalenter Fremdkapitalbetrag;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz.

Da der Rückzahlungsbetrag nicht in die Bewertung einbezogen wird, ist der Wert der Darlehensverzinsung erheblich niedriger als der Nominalwert.

#### 4.3.4.3. Werteinfluss der Erbbauverträge

Grundsätzlich kann die Berücksichtigung von Erbbauverträgen analog zu den Miet- und Pachtverträgen erfolgen.

Das erwartete Einkommen des vollständig eigenkapitalfinanzierten Unternehmens stellt sich wie folgt dar:

$$(4.62) \quad \begin{aligned} & \left[ X_t^E (1 - s_{\text{GewSt}})(1 - s_{\text{KSt}})(1 - 0,5s_{\text{EST}}) + \right. \\ & \quad \left. \underbrace{\left[ RVE_t - (RVE_t - RBW_t) [s_{\text{GewSt}}(1 - s_{\text{KSt}}) + s_{\text{KSt}}] \right] (1 - 0,5s_{\text{EST}})}_{\text{Restverkaufserlöse am Ende der Nutzungsphase}} \right] \\ & \text{mit: } X_t^E \text{ Zahlungsstrom bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung; } N_t \text{ Nutzungsentgelt in der Periode t; } \\ & \text{RVE}_t \text{ Restverkaufserlös in der Periode t; } RBW_t \text{ Restbuchwert in der Periode t; } s_{\text{GewSt}} \text{ Gewerbesteuersatz; } s_{\text{KSt}} \text{ Körperschaftsteuersatz; } s_{\text{EST}} \text{ Einkommensteuersatz.} \end{aligned}$$

Da ein Grundstück nicht planmäßig abgeschrieben wird, hat das eigenkapitalfinanzierte Referenzunternehmen keinen Unternehmensteuvorteil aus der Abschreibung des Vermögensgegenstandes. Analog zu der Immobilie wird das Einkommen des Anteilseigners aber durch den Restverkaufserlös des Grundstücks beeinflusst.

Bei gleicher Einkommensstruktur wie bei anderen Verträgen der Nutzungsüberlassung ergibt sich aus Sicht des Anteilseigners des Vergleichsunternehmens folgender bewertungsrelevanter Einkommensunterschied:

$$(4.63) \quad V^N = [-N_t + N_t [s_{\text{GewSt}}(1 - s_{\text{KSt}}) + s_{\text{KSt}}] (1 - 0,5s_{\text{EST}})] \\ \times \frac{[1 + i_r(1 - s_{\text{EST}})]^n - 1}{[1 + i_r(1 - s_{\text{EST}})]^n \times i_r(1 - s_{\text{EST}})} - \frac{[RVE_T - (RVE_T - RBW_T) [s_{\text{GewSt}}(1 - s_{\text{KSt}}) + s_{\text{KSt}}] (1 - 0,5s_{\text{EST}})]}{(1 + i_r(1 - s_{\text{EST}}))^T}$$

mit:  $V^N$  Wert der Effekte aus der Nutzungsüberlassung;  $N_t$  Nutzungsentgelt in der Periode t;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $s_{\text{GewSt}}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{\text{KSt}}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{\text{EST}}$  Einkommensteuersatz.

Der belastungsäquivalente Darlehensbetrag ergibt sich für Erbbauverträge analog zu den Miet- und Pachtverträgen nach der bereits bekannten Gleichung:

$$(4.64) \quad F_B^* = \frac{V^N}{i_r \langle [0,5s_{\text{GewSt}}(1 - s_{\text{KSt}}) + s_{\text{KSt}}] - 1 \rangle (1 - 0,5s_{\text{EST}}) \times \frac{[1 + i_r(1 - s_{\text{EST}})]^n - 1}{[1 + i_r(1 - s_{\text{EST}})]^n \times i_r(1 - s_{\text{EST}})} - \frac{(1 - 0,5s_{\text{EST}})}{(1 + i_r(1 - s_{\text{EST}}))^T}}$$

mit:  $F_B^*$  belastungsäquivalenter Fremdkapitalbetrag;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $V^N$  Wert der Effekte aus der Nutzungsüberlassung;  $s_{\text{GewSt}}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{\text{KSt}}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{\text{EST}}$  Einkommensteuersatz.

Wird in diese Gleichung der Barwert der Nutzungsüberlassung des Erbbauvertrages eingesetzt, so ergibt sich dann wiederum der belastungsäquivalente Fremdkapitalbetrag. Aus Darstellungsgründen wird hiervon abgesehen.

Einer ggf. bei Auslauf des Erbbaurechtes zu erhaltenden Entschädigung stehen gleichzeitig der Entfall der Ergebnisse aus den betreffenden Wohnungen gegenüber. Aufgrund der i. d. R. einen Detailprognosezeitraum übersteigenden Restlaufzeit eines Erbbauvertrages kann der Entfall der Ergebnisse ebenso wenig wie die Entschädigung detailliert modelliert

werden. Demzufolge ist zu prüfen, ob die Entschädigung ggf. den Entfall der Ergebnisse kompensiert. In diesem Fall wäre ein Auslauf des Erbbaurechtes nicht zu berücksichtigen. Steht hingegen zu befürchten, dass die Entschädigung des entfallenden Ergebnisses nicht vollständig kompensiert, so kann ein Sonderposten in Höhe der nicht hinreichenden Entschädigung berücksichtigt werden. Hierbei wird der zu geringe Entschädigungsanteil zum Zeitpunkt der erwarteten Entschädigungszahlung berücksichtigt:

$$(4.65) \quad V^{Ent} = \frac{X^{Ent}}{(1 + k_E(1 - s_{Est}))^t}$$

mit:  $V^{Ent}$  Wert der entgangenen Entschädigung;  $X^{Ent}$  Minderentschädigung;  $k_E$  Renditeforderung der Anteilseigner eines unverschuldeten Unternehmens;  $s_{Est}$  Einkommensteuersatz.

Da sich die Entschädigung nach der operativen Entwicklung richtet, ist das Risiko der Entschädigung ebenfalls operativ und nicht finanzwirtschaftlich geprägt.

Eine weitere bewertungsrelevante Situation zum Auslauf eines Erbbaurechtes kann aus einer bestehenden Rückbauverpflichtung resultieren, die ebenfalls als zusätzliche Verpflichtung zu berücksichtigen ist.

$$(4.66) \quad V^{Rückb} = \frac{X^{Rückb}}{(1 + k_E(1 - s_{Est}))^t}$$

mit:  $V^{Rückb}$  Wert der Rückbauverpflichtung;  $X^{Rückb}$  Erwartete Auszahlung aufgrund der Rückbauverpflichtung;  $k_E$  Renditeforderung der Anteilseigner eines unverschuldeten Unternehmens;  $s_{Est}$  Einkommensteuersatz.

Gegenüber einer intuitiven Berücksichtigung der Verträge der Nutzungsüberlassung kommt die vorgestellte Vorgehensweise zu abweichenden Ergebnissen, die aus der Berücksichtigung des entgangenen abschreibungsbedingten Unternehmensteuervorteils sowie der Berücksichtigung des Dauerschuldzinsabzuges bei der Bewertung des belastungäquivalenten Darlehens im Gegensatz zu den Nutzungsentgelten resultieren.

#### 4.4. Werteinfluss der Besteuerung

In Kapitel 3.5 wurden die Abweichung von Steuer- und Handelsbilanz, steuerbilanzielle Verlustvorträge und Körperschaftsteuerbelastung von Ausschüttungen bei EK 02-Ausschüttungen als Besonderheiten der ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen identifiziert, die im folgenden Kapitel im Hinblick auf ihren Werteinfluss analysiert werden.

##### 4.4.1. Werteinfluss einer abweichender Steuerbilanz

In Kapitel 3.5.1.2 wurden eine Vielzahl für ehemals gemeinnützige Wohnungsbauunternehmen typische Abweichungen von der Handels- und Steuerbilanz diskutiert. Trotz der

unterschiedlichen Aspekte, die diese Abweichungen verursachen, ist ihnen gemein, dass sie die für die Ermittlung von Gewerbeertrag- und Körperschaftsteuer maßgeblichen Bemessungsgrundlagen vermindern bzw. ggf. auch erhöhen. Es entstehen somit Ertragsteuerersparnisse bzw. auch -erhöhungen, die anders als die Steuereffekte aus Fremdfinanzierung und Mittelanlage nicht zinsinduziert sind. Zur Analyse der Auswirkungen der nicht zinsinduzierten Steuerersparnisse wird im folgenden Abschnitt zunächst deren Auswirkung bei einer angenommenen vollständigen Eigenkapitalfinanzierung diskutiert, um daran anschließend die Fremdfinanzierung zu berücksichtigen.

#### 4.4.1.1. Rangfolge der Berücksichtigung der Unterschiede aus Steuer- und Handelsbilanz

Die Unterschiede zwischen Steuer- und Handelsbilanz können dazu führen, dass die sich bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung ergebende Bemessungsgrundlage im Verhältnis zu den abzusetzenden Aufwendungen aus der Kapitalstruktur zu gering oder sogar negativ ist.<sup>763</sup>

Bei den Abweichungen der Steuerbemessungsgrundlagen bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung ist es fraglich, ob diese Abweichungen nicht dazu führen, dass eine finanziungsbedingte Ersparnis von Unternehmensteuern ggf. eingeschränkt oder sogar überhaupt nicht realisiert werden kann. Hierzu ist eine Reihenfolge der verschiedenen Modifikationen zur Ermittlung des zu versteuernden Einkommens notwendig, deren Rang ist im Verhältnis zur Absetzung von Zinsaufwendung definiert.

Da diese Fragestellung der Rangfolge für die Steuergesetzgebung nicht relevant ist, muss diese erforderliche Reihenfolgebeziehung aus der Systematik der Ermittlung der Bemessungsgrundlagen abgeleitet werden. Vorrangig bei der Absetzung zu Zinsaufwendungen sind offensichtlich steuerbilanzielle Modifikationen und sonstige Korrekturen, die weder finanziierungsbedingt sind, noch im Zusammenhang mit der Finanzierungsstruktur stehen. Diese Vorrangigkeit der Absetzung von den Bemessungsgrundlagen führt dazu, dass der die Steuerbemessungsgrundlage mindernde Abzug von Zinsaufwendungen eingeschränkt oder ggf. nicht mehr möglich ist und damit keine zinsabhängigen Unternehmensteuerefekte entstehen.

---

<sup>763</sup> In der Literatur werden im Zusammenhang mit nicht-zinsabhängigen Steuervermeidungsmöglichkeiten, die zu einer Minderung der zinsabhängigen Unternehmensteuerersparnis führen, vor allem nicht auszahlungsgleiche Aufwendungen wie z. B. Abschreibungen und Zuführungen von Rückstellungen diskutiert. Vgl. Drukarczyk, J./Honold, D. (Unternehmensbewertung), S. 345; Krolle, S. (Unternehmensbewertung), S. 29. Die Bedeutung dieser nicht auszahlungsgleichen Aufwendungen bleibt unbestritten, nichtsdestotrotz werden diese nicht auszahlungsgleichen Aufwendungen bereits bei der Ermittlung des Free Cash Flow zutreffend gewürdigt und werden deshalb nicht gesondert dargestellt.

#### 4.4.1.2. Werteinfluss bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung

Bei der Ermittlung des Free Cash Flows wurde implizit angenommen, dass das operative Ergebnis vor Ertragsteuern identisch mit der Steuerbemessungsgrundlage ist. Wie jedoch bereits in Kapitel 3.5.1.2 erörtert wurde, ist diese Annahme nicht zutreffend.

Vielmehr sind wegen der nur bedingt gegebenen Maßgeblichkeit der Handels- für die Steuerbilanz gewerbesteuerliche Hinzurechnungen und Kürzungen bei der Ermittlung des Gewerbeertrags sowie weitere in dem in Tabelle 4.1 dargestellten Schema zur Ermittlung des zu versteuernden Einkommens zusammengefasste Modifikationen zu berücksichtigen. Hinzu tritt, dass das zu versteuernde Einkommen z. T. erheblich von dem operativen Ergebnis vor Ertragsteuern abweicht.

<b>Gewinn der Handelsbilanz</b>	
-	Steuerbilanzielle Mehrabschreibungen für Gebäude auf Grund § 13 Abs. 3 S. 1 KStG
+	Steuerbilanzielle Minderabschreibungen für Gebäude auf Grund abweichender Nutzungsdauern
+	Handelsbilanzielle Zuführung zu Rückstellungen bei steuerbilanziellem Passivierungsverbot
-	Handelsbilanzielle Auflösung von Rückstellungen bei steuerbilanziellem Passivierungsverbot
-	Handelsbilanzielle Inanspruchnahme von Rückstellungen bei steuerbilanziellem Passivierungsverbot
+	Barwertdifferenz aus der Abzinsung unverzinslicher Rückstellungen und Verbindlichkeiten
-	Valutierung von gem. § 88 Abs. 3 II. WoBauG nicht passivierten Aufwendungsdarlehen
+	Tilgung von gem. § 88 Abs. 3 II. WoBauG nicht passivierten Aufwendungsdarlehen
+	Handelsbilanzielle Mehrabschreibung auf aktivierte Geldbeschaffungskosten
-	Sonstige Steuern
+/-	Sonstige Anpassungen
<b>Gewinn der Steuerbilanz</b>	
+/-	Korrektur von gesellschaftsrechtlichen Vorgängen (offene und verdeckte Gewinnausschüttungen, Kapitalrückzahlungen und -erhöhungen, sonstige Gesellschaftereinlagen, verdeckte Einlagen)
+/-	Korrektur für bestimmte (passive) Verluste, die im Ausland entstanden sind (§ 2a EStG)
-	Ausländische Einkünfte, die nach Doppelbesteuerungsabkommen im Inland von der Besteuerung freigestellt sind
+	Vergütung aus Gesellschafterfremdfinanzierungen (§ 8a KStG)
-	Steuerbefreiung für bestimmte Beteiligungserträge (z. B. Dividenden, die aus einer anderen Körperschaft bezogen werden, oder Gewinne aus der Veräußerung von Anteilen an einer anderen Kapitalgesellschaft (§8b KStG)
-	Auf Grund besonderer Vorschriften abzubehaltbare Aufwendungen (z. B. Gewinnanteile der Komplementäre einer KGaA) (§9 KStG)
+	Auf Grund körperschaftsteuerlicher Spezialnormen nicht abziehbare Aufwendungen (z. B. die Hälfte der Aufsichtsratsvergütung) (§10 KStG)
<b>Summe der Einkünfte</b>	
-	Verlustabzug (§8 Abs. 1 KStG i.V.m. § 10d EStG)
<b>Einkommen</b>	
-	Freibetrag für bestimmte Körperschaften (§ 24 KStG)
<b>Zu versteuerndes Einkommen</b>	

Tabelle 4.1: Schema zur Ermittlung des zu versteuernden Einkommens<sup>764</sup>

Werden diese in Tabelle 4.1 dargestellten Unterschiede zwischen Handels- und Steuerbilanz im Rahmen einer handelsbilanziellen Unternehmensplanung nicht berücksichtigt, so kommt es bereits bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung zu einer fehlerhaften Er-

<sup>764</sup> In Anlehnung an Scheffler, W. (Besteuerung I), S. 143.

mittlung der sich aus Gewerbeertrag- und Körperschaftsteuer zusammensetzenden Unternehmenssteuern.<sup>765</sup>

Der Anteilseigner eines vollständig eigenkapitalfinanzierten Referenzunternehmens erwartet bei abweichender Steuerbilanz eine ebenfalls abweichende Ertragsteuerbelastung auf Unternehmensebene:

$$(4.67) \quad [(X_t^E \pm \Delta M_t)(1 - s_{\text{GewSt}})(1 - s_{\text{KSt}}) \mp \Delta M_t - \Delta I_t](1 - 0,5s_{\text{ESt}})$$

mit:  $X_t^E$  Zahlungsstrom bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung;  $\Delta M$  steuerbilanzielle Abweichung bei der Ermittlung des zu versteuernden Einkommens;  $i$  Zinssatz;  $s_{\text{GewSt}}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{\text{KSt}}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{\text{ESt}}$  Einkommensteuersatz.

Die Abweichungen der Steuerbilanz können die Steuerbemessungsgrundlagen sowohl erhöhen als auch mindern. Im Falle einer für ehemals gemeinnützige Wohnungsbauunternehmen typischen Minderung ist jedoch zu beachten, dass die Minderung maximal die Höhe des handelsbilanziellen Einkommens vor Steuern bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung annehmen kann.

Grundsätzlich lässt sich der Wert der aus der abweichenden Steuerbilanz resultierenden Unternehmensteuereffekte durch die Anwendung der Modigliani/Miller-Technik ermitteln. Hierbei entsteht lediglich ein positiver Unternehmensteuereffekt und kein arbitragebedingter Einkommensteuereffekt, da die Veränderung der Unternehmensteuern nicht dupliziert werden kann. Da der Nutzen eines solchen separaten Wertes als begrenzt bis nicht vorhanden erachtet wird, wird von einer Ermittlung und gesonderten Darstellung abgesehen.

#### 4.4.1.3. Werteinfluss bei realisierter Finanzierung

Die Einkommenserwartung des am anteilig fremdfinanzierten Unternehmen beteiligten Anteilseigners wird durch Abweichungen von der aus den Handels- und Steuerbilanzwertansätzen resultierenden, nicht zinsinduzierten Ertragsteuerersparnis beeinflusst. Hierdurch können die Zinsaufwendungen nicht mehr in vollem Umfang das zu versteuernde Einkommen mindern. Sein unter Berücksichtigung der darüber hinaus existierenden Zinsaufwendungen<sup>766</sup> und Tilgungen<sup>767</sup> erwartetes Einkommen vor Einkommensteuer beträgt:

---

<sup>765</sup> Der Begriff Unternehmensteuern fasst die auf Ebene des Unternehmens entstehenden Gewerbeertrag- und Körperschaftsteuern zur sprachlichen Vereinfachung der Darstellung zusammen. Es handelt sich hierbei nicht um Begriffe des Steuerrechtes.

<sup>766</sup> Es wird unterstellt, dass es sich bei dem Zinsaufwand um Dauerschuldentgelte gemäß § 8 Nr. 1 GewStG handelt und dadurch eine häftige Hinzurechnung der Dauerschuldzinsen zum Gewerbeertrag erfolgt.

<sup>767</sup> Im Fall von Aufnahme von Fremdkapital entsteht statt einer Einkommensminderung eine Einkommenserhöhung und das Vorzeichen ist entsprechend positiv.

$$(4.68) \left[ \underbrace{(X_t^E - \alpha_t \Delta M_t)(1 - s_{\text{GewSt}})(1 - s_{\text{KSt}}) + \alpha_t \Delta M_t}_{\text{Einkommen bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung unter Berücksichtigung der Minderung der Steuerbemessungsgrundlage}} + \underbrace{i_n F_{B,t-1} (\chi_t s_{\text{GewSt}} + \delta_t (1 - s_{\text{GewSt}}) s_{\text{KSt}})}_{\text{Finanzierungsbedingte Ertragsteuerersparnis}} \right. \\ \left. - \underbrace{i_n F_{B,t-1}}_{\text{Zinsaufwand}} - \underbrace{\Delta F_{B,t}}_{\text{Tilgung}} \right] (1 - 0.5 s_{\text{Est}})$$

mit  $\alpha_t = \frac{X_t^E}{\Delta M_t} \in [0..1]$  und  $\chi_t = \frac{(X_t^E - \alpha_t \Delta M_t)}{0.5 i F_{U,t-1}} \in [0..1]$  und

$$\delta_t = \frac{(X_t^E - \alpha_t \Delta M_t)(1 - s_{\text{GewSt}})}{(1 - 0.5 s_{\text{GewSt}})} \in [0..1]$$

mit:  $X_t^E$  Zahlungsstrom bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung;  $\Delta M$  Abweichung Handels- und Steuerbilanz;  $\alpha$  Anrechnungskoeffizient Abweichung Handels- und Steuerbilanz;  $\chi$  Anrechnungskoeffizient des als Dauerschuldentgelt nach § 8 Nr. 1 GewStG qualifizierten Zinsaufwands auf den Gewerbeertrag;  $\delta$  Anrechnungskoeffizient des verzinslichen Fremdkapitals auf das Steuerbilanzergebnis;  $i_n$  Nominalzinssatz;  $F_B$  Buchwert des Fremdkapitals;  $\Delta F_B$  Tilgung des Fremdkapitals;  $s_{\text{GewSt}}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{\text{KSt}}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{\text{Est}}$  Einkommensteuersatz.

Um zu einer im Vergleich zum Anteilseigner des anteilig fremdfinanzierten Unternehmens betrags- und risikoäquivalenten Einkommenserwartung zu gelangen, muss der Anteilseigner des Referenzunternehmens unter Berücksichtigung der erweiterten Arbitrageüberlegungen in der Vorperiode festverzinsliche Wertpapiere aus seinem Portefeuille veräußern, um den Zinsertrag in der aktuellen Periode zu mindern. Gleichzeitig sind in der aktuellen Periode neue festverzinsliche Wertpapiere zu erwerben, um die Tilgung von Fremdkapital auf Unternehmensebene zu duplizieren. Der Erwerb von Finanzanlagen in der Periode hat hingegen keinen Einfluss auf den Zinsertrag und damit auf die Einkommensteuern, da die Zinserträge aus dem Erwerb des festverzinslichen Wertpapiers erst in der aktuell folgenden Periode realisiert werden. Bei Verkauf von Wertpapieren oder anderen festverzinslichen Finanzanlagen in Höhe des nominalen Fremdkapitals des anteilig fremdfinanzierten Unternehmens erwartet der Anteilseigner des Referenzunternehmens zusätzlich zu dem in Gleichung (4.2) definierten Referenzeinkommen eine aus der Minderung der Zinserträge resultierende Einkommensteuerentlastung sowie eine zur Veränderung des Fremdkapitals auf Unternehmensebene betragsäquivalente Veränderung seiner Finanzanlagen:

$$(4.69) \quad [X_t^E (1 - s_{GewSt}) (1 - s_{KSt}) - \Delta I_t] (1 - 0,5 s_{EST}) - i_n F A_{P,t-1} (1 - s_{EST}) - \Delta F A_P^T + \Delta F A_P^A$$

mit:  $X_t^E$  Zahlungsstrom bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung;  $i_n$  Nominalzinssatz;  $F_P$  Finanzanlagen auf Anteilseignerebene;  $\Delta F_P$  Veränderung der Finanzanlagen auf Anteilseignerebene;  $s_{GewSt}$  Gewerbeertragsteuer;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuer;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz.

Der Anteilseigner kann die Minderung der steuerlichen Bemessungsgrundlage des Unternehmens nicht duplizieren, da er nicht in der Lage ist diese Abweichung von handels- und steuerbilanziellen Wertansätzen auf privater Ebene geltend zu machen. Deshalb ist das duplikationsbedingt resultierende Einkommen des Anteilseigners des Referenzunternehmens unabhängig von nicht zinsinduzierten Unternehmensteuvorteilen.

Bei vorliegenden nicht zinsinduzierten Steuervorteilen ergibt sich hingegen ein abweichendes zusätzlich erwartetes Einkommen des Anteilseigners des anteilig fremdfinanzierten Unternehmens:

$$(4.70) \quad \underbrace{\alpha_t \Delta M_t [s_{GewSt} (1 - s_{KSt}) + s_{KSt} (1 - 0,5 s_{EST})]}_{\text{Bemessungsgrundlagen-}} + \underbrace{\chi_t 0,5 s_{GewSt} i_n F_{B,t-1} (1 - 0,5 s_{EST})}_{\text{Gewerbesteuer-}} +$$

$$\underbrace{\delta_t i_n F_{B,t-1} (1 - 0,5 s_{GewSt}) s_{KSt} (1 - 0,5 s_{EST})}_{\text{Körperschaftsteuer-}} - \underbrace{0,5 s_{EST} i_n F_{B,t-1}}_{\text{Einkommen-}} + \underbrace{0,5 s_{EST} \Delta F_{B,t}}_{\text{Aus Tilgung/Valuierung resultieren-}}$$

$$\text{bedingter Steuervorteil} \qquad \qquad \qquad \text{vorteil} \qquad \qquad \qquad \text{der Einkommen-} \qquad \qquad \qquad \text{der Einkommen-}$$

$$\text{mit } \alpha_t = \frac{X_t^E}{\Delta M_t} \in [0..1] \quad \text{und} \quad \chi_t = \frac{(X_t^E - \alpha_t \Delta M_t)}{0,5 i_n F_{U,t-1}} \in [0..1] \quad \text{und}$$

$$\delta_t = \frac{(X_t^E - \alpha_t \Delta M_t) (1 - s_{GewSt})}{(1 - 0,5 s_{GewSt})} \in [0..1]$$

mit:  $X_t^E$  Zahlungsstrom bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung;  $\Delta M$  Abweichung Handels- und Steuerbilanz;  $\alpha$  Anrechnungskoeffizient Abweichung Handels- und Steuerbilanz;  $\chi$  Anrechnungskoeffizient des als Dauerschuldentgelt nach § 8 Nr. 1 GewStG qualifizierten Zinsaufwands auf den Gewerbeertrag;  $\delta$  Anrechnungskoeffizient des verzinslichen Fremdkapitals auf das Steuerbilanzergebnis;  $i_n$  Nominalzinssatz;  $F_B$  Buchwert des Fremdkapitals;  $\Delta F_B$  Tilgung des Fremdkapitals;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz.

Bezüglich der Einkommensteuereffekte I und II ergibt sich bei nicht zinsabhängigen Steuereffekten keine Veränderung zur Ermittlung dieser Einkommensteuereffekte bei marktrechter Verzinsung.

#### 4.4.2. Werteinfluss des steuerlichen Verlustabzuges

Bei Annahme einer residualen Ausschüttungspolitik werden ggf. bestehende handelsbilanzielle Verlustvorträge außer Acht gelassen und ausschließlich die Wirkung von ge-

werbesteuerlichen und körperschaftsteuerlichen Verlustvorträgen betrachtet.<sup>768</sup> Damit sind die aus den steuerlichen Verlustvorträgen resultierenden Ersparnisse der Unternehmensteuern bei dieser Ausschüttungspolitik auch an die Anteilseigner ausschüttbar.<sup>769</sup>

#### 4.4.2.1. Rangfolge der Berücksichtigung des steuerlichen Verlustabzugs

Der steuerliche Verlustabzug stellt wie die Unterschiede zwischen Handels- und Steuerbilanz einen nicht-zinsinduzierten Steuervorteil dar, der unabhängig von der Höhe des Fremdkapitals zur Ersparnis von Gewerbe- und Körperschaftsteuer führen kann. Folglich stellt sich ebenfalls die Frage, in welcher Reihenfolge der steuerliche Verlustabzug im Verhältnis zu den Unterschieden aus Steuer- und Handelsbilanz zu berücksichtigen ist.

*Streitferdt* führt in einem Beitrag zur Berücksichtigung ertragsteuerlicher Verlustvorträge in DCF-Verfahren aus, der ebenfalls auf Arbitrageüberlegungen beruht, dass die Steuerlast eines fremdfinanzierten Unternehmens sich unter Berücksichtigung von Verlustvorträgen in einem vereinfachten Steuersystem wie folgt ermittelt:<sup>770</sup>

$$(4.71) \quad S_t = s_{USt} (X_t^E - VA_t^{USt,E}) - [s_{USt} i_n F_{B,t-1} - s_{USt} (VA_t^{USt,E} - VA_t^{USt,F})]$$

mit:  $S_t$  Steuerlast in der Periode t;  $s_{USt}$  Unternehmensteuersatz;  $X_t^E$  Zahlungsstrom bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung;  $i_n$  Nominalzinssatz;  $F_B$  Buchwert des Fremdkapitals;  $VA_t^{USt,E}$  Unternehmesteuerlicher Verlustabzug bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung;  $VA_t^{USt,F}$  Unternehmesteuerlicher Verlustabzug bei realisierter Fremdkapitalfinanzierung.

Mit dieser Gleichung wird impliziert, dass die Inanspruchnahme der Verlustvorträge die Steuerbemessungsgrundlage vorrangig vor den Fremdkapitalzinsen mindert. Hieraus folgert *Streitferdt*, dass durch die Berücksichtigung von Verlustvorträgen die Finanzierung mit negativen Unternehmensteuervorteilen verbunden sein kann.<sup>771</sup> Gleichzeitig folgt aus dieser Annahme über die Rangfolge der Verlustverrechnung aber auch, dass die Verlustvorträge zu einem positiven Wertbeitrag führen, insoweit ein verrechenbares positives Ergebnis bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung zur Verfügung steht.

Dieser von *Streitferdt* vorgeschlagenen Vorgehensweise kann entgegengehalten werden, dass steuersystematisch der Verlustabzug nach Ermittlung des Steuerbilanzgewinns erfolgt, welcher bereits die Unterschiede zwischen Handels- und Steuerbilanz sowie den zinsabhängigen Unternehmensersparnisse berücksichtigt.

Auf den ersten Blick erscheint die Frage der Rangfolge der Verrechnung von Zinsaufwand und Verlustverrechnung irrelevant, da hierbei lediglich die analytische Verteilung der

---

<sup>768</sup> Zu den sich aus den handelsbilanziellen Verlustvorträgen ergebenden Ausschüttungssperren vgl. u.a. Drukarczyk, J. (Verlustvorträge), S. 466-468.

<sup>769</sup> Vgl. Drukarczyk, J. (Verlustvorträge), S. 464.

<sup>770</sup> Vgl. Streitferdt, F. (Verlustvorträge), Gleichung 2; S. 673.

Steuervorteile auf Fremdfinanzierung und Verlustvorträge diskutiert wird und unabhängig von der vorgenommenen Verteilung die Steuerbelastung bei realisierter Fremdfinanzierung und unter Berücksichtigung von Verlustvorträgen identisch sein muss.

Wird hingegen berücksichtigt, dass Verlustvorträge nach § 10 S. 4 GewStG und § 8 Abs. 4 KStG bei Verlust der wirtschaftlichen Identität nicht mehr zur Verlustverrechnung herangezogen werden können, so ist die Rangfolge der Verrechnung der zins- und verlustvortragsinduzierten Steuervorteile u. U. für einen Erwerber entscheidungsrelevant. Gibt es – wie häufig im Fall von Wohnungsbauunternehmen – erhebliche Steuerbilanzverluste aufgrund negativer Abweichungen von Steuer- und Handelsbilanz, so können die Verlustvorträge ggf. über längere Zeiträume nicht in Anspruch genommen werden und haben somit aus Sicht eines Erwerbers keinen Wert.

Da die Frage der Rangfolge der Inanspruchnahme von Steuervorteilen insbesondere in Erwerbssituationen zu beachten ist und die Steuersystematik die zinsinduzierten Steuervorteile vorrangig zu den verlustvortragsinduzierten Steuervorteilen behandelt, wird im Folgenden dieser Sichtweise gefolgt. Die Inanspruchnahme der Verlustvorträge ist nach dieser steuersystematischen Sicht somit abhängig von der Kapitalstruktur. Nur durch diese Vorgehensweise erfolgt eine dem Postulat der Gesamtbewertung genügende Würdigung aller zur Entstehung der Verlustvorträge beitragenden Einflussfaktoren.<sup>772</sup>

#### 4.4.2.2. Verlustabzug bei voller Abzugsfähigkeit

Zur Ermittlung des Wertbeitrages der Verlustvorträge wird entsprechend der Modigliani/Miller-Technik ein Unternehmen mit steuerlicher Verlustabzugsmöglichkeit einem Unternehmen ohne steuerliche Verlustabzugsmöglichkeit gegenübergestellt.<sup>773</sup> Ausgangspunkt für die Überlegung zur Ermittlung des Werteinflusses der steuerbilanziellen Verlustvorträge bei realisierter Kapitalstruktur sei das Einkommen eines Anteilseigners an einem anteilig fremdfinanzierten Unternehmen, das über keine steuerbilanziellen Verlustvorträge verfügt:

---

<sup>771</sup> Vgl. Streitferdt, F. (Verlustvorträge), S. 673.

<sup>772</sup> Vgl. Peemöller, V. H./Popp, M. (Verlustvorträge), S. 307.

<sup>773</sup> Vgl. u. a. Drukarczyk, J. (Verlustvorträge), S. 465; Lutz, H. (Verlustvorträge), S. 66. Peemöller/Popp kritisieren diese auch als Ertragswertvergleich bezeichnete Vorgehensweise, da hiermit dem Verlustvortrag die gesamten Vorteile aller zusammenwirkenden Faktoren zugeordnet werden und der so ermittelte Wert nicht den durch den Verlustvortrag verursachten Wertbeitrag widerspiegelt. Vgl. Peemöller, V. H./Popp, M. (Verlustvorträge), S. 304; Popp, M. (Verlustvorträge), S. 1158. Die Kritik ist dann angemessen, wenn unterstellt wird, dass die steuerlichen Verlustvorträge verkehrsfähig sind und somit unabhängig gehandelt werden können. Dieses wird im Folgenden jedoch nicht angenommen.

$$(4.72) \quad [(X_t^E - i_n F_{B,t-1})(1 - s_{GewSt})(1 - s_{KSt}) - \Delta I_t](1 - 0,5s_{Est})$$

mit:  $X_t^E$  Zahlungsstrom bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung;  $i_n$  Nominalzinssatz;  $F_B$  Buchwert des Fremdkapitals;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $\Delta I$  Nettoinvestition;  $s_{Est}$  Einkommensteuersatz.

Der Anteilseigner eines anteilig fremdfinanzierten Unternehmens mit steuerbilanziellen Verlustvorträgen erwartet aus dem steuerlichen Verlustabzug und der damit einhergehenden Unternehmensteuerminderung ein höheres Einkommen:

$$(4.73)$$

$$[(X_t^E - i_n F_{B,t-1})(1 - s_{GewSt})(1 - s_{KSt}) + VA_t^{GewSt} s_{GewSt}(1 - s_{KSt}) + VA_t^{KSt} s_{KSt} - \Delta I_t](1 - 0,5s_{Est})$$

mit:  $X_t^E$  Zahlungsstrom bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung;  $F_B$  Buchwert des Fremdkapitals;  $VA_{GewSt}^{KSt}$  Gewerbesteuerlicher Verlustabzug;  $VA_{KSt}^{KSt}$  körperschaftsteuerlicher Verlustabzug;  $\Delta I$  Nettoinvestition;  $i_n$  Nominalzinssatz;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{Est}$  Einkommenssteuersatz.

Dieser gewerbe- und körperschaftsteuerliche Verlustabzug kann nur im Rahmen einer integrierten Unternehmensrechnung ermittelt werden.<sup>774</sup> Nur durch diese Vorgehensweise können die ggf. während des Planungszeitraumes erfolgenden Zuführungen zu Verlustvorträgen, die das Potenzial für eine künftige Inanspruchnahme erhöhen, und die Inanspruchnahme bei realisierter Kapitalstruktur zutreffend ermittelt werden.<sup>775</sup>

Dieser aus dem Verlustabzug resultierende Einspareffekt kann durch den Anteilseigner des Referenzunternehmens nicht dupliziert werden, da er c. p. keine Möglichkeit zur äquivalenten Minderung seines zu versteuernden Einkommens hat. Insofern erzielt der Anteilseigner des Unternehmens mit steuerbilanziellen Verlustvorträgen einen zusätzlichen Einkommenseffekt. Dieser ergibt sich nach der Modigliani/Miller-Technik, indem von dem erwarteten Einkommen mit Steuerermittlungseffekten das erwartete Referenzeinkommen abgezogen wird:

$$(4.74) \quad [VA_t^{GewSt} s_{GewSt}(1 - s_{KSt}) + VA_t^{KSt} s_{KSt}](1 - 0,5s_{Est})$$

mit:  $VA_{GewSt}^{KSt}$  Gewerbesteuerlicher Verlustabzug;  $VA_{KSt}^{KSt}$  körperschaftsteuerlicher Verlustabzug;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{Est}$  Einkommensteuersatz.

Zur Ermittlung des Wertes des steuerlichen Verlustabzugs wird das in Gleichung (4.9) ermittelte Mehreinkommen des Anteilseigners im Vergleich zu dem Einkommen des Anteilseigners des Referenzunternehmens unter Berücksichtigung der arbitragebedingt eingeleiteten Einkommensminderung diskontiert.

<sup>774</sup> Vgl. Popp, M. (Unternehmensbewertung), S. 542-548.

<sup>775</sup> Vgl. Popp, M. (Verlustvorträge), S. 1155.

$$(4.75) \quad V^{VA} = \sum_{t=1}^n \frac{[VA_t^{GewSt} s_{GewSt} (1 - s_{KSt}) + VA_t^{KSt} s_{KSt}] (1 - 0,5 s_{ESt})}{[1 + k_E]^t}$$

mit:  $V^{VA}$  Wert aus dem steuerlichen Verlustabzug;  $VA^{GewSt}$  Gewerbesteuerlicher Verlustabzug;  $VA^{KSt}$  körperschaftsteuerlicher Verlustabzug;  $k_E$  Renditeforderung des Anteilseigners eines unverschuldeten Unternehmens;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{ESt}$  Einkommensteuersatz.

Der Wert der steuerlichen Verlustvorträge entsteht somit aus dem Verlustabzug,<sup>776</sup> während die Erhöhungen der Verlustvorträge zwar das Potenzial für einen künftigen Verlustabzug erhöhen, aber für sich selbst genommen noch keinen Wert darstellen.

Zu berücksichtigen ist, dass dieser Wert des Verlustabzuges lediglich den Wertbeitrag der Verlustvorträge bei derzeitig realisierter Kapitalstruktur darstellt. Dieser Wertbeitrag wird nicht ausschließlich aus der Existenz von derzeitigen Verlustvorträgen und der Verlustvortragsfähigkeit zukünftiger Verlust erzeugt, sondern resultiert aus dem Zusammenspiel aller Einflussfaktoren.<sup>777</sup>

#### 4.4.2.3. Verlustabzug bei gemindertem Verlustabzug

##### 4.4.2.3.1. Geminderter Verlustabzug aufgrund der Mindestbesteuerung

Im Gegensatz zu der bisherigen Annahme einer vollständigen Verlustverrechnung können seit 1. Januar 2004 nach § 10d Abs. 2 EStG Verlustvorträge aus Vorjahren nunmehr nur bis zur Höhe eines Sockelbetrages von 1 Mio. € uneingeschränkt mit positiven Einkünften verrechnet werden. Die diesen Sockelbetrag übersteigenden Verluste können nur bis zur Höhe von 60% des Gesamtbetrages der positiven Einkünfte steuermindernd genutzt werden.<sup>778</sup>

In diesem Zusammenhang gilt ebenfalls die Einkommensgleichung (4.9) des Anteilseigners eines anteilig fremdfinanzierten Unternehmens mit steuerbilanziellen Verlustvorträgen. Aufgrund der Mindestbesteuerung ist jedoch die Einsparung von Gewerbe- und Körperschaftsteuer geringer als im Fall der vollständigen Abzugsfähigkeit. Der Verlustabzug bemisst sich in dem System der Mindestbesteuerung für Gewerbe- und Körperschaftsteuer in Abhängigkeit von dem zu versteuernden Einkommen:

$$(4.76) \quad \begin{aligned} X_t^{St} \leq 1.000.000 \text{ €} &\Rightarrow VA^{USt} = X_t^{St} \\ X_t^{St} > 1.000.000 \text{ €} &\Rightarrow VA^{USt} = 1.000.000 \text{ €} + [X_t^{St} - 1.000.000 \text{ €}] \times 0,6 \end{aligned}$$

mit:  $X_t^{St}$  Zu versteuerndes Ergebnis;  $VA^{USt}$  Unternehmensteuerlicher Verlustabzug.

<sup>776</sup> Vgl. Oesterle, B. (Verlustvorträge), S. 839; Scherer, F. (Verlustvorträge), S. 65.

<sup>777</sup> Vgl. Peemöller, V. H./Popp, M. (Verlustvorträge), S. 304; Popp, M. (Verlustvorträge), S. 1158.

<sup>778</sup> Vgl. Leis, G. (Steueränderungen), S. 54; Müller-Gatermann, G. (Unternehmensteuerrecht), S. 467.

Auch im System der Mindestbesteuerung resultiert der Wert der steuerlichen Verlustvorträge somit aus dem Verlustabzug,<sup>779</sup> der jedoch geringer ist als bei vollständigem Verlustabzug.

Somit kann die bereits bei unterstellter vollständiger Abzugsfähigkeit der Verlustvorträge herangezogene Gleichung (4.75) weiterhin genutzt werden, mit dem Unterschied, dass nunmehr der nach (4.76) reduzierte Verlustverrechnungsbetrag in der Gleichung zu berücksichtigen ist.

#### 4.4.2.3.2. Geminderter Verlustabzug bei nicht ausreichendem begünstigtem Investitionsvolumen

Resultieren die Verlustvorträge aus Abschreibungsverlusten, die im Zusammenhang mit der Teilwertaufstockung bei Eintritt in die Steuerpflicht entstanden sind, so ist ein vertikaler Verlustausgleich mit übrigen Einkünften aus Gewerbebetrieb gemäß § 13 Abs. 3 S. 4 KStG begrenzt. Der Abschreibungsverlust kann lediglich in doppelter Höhe des begünstigten Investitionsvolumens für die übrigen Einkünfte aus Gewerbebetrieb verwendet werden.<sup>780</sup>

Die Inanspruchnahme des Verlustvortrags bestimmt sich damit wie folgt:

$$(4.77) \quad VA^{St} = MIN[VV^{St}; 2 \times I^{\frac{§13\;Abs.\;4\;KStG}{§13\;Abs.\;4}}]$$

mit:  $VA^{St}_{KStG}$  Inanspruchnahme des steuerlichen Verlustvortrags;  $VV^{St}$  Steuerlicher Verlustvortrag;  $I^{\frac{§13\;Abs.\;4}{§13\;Abs.\;4}}$  Begünstigtes Investitionsvolumen nach § 13 Abs. 4 KStG

Analog zur Mindestbesteuerung kann die Gleichung (4.81) zur Ermittlung des Wertes der Verlustvorträge eingesetzt werden.

#### 4.4.3. Werteinfluss der Thesaurierung

Die bisherige Diskussion der Bewertung der Spezifika der Wohnungsbauunternehmen stand unter dem Vorzeichen einer residualen, sich am Free Cash Flow orientierenden Ausschüttungspolitik. Einziges Augenmerk hierbei war die Sicherstellung der Finanzierbarkeit der Ausschüttungen. Dabei wurde die Frage nach der auch als *Ausschüttungsfähigkeit* bezeichneten Realisierbarkeit der Dividende nicht betrachtet, die durch handelsbilanzielle, gesellschaftsrechtliche oder satzungsmäßige Ausschüttungsrestriktionen beeinträchtigt sein kann.<sup>781</sup>

---

<sup>779</sup> Vgl. Oesterle, B. (Verlustvorträge), S. 839. Die von Oesterle daraus gefolgte separate Bewertung der Verlustvorträge im Anhängeverfahren setzt ebenfalls eine integrierte Unternehmensplanung voraus, aus der die Inanspruchnahme der gewerbesteuerlichen und körperschaftsteuerlichen Verlustvorträge ermittelt werden kann.

<sup>780</sup> Vgl. Bott, H. (§ 13 KStG), Rz. 93-99.

<sup>781</sup> Vgl. Drukarczyk, J. (Unternehmenssteuerung neu), S. 145 f.

#### 4.4.3.1. Ursachen der Thesaurierung

Ausgehend vom Jahresüberschuss können sich bedingt durch diese Maßgaben weitere Modifikationen des nach § 174 Abs. 1 AktG bzw. § 29 Abs. 1 GmbHG zur Ausschüttung verwendbaren Bilanzgewinns ergeben. Die Ermittlung des Bilanzgewinns erfordert die Aufstellung des Jahresabschlusses, bei dem die nachfolgend in Tabelle 4.2 beschriebenen Rücklagen zu dotieren sind, welche den ausschüttungsfähigen Bilanzgewinn mindern.

		GmbH	AG
-	Jahresüberschuss	X	X
-	Handelsbilanzieller Verlustvortrag	X	X
=	<b>Bemessungsgrundlage 1</b>		
-	Dotierung der gesetzlichen Rücklage nach § 150 AktG		X
=	<b>Bemessungsgrundlage 2 (Korrigierter Jahresüberschuss)</b>		
-	Einstellung in die Bauerneuerungsrücklage (max. 50% des korrigierten Jahresüberschusses)		X
-	Einstellung in andere Gewinnrücklagen (max. 50% des korrigierten Jahresüberschusses)		X
-	Satzungsgemäße Einstellung in die Bauerneuerungsrücklage		
-	Satzungsgemäße Einstellung in andere Gewinnrücklagen		X
=	<b>Bemessungsgrundlage 3</b>		
-	Einstellung in Rücklage für eigene Anteile		X
-	Einstellung in die satzungsmäßigen Rücklagen		X
-	Einstellung des Eigenkapitalanteils von Wertaufholungen im Anlage- und Umlaufvermögen sowie auf Grund von steuerlich abzugsfähigen Rücklagen, die nicht unter die umgekehrte Maßgeblichkeit fallen, in die anderen Gewinnrücklagen		X
=	<b>Bilanzgewinn</b>		
+	Handelsbilanzieller Gewinnvortrag	X	X
	<b>Bemessungsgrundlage 5 für den Gewinnverwendungsbeschluss der Anteilseigner</b>		
-	Handelsbilanzieller Gewinnvortrag	X	X
=	<b>Ausschüttung</b>		

Tabelle 4.2: Ermittlung des handelsbilanziell ausschüttbaren Ergebnisses<sup>782</sup>

Die nach § 29 Abs. 1 GmbHG normierte Gewinnausschüttung der Anteilseigner einer GmbH sieht grundsätzlich die Vollausschüttung des handelsbilanziellen Gewinns vor, so weit der Gesellschaftsvertrag keine abweichenden Regelungen zur Gewinnverwendung enthält. Demgegenüber sind bei den Aktiengesellschaften weitergehende Regelungen zur Zuführung von gesetzlichen<sup>783</sup> und anderen Gewinnrücklagen<sup>784</sup> zu berücksichtigen. Zur Verdeutlichung der Wirkung von Thesaurierungen bei einer von der residualen ab-

<sup>782</sup> In Anlehnung an Richter, F. (Kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung), S. 210.

<sup>783</sup> Bei Aktiengesellschaften ist zunächst nach § 150 AktG eine gesetzliche Rücklage in Höhe von 5% des um einen evtl. handelsbilanziellen Verlustvortrag geminderten Jahresüberschusses (Bemessungsgrundlage 1) zu bilden, bis diese und die Kapitalrücklage zusammen mindestens 10% des Grundkapitals ausmachen.

<sup>784</sup> Die Einstellungen in andere Gewinnrücklagen erfolgt nach den Maßgaben der § 58 Abs. 2 AktG. Stellen Vorstand und Aufsichtsrat gemeinsam den Jahresabschluss fest, so können maximal 50% des korrigierten Jahresüberschusses (Bemessungsgrundlage 2) in die Gewinnrücklagen eingestellt werden. Darüber hinaus können nach § 58 AktG satzungsgemäße Rücklagen dotiert werden. Zu diesen anderen Rücklagen, über deren Dotierung entweder Vorstand und Aufsichtsrat beschließen oder die auf Grund der Satzung gebildet werden, zählen ebenfalls die Bauerneuerungsrücklagen, welche zum Zweck der Finanzierung künftiger Großinstandhaltungen gebildet werden. Vgl. Birkner, M./Bornemann, L.-D. (Buchhaltung), S. 220.

weichenden Ausschüttungspolitik sind jedoch die unterschiedlichen Ursachen für die Thesaurierung unerheblich, so dass hiervon zunächst abstrahiert wird.

Der Thesaurierungsbedarf aus Finanzierungsüberlegungen und der unter Berücksichtigung von handelsbilanziellen Ausschüttungssperren ermittelte können divergieren.<sup>785</sup> Wird die residuale Ausschüttungspolitik als Bezugspunkt für die Überlegungen zur Vorteilhaftigkeit einer abweichenden Ausschüttungspolitik herangezogen, so ist eine im Vergleich zur Thesaurierung bei residualer Ausschüttung geringere handelsbilanzielle Thesaurierung und damit höhere handelsbilanzielle Ausschüttung für die Unternehmensbewertung unerheblich.<sup>786</sup> Führen handelsbilanzielle Ausschüttungssperren hingegen dazu, dass eine residuale Ausschüttung nicht in vollem Umfang geleistet werden kann, so sind diese bewertungsrelevant.<sup>787</sup>

Neben den handelsrechtlichen, gesellschaftsrechtlichen oder satzungsbedingten Ausschüttungssperren, können aber auch steuerliche Erwägungen wie z. B. die Vermeidung einer EK 02 Ausschüttung verbunden mit einer entsprechenden Ausschüttungsbelastung, den Anteilseigner dazu veranlassen, für eine vollständige oder teilweise Thesaurierung zu optieren.

Im Folgenden soll analysiert werden, welche Auswirkung die Thesaurierung auf die Einkommensteuer des Anteilseigners hat. Der Anteilseigner eines thesaurierenden Unternehmens erwartet ein um die Höhe der Thesaurierung gemindertes Einkommen:<sup>788</sup>

$$(4.78) \quad [X_t^E(1-s_{\text{GewSt}})(1-s_{\text{KSt}}) - \Delta I_t - \Delta T_t](1-0,5s_{\text{EST}})$$

mit:  $X_t^E$  Zahlungsstrom bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung;  $\Delta I$  Nettoinvestition;  $\Delta T$  Thesaurierung;  $s_{\text{GewSt}}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{\text{KSt}}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{\text{EST}}$  Einkommensteuersatz.

Der Anteilseigner des vollständig eigenkapitalfinanzierten Referenzunternehmens erhält hingegen weiterhin die residuale Ausschüttung entsprechend der Gleichung (4.2). Die steuerbedingte Einkommensveränderung des an dem thesaurierenden Unternehmen beteiligten Anteilseigners ergibt sich, indem vom Einkommen des Anteilseigners des Referenzunternehmens (4.2) unter Berücksichtigung seines arbitragebedingten Erwerbs von festverzinslichen Wertpapieren, die auf Grund ihrer Betragsäquivalenz zur Thesaurierung auf Unternehmensebene durch diese substituiert werden, das Einkommen des Anteilseig-

<sup>785</sup> Vgl. Schwetzler, B. (Besteuerung), S. 697.

<sup>786</sup> Vgl. Drukarczyk, J./Richter, F. (APV-Ansatz), S. 565. Eine geringe handelsbilanzielle Ausschüttung ist hingegen nicht unerheblich, wenn die handelsbilanzielle Vollausschüttung unterstellt wird. Vgl. Schwetzler, B. (Besteuerung), S. 697.

<sup>787</sup> Vgl. Drukarczyk, J. (Unternehmenssteuerung), S. 169.

<sup>788</sup> Da thesaurierte Überschüsse zu neuen Überschüssen führen können, sind nur die Ausschüttungen und nicht die Thesaurierungen bewertungsrelevant, um eine Doppelzählung der Ausschüttungen zu vermeiden. (Doppelzählungsverbot) Vgl. Moxter, A. (Grundsätze), S. 79.

ners des durch Kapitalsubstitution finanzierten Unternehmen abgezogen wird. Es verbleibt damit die aus der Thesaurierung resultierende Einkommensteuerersparnis des Anteilseigners des thesaurierenden Unternehmens:

$$(4.79) \quad \Delta T_t 0,5 s_{EST}$$

mit:  $\Delta T$  Thesaurierung;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz.

Zur Ermittlung des Wertes des finanzierungsbedingten Einkommensteuervorteils wird das in Gleichung (4.85) ermittelte Mehreinkommen des Anteilseigners im Vergleich zu dem Einkommen des Anteilseigners des Referenzunternehmens (4.2) unter der Annahme der Sicherheit der steuerlichen Vorteile diskontiert:

$$(4.80) \quad V^{EST} = \sum_{t=1}^n \frac{0,5 s_{EST} \Delta T_t}{[1 + i_r (1 - s_{EST})]^t}$$

mit:  $V^{EST}$  Wert des thesaurierungsbedingten Einkommensteuervorteils;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $\Delta T$  Thesaurierung;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz.

Unabhängig von der Ursache der Thesaurierung führt diese zwar zu einer Minderung der Ausschüttung, aber auch zu einer Minderung des zu versteuernden Einkommens des Anteilseigners des Vergleichsunternehmens und damit auch zu einer teilweise kompensatorischen Einkommensteuerersparnis. Die Vorteilhaftigkeit der Thesaurierung ist daher abhängig von der Verwendung der Mittel.<sup>789</sup> Wird davon ausgegangen, dass bereits alle vorteilhaften Realinvestitionen im Free Cash Flow berücksichtigt sind, da ihre erwartete Projektrendite höher ist als die Renditeforderung der Anteilseigner, so verbleiben lediglich die suboptimalen Projekte, die erwägenswert sind und somit keine Alternative darstellen. Alternativen zur Mittelverwendung sind damit lediglich die Tilgung von Fremdkapital, deren Berücksichtigung in der Unternehmensbewertung bereits aufgezeigt wurde, und die verzinsliche Anlage.<sup>790</sup>

#### 4.4.3.2. Wceneinfluss der thesaurierungsbedingten Mittelanlage

Im vorangehenden Abschnitt wurden die Ursachen für eine mögliche Mittelthesaurierung aufgezeigt. Damit schließt sich jedoch die Frage nach der Bewertung der thesaurierten Mittel auf Unternehmensebene an, die unter der Annahme einer residualen Ausschüttungspolitik nicht von Bedeutung ist.<sup>791</sup>

---

<sup>789</sup> Zu weiteren Überlegungen bzgl. der Vorteilhaftigkeit von Thesaurierungen in verschiedenen Fallkonstellationen vgl. u. a. Schwetzler, B. (Besteuerung), S. 695-705; Schwetzler, B. (Kapitalkosten), S. 459-460; Krolle, S./Arnold, H. (Erträge), S. 459-463; Beine, F. (Einkünfte), S. 1967-1972

<sup>790</sup> Vgl. Drukarczyk, J. (Unternehmenssteuerung neu), S. 169.

<sup>791</sup> Vgl. Schultze, W. (Methoden), S. 415-416; Sieben, G. (DCF), S. 723-724.

In der Literatur wird vorgeschlagen, die aus einer abweichenden Ausschüttungspolitik resultierende Liquiditätsveränderung bereits im Free Cash Flow zu berücksichtigen.<sup>792</sup> Einbehaltene Ausschüttungen würden dann den Free Cash Flow mindern und der Abbau von Mittelanlagen würde den Free Cash Flow erhöhen.<sup>793</sup> Dieses Vorgehen verfälscht jedoch den Free Cash Flow im Sinne eines Einzahlungsüberschusses, welcher unbelastet von Finanzierungs- und damit auch Ausschüttungserwägungen ist und lediglich den operativ erzielten Cash Flow wiederspiegelt. Darüber hinaus wird damit auch nicht die Frage der Bewertung der Liquidität beantwortet. Da sich der Wert der Liquidität analog zu dem Wert des Fremdkapitals aus den Veränderungen der Mittelanlage und den Zinserträgen ergibt, fehlen Cash Flow Komponenten zur Bewertung der Liquidität, da diese bereits im Free Cash Flow berücksichtigt wurden. Aufgrund dieser beiden Aspekte soll dem Vorschlag, die thesaurierungsbedingte Liquiditätsveränderung im Free Cash Flow zu berücksichtigen, nicht gefolgt werden, sondern im Folgenden eine alternative Vorgehensweise erarbeitet werden.

Diese Bewertungsfrage ist Gegenstand des folgenden Abschnitts.

Ausgangspunkt für die folgenden Überlegungen zur Ermittlung des Werteinflusses der Mittelanlage beim Halbeinkünfteverfahren ist wiederum die in Gleichung (4.2) dargestellte Einkommenserwartung des Anteilseigners des Referenzunternehmens. Der Anteilseigner des Unternehmens mit realisierter Mittelanlage erwartet hingegen ein um den Zinsertrag nach Berücksichtigung von Unternehmensteuern und etwaiger Auflösung der gebundenen Mittelanlagen auf Unternehmensebene<sup>794</sup> erhöhtes Einkommen:

$$(4.81) \quad (X_t^E + i_n \Delta FA_{U,t-1}) (1 - s_{\text{GewSt}}) (1 - s_{\text{KSt}}) (1 - 0,5 s_{\text{EST}})$$

mit:  $X_t^E$  Zahlungsstrom bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung;  $i_n$  Nominalzinssatz;  $\Delta FA_U$  verzinsliche Finanzanlagen auf Unternehmensebene;  $\Delta FA_U$  Auflösung von verzinslichen Mitteln auf Unternehmensebene;  $s_{\text{GewSt}}$  Gewerbeertragsteuer;  $s_{\text{GewSt}}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{\text{KSt}}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{\text{EST}}$  Einkommensteuersatz.

Liegen nicht zinsinduzierte Unternehmensteuervorteile vor, so erwartet der Anteilseigner des Unternehmens mit realisierter Mittelanlage eine geringere Ertragsteuerminderung:

---

<sup>792</sup> Vgl. Ballwieser, W. (Discounted Cash Flow), S. 86; IdW (S 1), Tz. 127.

<sup>793</sup> Vgl. Drukarczyk, J./Richter, F. (APV-Ansatz), S. 564-565; Richter, F. (Finanzierungsprämissen), S. 1079-1081.

<sup>794</sup> Im Fall der Zuführung von Mittelanlagen zu dem Liquiditätsfonds entsteht statt einer Einkommenserhöhung eine Einkommensminderung und das Vorzeichen ist entsprechend negativ.

$$(4.82) \quad (X_t^E + i_n FA_{U,t-1} - S_{GewSt,t} - S_{KSt,t} - \Delta FA_{U,t}) (1 - 0,5 s_{Est})$$

mit  $S_{GewSt,t} = Max[0; (X_t^E - \Delta M + i_n FA_{U,t-1}) s_{GewSt}]$  und

mit  $S_{KSt,t} = Max[0; (X_t^E - \Delta M + i_n FA_{U,t-1} - s_{GewSt,t}) s_{KSt}]$

mit:  $X_t^E$  Zahlungsstrom bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung;  $\Delta M$  Unterschied Handels- und Steuerbilanz;  $i_n$  Nominalzinssatz;  $FA_U$  verzinsliche Finanzanlagen auf Unternehmensebene;  $\Delta FA_U$  Auflösung von verzinslichen Mitteln auf Unternehmensebene;  $s_{GewSt}$  Gewerbeertragsteuer;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuer;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{Est}$  Einkommensteuersatz.

Der Anteilseigner des Referenzunternehmens stützt seine Arbitrageüberlegungen nunmehr auf im Zusammenhang mit dem Anteilsbesitz stehenden Darlehen, deren Zinsaufwendungen damit dem Halbabzugsverfahren unterliegen. Durch die in der Vorperiode vollzogene Tilgung dieser Darlehen im Gegensatz zum Erwerb von festverzinslichen Wertpapieren realisiert er lediglich die Erhöhung seiner Einkommensteuern in hälftiger Höhe des Zinsaufwandes der Darlehen. Die Minderung der steuerlichen Bemessungsgrundlage des Unternehmens kann hingegen nicht durch den Anteilseigner dupliziert werden, da er nicht in der Lage ist, diese Abweichung von handels- und steuerbilanziellen Wertansätzen auf privater Ebene geltend zu machen. Der duplizierende Anteilseigner erwartet deshalb unabhängig von der Höhe der nicht zinsinduzierten Steuervorteile unter Berücksichtigung der die Veränderung der Mittelanlage auf Unternehmensebene kompensierenden Verwendung der Darlehen in der aktuellen Periode folgendes Einkommen:

$$(4.83) \quad X_t^E (1 - s_{GewSt}) (1 - s_{KSt}) (1 - 0,5 s_{Est}) + i_n F_{P,t-1} (1 - 0,5 s_{Est}) - \Delta F_P^A + \Delta F_P^Z$$

mit:  $X_t^E$  Zahlungsstrom bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung;  $i_n$  Nominalzinssatz;  $F_P$  Finanzanlagen auf Anteilseignerebene;  $\Delta F_P$  Veränderung der Finanzanlagen auf Anteilseignerebene;  $s_{GewSt}$  Gewerbeertragsteuer;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuer;  $s_{Est}$  Einkommensteuersatz.

Werden die in der Vorperiode getilgten Darlehen in Gleichung (4.100) auf Grund der betragsmäßigen Äquivalenz zu den Finanzanlagen auf Unternehmensebene durch diese substituiert und wird das erwartete Einkommen des duplizierenden Anteilseigners (4.100) von dem des Unternehmens mit Mittelanlage (4.99) abgezogen, so ergibt sich folgendes verringertes Einkommen des Anteilseigners des Unternehmens mit Mittelanlagen:

$$(4.84) \quad \underbrace{-i_n FA_{U,t-1} [s_{GewSt} (1 - s_{KSt}) + s_{KSt}] (1 - 0,5 s_{Est})}_{\text{Mittelanlagebedingter Unternebensteuereffekt}} - \underbrace{0,5 s_{Est} \Delta FA_{U,t}^A}_{\substack{\text{Aus Erhöhung} \\ \text{des Mittelfonds} \\ \text{resultierender} \\ \text{Einkommen-} \\ \text{steuereffekt}}} + \underbrace{0,5 s_{Est} \Delta FA_{U,t}^Z}_{\substack{\text{Aus Auflösung} \\ \text{des Mittelfonds} \\ \text{resultierender} \\ \text{Einkommen-} \\ \text{steuereffekt}}}$$

mit:  $i_n$  Nominalzinssatz;  $FA_U$  Mittelanlage auf Unternehmensebene;  $\Delta FA_U$  Veränderung der Mittelanlage auf Unternehmensebene;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{Est}$  Einkommenssteuersatz.

Liegen nicht zinsinduzierte Unternehmensteuervorteile vor, so folgt aus den mittelanlagebedingten Zinserträgen keine zusätzliche Ertragsteuer in Höhe der Tarifbelastung. Vielmehr kommt es zu einer verringerten oder sogar zu keiner Ertragsteuererhöhung auf Unternehmensebene:

$$(4.85) \quad -\underbrace{(\Delta S_{GewSt,t} + \Delta S_{KSt,t})(1 - 0,5s_{EST})}_{\text{Mittelanlagebedingter Unternehmensteuereffekt}} + \underbrace{0,5s_{EST} i_n FA_{U,t-1}}_{\text{Einkommensteuerkorrektur}} - \underbrace{0,5s_{EST} \Delta FA_{U,t}}_{\text{Aus Erhöhung/Auflösung des Mittelfonds resultierender Einkommensteuereffekt}}$$

mit  $\Delta S_{GewSt,t} = \text{Min}[iFA_{U,t-1}; \text{Min}[X_t^E - \Delta M + i_n FA_{U,t-1}; 0]]s_{GewSt}$  und

mit  $\Delta S_{KSt,t} = \text{Min}[iFA_{U,t-1}; \text{Min}[X_t^E - \Delta M + i_n FA_{U,t-1} - S_{GewSt,t}; 0]]s_{KSt}$

mit:  $X_t^E$  Zahlungsstrom bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung;  $i_n$  Nominalzinssatz;  $\Delta M$  Unterschied Handels- und Steuerbilanz;  $FA_U$  Mittelanlage auf Unternehmensebene;  $\Delta FA_U$  Veränderung der Mittelanlage auf Unternehmensebene;  $\Delta S_{GewSt}$  Veränderung der Gewerbesteuerzahlung;  $\Delta S_{KSt}$  Veränderung der Körperschaftsteuerzahlung;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz.

Ursache für die geringere Einkommenserwartung des Anteilseigners des Unternehmens mit Mittelanlage ist die zinsertragsbedingte Erhöhung der Bemessungsgrundlage der Unternehmensteuern. Liegen nicht zinsabhängige Unternehmensteuervorteile vor, so führen diese zu einer Minderung der aus dem Zinsertrag resultierenden Ertragsteuern auf Unternehmensebene. Sind die Abweichungen so hoch, dass das handelsbilanzielle Ergebnis bei vollständiger Eigenfinanzierung und die zusätzlichen Zinserträge durch die Abweichungen von Handels- und Steuerbilanz überkompensiert werden, so resultieren aus der Mittelanlage auf Unternehmensebene noch nicht einmal zusätzliche Ertragsteuern. Darüber hinaus erzielt der Anteilseigner des Unternehmens mit Mittelanlage im Falle der Auflösung des Mittelfonds auf Unternehmensebene eine Einkommensteuererhöhung, da die Auflösung des Mittelfonds zu einer Erhöhung des entziehbaren Cashflows und damit des zu versteuernden Einkommens des Anteilseigners führt.

Zur Ermittlung des Wertes des mittelanlagebedingten Steuereffekts wird das in Gleichung (4.85) ermittelte Mindereinkommen des Anteilseigners im Vergleich zum Einkommen des Anteilseigners des Referenzunternehmens (4.2) unter Berücksichtigung der arbitragebedingt eingeleiteten Einkommenserhöhung in Einzeleffekte aufgeteilt und diskontiert.

Die Mittelanlage führt zu einem Unternehmensteuereffekt bedingt durch die Ertragsteuererhöhung, die ihrerseits das zu versteuernde Einkommen des Anteilseigners mindert und insofern eine Minderung der Einkommensteuern unter Berücksichtigung des hälftigen Ein-

kommensatzes nach sich zieht. Dieser Effekt wird auch als Unternehmensteuereffekt bezeichnet:

$$(4.86) \quad V^{USt} = \sum_{t=1}^n -\frac{i_n FA_{U,t-1} [s_{GewSt}(1-s_{KSt}) + s_{KSt}] (1-0,5s_{ESt})}{[1+i_r(1-s_{ESt})]^t}$$

Liegt keine Tarifbelastung der Zinserträge vor, so sind die geminderten Ertragsteuern zu berücksichtigen:

$$(4.87) \quad V^{USt} = \sum_{t=1}^n -\frac{(\Delta S_{GewSt,t} + \Delta S_{KSt,t})(1-0,5s_{ESt})}{[1+i_r(1-s_{ESt})]^t}$$

mit:  $V^{USt}$  Wert des Unternehmensteuereffektes;  $i_n$  Nominalzinssatz;  $i_r$  risikoloser Zinssatz;  $FA_U$  Mittelanlage auf Unternehmensebene;  $\Delta S_{GewSt}$  Veränderung der Gewerbesteuerzahlung;  $\Delta S_{KSt}$  Veränderung der Körperschaftsteuerzahlung;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{ESt}$  Einkommensteuersatz.

Darüber hinaus ist eine mittelanlagebedingte Einkommensteuererhöhung in dem finanziungsbedingten Steuereffekt berücksichtigt:

$$(4.88) \quad V^{EST\ II} = \sum_{t=1}^n \frac{-0,5s_{ESt}\Delta F_{B,t}^A + 0,5s_{ESt}\Delta F_{B,t}^Z}{[1+i_r(1-s_{ESt})]^t}$$

mit:  $V^{EST\ II}$  Wert des Einkommensteuvorteils II;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $F_B$  Buchwert des Fremdkapitals;  $\Delta F_B$  Veränderung des Fremdkapitals;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{ESt}$  Einkommensteuersatz.

Der Unternehmensgesamtwert des Unternehmens mit verzinslicher Mittelanlage wird unter Berücksichtigung der mittelanlagebedingten Steuereffekte wie folgt ermittelt:

$$(4.89) \quad V^F = V^E - V^{USt} - V^{EST\ II}$$

mit:  $V^F$  Wert bei realisierter Fremdfinanzierung;  $V^E$  Wert bei angenommener vollständiger Eigenkapitalfinanzierung;  $V^{USt}$  Wert des Unternehmensteuvorteils;  $V^{EST\ II}$  Wert des Einkommensteuvorteils II.

Es handelt sich hierbei um einen Bruttokapitalwert oder Unternehmensgesamtwert, der die Erhöhung der entziehbaren Zahlungsströme durch Zinserträge und Reduktion der Mittelanlagen nicht berücksichtigt. Um den Wert des Eigenkapitals zu ermitteln, ist zu diesem Unternehmensgesamtwert der Wert der Mittelanlage auf Unternehmensebene hinzuzuzählen, der sich aus der Diskontierung der vom Schuldner erhaltenen Zinserträge und ihm zufließenden Zins- und Tilgungszahlungen ergibt.

Analog zu der Bewertung des Fremdkapitals ist die Bewertung der Liquidität abhängig von der Annahme der Besteuerung der Mittelanlage auf privater Ebene. Bei voller Besteuerung auf privater Ebene wird der Wert der Liquidität wie folgt ermittelt:

$$(4.90) \quad L_U = \sum_{t=1}^n \frac{-\Delta L_{U,t}^A + \Delta L_{U,t}^Z + i_n L_{U,t-1}(1-s_{ESt})}{i_r(1-s_{ESt})^t}$$

mit:  $i_n$  Nominalzinssatz;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $\Delta L_{U,t}^A$  Anlage von Liquidität auf Unternehmensebene;  $\Delta L_{U,t}^Z$  Zurückführung von Liquidität auf Unternehmensebene;  $L_U$  Liquidität auf Unternehmensebene;  $s_{ESt}$  Einkommensteuersatz.

Wurden vorhandene liquide Mittel nicht bis zum Ende des Detailplanungszeitraumes an die Anteilseigner ausgeschüttet, so ist der Zinsertrag des annahmegemäß konstant bleibenden Liquiditätsbestandes am Ende des Detailplanungszeitraumes in Form einer Ewigen Rente zu berücksichtigen:

$$(4.91) \quad L_U = \sum_{t=1}^n \frac{-\Delta L_{U,t}^A + \Delta L_{U,t}^Z + i_n L_{U,t-1}(1-s_{ESt})}{i_r(1-s_{ESt})^t} + \frac{i_n L_{U,n}(1-s_{ESt})}{i_r \times i_r(1-s_{ESt})^n}$$

mit:  $i_n$  Nominalzinssatz;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $\Delta L_{U,t}^A$  Anlage von Liquidität auf Unternehmensebene;  $\Delta L_{U,t}^Z$  Zurückführung von Liquidität auf Unternehmensebene;  $L_U$  Liquidität auf Unternehmensebene;  $s_{ESt}$  Einkommensteuersatz.

Der Wert der Liquidität ist ebenfalls bei unterstellter Identität der Zinserträge auf Unternehmens- und Anteilseignerebene gleich ihrem Buchwert. Diese Identität vom Wert der Liquidität und ihrem Buchwert ist jedoch nur gegeben, wenn die Mittelanlage auf Unternehmens- und Anteilseignerebene zum selben Zinssatz erfolgen kann. In diesem Fall sind dann künftige Veränderungen der Liquidität unmaßgeblich, da durch Identität der Zinssätze keine weiteren Einflüsse auf den Barwert der Liquidität entstehen. Deshalb kann bei gleichen Zinssätzen der Wert der Liquidität durch ihren Buchwert approximiert werden.

Weichen hingegen die auf Anteilseigner und Unternehmensebene erzielbaren Zinserträge voneinander ab, so ist die Liquidität gesondert zu bewerten.<sup>795</sup> Dabei ist zu beachten, dass die Zinserträge stets mit einem risikolosen und nicht mit dem das operative Risiko widerspiegelnden Diskontierungszins zu kapitalisieren sind. Eine Betrachtung der zukünftigen Zinserträge im Zusammenhang mit den Ergebnissen des übrigen Geschäfts wäre nicht sachgerecht, da die Zinsüberschüsse im Gegensatz zu dem Zahlungsstrom aus dem übrigen Unternehmen risikolos sind.<sup>796</sup>

---

<sup>795</sup> Liegen abweichende Zinssätze auf Unternehmens- und Anteilseignerebene vor und kommt es im Planungszeitraum zu erheblichen Veränderungen der Liquidität, so können daraus große Abweichungen zwischen dem gegenwärtigen Buchwert der Liquidität und dem ermittelten Wert der Liquidität resultieren. In einem solchen Fall kann die separate Bewertung der gegenwärtig vorhandenen Liquidität und der zukünftigen Veränderungen der Liquidität zu Darstellungs- und Erläuterungszwecken hilfreich sein.

<sup>796</sup> Vgl. Schwetzler, B. (Besteuerung), S. 698.

#### 4.4.4. Ausschüttungsabhängiger Unternehmensteuereffekt

Eine weitere Quelle der Veränderung des zu versteuernden Einkommens des Anteilseigners sind ausschüttungsbedingte Körperschaftsteuererstattungen bzw. -belastungen auf Grund der Ausschüttung von Altgewinnen, welche die Körperschaft vor Inkrafttreten des Halbeinkünfteverfahrens erzielt hat.<sup>797</sup>

Für diese Altgewinne ist eine Definitivbelastung von 30% herzustellen, wohingegen der Körperschaftsteuersatz von 25% lediglich für Gewinne ab dem Veranlagungszeitraum 2001 gilt. Zur Herstellung einer Definitivbelastung von 30% kommen zwei Fälle in Betracht. Einerseits die Verwendung von thesaurierten, im alten Anrechnungsverfahren zunächst mit 40% belasteten Gewinnen (vormals EK 40) und andererseits die Verwendung von steuerfreien inländischen Einkünften (EK 02) zur Ausschüttung. Bei einer Verwendung von Altgewinnen wird zur Erreichung der Definitivbelastung gemäß § 36 KStG eine Erstattung von einem Sechstel<sup>798</sup> des Ausschüttungsbetrages vorgenommen. Gilt hingegen das EK 02 als zur Ausschüttung verwendet, so ist gemäß § 38 Abs. 2 KStG eine zusätzliche Ausschüttungsbelastung von drei Siebteln herzustellen.<sup>799</sup>

Für ehemals gemeinnützige Wohnungsbaugesellschaften ist insbesondere die Verwendung von EK 02 zu Ausschüttungen wegen der bei Eintritt in die Steuerpflicht steuerfreien Erhöhung des Vermögens relevant.

Da die Ausschüttungsbelastung von der Entscheidung über die Ausschüttung des ausschüttungsfähigen Free Cash Flows abhängt, ist nicht der Free Cash Flow, sondern erst die unter Berücksichtigung von ggf. weiteren Thesaurierungen geplante Ausschüttung mit einer Ausschüttungsbelastung zu versehen.<sup>800</sup>

Der Anteilseigner eines vollständig eigenkapitalfinanzierten Unternehmens erwartet ein um die Ausschüttungsbelastung gemindertes Einkommen:

$$(4.92) \quad D_t (1 - s_{AS}) (1 - 0,5s_{ES})$$

mit:  $D$  Dividendausschüttung,  $s_{AS}$  Ausschüttungsbelastung;  $S_{ES}$  Einkommensteuersatz.

Der Anteilseigner des Referenzunternehmens wird die nachteilige Ausschüttungsbelastung nicht duplizieren, so dass sich dessen Einkommenvorteil ergibt, indem von dem er-

<sup>797</sup> Vgl. Oesterle, B. (Verlustvorträge), S. 836; Scheffler, W. (Besteuerung I), S. 194.

<sup>798</sup>  $(40-30) / (100-40) = 1/6$

<sup>799</sup>  $30 / (100-30) = 3/7$

<sup>800</sup> Drukarczyk/Richter schlagen diese Vorgehensweise im Zusammenhang mit dem Anrechnungsverfahren vor, bei dem Ausschüttungen und Thesaurierungen ebenfalls auf Grund der unterschiedlichen Tarifbelastungen ggf. unterschiedlich zu würdigen waren. Vgl. Drukarczyk, J./Richter, F. (APV-Ansatz), S. 565.

warteten Einkommen bei Ausschüttungsbelastung (4.87) das erwartete Referenzeinkommen (4.2) abgezogen wird:

$$(4.93) \quad -s_{AST} \underbrace{D_t(1 - 0,5s_{EST})}_{\text{Ausschüttung ohne Berücksichtigung von Ausschüttungsbelastungen}}$$

mit:  $D$  Dividendausschüttung,  $s_{AST}$  Ausschüttungsbelastung;  $S_{EST}$  Einkommensteuersatz.

Der Unterschied in der Einkommenserwartung besteht also in Höhe der um die hälfte Einkommensteuer bereinigten zusätzlichen Ausschüttungsbelastung. Zur Ermittlung des Wertes des ausschüttungsbedingten Wertnachteils ist die Ausschüttungsbelastung bei Annahme risikofreier Steuernachteile mit dem risikofreien Zinssatz zu diskontieren:

$$(4.94) \quad V^{AST} = \sum_{t=1}^n \frac{-s_{AST}(1 - 0,5s_{EST})D_t}{(1 + i_r(1 - s_{EST}))^t}$$

mit:  $V^{AST}$  Wertnachteil aus Ausschüttungsbelastung;  $D$  Dividendausschüttung,  $s_{AST}$  Ausschüttungsbelastung;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $S_{EST}$  Einkommensteuersatz.

Im Fall der hier betrachteten Ausschüttungsbelastungen kann die realisierte Ausschüttungspolitik im Vergleich zu der residualen Ausschüttungspolitik zu zusätzlichen ausschüttungsbedingten Wertnachteilen führen, die vor allem daraus resultieren, dass die Ausschüttungsbelastung nur bis 2019 aufrechterhalten wird und danach eine Ausschüttung der thesaurierten Gewinne ohne Ausschüttungsbelastung möglich ist.

#### 4.5. Zusammenfassung der Analyseergebnisse

In diesem Kapitel wurden, ausgehend von den davor diskutierten Besonderheiten der ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen, die Implikationen dieser Sachverhalte auf die Unternehmensbewertung erarbeitet. Dabei wurde auf die von Modigliani/Miller genutzte Arbitragetechnik zurückgegriffen. In der grundlegenden Form zeigten die beiden Autoren, dass der Wert eines verschuldeten Unternehmens durch die Arbitrage mit Anteilen eines unverschuldeten Unternehmens und privater Schuldenufnahme abgeleitet werden kann.

Da die von Modigliani/Miller angestellten Arbitrageüberlegungen letztendlich auf Einkommensvergleichen der Anteilseigner fußen, sind in der Betrachtung ebenfalls die aus der Ausschüttung resultierenden Einkommensteuern der Anteilseigner zu berücksichtigen. Aufgrund der divergenten Behandlung der Dividenden und Zinseinkünfte im Rahmen des Halbeinkünfteverfahrens wären durch die Arbitrage mit dem Verkauf festverzinslicher Wertpapiere, deren Zinserträge in vollem Umfang der Einkommensbesteuerung unterliegen, statt der Arbitrage durch private Kreditaufnahme beim Beteiligungserwerb, deren

Zinsaufwendungen nach dem Halbabzugsverfahren die Bemessungsgrundlage der Einkommensteuer nur hälftig mindern, risikolose Arbitragegewinne möglich. Der so ermittelte Wert wäre somit nicht arbitragefrei und nicht maßgeblich für eine zu treffende Entscheidung. Aus diesem Grund wird die Arbitrageoption zur Berücksichtigung der Fremdfinanzierung der Wohnungsbauunternehmen mit Hilfe von voll besteuerten festverzinslichen Wertpapieren durchgeführt. Hat das Wohnungsbauunternehmen darüber hinaus verzinsliche Mittelanlagen, so kann wiederum ein risikoloser Arbitragegewinn erzielt werden, wenn dieses Einkommen auf Unternehmensebene mit dem Einkommen aus voll besteuerten Wertpapieren dupliziert werden würde. Deshalb kommen zur Arbitrage in diesem Fall lediglich halb entsteuerte Darlehen auf Ebene der Anteilseigner in Betracht. Der gleichzeitige Einsatz von festverzinslichen Wertpapieren und Darlehen, die im Zusammenhang mit den erzielten Beteiligungserträgen stehen und damit dem Halbabzugsverfahren unterliegen, zur Duplikation des Einkommens eines verschuldeten Unternehmens mit gleichzeitiger Mittelanlage auf Unternehmensebene kann damit begründet werden, dass zur Arbitrage alle verfügbaren Kapitalmarktinstrumente herangezogen werden können. Gleichzeitig ist zu berücksichtigen, dass die der Ermittlung zugrunde liegende Konzeption eines Gleichgewichtspreises davon ausgeht, dass dieser durch einen Grenzanbieter zustande kommt und es insofern unerheblich ist, ob der durchschnittliche Anbieter über ein ausreichend großes Wertpapierportefeuille verfügt bzw. dessen Kreditaufnahme und -tilgungsfähigkeit ausreichend ist.

Bei der Analyse des Wertes der operativen Aktivitäten bei einer angenommenen vollständigen Eigenkapitalfinanzierung wurde zunächst ein Referenzeinkommen eines Anteilseigners definiert. Dieses Referenzeinkommen berücksichtigt die von dem Anteilseigner geplante Fortführung des Wohnungsbauunternehmens und abstrahiert von etwaigen sich aus dem Anteilserwerb ergebenden Restriktionen oder Implikationen. Im nächsten Schritt werden die Auswirkungen dieser erwerbsbedingten Restriktionen oder Implikationen auf Unternehmensebene berücksichtigt. Dabei kann gezeigt werden, dass der Einfluss dieser Effekte durch Unternehmens- und Einkommensteuereffekte teilweise kompensiert werden kann und somit nicht in der vollen Auszahlungshöhe wirksam wird. Bei den auf Anteilseignerebene anfallenden Transaktionskosten ergibt sich ein anderes Bild. Einerseits führen diese Kosten nicht zu einer Unternehmensteuerersparnis und anderseits mindern diese im Gegensatz zu einer voll entsteuerten Alternativauszahlung im Zusammenhang mit einer risikolosen Alternativanlage die Einkommensteurbemessungsgrundlage lediglich hälftig.

Im Rahmen einer Analyse der generellen Vorteilhaftigkeit der Fremdfinanzierung konnte gezeigt werden, dass bis zu Einkommensteuersätzen von 25% der positive Unterneh-

mensteuereffekt aus der Fremdfinanzierung nicht durch einen negativen arbitragebedingten Einkommensteuereffekt im Halbeinkünfteverfahren überkompensiert werden kann. Bei höheren Einkommensteuersätzen ist die Vorteilhaftigkeit hingegen von der Höhe des Gewerbesteuerhebesatzes abhängig, so dass eine Erhöhung der Fremdfinanzierung aufgrund des arbitragebedingten Einkommensteuereffektes tendenziell den positiven Unternehmensteuereffekt überkompensiert und somit zu einer Minderung des Unternehmensgesamtwertes vor Abzug von Schulden führt. Diese Minderung des Unternehmensgesamtwertes aufgrund einer Erhöhung der Verschuldung ist das Ergebnis der Arbitrageüberlegungen beim Halbeinkünfteverfahren. Nur weil auf privater Ebene im Rahmen der Arbitrage eine volle Einkommensteuerersparnis auf die Zinserträge und auf Unternehmensebene lediglich eine hälfte Einkommensteuerersparnis erzielt wird, kann es zu einer Minderung des Unternehmensgesamtwertes trotz zinsinduzierter Unternehmensteuerersparnisse kommen. Würde im Rahmen der Arbitrage das Halbabzugsverfahren berücksichtigt oder die Einkommensteuern generell außer Acht gelassen, so würde jede Erhöhung der Verschuldung – unter Vernachlässigung möglicher verschuldungsbedingter Zinserhöhungen – zu einer Erhöhung des Unternehmensgesamtwertes führen, da in dieser Konstellation kein negativer arbitragebedingter Einkommensteuereffekt eintritt.

Ein wesentlicher bewertungsrelevanter Aspekt der Wohnungsbauunternehmen sind die der Objektförderung zuzuordnenden Finanzierungsinstrumente. Während in dem Modell des vollkommenen Kapitalmarktes, welches den DCF-Methoden zu Grunde liegt, die Unabhängigkeit von Investition und Finanzierung unterstellt wird, treten bei den Objektförderungen erhebliche Interdependenzen zwischen Investition und Finanzierung auf. Bedingt durch die mit der Gewährung der geförderten Finanzierungsmittel verbundenen Auflagen zur Gestaltung der Geschäftspolitik, werden die Prämissen der DCF-Methoden verletzt. Da eine adäquate Berücksichtigung dieser Wechselwirkungen lediglich mit den Methoden der linearen Optimierung möglich wäre, wird aufgrund der in praxi nicht mehr zu bewältigenden Komplexität vereinfachend von einer Unabhängigkeit der Investition und Finanzierung auch im Fall der Objektförderung ausgegangen.

Wohnungsbauunternehmen sind in hohem Maße mit Darlehen finanziert. Bei der Bewertung sind neben den Unternehmensteuvorteilen aus der Absetzbarkeit der Zinsaufwendungen auch die arbitragebedingten Einkommensteuernachteile sowie die aus Tilgung oder Valutierung resultierenden Einkommensteuereffekte zu berücksichtigen. Die vielfach vorgenommene Gleichsetzung des Buchwertes mit dem Marktwert des Darlehens ist bei vom Marktzins abweichenden Nominalzinsen nicht angemessen, da hieraus Fehlbewertungen resultieren. Besonders gravierend wirken sich Unterschiede zwischen Markt- und Nominalzins bei langen Restlaufzeiten oder bei aufgrund von öffentlichen Förderungen

erheblich unter dem Marktniveau liegenden Nominalzinsen aus. Weitere Abweichungen können auf der ursprünglichen Valutierung der Darlehen unter Abzug eines Damnums beruhen, welches bei Ermittlung des der Bewertung zu Grunde zu legenden Nominalzinsatzes zu berücksichtigen ist.

Neben der Darlehensfinanzierung kommt bei Wohnungsbauunternehmen auch die Inanspruchnahme von *Zuschüssen* in Betracht. Im Gegensatz zu den Krediten führen die laufenden Zuschüsse bei ausreichenden Steuerbemessungsgrundlagen zu einer Erhöhung des zu versteuernden Einkommens auf Unternehmensebene und damit zu einem Unternehmensteuernachteil, dem ein positiver arbitragebedingter Einkommensteuervorteil I und ein positiver Barwert der Zuschüsse gegenübersteht. Bei vorfällig gezahlten Zuschüssen entstehen dagegen nach Erhalt der Zuschüsse lediglich Unternehmensteuer- und Einkommensteuereffekte, da durch die vorschüssige Zahlweise keine weiteren bewertungsrelevanten Einzahlungen während der Laufzeit der Förderung zu berücksichtigen sind.

Bei der Bewertung von in der Wohnungswirtschaft zur Anmietung von Immobilien genutzten *Miet- und Pachtverträgen* sind nicht nur das Nutzungsentgelt dieser Verträge der Nutzungsüberlassung sowie die daraus resultierenden Steuereffekte relevant, sondern darüber hinaus auch die entgangene Unternehmensteuerersparnis aus der auf Grund des nicht erfolgten Erwerbs der Immobilien entfallenen Abschreibung. Da der Wert der Verträge der Nutzungsüberlassung durch einen Vergleich mit alternativer Kreditfinanzierung erfolgt, wird ein Darlehensbetrag ermittelt, dessen laufende Zinszahlungen unter Berücksichtigung der Steuereffekte belastungsäquivalent zu den Einkommenseffekten aus der Nutzungsüberlassung unter Berücksichtigung der entgangenen Abschreibung ist. Dieser Darlehensbetrag wird der Bewertung der Verträge der Nutzungsüberlassung zu Grunde gelegt und die Wertermittlung basiert damit nicht auf den Nutzungsentgelten der Verträge der Nutzungsüberlassung, sondern auf den Zinsaufwendungen des belastungsäquivalenten Darlehensbetrages.

Da *Erbbaurechte* lediglich den darlehensfinanzierten Erwerb eines Grundstückes substituieren können und Grundstücke nicht planmäßig abgeschrieben werden, ergibt sich bei Erbbauverträgen abweichend zu den Miet- und Pachtverträgen kein aus entgangener Abschreibung resultierender Unternehmensteuernachteil. Da aber das Erbbaurecht ebenfalls durch den Vergleich mit einer Kreditfinanzierung bewertet wird, ist ebenso wie bei den Miet- und Pachtverträgen der belastungsäquivalente Darlehensbetrag zu ermitteln. Hierbei ist entsprechend der Unternehmensteuernachteil aus einer bei Miet- und Pachtverträgen entgangenen Abschreibung nicht zu berücksichtigen.

Die Unterschiede zwischen Handels- und Steuerbilanz können zur Minderung der Steuerbemessungsgrundlage führen, was bei ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen aufgrund der höheren steuerbilanziellen Teilwertabschreibungen häufig der Fall ist. Z. T. liegt aufgrund dieser Teilwertabschreibungen sogar ein Steuerbilanzverlust vor, während handelsbilanziell ein Jahresüberschuss ausgewiesen wird. Soll der Wert der aus der Fremdfinanzierung resultierenden Unternehmensteuvorteile ermittelt werden, so ist festzulegen in welcher Rangfolge die aus den steuerbilanziellen Abweichungen resultierenden nicht zinsinduzierten und die zinsinduzierten Steuervorteile zu berücksichtigen sind. Aus der Systematik der Steuerermittlung ergibt sich dabei ein Vorrang der nicht-zinsinduzierten Steuervorteile aus dem Unterschied zwischen Steuer- und Handelsbilanz gegenüber den zinsinduzierten Unternehmensteuvorteilen. Diese Rangfolge kann dazu führen, dass trotz vorliegender Fremdfinanzierung kein Unternehmensteuvorteil daraus resultiert, da der Steuerbilanzgewinn bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung bereits aufgrund der Abweichungen zwischen Handels- und Steuerbilanz soweit gemindert ist, dass die Fremdfinanzierung zu keinen Unternehmensteuerersparnissen führt. Die Einflüsse der Unterschiede zwischen Handels- und Steuerbilanz sind jedoch auf die Unternehmensteuern beschränkt, so dass die Einkommensteuereffekte hiervon nicht betroffen werden.

Der steuerliche Verlustabzug stellt einen weiteren nicht-zinsinduzierten Steuervorteil dar. Im Gegensatz zu den Unterschieden zwischen Handels- und Steuerbilanz ist er aus steuersystematischen Gründen jedoch nachrangig zu den Unternehmensteuvorteilen aus der realisierten Fremdfinanzierung zu berücksichtigen. Diese durch die Steuersystematik definierte Rangfolge führt dazu, dass der Wert zinsinduzierter Unternehmensteuvorteile nicht durch die Existenz von Verlustvorträgen geschmälert werden kann. Damit haben bestehende Verlustvorträge nur insoweit einen Wert, als dass sie nach Berücksichtigung von Abweichungen zwischen Handels- und Steuerbilanz und zinsinduzierten Steuerersparnissen in Anspruch genommen werden können und somit zu weiteren Steuerersparnissen führen. Die Inanspruchnahme der Verlustvorträge und damit der Wert der Verlustvorträge kann darüber hinaus durch die Mindestbesteuerung und ein nicht ausreichendes begünstigtes Investitionsvolumen der ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen gemindert und zeitlich gestreckt werden. Diese Minderung der Inanspruchnahme der Verlustvorträge verändert aber nicht das grundsätzliche Bewertungskalkül zur Ermittlung des Wertes der Verlustvorträge.

Grundsätzlich wird in der Bewertung mit den DCF-Methoden einer residuale, am verfügbaren Free Cash Flow orientierte Ausschüttung unterstellt. Diese Ausschüttungspolitik kann einerseits aufgrund von nicht ausreichendem handelsbilanziellem Bilanzgewinn, der

die Obergrenze möglicher Ausschüttungen darstellt, nicht möglich sein und anderseits ggf. nicht vorteilhaft aus Sicht der Anteilseigner sein. Damit wird im Gegensatz zu einer die residuale Ausschüttung unterstellenden Bewertung auch die Berücksichtigung der verzinslichen Mittelanlage zu einem Bewertungsproblem.

Entsprechend der Arbitrageüberlegungen erfolgt die Duplikation der verzinslichen Mittelanlage auf Unternehmensebene mit lediglich halbbesteuerten Finanztiteln, so dass bei der Bewertung ein aus dem Zinsertrag resultierender Unternehmensteuernachteil und ein ggf. aus der Veränderung der Mittelanlage resultierender Einkommensteuervorteil II zu berücksichtigen ist. Bedingt durch die im Vergleich zu der Fremdfinanzierung abweichende Arbitrageüberlegung kommt es bei der Bewertung einer verzinslichen Mittelanlage aber nicht zu einem Einkommensteuervorteil I. Der Wert der Mittelanlage selbst ergibt sich aus den daraus resultierenden Zinserträgen sowie den Erhöhungen und Verringerungen der Mittelanlage.

Darüber hinaus kann bei Ausschüttungen aus dem EK 02 ein ausschüttungsbedingter Körperschaftsteuereffekt auftreten, welcher die Wertauswirkungen der zusätzlichen Körperschaftsteuerbelastung aus der Ausschüttung von Altgewinnen, welche die Körperschaft vor dem Inkrafttreten des Halbeinkünfteverfahrens erzielt hat, abbildet.

## 5. SYNTHESE BEWERTUNGSRELEVANTER CHARAKTERISTIKA

Während im dritten Kapitel die zur entscheidungsorientierten Unternehmensbewertung notwendigen betriebswirtschaftlichen Grundlagen dargestellt und die bewertungsrelevanten Spezifika hervorgehoben wurden, war die partielle Analyse dieser Spezifika mit Hilfe von Arbitragebeweisen der Gegenstand des vierten Kapitels. Zielsetzung dieses fünften Kapitels ist es nunmehr die Synthese der im vierten Kapital analysierten Wertkomponenten zu einem integrierten Modell zur Unternehmensbewertung von ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen zu vollziehen.

Hierzu wird im ersten Abschnitt eine wohnungsbauspezifische Konzeption zur Ermittlung von Unternehmenswerten mit Hilfe der APV-Methode dargestellt und im zweiten Abschnitt anhand eines fiktiven Fallbeispiels die APV-Bewertung im Rahmen dieses Konzeptes illustriert. Daran anschließend werden ausgehend von den Erkenntnissen des vierten Kapitels und der beiden vorangehenden Abschnitte dieses Kapitels die APV-Methode zur Bewertung von Wohnungsbauunternehmen kritisch gewürdigt und daran anschließend die Ergebnisse dieses Kapitels zusammengefasst.

### 5.1. Konzeption eines Bewertungsmodells für Wohnungsbauunternehmen

Die Konzeption eines APV-Bewertungsmodells für Wohnungsbauunternehmen wird vorgestellt. Hierbei werden die Werte bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung, des Sozialkatalogs und der Transaktionskosten, der kapitalstrukturbedingte Unternehmensteuerefekte, der Einkommensteuereffekte, der steuerlichen Verlustabzüge und der ausschüttungsbelastungsabhängigen Unternehmensteuern berücksichtigt, um den Unternehmensgesamtwert zu ermitteln. Hiervon wird zur Bewertung des Eigenkapitals der Wert der Finanzierung abgezogen.

#### 5.1.1. Wert bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung

Zur Ermittlung des Wertes bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung wird zunächst die Ermittlung des Wertes der Detailprognosephase und daran anschließend der Wert der Fortführungsphase dargestellt.

##### 5.1.1.1. Bestimmung der Free Cash Flows in der Detailprognosephase

Durch Gleichung (5.1) wird die residuale Ausschüttung an die Anteilseigner vor deren Einkommensteuern durch den Free Cash Flow definiert, der sich aus dem operativen Ergebnis bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung abzüglich darauf entfallender Unternehmensteuern und werterhöhender Nettoinvestitionen zusammensetzt:

$$(5.1) \quad [(X_t^E \pm \Delta M_t)(1 - s_{\text{GewSt}})(1 - s_{\text{KSt}}) \mp \Delta M_t - \Delta I_t](1 - 0,5s_{\text{EST}})$$

mit:  $X_t^E$  Zahlungsstrom bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung;  $\Delta M$  steuerbilanzielle Abweichung bei der Ermittlung des zu versteuernden Einkommens;  $i$  Zinssatz;  $s_{\text{GewSt}}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{\text{KSt}}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{\text{EST}}$  Einkommensteuersatz.

Die Nettoinvestitionen bestehen aus Auszahlungen für Investitionen in das Anlagevermögen und in das Nettoumlauvermögen abzüglich Abschreibungen. Ferner ist die Auflösung und Zuführung von Rückstellungen zu berücksichtigen:

$$(5.2) \quad \Delta I_t = I_t \pm \Delta NUV_t - Ab_t + AR_t - ZR_t$$

mit:  $\Delta I$  Nettoinvestition;  $I$  Investitionsauszahlungen;  $Ab$  Abschreibungen;  $\Delta NUV$  Veränderung des Nettoumlauvermögens;  $AR$  Auflösung von Rückstellungen;  $ZR$  Zuführungen zu Rückstellungen.

Zur Ermittlung des Free Cash Flows sind deshalb das handelsbilanzielle Ergebnis bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung, die Ertragsteuern auf Unternehmensebene, die notwendige Nettoinvestition festzustellen.

Ausgangspunkt für die Entwicklung des operativen Ergebnisses vor Zinsen und Ertragsteuern ist der Jahresüberschuss/-fehlbetrag des Wohnungsbauunternehmens.

---

#### **Jahresüberschuss/-fehlbetrag**

- + Steuern vom Einkommen und Ertrag
- + Zinsen und ähnliche Aufwendungen
- + Abschreibungen auf Finanzanlagen und auf Wertpapiere des Umlaufvermögens
- Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge
- Erträge aus anderen Wertpapieren und Ausleihungen des Finanzanlagevermögens
- Erträge aus Beteiligungen
- + Aufwand aus Tilgung von gemäß § 88 Abs. 3 II. WoBauG nicht aktivierten Aufwandsdarlehen
- + Erbbauzinsen
- + Miet- und Pachtaufwand
- + Zuführung zu Pensionsrückstellungen
- + Erbbauzinsen aus Hausbewirtschaftung
- + Miet- und Pachtaufwand aus Hausbewirtschaftung
- Zuschüsse
- Aktivierte Zinsaufwendungen i. R. der Wohnungserstellung für den eigenen Bestand
- / + Zugang / Abgang Aktivierte Zinsaufwendungen i. R. des Bauträgergeschäftes
- Mietzuschüsse
- Zinszuschüsse
- Aufwandszuschüsse
- Erträge aus der Valutierung von gemäß § 88 Abs. 3 II. WoBauG nicht aktivierten Aufwandsdarlehen
- = **Ergebnis bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung vor Steuern**

Tabelle 5.1: Ermittlung des Ergebnisses bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung<sup>801</sup>

Um das Ergebnis bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung vor Ertragsteuern zu ermitteln, werden zunächst die sich aus Gewerbeertrags- und Körperschaftsteuern zusammensetzenden *Steuern von Einkommen und Ertrag* dem Jahresüberschuss/-fehlbetrag hinzugerechnet.

<sup>801</sup> Die Tabellenummerierung bezieht sich auf die Positionsnummerierung der modifizierten Gewinn- und Verlustrechnung der Wohnungsunternehmen in Anlage 3.

Die *sonstigen Steuern*, die sich im Wesentlichen aus Grundsteuern für nicht im Rahmen der Hausbewirtschaftung vermieteten Immobilienbestand zusammensetzen, werden hingegen nicht bereinigt, da die sonstigen Steuern unabhängig von der gewählten Finanzierung anfallen.<sup>802</sup>

Sollten in der Planung *außerordentliche Aufwendungen und Erträge* berücksichtigt sein, so sind diese grundsätzlich bewertungsrelevant und werden deshalb ebenfalls nicht bereinigt. Üblicherweise lassen sich solche außerordentlichen Ergebnisbeiträge aber schwer planen.<sup>803</sup>

Die folgenden Positionen, Zinsen und ähnliche Aufwendungen, Abschreibungen auf Finanzanlagen und Wertpapiere des Umlaufvermögens, weiterhin Zinserträge sowie Erträge aus anderen Wertpapieren und Ausleihungen des Finanzanlagevermögens stehen offensichtlich im Zusammenhang mit der gewählten Kapitalstruktur und der verfolgten Ausschüttungspolitik. Im Hinblick auf Aufwendungen und Erträge, die durch operativ motivierte Beteiligungen bedingt sind, besteht zwar kein Finanzanlagecharakter, dennoch ist eine Bereinigung zu empfehlen um den Wert dieser Beteiligungen gesondert zu ermitteln.

In den sonstigen Aufwendungen sind Positionen enthalten, die keine Aufwendungen im Sinne des hier vorherrschenden Verständnisses einer vollständigen Eigenkapitalfinanzierung sind. Hierzu zählen die Miet- und Pachtaufwendungen sowie Erbbauzinsen für nicht im Rahmen der Hausbewirtschaftung vermietete Objekte sowie die als sonstiger Aufwand ausgewiesene Tilgung der nicht passivierten Aufwandsdarlehen.

Im Hinblick auf die Aufwendungen aus Hausbewirtschaftung sind alle dort ausgewiesenen Aufwendungen, die bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung nicht entstanden wären, zu eliminieren. Hierzu zählen Miet- und Pachtaufwendungen und Erbbauzinsen für im Rahmen der Hausbewirtschaftung vermietete Objekten.

Die sonstigen Erträge sind um die Zuschüsse, die nicht periodengerecht vereinnahmt und nicht direkt Umsatzerlösen zugeordnet werden können, zu bereinigen.

Bei Erstellung von Anlage- und Umlaufvermögen besteht grundsätzlich das Wahlrecht, den mit Erstellung anfallenden Zinsaufwand zu aktivieren. Wird von diesem Wahlrecht Gebrauch gemacht, so wird der Zinsaufwand für Bauten im eigenen Bestand als Eigenleistung aktiviert und bei Bauträgerobjekten im Umlaufvermögen als Bestandserhöhung. Diese Aktivierungen sind zur Ermittlung des Ergebnisses bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung zu bereinigen. Ferner sind bei Abgang des Bestandes aus dem Umlaufver-

---

<sup>802</sup> Vgl. Peemöller, V. H. (Grundlagen), S. 33.

mögen die durch den Zinsaufwand entstehenden Bestandsminderungen ebenfalls zu berücksichtigen.

In den Umsatzerlösen aus Hausbewirtschaftung sind Erträge aus der Objektförderung enthalten. Diese aus Miet-, Zins- und Aufwandszuschüssen bestehenden Erträge sind ebenfalls zu bereinigen. Darüber sind evtl. als Ertrag ausgewiesene Valutierungen von nicht passivierten Aufwandsdarlehen abzusetzen.

Von dem so ermittelten Ergebnis bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung vor Ertragsteuern sind die auf Unternehmensebene anfallenden Ertragsteuern zu ermitteln. Hierbei sind die steuerbilanziellen Modifikationen bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung zu berücksichtigen.

Aus dem handelsbilanziellen Ergebnis bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung vor Ertragsteuern werden zunächst anhand einer steuerlichen Nebenrechnung der Gewerbeertrag bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung und eine evtl. bei positivem Gewerbeertrag anfallende Gewerbeertragsteuer ermittelt.

Zunächst werden die steuerbilanziellen Mehrabschreibungen auf die mit dem Teilwert angesetzten Gebäude von dem Ergebnis bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung abgezogen sowie evtl. steuerbilanzielle Minderabschreibungen bei steuerbilanziell längerer Nutzungsdauer hinzugerechnet.

Im Weiteren werden die steuerbilanziell nicht zu passivierenden *Rückstellungen* bei der Ermittlung des Gewerbeertrags berücksichtigt. Da das Ergebnis bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung bereits durch die Rückstellungszuführung gemindert wurde, wird diese wieder hinzu addiert und etwaige Rückstellungsauflösungen werden entsprechend abgezogen. Die handelsbilanziell nicht erfolgswirksame Inanspruchnahme der Rückstellung wird dann zu diesem Zeitpunkt als Betriebsausgabe anerkannt und folglich abgezogen.

Ferner wird die steuerbilanziell erforderliche Abzinsung von Rückstellungen und unverzinslichen Verbindlichkeiten durch eine Barwertanpassung der steuerbilanziellen Rückstellungen berücksichtigt.

Nach diesen Maßnahmen zur Ermittlung des Steuerbilanzergebnisses sind noch die gewerbesteuerspezifischen Hinzurechnungen und Kürzungen zu beachten. Charakteristisch ist dabei für Wohnungsbauunternehmen entweder eine Kürzung nach § 9 Nr. 1 S. 1 GewStG oder die erweiterte Kürzung nach § 9 Nr. 1 S. 1 GewStG. Die Gewerbeertragsteuer wird nun anhand des so ermittelten Gewerbeertrags errechnet.

---

<sup>803</sup> Vgl. Peemöller, V. H./Kunowski, S. (Ertragswertverfahren), S. 230.

**Ergebnis bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung vor Ertragsteuern**

- Steuerbilanzielle Mehrabschreibungen für Gebäude auf Grund § 13 Abs. 3 S. 1 KStG
- + Steuerbilanzielle Minderabschreibungen für Gebäude auf Grund abweichender Nutzungsdauern
- + Handelsbilanzielle Zuführung zu Rückstellungen bei steuerbilanziellem Passivierungsverbot
- Handelsbilanzielle Auflösung von Rückstellungen bei steuerbilanziellem Passivierungsverbot
- Handelsbilanzielle Inanspruchnahme von Rückstellungen bei steuerbilanziellem Passivierungsverbot
- + Barwertdifferenz aus der Abzinsung unverzinslicher Rückstellungen und Verbindlichkeiten
- +/- Sonstige Anpassungen

**Steuerbilanzgewinn vor Gewerbeertragsteuer bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung**

- 1,2% des Einheitswertes des Grundbesitzes im Betriebsvermögen (§ 9 Nr. 1 S. 1 GewStG) oder erweiterte Kürzung (§ 9 Nr. 1 S. 2 GewStG)

**Gewerbeertrag bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung**

- Gewerbesteuersatz

**Gewerbeertragsteuer bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung**

Tabelle 5.2: Ermittlungsschema zur Ableitung der Gewerbeertragsteuer bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung

Ausgehend von dem Steuerbilanzgewinn vor der darauf anrechenbaren Gewerbeertragsteuer bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung, wird die Gewerbeertragsteuer von dem Steuerbilanzgewinn abgezogen. Werden gesellschaftsrechtliche Maßnahmen durchgeführt, sind diese ebenfalls bei der Ermittlung des zu versteuernden Einkommens zu berücksichtigen. Auf Grundlage dieses zu versteuernden Einkommens wird dann die Körperschaftsteuer ermittelt.

**Steuerbilanzgewinn vor Gewerbeertragsteuer bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung**

- Gewerbeertragsteuer bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung

**Steuerbilanzgewinn bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung**

- +/- Korrektur von gesellschaftsrechtlichen Vorgängen (offene und verdeckte Gewinnausschüttungen, Kapitalrückzahlungen und -erhöhungen, sonstige Gesellschaftseinlagen, verdeckte Einlagen)
- +/- Sonstige Anpassungen zur Ermittlung des zu versteuernden Einkommens

**Zu versteuerndes Einkommen**

- Körperschaftsteuersatz

**Körperschaftsteuer**

Tabelle 5.3: Ermittlungsschema zur Ableitung der Körperschaftsteuer bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung

Ein weiterer Schritt zur Ermittlung des Free Cash Flows ist die Ermittlung des Nettoinvestitionsbedarfes bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung, so wie in Tabelle 5.4 dargestellt.

Zur Ermittlung der Nettoinvestitionen sind zunächst die Investitionen in immaterielle Vermögensgegenstände und Sachanlagen zuzüglich aktiver Eigenleistungen und abzüglich der auf das immaterielle Vermögen und die Sachanlagen entfallenden Abschreibungen sowie der Abgänge von Anlagevermögen zu Buchwerten zu ermitteln. Weiterhin ist die aktivierte Eigenleistung – bei Ermittlung des Nettovermögens bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung – um die aktvierten Zinsaufwendungen zu bereinigen.

Daneben ist der Zugang zu Bilanzpositionen des Umlaufvermögens und des aktiven Rechnungsabgrenzungspostens der Nettoinvestitionen hinzuzuzählen, während die Abgänge dieser Aktiva entsprechend abzusetzen sind. Bei aktivierten Damnen sind die daraus resultierenden Veränderungen der aktiven Rechnungsabgrenzungsposten zu bereinigen, indem die Aktivierung von Damnen abgezogen und die nachfolgende Abschreibung hinzugezählt wird.

---

+ Investitionen in immaterielle Vermögensgegenstände
+ Investitionen in Sachanlagen
+ Aktivierte Eigenleistung
- Aktivierte Zinsaufwendungen i. R. der Wohnungserstellung für den eigenen Bestand
- Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände des Anlagevermögens und Sachanlagen
- Abgang von Buchwerten auf Grund des Verkaufs von Sachanlagen
-/+ Zunahme / Abnahme von zum Verkauf bestimmte Grundstücke und andere Vorräte
+/- Zugang / Abgang aktiver Zinsaufwendungen i. R. des Bauträgergeschäftes
+/- Zunahme / Abnahme von Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände
+/- Zunahme / Abnahme von aktiven Rechnungsabgrenzungsposten
+/- Zunahme / Abnahme von aktivierten Damnen
+/- Auflösung / Zuführung Bauerneuerungsrückstellung
+/- Auflösung / Zuführung Steuerrückstellung
+/- Auflösung / Zuführung sonstiger Rückstellungen
+/- Abnahme / Zunahme von erhaltenen Anzahlungen
+/- Abnahme / Zunahme von Verbindlichkeiten aus Vermietung
+/- Abnahme / Zunahme von Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen
+/- Abnahme / Zunahme von sonstigen Verbindlichkeiten
+/- Abnahme / Zunahme von passiven Rechnungsabgrenzungsposten
+/- Abnahme / Zunahme von passivierten Zuschüssen
= <b>Nettoinvestitionsbedarf</b>

Tabelle 5.4: Ermittlung der Nettoinvestition<sup>804</sup>

Bei den unverzinslichen Rückstellungen und Verbindlichkeiten führt hingegen die Zunahme des Bestandes zu einer Minderung der Nettoinvestition und die Abnahme zu einer Erhöhung der Nettoinvestitionen. Zu bereinigen sind passivierte, vorfällig gezahlte Zuschüsse, indem Passivierungen in einer Periode der Nettoinvestition hinzugerechnet und die ratierliche Inanspruchnahme und damit einhergehende Minderungen des zugehörigen passiven Rechnungsabgrenzungsposten reduzierend angesetzt werden.

Das Einkommen des Anteilseigners bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung und residualer Ausschüttungspolitik ergibt sich wie in der folgenden Tabelle 5.5 dargestellt, aus den vorangegangenen Überlegungen zur Ermittlung des Ergebnisses bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung, den darauf lastenden Unternehmensteuern, der Berücksichtigung der Nettoinvestition und den auf der Ausschüttung lastenden hälftigen Einkommensteuern.

---

<sup>804</sup> In Anlehnung an Baetge, J./Niemeyer, K./ Kümmel, J. (Verfahren), S. 281.

---

<b>Ergebnis bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung vor Ertragsteuern</b>
- Gewerbeertragsteuer unter Berücksichtigung steuerbilanzieller Abweichungen
- Körperschaftsteuer unter Berücksichtigung steuerbilanzieller Abweichungen
= Ergebnis bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung nach Ertragsteuern
- Erforderliche Nettoinvestition bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung
= <b>Free Cash Flow</b>
- Hälf tige Einkommensteuern
= <b>Einkommen des Anteilseigners bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung</b>

---

Tabelle 5.5: Ermittlung des Anteilseignerseinkommens bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung

Dieses unter Berücksichtigung der steuerlichen Nebenrechnung ermittelte Einkommen der Anteilseigner bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung wird zur Ermittlung des Wertes bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung herangezogen:

$$(5.3) \quad V^E = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t (1 - 0,5s_{EST})}{(1 + k_E)^t}$$

mit:  $V^E$  Unternehmenswert bei angenommener vollständiger Eigenkapitalfinanzierung;  $k_E$  Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber eines unverschuldeten Unternehmens;  $FCF$  Free Cash Flow;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz.

#### 5.1.1.2. Bestimmung der Free Cash Flows in der Fortschreibungsphase

In der Unternehmensbewertung wird gewöhnlich unterstellt, dass der Lebenshorizont des zu bewertenden Unternehmens unendlich sei, was ein Zugeständnis an die Unmöglichkeit ist, einen begründbaren Zeithorizont für ein Unternehmen anzugeben.<sup>805</sup> Wird von einer unendlichen Lebensdauer ausgegangen, verringert sich die Konkretisierung der Planungsprämissen mit zunehmender Lebensdauer. Um diesem Problem zu begegnen, wird die Phasen-Methode vorgeschlagen. Der Zeithorizont wird in Phasen eingeteilt, in denen die Planung mit unterschiedlichem Detaillierungsgrad erfolgt. In einem Zwei-Phasen-Modell<sup>806</sup> beginnt die erste Phase damit, dass die Free Cash Flows differenziert prognostiziert werden.<sup>807</sup> In der zweiten Phasen erfolgt eine Fortschreibung der in der ersten Phase deutlich gewordenen Trends oder die Unterstellung einer Konvergenzentwicklung.<sup>808</sup> Diese Fortschreibung des Free Cash Flows in der zweiten Phase erfolgt durch die Modellierung eines Residualwertes durch eine Ewige Rente.<sup>809</sup> Im Drei-Phasen-Modell wird der Marktwert des Unternehmens bei angenommener vollständiger Eigenkapitalfinanzierung unter Berücksichtigung einer Wachstumsrate dann wie folgt ermittelt:

---

<sup>805</sup> Vgl. Dirrigl, H. (Bewertung), S. 166. Zur Rechtsprechung im Zusammenhang mit der Bestimmung des Endwertes vgl. Wilts, R./Schaldt, K./Nottmeier, A./Klasen, B. (Rechtssprechung), S. 508-509.

<sup>806</sup> Diskutiert werden auch Drei-Phasenmodelle mit einer detaillierten Planung in der ersten Phase, mit einer Fortschreibung in der zweien Phase und dem Ansatz einer Ewigen Rente in der dritten Phase.

<sup>807</sup> Vgl. Dirrigl, H. (Bewertung), S. 167.

<sup>808</sup> Vgl. Henselmann, K. (Restwert), S. 151.

<sup>809</sup> Vgl. Henselmann, K. (Restwert), S. 151.

$$(5.4) \quad V^E = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t(1 - 0,5s_{Est})}{(1 + k_E)^t} + \sum_{t=n+1}^m \frac{FCF_t(1 - 0,5s_{Est})}{(1 + k_E)^t} + \frac{FCF_{m+1}(1 - 0,5s_{Est})(1 + g)}{[k_E(1 + k_E) - g]^m}$$

mit:  $V^E$  Unternehmenswert bei angenommener vollständiger Eigenkapitalfinanzierung;  $k_E$  Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber eines unverschuldeten Unternehmens;  $FCF$  Free Cash Flow;  $s_{Est}$  Einkommen-steuersatz.

Der Residualwert hat einen erheblichen Anteil am gesamten Unternehmenswert, da ein großer Teil der zukünftigen Erfolge nach diesem Planungshorizont anfällt.<sup>810</sup> Insofern ist der Ansatz von Wachstumsraten in der Ewigen Rente kritisch zu prüfen.<sup>811</sup> Unter der Annahme, dass langfristig die Renditen der Investitionen dem Renditefordern der Eigenkapitalgeber entsprechen, somit also keine Überrenditen resultieren, ist von einer Wachstumsrate abzusehen.<sup>812</sup>

### 5.1.1.3. Schätzung der Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber

Zunächst soll im Folgenden die grundsätzliche Vorgehensweise der Quantifizierung der Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber aufgezeigt werden.

#### 5.1.1.3.1. Grundsätzliche Darstellung der Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber

Der Wert bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung in der Detailprognosephase ergibt sich nun aus der Diskontierung der erwarteten periodischen Einkommen der Anteilseigner in der Detailprognoseperiode:

$$(5.5) \quad V^E = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t(1 - 0,5s_{Est})}{(1 + k_E)^t}$$

mit:  $V^E$  Unternehmenswert bei angenommener vollständiger Eigenkapitalfinanzierung;  $FCF_t$  Erwarteter Free Cash Flow in der Periode  $t$ ;  $k_E$  Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber eines unverschuldeten Unternehmens;  $s_{Est}$  Einkommensteuersatz;

Diesem Wert ist der Wert des als nachhaltig angenommenen Free Cash Flows hinzuzurechnen. Der Wert des Unternehmens bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung wird durch die Diskontierung der Renditeforderung der Anteilseigner bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung ermittelt.<sup>813</sup>

Auf die Probleme der Ermittlung einer risikoadäquaten Renditeforderung der Anteilseigner wurde bereits in Kapitel 4.6.2 dieser Arbeit hingewiesen. Wird zur Bewertung ein kapital-

<sup>810</sup> Vgl. Kruschwitz, L./Löffler, A. (Probleme), S. 1043.

<sup>811</sup> Zu den Einflüssen von Inflation, Wirtschafts-, Bevölkerungs- und Unternehmenswachstum auf die anzusetzenden Wachstumsrate vgl. Albrecht, T. (Endwertermittlung), S. 734-740.

<sup>812</sup> Vgl. Bätzner, B./Timmreck, C. (DCF-Methode), S. 11. Zu einer Anwendung eines Reinvestitionsrenditen berücksichtigenden Modell vgl. auch Copeland, T. E./Koller, T./Murrin, J. (Valuation), S. 269-272 sowie zu weiteren Erwägungen zum Restwert vgl. u. a. Henselmann, K. (Restwert), S. 151-157; Seppelfricke, P. (Unternehmensbewertung), S. 81-84.

marktorientiertes Vorgehen bevorzugt, so kann die Renditeforderung der Anteilseigner mittels Gleichung 5.6 bestimmt werden:<sup>814</sup>

$$(5.6) \quad k_E = i_r \times (1 - s_{EST}) + (r_{KG} + r_D \times (1 - 0,5s_{EST})) - i_r \times (1 - s_{EST}) \times \beta_U$$

mit:  $k_E$  Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber eines unverschuldeten Unternehmens;  $r_{KG}$  Rendite Kursgewinn;  $r_D$  Dividendenrendite;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz;  $\beta_U$  Betafaktor der unverschuldeten Unternehmen.

Bezüglich der Berücksichtigung von Einkommensteuern wird auf die Überlegungen von *Brennan* zurückgegriffen<sup>815</sup> und unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Besteuerung von Dividenden- und Wertsteigerungsrenditen zwischen diesen beiden Komponenten unterschieden.

Dieser Gleichung liegt die Annahme zu Grunde, dass die risikofreie Anlage einer vollen Einkommensbesteuerung unterliegt und dass die erwartete Marktrendite sich in eine Dividenden- und eine Kursgewinnrendite aufteilen lässt. Hierbei wird die Dividendenrendite einer hälftigen Einkommensbesteuerung unterzogen und gleichzeitig angenommen, dass die Kursgewinne erst nach Ablauf der Spekulationsfrist erzielt werden und somit einkommensteuerfrei sind.<sup>816</sup> Ferner sind zur Ermittlung der Renditeforderungen des Anteilseigners der risikofreie Zinssatz, die erwartete Marktrendite und das unternehmensspezifische Beta durch den Investor einzuschätzen.

#### 5.1.1.3.2. Kapitalmarkttheoretische Quantifizierung des operativen Risikos

Während das durch den Betafaktor quantifizierte unternehmensspezifische Risiko sich bei börsennotierten Unternehmen grundsätzlich anhand einer Regressionsanalyse der Marktentendite in Form einer Indexrendite und der Rendite des Unternehmensanteils ermitteln lässt,<sup>817</sup> ist diese Möglichkeit bei nicht börsennotierten Unternehmen nicht gegeben. In diesem Fall kann der nicht empirisch zu ermittelnde Betawert durch die Verwendung von Betafaktoren vergleichbarer Unternehmen substituiert werden.<sup>818</sup> Dieser Analogieschluss

<sup>813</sup> Zur Rechtssprechung zur Bemessung des Kapitalisierungszinsfusses vgl. Wilts, R./Schaldt, K./Nottmeier, A./Klasen, B. (Rechtssprechung), S. 509-510.

<sup>814</sup> In Anlehnung an Drukarczyk unter Berücksichtigung der hälftigen Besteuerung der Dividendenerträge. Vgl. Drukarczyk, J. (Unternehmensbewertung) S. 217.

<sup>815</sup> Vgl. Brennan, M. (Taxes), S. 417-427.

<sup>816</sup> Vgl. Drukarczyk, J. (Unternehmensbewertung) S. 217.

<sup>817</sup> Vgl. Bufka, J./Schiereck, D./Zinn, K. (Kapitalkostenbestimmung), S. 117; Drukarczyk, J. (Unternehmensbewertung), S. 356; Peemöller, V. H./Bömelburg, P./Denkmann, A. (Unternehmensbewertung), S. 745; Perridon, L./Steiner, M. (Finanzwirtschaft), S. 266; Taetzner, T. (Bewertungskalkül), S. 92. Zur Ableitung von divisionalen Kapitalkosten börsennotierter Unternehmen wurde von der Unternehmensberatung BCG ein pragmatisches Modell entwickelt. Vgl. Stelter, D. (Management), S. 27; Lewis, T. G./Stelter, D. (Unternehmenswert), S. 81-85. Empirische Untersuchungen haben ergeben, dass sich aus diesem Modell zur Ermittlung divisionaler Kapitalkosten durchaus signifikante Erklärungszusammenhänge mit dem Risikomaß  $\beta$  ergeben. Vgl. Bufka, J./Schiereck, D./Zinn, K. (Kapitalkostenbestimmung), S. 127.

<sup>818</sup> Vgl. Nowak, K. (Unternehmensbewertung), S. 106.

beruht auf der Idee, dass vergleichbare Unternehmen über eine vergleichbare Risikostruktur verfügen.<sup>819</sup>

Vor Ermittlung der zu substituierenden Betafaktoren ist das zu bewertende Unternehmen hinsichtlich der Homogenität seiner Geschäftsbereiche zu analysieren und bei ggf. inhomogenen Strukturen in eindeutige Tätigkeitsbereiche aufzuteilen.<sup>820</sup> Für diese Tätigkeitsbereiche sind adäquate Vergleichsunternehmen auszuwählen.<sup>821</sup> Hierbei ist jedoch zu prüfen, ob zwischen den Tätigkeitsbereichen Synergiebeziehungen bestehen, die einer Aufteilung bedingt durch das Postulat der Gesamtbewertung im Wege stehen. Bei der Auswahl ist zu berücksichtigen, dass nicht nur die Branchenidentität, Wettbewerbsposition, Risikostruktur und Marktliquidität,<sup>822</sup> sondern auch ein gleiches Wachstumsverhalten zu vergleichbaren Betafaktoren führt.<sup>823</sup> Da zur Bewertung des operativen Geschäfts bei angenommener Eigenkapitalfinanzierung Betafaktoren eines unverschuldeten Unternehmens  $\beta^u$  (unleveraged Beta) benötigt werden, ist eine Bereinigung der die Verschuldung der Vergleichsunternehmen widerspiegelnden Betafaktoren  $\beta^L$  (leveraged Beta) durchzuführen.<sup>824</sup>

$$(5.7) \quad \beta_L = \left[ 1 + (1 - s_{USt}) \frac{F_M}{E} \right] \beta_U$$

Mit:  $\beta_U$  Betafaktor der unverschuldeten Unternehmen;  $\beta_F$  Betafaktor der verschuldeten Unternehmen;  $s_{USt}$  Unternehmensteuersatz;  $F_M$  Marktwert des Fremdkapitals;  $E$  Marktwert des Eigenkapitals.

Voraussetzung für diese Bereinigung ist die Unterstellung einer Reaktionshypothese bezüglich der Auswirkungen einer Veränderung der Kapitalstruktur,<sup>825</sup> welche auf den Überlegungen von *Hamada* und *Rubinstein* beruht und einen Zusammenhang zwischen den von *Myers* diskutierten Kapitalkosten bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung und dem CAPM herstellt.<sup>826</sup> daraus ergibt sich der in Gleichung 5.7 dargestellte Zusammenhang zwischen dem leveraged Beta  $\beta_L$  und dem unleveraged Beta  $\beta_U$ .<sup>827</sup>

---

<sup>819</sup> Vgl. Ballwieser, W. (Discounted Cash Flow), S. 83.

<sup>820</sup> Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“ (Unternehmensteuerung), S. 552.

<sup>821</sup> Vgl. Nowak, K. (Unternehmensbewertung), S. 106.

<sup>822</sup> Vgl. Löhner, P. G./Böckmann, U. J. (Multiplikatorverfahren), S. 404; Rudolf, M./Witt, P. (Wachstumsunternehmen), S. 113.

<sup>823</sup> Vgl. Richter, F./Timmreck, C. (Betafaktoren), S. 279.

<sup>824</sup> Vgl. Drukarczyk, J. (Unternehmensbewertung), S. 367.

<sup>825</sup> Vgl. Hayn, M. (Junge Unternehmen), S. 207.

<sup>826</sup> Vgl. Hamada, R. S. (Effect); Rubinstein, M. E. (Synthesis) sowie eine detaillierte Darstellung der Überleitung in Anhang 1 dieser Arbeit.

<sup>827</sup> Vgl. Drukarczyk, J. (Unternehmensbewertung), S. 383.

Durch Umformung lautet der Betafaktor des unverschuldeten Unternehmens dann wie folgt:<sup>828</sup>

$$(5.8) \quad \beta_U = \frac{\beta_L}{1 + (1 - s_{USt}) \frac{F_M}{E}}$$

Mit:  $\beta_U$  Betafaktor der unverschuldeten Unternehmen;  $\beta_L$  Betafaktor der verschuldeten Unternehmen;  $s_{USt}$  Unternebensteuersatz;  $F_M$  Marktwert des Fremdkapitals;  $E$  Marktwert des Eigenkapitals.

Zur Transformation des Betafaktors ist die Kenntnis des Verschuldungsgrades notwendig. Dieser ist analog zum gewichteten Kapitalkostensatz auf Basis von Marktwerten des Eigen- und Fremdkapitals zu ermitteln.<sup>829</sup> Während der Marktwert des Eigenkapitals aus der Börsenkapitalisierung der Vergleichsunternehmen abgeleitet werden kann, muss der Marktwert des Fremdkapitals, insoweit wie das Unternehmen nicht durch Anleihen finanziert ist, approximiert werden.

Bezogen auf das deutsche Steuersystem ist eine Konkretisierung des Steuersatzes  $s$  erforderlich. In Rechnung zu stellen wären analog zur Ermittlung des zu diskontierenden Cashflows die Ertragsteuern unter Berücksichtigung von häufig abzugsfähigen Dauerschuldzinsen im Hinblick auf die Gewerbesteuerbemessungsgrundlagen, Verlustvorträge und die steuerlichen Eigenkapitalstruktur:

$$(5.9) \quad s_{USt} = (1 - 0,5 \times s_{GewSt}) \times (1 - s_{KSt})$$

Mit:  $s_{USt}$  Unternebensteuersatz;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz.

Wird der Steuersatz in der Funktion zur Ermittlung des Betafaktors des unverschuldeten Unternehmens eingesetzt, lautet der Betafaktor des unverschuldeten Unternehmens folgendermaßen:

$$(5.10) \quad \beta^U = \frac{\beta^F}{\left[ 1 + (1 - 0,5 \times s_{GewSt}) \times (1 - s_{KSt}) \frac{F_M}{E} \right]}$$

Mit:  $\beta_U$  Betafaktor der unverschuldeten Unternehmen;  $\beta_F$  Betafaktor der verschuldeten Unternehmen;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $F_M$  Marktwert des Fremdkapitals;  $E$  Marktwert des Eigenkapitals.

---

<sup>828</sup> Vgl. Seppelfricke, P. (Unternehmensbewertung), S. 72.

<sup>829</sup> Vgl. Damodoran, A. (Investment Valuation), S. 64, Ballwieser, W. (Discounted Cash Flow), S. 85. Aders, C./Galli, A./Wiedemann, F. (Unternehmenswerte) weisen in diesem Zusammenhang darauf hin, dass für den APV-Ansatz das Zirkularitätsproblem in gleichem Umfang wie für den gewichteten Kapitalkostensatz gilt. Dieses ist jedoch nur insofern richtig, als dass der Betafaktor des unverschuldeten Unternehmens aus dem Betafaktor des gleichen verschuldeten Unternehmens abgeleitet wird. Und selbst in diesem Fall kann der Marktwert des Eigenkapitals durch die Marktkapitalisierung approximiert werden.

Auf Basis dieser kapitalmarktorientierten Vorgehensweise wurden in der Literatur bereits Betafaktoren des unverschuldeten Unternehmens vorgestellt, die in der folgenden Tabelle zusammengefasst werden:

Region	Segment	Un-	Anzahl der
		leveraged	Gesellschaf-
		Beta	ten
Deutschland	Bestandshaltung Gewerbe	0,13	8
Deutschland	Bestandshaltung Wohnen	0,16	8
Deutschland	Projektentwicklung	0,12	4
Großbritannien	Bestandshaltung Gewerbe	0,25	12
Großbritannien	Projektentwicklung	0,38	8
Restliches Europa	Bestandshaltung Gewerbe	0,12	18
Restliches Europa	Bestandshaltung Wohnen	0,12	6
Restliches Europa	Projektentwicklung	0,21	5
Europa Gesamt	Bestandshaltung Gewerbe	0,18	38
Europa Gesamt	Bestandshaltung Wohnen	0,13	14
Europa Gesamt	Projektentwicklung	0,28	17

Tabelle 5.6: Betafaktoren europäischer Immobiliengesellschaften<sup>830</sup>

Die in Tabelle 5.6 zusammengefasste Untersuchung von Schäfers/Haub spiegelt wider, dass im Bereich Bestandshaltung Wohnen in Deutschland im Vergleich zum Marktdurchschnitt mit einem unleveraged Beta von 0,16 sehr gering liegt. Aber auch der Projektentwicklung wird mit einem unleveraged Beta von nur 0,12 ein noch geringes operatives Risiko beigemessen.<sup>831</sup> Dieses Analyseergebnis steht im Widerspruch zu einem im Bereich der Projektentwicklung im Vergleich zur Bestandshaltung erwarteten höheren Risiko.<sup>832</sup>

In Deutschland können als börsennotierte Unternehmen mit einem Schwerpunkt im Wohnungsbau die Bauverein AG in Hamburg, die GAG Immobilien AG in Köln sowie die GBH AG in Heidenheim genannt werden, wenngleich alle diese Unternehmen auch Aktivitäten im Bereich der Gewerbevermietung, der Projektentwicklung sowie im Dienstleistungsreich haben.<sup>833</sup> Auf Grundlage von Börsenkursen wurde das leveraged Beta dieser Gesellschaften ermittelt und darüber hinaus das unleveraged Beta durch Bereinigungen errechnet.<sup>834</sup> Die Ergebnisse dieser Berechnung wurden in der folgenden Tabelle 5.7 zusammengefasst.

<sup>830</sup> Vgl. Schäfers, W./Haub, C. (Shareholder Value-Analyse), S. 519-521.

<sup>831</sup> Vgl. Schäfers, W./Haub, C. (Shareholder Value-Analyse), S. 519.

<sup>832</sup> Vgl. Schäfers, W./Siepmann, A./Stock, A. (Bewertung), S. 399; Arthur Andersen/European Business School (Immobilien-Gesellschaften), S. 24.

<sup>833</sup> Vgl. Schäfers, W./Haub, C. (Shareholder Value-Analyse), S. 522.

<sup>834</sup> Zu den Details der Berechnung vgl. Anhang 9 dieser Arbeit.

Anhand der in Tabelle 5.7 zusammengefassten Analyse wird die eingeschränkte Aussagekraft dieser Ermittlung der Betafaktoren deutlich. Obwohl es sich um eine vergleichbare Branche handelt, weichen die ermittelten unleveraged Betas zwischen den drei Unternehmen z. T. erheblich ab. Aber auch der Vergleich zwischen der Betaermittlung basierend auf einem 1-Monats- und 12-Monatsberechnungszeitraum weist erhebliche Unterschiede bei jeweils einem Unternehmen auf.

Gesellschaft	Einheiten		Unleveraged Beta		Leveraged Beta	
	Wohnen	Gewerbe	1 Monat	12 Monate	1 Monat	12 Monate
Bauverein AG	3.960 WE	19 GE	0,1630	0,1570	0,0304	0,0291
GAG AG	39.161 WE	556 GE	0,1392	0,0190	0,1048	0,0055
GBH AG	11.680 WE	111 GE	0,3616	0,1570	0,1081	0,1219

Tabelle 5.7: Übersicht Betafaktoren deutscher Wohnungsunternehmen

Im Zusammenhang mit zu erwerbenden Wohnungsbauunternehmen bringt die skizzierte empirische Ableitung der Betafaktoren jedoch zahlreiche *Anwendungsprobleme* mit sich, die im Folgenden beschrieben werden.

Zunächst einmal beruhen die bei Durchführung des Analogieverfahrens festgestellten Betafaktoren auf historischen Werten, die zur Schätzung eines zukunftsbezogenen Betafaktors herangezogen werden. *Historische Schätzungen* von Betafaktoren sind jedoch insbesondere bei Unternehmensakquisitionen nur eingeschränkt anwendbar, da in diesem Bewertungskontext von Änderungen der Strategie und von der Vergangenheit abweichenden Zahlungsstrukturen auszugehen ist.<sup>835</sup>

Hinsichtlich der Approximation der *Marktwerte des Fremdkapitals* durch Buchwerte führt die für Wohnungsbauunternehmen spezifische Finanzierung durch geförderte Wohnungsdarlehen mit entsprechend niedrigen Zinssätzen zu einer Überschätzung der Marktwerte des Fremdkapitals. Die in Relation zu den Buchwerten niedrigeren Marktwerte führen zu einer Überschätzung des Verschuldungsgrades und somit zu einer Unterschätzung des Betafaktors des unverschuldeten Unternehmens und mithin der Renditeforderung der Anteilseigner bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung. Infolgedessen wird der Wert eines Wohnungsbauunternehmens bei vollständiger Eigenfinanzierung eines Wohnungsbauunternehmens überschätzt.

Da die Bereinigung der Betafaktoren der Vergleichsunternehmen um die Auswirkung ihrer Verschuldung ebenfalls die Berücksichtigung ihrer *Besteuerung* notwendig macht, wären analog zur Ermittlung des zu diskontierenden Cashflows die Ertragsteuern unter Berück-

<sup>835</sup> Vgl. Richter, F./Timmreck, C. (Betafaktoren), S. 278.

sichtigung von hälftig abzugsfähigen Dauerschuldzinsen im Hinblick auf die Gewerbesteuerbemessungsgrundlagen, Verlustvorträge und der steuerlichen Eigenkapitalstruktur zu berücksichtigen. Da diese steuerlichen Informationen jedoch i. d. R. nicht veröffentlicht werden und die historischen Ertragsteuern aus den veröffentlichten Konzernabschlüssen auf Grund von Konsolidierungseffekten ebenfalls keine adäquaten Schätzgröße für die tatsächlich zu zahlenden Ertragsteuern sind,<sup>836</sup> kann mit den öffentlich verfügbaren Informationen kaum eine zutreffende Schätzung des Steuersatzes getroffen werden.

Dazu kommt, dass die geringe Anzahl von börsennotierten Wohnungsbauunternehmen in Deutschland die Stabilität der Schätzung des Betafaktors erheblich einschränkt.<sup>837</sup>

Über diese Probleme der Anwendung hinaus wird erhebliche *Kritik* an den dem CAPM zu Grunde liegenden Annahmen geübt. Diese bezieht sich auf die Anwendung von Gleichgewichtsmodellen zur Erklärung von Kapitalmärkten,<sup>838</sup> der Einperiodigkeit des CAPM<sup>839</sup> sowie die mangelnde Klärung der Einflüsse der Besteuerung auf die Aussagen des CAPM<sup>840</sup>.

#### 5.1.1.3.3. Plausibilisierung der empirischen Beta-Quantifizierung durch die risikoneutrale Bewertung?

Unterschiedliche empirische Studien haben für börsennotierte Unternehmen mit einem Schwerpunkt im Bereich Bestandshaltung Wohnen Betafaktoren bei einer angenommenen vollständigen Eigenkapitalfinanzierung von 0,16 bis 0,2 festgestellt.<sup>841</sup> Aufgrund der beschriebenen Anwendungsprobleme stellt sich nunmehr die Frage nach der Plausibilität dieser empirischen Befunde.

Vor dem Hintergrund der z. T. unbefriedigenden Ergebnisse der empirischen Beta-Erhebung, werden in der jüngeren Literatur der Unternehmensbewertung risikoneutrale Bewertungsansätze als Alternative diskutiert.<sup>842</sup>

Im Rahmen der risikoneutralen Bewertung werden erwartete risikobehaftete Cash Flows in risikoneutrale Sicherheitsäquivalente transformiert, die dann auf Grund der Berücksichtigung des Risikos in den Sicherheitsäquivalenten mit dem risikofreien Zins diskontiert

<sup>836</sup> Vgl. Herzig, N./Dempfle, U. (Konzernsteuerquote), S. 3 f.; Müller, R. (Konzernsteuerquote), S. 1687.

<sup>837</sup> Vgl. Maier, D. A. (Betafaktor), S. 302.

<sup>838</sup> Vgl. Schneider, D. (Investition), S. 504-506.

<sup>839</sup> Vgl. Bogue, M./Roll, R. (Budgeting), S. 601-613.

<sup>840</sup> Vgl. Copeland, T. E./Weston, J. F. (Financial Theory), S. 211.

<sup>841</sup> Vgl. Schäfers, W./Haub, C. (Shareholder Value-Analyse), S. 519; Schäfers, W./Siepmann, A./Stock, A. (Bewertung), S. 399; Arthur Andersen/European Business School (Immobilien-Gesellschaften), S. 24.

<sup>842</sup> Vgl. u. a. Richter, F. (Wertgrenzen); Richter, F./Helmis, S. (Risikozuschläge); Richter, F. (Discounting Rules), S. 175-196; Timmreck, C. (Eigenkapitalkosten), S. 67-71.

werden.<sup>843</sup> Diese Transformation wird durch risikoadjustierte Wahrscheinlichkeiten, sogenannte Pseudowahrscheinlichkeiten, vorgenommen, deren Ermittlung die Einschätzung der Marktrendite – analog zur Anwendung des CAPMs – und der Streuung der Marktrenditen voraussetzt.<sup>844</sup> Diese risikoadjustierten Wahrscheinlichkeiten werden dann im Rahmen eines Binomialbaumes angewendet, um auf diesem Wege die Sicherheitsäquivalente zu ermitteln.<sup>845</sup> Aus dem Verhältnis der Sicherheitsäquivalente zu den risikobehafteten Cash Flows können dann auch periodenspezifische Betafaktoren retrograd abgeleitet werden, die neben der Einschätzung von Marktrendite, Streuung der Marktrendite und risikofreiem Zinssatz, darüber hinaus noch von dem geplanten Cash Flow-Wachstum abhängen.<sup>846</sup>

Dieses auf den ersten Blick viel versprechende Verfahren bietet jedoch Anlass zu Kritik im Hinblick auf dessen Anwendung und dessen grundsätzlichen Annahmen.

Hinsichtlich der Anwendung ist darauf hinzuweisen, dass die in der Literatur dargestellte Vorgehensweise auf so genannten rekombinierenden Binomialbäumen beruht. Bei rekombinierenden Modellen ist es möglich, dass sich zwei parallele Pfade in der nächsten Periode wieder treffen können, während diese Möglichkeit bei nicht rekombinierenden Modellen nicht gegeben ist.<sup>847</sup> Hierbei handelt es sich um eine Vereinfachung, die jedoch nur anwendbar ist, wenn ein ausschließlich positives Cash Flow Wachstum erwartet wird. Diese Restriktion resultiert aus der Formulierung der so genannten Up- und Down-Faktoren, mit denen ein rekombinierender Binomialbaum gesteuert wird. Die Gleichung für den Up-Faktor, dessen Kehrwert der Down-Faktor ist, lautet:<sup>848</sup>

$$(5.11) \quad u_{ti} = 1 + g_{ti} + \sqrt{(1 + g_{ti})^2 - 1}$$

$$d_{ti} = \frac{1}{u_{ti}}$$

mit: u Up-Faktor; d Down-Faktor;  $g_t$  periodenspezifisch erwartete Wachstumsrate des Cash Flows.

Negative Wachstumsraten führen in dieser Gleichung zu negativen Radienten der zu ermittelnden Quadratwurzel, die damit nicht lösbar ist. Diese Anwendungsprobleme ist jedoch auf die rekombinierenden Binomialbäume begrenzt. Bei der Anwendung eines nicht-

---

<sup>843</sup> Vgl. Ernst, D./Schneider, S./Thielen, B. (Unternehmensbewertung), S. 234.

<sup>844</sup> Vgl. Richter, F. (Wertgrenzen), S. 5-6; Richter, F./Helmis, S. (Risikozuschläge), S. 8.

<sup>845</sup> Vgl. Kruschwitz, L. (Risikoabschläge), S. 2411; Ernst, D./Schneider, S./Thielen, B. (Unternehmensbewertung), S. 234.

<sup>846</sup> Vgl. Richter, F./Helmis, S. (Risikozuschläge), S. 9; Richter, F. (Wertgrenzen), S. 7.

<sup>847</sup> Vgl. Korn, R. u. E. (Optionsbewertung), S. 212.

<sup>848</sup> Vgl. Richter, F. (Wertgrenzen), S. 6; Richter, F./Helmis, S. (Risikozuschläge), S. 8; Freihube, K. (Bewertung), S. 103.

rekombinierenden Binomialbaums wäre auch die Berücksichtigung von negativen Wachstumsraten möglich. Die praktische Anwendung nicht-rekombinierender Binomialbäume erhöht jedoch die Komplexität der Anwendung ungleich, so dass sich die Frage der Praktikabilität stellt.

In der Literatur werden auf Basis von rekombinierenden Binomialbäumen Gleichungen zur retrograden Ableitung von Betafaktoren vorgestellt:<sup>849</sup>

$$(5.12) \quad \beta_t = \frac{1+i_r}{r_M - i_r} \left( \frac{p \times u_t + (1-p) \times d_t}{q \times u_t + (1-q) \times d_t} - 1 \right)$$

mit  $q = \frac{1-\lambda\sigma_M}{2}$  mit  $\lambda = \frac{r_M - i_r}{\sigma_M^2}$

mit: u Up-Faktor; d Down-Faktor; p subjektiv erwartete Wahrscheinlichkeit, q risikoadjustierte Wahrscheinlichkeit;  $i_r$  risikofreier Zins,  $r_M$  Marktrendite;  $\sigma_M$  Streuung der Marktrendite;  $\sigma_M''$  Varianz der Marktrendite.

Wird diese Gleichung angewendet, so ergibt sich unter Berücksichtigung der gesetzten Annahmen folgende in der Tabelle 5.8 dargestellte Entwicklung der Betafaktoren in Abhängigkeit von dem unterstellten Wachstum der Cash Flows:

Marktrendite $r_m$	11,0%
Risikofreier Zins $r_f$	5,5%
Marktvolatilität $s_m$	25,0%
Sharpe-Ratio	0,220
Wahrscheinlichkeit p	50,0%

Subjektives Wachstum $g_i$	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%	6,00%	7,00%	8,00%	9,00%	10,00%
Faktor u	1,000	1,152	1,221	1,277	1,326	1,370	1,412	1,451	1,488	1,524	1,558
Faktor d	1,000	0,868	0,819	0,783	0,754	0,730	0,708	0,689	0,672	0,656	0,642
Risikoadjustierte Wahrscheinlichkeit q	0,390	0,390	0,390	0,420	0,420	0,420	0,420	0,420	0,420	0,420	0,420
Risikoadjustierte Wachstumsrate $g_t^*$	0,00%	-2,12%	-2,42%	-0,95%	-0,57%	-0,12%	0,37%	0,91%	1,47%	2,06%	2,67%
Periodenspezifischer Zuschlag z	0,00%	1,67%	1,57%	1,38%	1,59%	1,77%	1,94%	2,08%	2,22%	2,34%	2,45%
Kapitalkosten	5,50%	7,17%	7,07%	6,88%	7,09%	7,27%	7,44%	7,58%	7,72%	7,84%	7,95%
Unleveraged Betafaktor $\beta$	0,000	0,611	0,869	0,765	0,882	0,984	1,075	1,158	1,234	1,304	1,370

Tabelle 5.8: Unleveraged Beta basierend auf risikoneutraler Ermittlung in Abhängigkeit vom erwarteten Wachstum

Die nach der risikofreien Bewertung retrograd ermittelten Betafaktoren werfen jedoch Fragen auf. Wird zum einen für ein bestandshaltendes Unternehmen ein Cash Flow Wachstum erwartet, das sich aufgrund der inflationsnahen Steigerungen der Mieten ebenfalls inflationsnahe verhält, so würden die retrograd nach der risikofreien Bewertung ermittelten Betafaktoren wesentlich höher sein, als die empirisch ermittelten 0,16 bis 0,2, an denen

<sup>849</sup> Vgl. u. a. Timmreck, C. (Eigenkapitalkosten), S. 69-70.

aus den bereits dargestellten Gründen ebenfalls Zweifel erlaubt sind. In diesem Fall besteht ein Widerspruch zwischen den empirisch ermittelten Werten von 0,16 bis 0,2 und dem analytisch abgeleiteten Betafaktor, der bei einer erwarteten Inflation zwischen 1% und 2% p.a. zwischen 0,61 und 0,87 liegt. Wird von der Arbitragefreiheit ausgegangen, so müssten beide Vorgehensweisen – empirische Quantifizierung und risikoneutrale Quantifizierung der Betafaktoren – zu identischen Ergebnissen führen.<sup>850</sup> Ein weiterer Widerspruch ergibt sich, wenn anhand der risikofreien Bewertung erläutert wird, dass Unternehmen mit einem im Vergleich zum Marktdurchschnitt geringeren Cash Flow Wachstum einen Betafaktor von weniger als 1 aufweisen müssen, während bei überproportionalem Wachstum Betafaktoren von mehr als 1 angemessen wären.<sup>851</sup> Wird diese These mit den Ergebnissen der analytischen Beta-Ermittlung verglichen, so würde damit unterstellt werden, dass das durchschnittliche Cash Flow Wachstum aller Unternehmen bei rd. 6% p.a. liegen würde, was ebenfalls nicht leicht einzusehen ist.

Neben Problemen in der Anwendung und nicht geklärten Widersprüchen gibt es aber auch grundsätzlichere Einwände gegen die risikoneutrale Bewertung.

Weiterhin ist an der optionstheoretischen Ermittlung der Betafaktoren zu kritisieren, dass bei den Unternehmensrisiken ein monokausaler Zusammenhang zwischen angenommenem Cash Flow Wachstum, als erklärende Variable des Unternehmensrisikos, und dem das operative Risiko ausdrückenden Betafaktor hergestellt wird. Gleichzeitig kann aber angenommen werden, dass das operative Risiko ebenfalls durch Leerstands-, Kosten-, Gewährleistungsrisiken etc. beeinflusst wird.

So wird durch die optionstheoretisch fundierten Binomialmodelle implizit – ebenso wie bei der Anwendung des CAPM – unterstellt, dass vollkommene Kapitalmärkte mit vorliegen und jederzeit Marktpreise für zeit- und zustandsabhängige Zahlungen bestimmt werden können.<sup>852</sup> Sind diese Bedingungen des vollkommenen Kapitalmarktes jedoch nicht erfüllt, so stehen die risikoneutrale Bewertung und die Bewertung mit der Ableitung von Betafaktoren vor ähnlichen Problemen: Für die erste Vorgehensweise fehlen die Preise des Duplikationsportfolios und für die zweite Herangehensweise zuverlässige Betafaktoren.<sup>853</sup> Insofern stellt die risikoneutrale Bewertung keinen Fortschritt gegenüber der Bewertung mit Betafaktoren dar.<sup>854</sup>

---

<sup>850</sup> Vgl. Timmreck, C. (Eigenkapitalkosten), S. 70.

<sup>851</sup> Vg. Richter, F. (Discounting Rules), S. 180.

<sup>852</sup> Vgl. Dirrigl, H. (Konzepte), S. 420

<sup>853</sup> Vgl. Fischer, T. R./Hahnenstein, L./Heitzer, B. (Ansätze), S. 1226.

<sup>854</sup> Vgl. Ballwieser, W./Coenenberg, A. G./Schulze, W. (Unternehmensbewertung), Sp. 2430.

Zusammenfassend betrachtet können also weder die kapitalmarktheoretische noch die risikoneutrale Vorgehensweise zur Bestimmung von unternehmensspezifischen Risikoprämien, bedingt durch die bestehenden Anwendungsprobleme der Methoden, als zufriedenstellende Ansätze betrachtet werden. Darüber hinaus kommen beide Vorgehensweisen zu abweichenden Ergebnissen, so dass ungeklärt bleibt, ob die empirischen Befunde verzerrt oder die auf Grundlage der risikofreien Ermittlung dargestellten Betafaktoren durch die Restriktionen des risikoneutralen Modells beeinflusst sind. Abgesehen von der hohen intersubjektiven Nachvollziehbarkeit der Ermittlung der unternehmensspezifischen Risikoprämien bestehen weiterhin große Unsicherheiten über die zugrunde liegenden Parameter wie den risikofreien Zins, die erwartete Markttrendite, die Auswahl der zum Vergleich heranzuziehenden Unternehmen im Fall des kapitalmarkttheoretischen Vorgehens. Das Problem einer mangelnden Nachvollziehbarkeit wird dabei von der Ermittlung des Diskontierungszinses hin zu den Annahmen, auf denen die Ermittlung basiert, verlagert.

Diese Erkenntnis ist zwar methodisch unbefriedigend, aber im Zusammenhang mit den hier diskutierten subjektiven Unternehmensbewertungen in einem anderen Licht zu sehen. In dieser Konstellation ist es ausreichend, dass der Entscheidungsträger als Bewertungssubjekt die Diskontierungszinsen im Hinblick auf das unternehmensspezifische Risiko für angemessen hält. Hierzu kann er seine Renditeforderung bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung intuitiv formulieren oder sich einer der beiden vorgestellten Methoden bedienen.

### 5.1.2. Wert der Restriktionen des Sozialkatalogs

Die Auflagen des Sozialkatalogs können sich in unterschiedlicher Weise als Restriktionen auf die geplante Fortführung des Wohnungsbauunternehmens auswirken und die Wirkungen der Restriktionen können jeweils nur in Abhängigkeit vom Einzelfall modelliert werden. Typischerweise können aber drei Arten von Restriktionen bestehen: Restriktionen in der Ertragserhöhung z. B. durch die Limitierung von Mieterhöhungen, Restriktionen in der Aufwandsminderung z. B. durch Forderung einer Mindestinstandhaltung sowie Restriktionen bezüglich der Bestandsveränderung. Die letzte Restriktion erfordert die Berücksichtigung der Implikationen auf Erträge und Aufwendungen, welche aus der von der ursprünglichen Planung abweichenden Flächenveränderung resultieren.

Im Folgenden wird als ein Beispiel zur Berücksichtigung von sozialvertragsbedingten Restriktionen die Restriktionen bei der Mieterhöhung der Veränderung des Einkommens der Anteilseigner aufgrund dieser Einschränkung aufgezeigt. Wie in Tabelle 5.9 dargestellt, sind bei der Ermittlung des Einkommenseffektes aus einer sozialkatalogbedingten Mietrestriktion nicht nur die Verminderung der Sollmiete, sondern auch die Verringerung der Er-

lösschmälerung und die Verringerung des Anstiegs der Forderung gegenüber Miatern nebst aller Auswirkungen auf Unternehmens- und Einkommensteuer zu berücksichtigen.

---

<b>Zulässige Sollmiete lt. Sozialkatalog</b>	
-	Geplante Sollmiete
=	<b>Brutto-Mindermiete</b>
+	Verringerung der Erlösschmälerung
=	<b>Netto-Mindermiete</b>
+	Gewerbesteuerersparnis
+	Körperschaftsteuerersparnis
=	<b>Ergebnisminderung</b>
-	Verringerung Anstieg Forderungen ggü. Miatern
=	<b>Verringerung des Free Cash Flows</b>
+	Hälftige Einkommensteuern
=	<b>Verringerung des Einkommens des Anteilseigners bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung</b>

Tabelle 5.9: Ermittlung des Anteilseignereinkommens bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung

Da in den Sozialkatalogen eine Vielzahl von restriktiven Klauseln existieren, bietet sich eine separate Bewertung dieser Klauseln an, um die Verhandlungen auf die Klauseln zu fokussieren, die zu den größten Wertminderungen führen.

Die Bewertung des Wertes einzelner Restriktionen erfolgt analog zur Wertermittlung der operativen Aktivitäten bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung.

$$(5.13) \quad V^R = \sum_{t=1}^n \frac{(\pm \Delta R_t [s_{GewSt} (1 - s_{KSt}) + s_{KSt}] \pm \Delta I_t^R) (1 - 0,5s_{EST})}{[1 + k_E (1 - s_{EST})]^t}$$

mit:  $V^R$  Wert einer Restriktion;  $R_t$  Minderung des Cashflows aufgrund von sozialkatalogbedingten Restriktionen;  $k_E$  Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber eines unverschuldeten Unternehmens;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz;

Zur Diskontierung werden ebenfalls die Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber herangezogen.

### 5.1.3. Wert der Transaktionskosten

Der Werteinfluss der Transaktionskosten unter Berücksichtigung einer vollen Einkommensbesteuerung wird nicht mit der risikoadjustierten Renditeforderung der Eigenkapitalgeber diskontiert, da die Transaktionskosten nicht dem operativen Risiko des zu erwerbenden Wohnungsbauunternehmens unterliegen, so dass der risikofreie Zinssatz angesetzt wird:

$$(5.14) \quad V^T = - \sum_{t=1}^n \frac{X_t^T (1 - s_{EST})}{[1 + i_r (1 - s_{EST})]^t}$$

mit:  $V^T$  Wert der Transaktionskosten;  $X_t^T$  Transaktionsbedingte Auszahlungen;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz.

Weiterhin ergibt sich aus der Ermittlungssystematik ein negativer Einkommensteuereffekt, da bei der Ermittlung des Wertes der Transaktionskosten zunächst eine volle Besteuerung unterstellt wurde, während bei den im Zusammenhang mit dem Halbeinkünfteverfahren unterliegenden Beteiligungserträgen lediglich das Halbabzugsverfahren zum Zuge kommt:

$$(5.15) \quad V^{ESTI} = -\sum_{t=1}^n \frac{0,5s_{EST} X_t^T}{[1 + i_r(1 - s_{EST})]^t}$$

mit:  $V^{ESTI}$  Wert des arbitragebedingten Einkommensteuereffektes;  $X_t^T$  Transaktionsbedingte Auszahlungen;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz.

#### 5.1.4. Wert der Steuereffekte

##### 5.1.4.1. Bestimmung der kapitalstrukturbedingten Unternehmenssteuern

Auf Basis der kapitalstrukturbedingten Finanzierungserträge und -aufwendungen werden die Veränderung der Bemessungsgrundlagen und daraus die kapitalstrukturbedingten Ertragsteuerauswirkungen entwickelt. Wegen der unterschiedlichen Behandlung von Zinsaufwendungen bei der Ermittlung der Gewerbeertragsteuer und der Körperschaftsteuer sollte für beide Ertragsteuerarten die Veränderungen der Steuerlast gesondert ermittelt werden.

---

	Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge
+	Mietzuschüsse
+	Zinszuschüsse
+	Aufwandszuschüsse
+	Sonstige Zuschüsse
+	Auf Grund von Miet- und Pachtverträgen entgangene Abschreibung
=	<b>Kapitalstrukturbedingte Gewerbeertragserhöhung</b>
	Zinsen und ähnliche Aufwendungen
-	Davon 50% Dauerschuldzinsen
-	Belastungsäquivalente Erbbauzinsen
-	Belastungsäquivalenter Miet- und Pachtaufwand
-	Belastungsäquivalente Erbbauzinsen aus Hausbewirtschaftung
-	Belastungsäquivalenter Miet- und Pachtaufwand aus Hausbewirtschaftung
+	Aktivierte Zinsaufwendungen i. R. der Wohnungserstellung für den eigenen Bestand
+/-	Zugang / Abgang aktivierte Zinsaufwendungen i. R. des Bauträgergeschäftes
=	<b>Kapitalstrukturbedingte Gewerbeertragsminderung</b>
	Gewerbeertrag bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung
	<b>Anrechenbare kapitalstrukturbedingte Gewerbeertragsminderung</b>
X	Gewerbesteuersatz
	<b>Kapitalstrukturbedingte Gewerbesteuerersparnis</b>

Tabelle 5.10: Schema zur Ermittlung der kapitalstrukturbedingten Gewerbeertragsteuerersparnis

Zunächst werden die Zinserträge als Umsatzerlöse aus Hausbewirtschaftung sowie als sonstige Erträge ausgewiesene Zuschüsse als kapitalstrukturbedingte Erhöhung des Gewerbeertrags zusammengefasst. In einem nächsten Schritt werden alle kapitalstrukturbedingten Gewerbeertragsminderungen ermittelt. Der in der Gewinn- und Verlustrechnung

ausgewiesene *Zinsaufwand* enthält den periodengerecht zutreffend abgegrenzten Zinsaufwand. Darin enthalten sind die Zinsaufwendungen sowie die Abschreibung von aktivierte Damnen. Sind Darlehen nicht marktgerecht verzinst, so wird ebenfalls der abweichende Nominalzins in dieser Position reflektiert. Im Weiteren wird der Anteil der Dauerschuldzinsen ermittelt, um davon die hälftig anrechenbaren Dauerschuldentgelte zu ermitteln. Im nächsten Schritt werden die geleisteten Entgelte für Nutzungsüberlassungen wie Miet-, Pacht- und Erbbauverträge berücksichtigt. Hierbei finden nicht das Entgelt selbst, sondern der Zinsaufwand des jeweils aus Sicht des Anteilseigners belastungäquivalenten Darlehens Anwendung. Ferner werden die Aktivierung von Zinsaufwendungen für den eigenen Bestand und das Vorratsvermögen bereinigend berücksichtigt.

Diese so ermittelte kapitalstrukturbedingte Gewerbeertragsveränderung ist mit dem Gewerbeertrag bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung zu vergleichen, um sicherzustellen, dass im Falle einer kapitalstrukturbedingten Gewerbeertragsminderung diese nicht höher ist als der Gewerbeertrag bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung, der die Obergrenze für die Anrechenbarkeit der Nettofinanzierungsaufwendungen darstellt. Die aus diesem Vergleich hervorgegangene anrechenbare kapitalstrukturbedingte Gewerbeertragsminderung dient zur Ermittlung der kapitalstrukturbedingten Gewerbeertragsteuerveränderung.

---

	Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge
+	Mietzuschüsse
+	Zinszuschüsse
+	Aufwandszuschüsse
+	Sonstige Zuschüsse
+	Auf Grund von Miet- und Pachtverträgen entgangene Abschreibung
+	Kapitalstrukturbedingte Gewerbesteuerersparnis
=	<b>Kapitalstrukturbedingte Erhöhung des zu versteuernden Einkommens</b>
-	Zinsen und ähnliche Aufwendungen
-	Belastungäquivalente Erbbauzinsen
-	Belastungäquivalenter Miet- und Pachtaufwand
-	Belastungäquivalente Erbbauzinsen aus Hausbewirtschaftung
-	Belastungäquivalenter Miet- und Pachtaufwand aus Hausbewirtschaftung
+	Aktivierte Zinsaufwendungen i. R. der Wohnungserstellung für den eigenen Bestand
+/-	Zugang / Abgang aktivierte Zinsaufwendungen i. R. des Bauträgergeschäftes
=	<b>Kapitalstrukturbedingte Minderung des zu versteuernden Einkommens</b>
	<i>Zu versteuerndes Einkommen bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung</i>
	<b>Anrechenbare kapitalstrukturbedingte Minderung des zu versteuernden Einkommens</b>
X	Körperschaftsteuersatz
	<b>Körperschaftsteuerersparnis</b>

---

Tabelle 5.11: Schema zur Ermittlung der kapitalstrukturbedingten Körperschaftsteuerersparnis

Die Ermittlung der kapitalstrukturbedingten Minderung des zu versteuernden Einkommens – der Bemessungsgrundlage für die Körperschaftsteuer – wird grundsätzlich analog zur Minderung des Gewerbeertrags geführt. Es ist jedoch die kapitalstrukturbedingte Gewerbeertragsteuerersparnis der kapitalstrukturbedingten Veränderung des zu versteuernden

Einkommens hinzuzurechnen, und die Zinsaufwendungen können in vollem Umfang berücksichtigt werden.

Auf Grund der Tatsache, dass die Zins- und Tilgungspläne zwar planbar sind, aber keine Sicherheit über einen ausreichend hohen Gewerbeertrag und das zu versteuernde Einkommen besteht, ist die ermittelte Ertragsteuerersparnis nicht mit einem risikofreien Zins, sondern mit der Renditeforderung der Eigenkapitalgeber zu diskontieren:

$$(5.16) \quad V^{UST} = \sum_{t=1}^n \frac{(\Delta S_{GewSt} + \Delta S_{KSt})(1 - 0,5s_{EST})}{[1 + k_E]^t}$$

mit:  $V^{UST}$  Wert des Unternehmensteuereffektes;  $k_E$  Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber eines unverschuldeten Unternehmens;  $S_{GewSt}$  kapitalstrukturbedingte Gewerbesteuerersparnis;  $S_{KSt}$  kapitalstrukturbedingte Körperschaftsteuerersparnis;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz.

Im Fall von vorrangig zu berücksichtigten Minderungen der Bemessungsgrundlagen ist der Unternehmensteuereffekt geringer als bei einer vollständigen Anrechenbarkeit der kapitalstrukturbedingten Aufwendungen.

#### 5.1.4.2. Bestimmung der kapitalstrukturbedingten Einkommensteuern

Wie bereits im vierten Kapitel ausgeführt, sind bei der Bewertung im Halbeinkünfteverfahren nicht nur kreditaufnahme- und tilgungsbedingte Einkommensteuereffekte ausschlaggebend, sondern bedingt durch die erweiterten Arbitrageüberlegungen auch die daraus resultierenden Einkommensteuereffekte.

Bei Ermittlung der arbitragebedingten Einkommensteuerwirkungen (Einkommensteuereffekt I) sind alle in Tabelle 5.12 zusammengefassten kapitalstrukturbedingten Erträge und Aufwendungen zu erfassen. Dabei führen Aufwendungen zu negativen und Erträge zu positiven arbitragebedingten Einkommensteuereffekten, die dann jeweils wegen des relativen Unterschiedes zwischen der vollen Einkommensbesteuerung bei den Arbitrageoperationen und der hälftigen Einkommensbesteuerung des Anteilseigners des anteilig fremdfinanzierten Unternehmens mit hälftigem Betrag der persönlichen Einkommensbesteuerung des Anteilseigners unterworfen werden.

---

-	Zinsen und ähnliche Aufwendungen
+	Abschreibung Damnum
+	Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge
+	Zuschüsse
-	Minderung der passiven Rechnungsabgrenzung auf Grund der Zurechnung vorfällig gezahlter Zuschüsse
-	Belastungsäquivalente Erbbauzinsen
-	Belastungsäquivalenter Miet- und Pachtaufwand
-	Belastungsäquivalente Erbbauzinsen aus Hausbewirtschaftung
-	Belastungsäquivalenter Miet- und Pachtaufwand aus Hausbewirtschaftung
=	Bemessungsgrundlage für Einkommensteuereffekt I
X	$0,5 \times S_{Est}$
=	<b>Relative Einkommensteuerveränderung des Anteilseigners</b>

---

Tabelle 5.12: Schema zur Ermittlung der relativen Einkommensteuerveränderung des Anteilseigners

Darüber hinaus sind aber auch die in Tabelle 5.13 dargestellten, dem Einkommensteuereffekt II zu Grunde zu legenden Auswirkungen auf das Einkommen eines Anteilseigners zu berücksichtigen. Einkommensteuereffekte II sind grundsätzlich immer dann zu berücksichtigen, wenn bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung im Rahmen einer residualen Ausschüttungspolitik verfügbare Liquidität nicht zur Ausschüttung gebracht, sondern zur Tilgung oder Mittelanlage verwendet wird.

---

	Tilgung
+	Tilgung der belastungsäquivalenten Darlehen zur Duplikation von Verträgen der Nutzungsüberlassung
+	Tilgung von gemäß § 88 Abs. 3 II. WoBauG nicht aktivierten Aufwendungsdarlehen
+	Thesaurierungsbedingte Zuführung zum Mittelfonds auf Unternehmensebene
=	Ausschüttungsminderungen
-	Aufnahme von Darlehen
-	Valutierung von gemäß § 88 bAbs. 3 II. WoBauG nicht aktivierten Aufwendungsdarlehen
-	Abbau des Mittelfonds auf Unternehmensebene
=	Ausschüttungserhöhungen
=	Ausschüttungsveränderungen
X	$0,5 \times S_{Est}$
=	<b>Einkommensteuerveränderung des Anteilseigners</b>

---

Tabelle 5.13: Schema zur Ermittlung der Einkommensteuerveränderung des Anteilseigners

Zunächst sind die Tilgungen und Aufnahmen von passivierten Darlehen als ausschüttungsmindernd bzw. -erhöhend zu berücksichtigen. Weiterhin sind die aus der Beendigung eines Vertrages der Nutzungsüberlassung resultierenden Tilgungen der belastungsäquivalenten Darlehen zu berücksichtigen. Ebenso sind die Tilgungen und Valutierungen von Aufwendungsdarlehen, die als Bilanzierungshilfe nicht passiviert wurden, zu erfassen. Wird von einer residualen Ausschüttungspolitik abgewichen, so haben die Zuführungen und Auflösungen des Mittelfonds ebenfalls Auswirkungen auf das zu versteuernde Einkommen des Anteilseigners.

Zur Ermittlung des Wertes der Einkommensteuereffekte wird der in Tabelle 5.12 ermittelte relative Einkommensteuernach- oder -vorteil des Anteilseigners des zu bewertenden Unternehmens diskontiert:

$$(5.17) \quad V^{EST\text{ I}} = \sum_{t=1}^n \frac{-0,5s_{EST} i_n F_{B,t} + \Delta ARA_t^A + Z_t \pm \Delta PRA_t - N_t}{[1 + i_r(1 - s_{EST})]^t}$$

mit:  $V^{EST\text{ I}}$  Wert des Einkommensteuervorteils I;  $i_n$  Nominalzins;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $F_B$  Buchwert des Fremdkapitals;  $Z$  Erhaltener Zuschuss;  $N$  Nutzungsentgelt;  $\Delta ARA_t^A$  Auflösung des aktiven Rechnungsabgrenzungspostens;  $\Delta PRA$  Veränderung des passiven Rechnungsabgrenzungspostens;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz.

Ebenso wird die in Tabelle 5.13 ermittelte Einkommensteuererhöhung bzw. -ersparnis aus Ausschüttungsminderungen oder -erhöhungen diskontiert.

$$(5.18) \quad V^{EST\text{ II}} = \sum_{t=1}^n \frac{0,5s_{EST} \Delta F_{B,t}^T - 0,5s_{EST} \Delta F_{B,t}^A}{[1 + i_r(1 - s_{EST})]^t}$$

mit:  $V^{EST\text{ II}}$  Wert des Einkommensteuervorteils II;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $F_B$  Buchwert des Fremdkapitals;  $\Delta F_{B,t}^T$  Tilgung von Fremdkapital;  $\Delta F_{B,t}^A$  Aufnahme von Fremdkapital;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz.

Wird eine autonome Finanzierungsstrategie unterstellt, so ist der Einkommensteuervorteil I unabhängig von der Bemessungsgrundlage auf Unternehmensebene als risikofrei einzuschätzen.

#### 5.1.4.3. Bestimmung der Unternehmensteuerersparnis aus steuerlichem Verlustabzug

Bei der Ermittlung des steuerlichen Verlustabzugs ist – analog zur Ermittlung der Ertragsbesteuerung – wegen der unterschiedlichen Modifikationen zur Ermittlung der jeweiligen Steuerbemessungsgrundlage der gewerbe- und körperschaftsteuerliche Verlustabzug separat zu bewerten.

Zur Ermittlung des gewerbesteuerlichen Verlustabzuges nach § 10a GewStG ist ausgehend vom handelsbilanziellen Ergebnis bei realisierter Finanzierung zum steuerbilanziellen Ergebnis überzuleiten. Danach sind die gewerbesteuerlichen Hinzurechnungen und Kürzungen zu berücksichtigen, um den Gewerbeertrag vor Verlustabzug zu ermitteln.

---

	Gewinn der Handelsbilanz
-	Steuerbilanzielle Mehrabschreibungen für Gebäude auf Grund § 13 Abs. 3 S. 1 KStG
+	Steuerbilanzielle Minderabschreibungen für Gebäude auf Grund abweichender Nutzungsdauern
+	Handelsbilanzielle Zuführung zu Rückstellungen bei steuerbilanziellem Passivierungsverbot
-	Handelsbilanzielle Auflösung von Rückstellungen bei steuerbilanziellem Passivierungsverbot
-	Handelsbilanzielle Inanspruchnahme von Rückstellungen bei steuerbilanziellem Passivierungsverbot
+	Barwertdifferenz aus der Abzinsung unverzinslicher Rückstellungen und Verbindlichkeiten
-	Valutierung von gem. § 88 Abs. 3 II. WoBauG nicht passivierten Aufwendungsdarlehen
+	Tilgung von gem. § 88 Abs. 3 II. WoBauG nicht passivierten Aufwendungsdarlehen
+	Handelsbilanzielle Mehrabschreibung auf aktivierte Geldbeschaffungskosten
-	Sonstige Steuern
+/-	Sonstige Anpassungen
=	Gewinn der Steuerbilanz
+	Dauerschuldentgelte (§ 8 Nr. 1 GewStG)
-	1,2% des Einheitswertes des Grundbesitzes im Betriebsvermögen (§ 9 Nr. 1 S. 1 GewStG) oder erweiterte Kürzung (§ 9 Nr. 1 S. 2 GewStG)
=	Gewerbeertrag vor Verlustabzug
-	Bis 1 Mio. € sofortiger Verlustabzug (§10a GewStG i. v. m. § 10 d EStG)
-	Über 1 Mio. € 60% Verlustabzug vom verbleibenden Gewerbeertrag

---

Tabelle 5.14: Ermittlung des gewerbesteuerlichen Verlustabzuges

Die Ermittlung des körperschaftsteuerlichen Verlustabzugs beginnt ebenfalls mit dem Steuerbilanzgewinn, der um körperschaftsteuerliche Modifikationen bereinigt wird, um die Einkünfte zu ermitteln.

---

=	Gewinn der Steuerbilanz
+/-	Korrektur von gesellschaftsrechtlichen Vorgängen (offene und verdeckte Gewinnausschüttungen, Kapitalrückzahlungen und -erhöhungen, sonstige Gesellschaftereinlagen, verdeckte Einlagen)
+/-	Korrektur für bestimmte (passive) Verluste, die im Ausland entstanden sind (§ 2a EStG)
-	Ausländische Einkünfte, die nach Doppelbesteuerungsabkommen im Inland von der Besteuerung freigestellt sind
+	Vergütung aus Gesellschafterfremdfinanzierungen (§ 8a KStG)
-	Steuerbefreiung für bestimmte Beteiligungserträge (z. B. Dividenden, die aus einer anderen Körperschaft bezogen werden, oder Gewinne aus der Veräußerung von Anteilen an einer anderen Kapitalgesellschaft (§8b KStG)
-	Auf Grund besonderer Vorschriften abziehbare Aufwendungen (z. B. Gewinnanteile der Komplementäre einer KgaA) (§9 KStG)
+	Auf Grund körperschaftsteuerlicher Spezialnormen nicht abziehbare Aufwendungen (z. B. die Hälfte der Aufsichtsratsvergütung) (§10 KStG)
=	Summe der Einkünfte
-	Bis 1 Mio: € sofortiger Verlustabzug (§8 Abs. 1 KStG i.V.m. § 10d EStG)
-	Über 1 Mio. € 60% Verlustabzug von den verbleibenden Einkünften

---

Tabelle 5.15: Ermittlung des körperschaftsteuerlichen Verlustabzuges

Nach Ermittlung der Einkünfte bei realisierter Kapitalstruktur erfolgt die Verrechnung dieser Einkünfte mit dem Verlustabzug, der maximal in Höhe der positiven Einkünfte erfolgen kann. Eine weitere Restriktion sind ausreichend vorhandene körperschaftsteuerliche Verlustvorräte.

Zur Ermittlung des Werts des steuerlichen Verlustabzuges wird unter Berücksichtigung der separat ermittelten gewerbesteuerlichen und körperschaftsteuerlichen Verlustabzüge

die Gewerbe- und Körperschaftsteuerersparnis errechnet und diese und die Bereinigung der daraus resultierenden Einkommensteuern diskontiert:

$$(5.19) \quad V^{VA} = \sum_{t=1}^n \frac{[VA_t^{GewSt} s_{GewSt} (1 - s_{KSt}) + VA_t^{KSt} s_{KSt}] (1 - 0,5s_{EST})}{[1 + k_E]^t}$$

mit:  $V^{VA}$  Wert aus dem steuerlichen Verlustabzug;  $VA^{GewSt}$  Gewerbesteuerlicher Verlustabzug;  $VA^{KSt}$  körperschaftsteuerlicher Verlustabzug;  $k_E$  Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber eines unverschuldeten Unternehmens;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz.

Da die Höhe des Verlustabzuges sowohl mit der Entwicklung des Ergebnisses bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung als auch mit der Entwicklung der Kapitalstruktur verbunden ist, wird der Wert des steuerlichen Verlustabzugs nicht mit dem risikofreien Zins, sondern mit der Renditeforderung der Eigenkapitalgeber diskontiert.

#### 5.1.4.4. Bestimmung der ausschüttungsabhängigen Körperschaftsteuer

Basierend auf der geplanten Dividendenausschüttung an die Anteilseigner wird der ausschüttungsabhängige Unternehmensteuereffekt ermittelt. Hierbei wird einerseits die Ausschüttungsbelastung im Falle der für die ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen typischen Verwendung von EK 02 zur Ausschüttung berücksichtigt, andererseits die aus der Ausschüttungsbelastung resultierende Minderung des zu versteuernden Einkommens des Anteilseigners.

$$(5.20) \quad V^{AST} = \sum_{t=1}^n \frac{-s_{AST} (1 - 0,5s_{EST}) D_t}{(1 + i_r (1 - s_{EST}))^t}$$

mit:  $V^{AST}$  Wertnachteil aus Ausschüttungsbelastung;  $D$  Dividendenausschüttung,  $s_{AST}$  Ausschüttungsbelastung;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz.

Da die Ausschüttungsbelastung unabhängig von der Bemessungsgrenze für die Ertragsteuern ist und lediglich von den Ausschüttungen abhängt, wird ebenfalls angenommen, dass diese Ausschüttungsbelastung bei einer geplanten Ausschüttung sicher ist.

#### 5.1.4.5. Schätzung der risikoadäquaten Rendite der Unternehmens- und Einkommenssteuervorteile

In den bisherigen Untersuchungen wurde vereinfachend angenommen, dass die steuerlichen Effekte aus der Fremdfinanzierung und der Mittelanlage risikofrei seien und deshalb mit dem risikofreien Zins unter Berücksichtigung der Einkommensbesteuerung des Anteilseigners diskontiert.

Die bisher unterstellte Risikolosigkeit der steuerlichen Effekte ist jedoch nur gegeben, wenn Insolvenz- und Illiquiditätsrisiken ausgeschlossen sind, eine autonome Verschul-

dungspolitik und ausschließlich positive steuerliche Bemessungsgrundlagen vorliegen. Liegen keine Insolvenz- und Illiquiditätsrisiken vor, so können vom Unternehmen die zukünftigen Zins- und Tilgungszahlungen erbracht und die steuerlichen Effekte wahrgenommen werden. Die steuerlichen Effekte sind auch im Falle einer autonomen, exogen durch Zins- und Tilgungspläne determinierten Verschuldungspolitik sicher, da die absolute Höhe des Fremdkapitals in jeder Periode antizipiert werden kann.<sup>855</sup> Eine weitere wichtige Voraussetzung ist die Gewährleistung positiver steuerlicher Bemessungsgrundlagen, da nur die vollständige Absetzbarkeit des Zinsaufwandes in allen Planungsperioden einen sicheren zinsinduzierten Steuervorteil zulässt.<sup>856</sup>

Gerade im Hinblick auf die i. d. R. auf Grund von durch Teilwertaufstockung bedingten steuerbilanziellen höheren Abschreibungen und steuerlichen Verlustvorträgen nicht zwingend positiven steuerlichen Bemessungsgrundlagen können die steuerlichen Effekte der Fremdfinanzierung und Mittelanlage von ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen nicht als sicher gelten. Insofern ist die vorangehend aus Vereinfachungsgründen zunächst getroffene Annahme der Risikolosigkeit der zinsinduzierten Unternehmensteuereffekte nicht zutreffend. Da ggf. entstehende Unternehmensteuereffekte nunmehr auch vom Erfolg des operativen Geschäfts abhängig sind, ist ihnen ebenfalls das operative Risiko des Unternehmens zuzuordnen. Sie sind deshalb mit dem das operative Risiko widerspiegelnden Diskontierungszins bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung zu diskontieren.

Fraglich ist, ob die Einkommensteuereffekte durch den Risikogehalt der Unternehmenssteuereffekte infiziert werden. Da für die Anteilseigner der Ausschluss von Insolvenz- und Illiquiditätsrisiken und ein im Rahmen einer autonomen Verschuldungspolitik planbarer Zins- und Tilgungsstrom gewährleistet sein müssen, um von sicheren Einkommensteuereffekten auszugehen, müssen diese beiden Voraussetzungen offensichtlich gewährleistet sein. Für die Sicherheit der Einkommensteuereffekte ist hingegen die Sicherheit der Minderung der Ertragsteuern auf Grund von positiven steuerlichen Bemessungsgrundlagen unerheblich, da die Ertragsteuern des Unternehmens keinen Einfluss auf die Einkommensteuereffekte haben. Deshalb ist die Diskontierung der Einkommensteuereffekte I und II mit dem risikofreien Zins unter Berücksichtigung der Einkommensteuern des Anteilseigners angemessen, wenn Insolvenz- und Illiquiditätsrisiken vernachlässigt werden können und eine autonome Verschuldungspolitik wegen gegebener Zins- und Tilgungspläne angenommen werden können.

---

<sup>855</sup> Vgl. Drukarczyk, J./Honold, D. (Unternehmensbewertung), S. 335-337.

<sup>856</sup> Vgl. Drukarczyk, J./Honold, D. (Unternehmensbewertung), S. 335-337; Krolle, S. (Unternehmensbewertung), S. 29.

### 5.1.5. Wert der Finanzierung

#### 5.1.5.1. Ermittlung der an die Gläubiger zu leistenden Zahlungen

Zu dem Wert der Finanzierung zählt der Wert der verzinslichen Darlehen, der Zuschüsse, der Miet-, Pacht- und Erbbauverträge. Das Vorgehen zur Ermittlung ist bei allen Varianten identisch: Die zu leistenden Entgelte werden unter Berücksichtigung einer vollen Einkommensbesteuerung auf Empfängerebene, Kreditaufnahmen und -tilgungen werden dagegen ohne Berücksichtigung von Einkommensteuern diskontiert.

$$(5.21) \quad F_M = \sum_{t=1}^n \frac{-\Delta F_{B,t}^A + \Delta F_{B,t}^T + i_n F_{B,t-1}(1-s_{EST})}{[1+i_r(1-s_{EST})]^t}$$

mit:  $F_M$  Wert des Fremdkapitals;  $i_n$  Nominalzinssatz;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $F_B$  Buchwert des Fremdkapitals;  $\Delta F_{B,t}^T$  Tilgung von Fremdkapital;  $\Delta F_{B,t}^A$  Aufnahme von Fremdkapital;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz;  $t$  Periode.

Bei Bewertung des Fremdkapitals werden die tatsächlich gezahlten Darlehenszinsen bei der Bewertung berücksichtigt. Wurde von dem Wahlrecht der Aktivierung eines Damnums Gebrauch gemacht, so entfällt dessen Abschreibung.

Bei der Bewertung der Zuschüsse ist zu beachten, dass diese im Gegensatz zu allen anderen Finanzierungsmethoden dem Unternehmensgesamtwert hinzuzuzählen sind. Bewertungsrelevant sind dabei lediglich die Zuschusszahlungen und nicht die bei vorfälligen Zuschüssen spätere Ertragswirksamkeit der Zuschüsse.

$$(5.22) \quad Z = \sum_{t=1}^n \frac{Z_t(1-s_{EST})}{[1+i_r(1-s_{EST})]^t}$$

mit:  $Z$  Wert des Zuschusses;  $Z_t$  periodisch erhaltener Zuschuss;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz.

Der Wert eines Vertrages der Nutzungsüberlassung wird nicht durch die Diskontierung des zu leistenden Entgelts, sondern durch die aus dem belastungsäquivalenten Darlehen<sup>857</sup> resultierenden Zins- und Tilgungszahlungen ermittelt und erfolgt damit analog zur Bewertung von verzinslichem Fremdkapital:

$$(5.23) \quad F_M = \sum_{t=1}^n \frac{\Delta F_{B,t}^T + i_n F_{B,t-1}(1-s_{EST})}{[1+i_r(1-s_{EST})]^t}$$

---

<sup>857</sup> Zur Ermittlung des belastungsäquivalenten Darlehensbetrages vgl. Kapitel 4.3.4 dieser Arbeit.

mit:  $F_M$  Wert des Fremdkapitals;  $i_n$  Nominalzinssatz;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $F_B$  Buchwert des Fremdkapitals;  $\Delta F_B^T$  Tilgung von Fremdkapital;  $\Delta F_B^A$  Aufnahme von Fremdkapital;  $s_{GewSt}$  Gewerbesteuersatz;  $s_{KSt}$  Körperschaftsteuersatz;  $s_{ESt}$  Einkommensteuersatz;  $t$  Periode.

Der Wert der Fremdfinanzierung ist mit Ausnahme des Wertes der Zuschüsse vom Unternehmensgesamtwert abzuziehen, um so den Wert des Eigenkapitals zu ermitteln.

### 5.1.5.2. Schätzung der Finanzierungskosten

Der Grundgedanke bei der Schätzung der Fremdkapitalkosten liegt in der Bemessung der Opportunitätskosten der Fremdkapitalnutzung in den einzelnen Perioden.<sup>858</sup> Insofern ist die Bestimmung marktgerechter Fremdkapitalkosten notwendig.<sup>859</sup>

Bei der Bestimmung der Opportunitätskosten ist das *Risiko* der Fremdkapitalposition zu bestimmen, welches sich wesentlich aus der Besicherung des Fremdkapitals ergibt. So können hinsichtlich der Objektfinanzierung erstrangig und zweitrangig grundpfandrechtlich besicherte Darlehen unterschieden werden.<sup>860</sup> Bei den geförderten Baudarlehen ist zu beachten, dass diese gemäß § 42 Abs. 2 und 3 II. WoBauG lediglich nachrangig zu besichern sind.<sup>861</sup> Bei der nicht grundbuchlich besicherten Bauzeitzwischen- und sonstigen Unternehmensfinanzierung ist aufgrund der fehlenden Besicherung und des damit höheren Ausfallrisikos von einer höheren Verzinsung auszugehen.<sup>862</sup>

Weiterhin wird in der Literatur - "insoweit nicht von einer flachen *Zinsstruktur* ausgegangen werden kann - die Beachtung der Zinsstruktur und der Restlaufzeiten der Finanzierungen gefordert. Diese kann durch die Zugrundelegung von forward rates für die jeweiligen Laufzeiten ermittelt werden.<sup>863</sup> Vereinfachend kann jedoch auch eine effektive Verzinsung ermittelt werden, die als Durchschnittszinssatz interpretiert wird.<sup>864</sup>

Die praktische Realisierung der Forderung nach Risiko- und Laufzeitäquivalenz der Fremdkapitalkosten scheitert vor allem daran, dass für nicht börsengehandelte Finanzierungsinstrumente keine tagesaktuellen Informationen über adäquate Zinssätze vorliegen.<sup>865</sup> Vor diesem Hintergrund wird vorgeschlagen, anhand von für ausgewählte Laufzeiten veröffentlichten Zinssätzen für grundbuchlich besicherte Darlehen und einer Zinsstrukturkurve durchschnittliche Risikozuschläge für I.- und II.-rangig besicherte Darlehen zu ermitteln und diese zur Ermittlung der perioden- und besicherungsadäquaten Fremd-

---

<sup>858</sup> Vgl. Copeland, T. E./Weston, J. F. (Financial Theory), S. 70.

<sup>859</sup> Vgl. Mandl, G./Rabel, K. (Methoden), S. 67.

<sup>860</sup> Vgl. Crommen, M. (Finanzierung), S. 168.

<sup>861</sup> Vgl. Jenkis, H. (Wohnungsbaufinanzierung), S. 83.

<sup>862</sup> Vgl. Crommen, M. (Finanzierung), S. 168.

<sup>863</sup> Vgl. Hachmeister, D. (Discounted Cash Flow), S. 234.

<sup>864</sup> Vgl. Hachmeister, D. (Discounted Cash Flow), S. 234.

<sup>865</sup> Vgl. Crommen, M. (Finanzierung), S. 170.

kapitalkosten der periodenspezifischen forward rate oder dem als Durchschnittszinssatz interpretierten Effektivzins hinzuzuaddieren.

Aufgrund der kurz- bis mittelfristigen Natur von Bauzeitzwischen- und sonstiger Unternehmensfinanzierung kann davon ausgegangen werden, dass der vereinbarte Kreditzins dieser Finanzierungen näherungsweise als marktgerecht anzusehen ist.

Für die Bewertung der Zuschüsse und der Verträge der Nutzungsüberlassung wird die Nutzung laufzeitadäquater forward rates vorgeschlagen. Diese entsprechen dem risikofreien Zins bei einem angenommenen sicheren Zahlungsprofil dieser Ein- und Auszahlungen.

#### 5.1.6. Wert der Mittelanlage

##### 5.1.6.1. Ermittlung des Zahlungsprofils der Mittelanlage

Wird bei dem zu bewertenden Unternehmen ein Aufbau liquider Mittel geplant, so wird in der Planung eine Abweichung von der residualen Ausschüttungspolitik unterstellt. Da – wie im vorangehenden Kapitel gezeigt wurde – eine Mittelthesaurierung jedoch nicht nur zur Mittelanlage, sondern beispielsweise auch zur Tilgung von Fremdkapital herangezogen werden kann, ist die nahe liegende Bezeichnung des Wertes der Liquidität als Werteffekt der Ausschüttungspolitik<sup>866</sup> nur dann angemessen, wenn sichergestellt ist, dass die thesaurierte Ausschüttung tatsächlich zur Erhöhung des Liquiditätssaldos herangezogen wurde.

Analog zur Bewertung des Fremdkapitals ist die Bewertung der Liquidität abhängig von der Annahme der Besteuerung der Mittelanlage auf privater Ebene. Bei voller Besteuerung auf privater Ebene wird der Wert der Liquidität wie folgt ermittelt:

$$(5.24) \quad L_U = \sum_{t=1}^n \frac{-\Delta L_{U,t}^A + \Delta L_{U,t}^Z + i_n L_{U,t-1}(1-s_{EST})}{i_r(1-s_{EST})^t}$$

mit:  $i_n$  Nominalzinssatz;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $\Delta L_{U,t}^A$  Anlage von Liquidität auf Unternehmensebene;  $\Delta L_{U,t}^Z$  Zurückführung von Liquidität auf Unternehmensebene  $L_U$  Liquidität auf Unternehmensebene;  $s_{EST}$  Einkommensteuersatz.

Analog zur Fremdkapitalfinanzierung wird der Wert der Liquidität mit dem risikofreien Zinssatz diskontiert, was dazu führen kann, dass insbesondere bei niedriger Verzinsung der Liquidität und ihrem kontinuierlichem Aufbau der Wert der Liquidität erheblich unter ihrem Buchwert liegen kann.

---

<sup>866</sup> Drukarczyk diskutierte diese Vorgehensweise im Zusammenhang mit der Bewertung einer Schütt-aus-Hol-Zurück-Strategie. Vgl. Drukarczyk, J. (Unternehmensbewertung), S. 220-221.

### 5.1.6.2. Schätzung des Habenzinssatzes

Bei Schätzung des Habenzinssatzes für Liquidität und Finanzanlagen ist zwischen kurz- bis mittelfristiger operativer Liquidität und mittel- bis langfristig zur Anlage zur Verfügung stehenden Finanzanlagen zu unterscheiden.

Bei kurz- bis mittelfristig zur Verfügung stehender Liquidität wird vorgeschlagen, diese mit einem derzeit erzielbaren Tagesgeldzins zu diskontieren. Auch wenn längerfristig von einem Bodensatz auszugehen ist, kann nicht angenommen werden, dass hierfür höhere Zinssätze erzielt werden können, da bei diesen Mitteln die Disponibilität im Vordergrund steht.

Anders verhält es sich mit Finanzanlagen, die nicht zum Ausgleich intraperiodischer Liquiditätsüberhänge oder -fehlbeträge benötigt werden und für die eine Anlageentscheidung getroffen wurde. In diesem Fall wäre eine Berücksichtigung von laufzeitadäquaten forward rates oder vereinfachend des als Durchschnittszinssatz interpretierten Effektivzinsses denkbar.

### 5.1.7. Ermittlung des Unternehmenswertes

Der Wert des Eigenkapitals bestimmt sich aus den beschriebenen Wertkomponenten wie folgt:

	Wert bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung	$V^E$
-	Wert der Restriktionen des Sozialkatalogs	$V^R$
-	Wert der Transaktionskosten	$V^T$
+	Unternehmensteuereffekt der Fremdfinanzierung und der Transaktionskosten	$V^{Ust}$
-	Einkommensteuereffekt I	$V^{EST\ I}$
+/-	Einkommensteuereffekt II	$V^{EST\ II}$
+	Wert des Verlustabzugs	$V^{VA}$
-	Wert der Ausschüttungsbelastung	$V^{AST}$
=	<b>Unternehmensgesamtwert vor Schulden</b>	<b><math>EV</math></b>
-	Wert der Darlehen	$F$
+	Wert der Zuschüsse	$Z$
-	Wert der Miet-, Pacht- und Erbauverträge	$G$
+	Wert der Liquidität oder sonstiger Finanzanlagen	$L$
=	<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b><math>E</math></b>

Tabelle 5.16: Ermittlung des Wertes des Eigenkapitals

Dieser so ermittelte Wert des Eigenkapitals stellt den Grenzpreis aus Sicht eines Erwerbers dar, d. h. bei Kaufpreisen bis zu diesem Wert des Eigenkapitals kann die risikoadjustierte Eigenkapitalrendite des Eigentümers erzielt werden. Wird ein Kaufpreis in Höhe des Wertes des Eigenkapitals bezahlt, so ist die Investition in die Beteiligung an der Wohnungsbaugesellschaft gleichwertig zu einer vom Investor angenommenen Alternativanlage.

## 5.2. Anwendung des Bewertungsmodells für Wohnungsbauunternehmen

Im Anschluss an die Synthese der Wertkomponenten zu einem geschlossenen Modell zur Bewertung von ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen wird die Anwendung dieses Modells im Folgenden anhand eines Anwendungsbeispiels illustriert. Hierzu wird im folgenden Kapitel 5.2.1 zunächst das fiktive Wohnungsbauunternehmen als Bewertungsobjekt vorgestellt und daran anschließend in Kapitel 5.2.2 eine Bewertung vorgenommen.

### 5.2.1. Bewertungsobjekt EHWBG

Die zu bewertende Gesellschaft, die Engelhäuser Wohnungsbaugesellschaft mbH (im Folgenden „EHWBG“ genannt) wurde 1958 von der Stadt Engelhausen und der Metallwerke AG – dem größten ortsansässigen Arbeitgeber – mit dem Ziel gegründet, für breite Schichten der Bevölkerung Wohnungen zu bauen und diese zu vermieten. Durch diesen Geschäftszweck sollte der kriegsbedingten Wohnungsnot entgegengetreten und durch die Schaffung eines adäquaten Wohnungsangebotes die wirtschaftliche Entwicklung der Stadt gefördert werden.

Zweck der Gesellschaft ist gemäß des Gesellschaftsvertrags die Errichtung, Betreuung, Bewirtschaftung und Verwaltung von Bauten in allen Rechts- und Nutzungsformen, darunter Eigenheime und Eigentumswohnungen. Die Gesellschaft kann darüber hinaus alle im Bereich der Wohnungswirtschaft anfallenden Aufgaben übernehmen, Grundstücke und Erbbaurechte erwerben, belasten und veräußern sowie Erbbaurechte ausgeben.

Die EHWBG ist in zwei Geschäftsfeldern aktiv, dem Bestands- und dem Baumanagement. Das *Bestandsmanagement* umfasst sowohl die Bewirtschaftung des eigenen Immobilienbestandes (Hausbewirtschaftung) als auch die Verwaltung von fremden Miet- und Eigentumswohnungen (Objektbetreuung).

Die EHWBG verfügt zum 1. Januar über 3.547 eigene Wohneinheiten sowie 1.091 Garagen und Stellplätze. Hiervon wurden 1.481 Wohneinheiten und 372 Garagen und Stellplätze auf Erbbaurechten erbaut. Weiterhin wurden 1999 von einer anderen Wohnungsbaugesellschaft 853 Wohneinheiten und 173 Garagen und Stellplätze im Rahmen eines unbefristeten Mietvertrages gepachtet.

Die EHWBG hat alle ihre 3.547 Wohnungen im Rahmen des sozialen Wohnungsbaus nach § 1 Abs. 1 II. WoBauG mit öffentlichen Mitteln finanziert bzw. diese sind im Rahmen des 3. Förderweges nach § 88 d. II. WoBauG („Vereinbarte Förderung“) gefördert worden.

Im Geschäftsfeld *Baumanagement* werden die Bautätigkeit für den eigenen Bestand und das Bauträgergeschäft zusammengefasst. Seit 1985 wurde aufgrund zunehmender Nachfrage nach vor allem günstigen Wohnungen wieder die Bauaktivität für den eigenen Bestand aufgenommen. Aufgrund der vorhandenen Kompetenzen in diesem Bereich wurde 1989 mit dem Bauträgergeschäft begonnen.

Weitere Informationen der EHWBG sind aus dem Unternehmensprofil und der Unternehmensplanung der Gesellschaft in Anhang 8 dieser Arbeit ersichtlich.

### 5.2.2. Bewertung der EHWBG

Der potentielle Erwerber hat zur Bewertung der EHWBG eine integrierte Unternehmensplanung für die Gesellschaft unter Berücksichtigung der von ihm geplanten Fortführung sowie den Restriktionen des Sozialkatalogs geplant. Die folgende Bewertung basiert auf der in Anhang 8 dargestellten Unternehmensplanung.

#### 5.2.2.1. Bewertungsannahmen

Der Bewertung der EHWBG werden vom Investor folgende Bewertungsannahmen zu Grunde gelegt:

Risikofreier Zinssatz	5,5% <sup>867</sup>
Marktrisikoprämie	5,0% <sup>868</sup>
Betafaktor des unverschuldeten Unternehmens	0,4 <sup>869</sup>
Einkommensteuersatz	35,0%
Gewerbesteuerhebesatz	400%
Gewerbesteuersatz	16,67%
Körperschaftsteuersatz	25%
Solidaritätszuschlag	5,5%
Ausschüttungsbelastung	3/7
Fremdkapitalzins I.-rangiges Hypothekendarlehen	3,72%
Fremdkapitalzins II.-rangiges Hypothekendarlehen	3,97%
Tagesgeld	2,78%
Unternehmensfinanzierung	7,65%
Bauzeitzwischenfinanzierung	9,76%

Die Bewertungsparameter beruhen z. T. auf den subjektiven Einschätzungen des Investors.

<sup>867</sup> Zur Bestimmung des risikofreien Zinssatzes und der Diskussion dieses Konzeptes vgl. u.a. Ballwieser, W. (Zins), S. 19-36; Copeland, T. E. /Koller, T. /Murrin, J. (Valuation), S. 277; Drukarczyk, J. (Theorie), S. 131-132; Hachmeister, D. (Discounted Cash Flow), S. 182; Kloster, U. (Kapitalkosten), S. 125; Lobe, S. (Steuervorteil), S. 649; Stehle, R./Hartmond, A. (Durchschnittsrenditen), S. 371-411; Weber M./Schiereck, D. (Kapitalkosten), S. 141; Wilts, R./Schaldt, K./Nottmeier, A./Klasen, B. (Rechtssprechung), S. 509.

<sup>868</sup> Zur Bestimmung der Marktrisikoprämie vgl. u.a. Drukarczyk, J. (Unternehmensbewertung), S. 388-393; Wilts, R./Schaldt, K./Nottmeier, A./Klasen, B. (Rechtssprechung), S. 510.

<sup>869</sup> Zu empirischen Betawerten von Immobiliengesellschaften vgl. u.a. Schäfers, W./Haub, C. (Shareholder Value-Analyse), S. 519. Aufgrund subjektiver Präferenzen und der geplanten Strategieänderung schätzt der Investor das operative Risiko mit 0,4 höher ein als bei einer rein bestandshaltenden Gesellschaft.

### 5.2.2.2. Wert bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung

Aus den Jahresüberschüssen der EHWBG wird unter Bereinigung der Einflüsse aus Fremdfinanzierung im weiten Sinne ein Ergebnis bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung vor Ertragsteuern ermittelt. Auf Basis dieses Vorsteuerergebnisses werden die Gewerbe- und Körperschaftsteuern bei einer angenommenen vollständigen Eigenkapitalfinanzierung ermittelt. Hierbei werden die bestehenden gewerbesteuerlichen und körperschaftsteuerlichen Verlustvorträge nicht berücksichtigt, um diese gesondert zu bewerten.

Neben den üblichen Modifikationen zur Ermittlung des Steuerbilanzgewinnes werden die dem Unternehmen bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung zuzurechnenden Abschreibungen der gemieteten und gepachteten Objekte bei der Ermittlung des Steuerbilanzgewinns bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung berücksichtigt.

<i>Werte in €000</i>	<i>04 e</i>	<i>05 e</i>	<i>...</i>	<i>20 e</i>	<i>21 e ff.</i>
<b>Ergebnis bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung v. St.</b>	<b>27.410,7</b>	<b>2.747,4</b>	<b>...</b>	<b>13.720,3</b>	<b>23.635,3</b>
- Steuerbilanzielle Mehrabschreibungen wg. § 13 Abs. 3 S. 1 KStG	-3.751,2	-3.705,7	...	-2.859,5	-2.859,5
-/+ Steuerbilanzielle Ergebniskorrektur wg. § 13 Abs. 3 S. 1 KStG	-193,5	-519,2	...	0,0	0,0
+ Handelsbilanzielle Zuführung zu Rückstellungen mit Passivierungsverbot	325,6	328,3	...	336,3	0,0
- Handelsbilanzielle Inanspruchnahme von Rückstellungen mit Passivierungsverbot	-194,4	-416,7	...	0,0	0,0
+ Barwertdifferenz aus der Abzinsung unverzinslicher Rückstellungen und Verbindlichkeiten	0,0	0,0	...	0,0	0,0
<b>Steuerbilanzgewinn bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung</b>	<b>23.597,2</b>	<b>-1.565,9</b>	<b>...</b>	<b>11.197,1</b>	<b>20.775,8</b>
- 1,2% des Einheitswertes des Grundbesitzes im Betriebsvermögen gemäß § 9 Nr. 1 S. 1 GewStG	-1.317,6	-1.370,9	...	-832,3	-832,3
<b>Gewerbeertrag bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung</b>	<b>22.279,6</b>	<b>-2.936,8</b>	<b>...</b>	<b>10.364,8</b>	<b>19.943,5</b>
x Gewerbeertragsteuersatz bei 400% Hebesatz	16,67%	16,67%	...	16,67%	16,67%
<b>Gewerbeertragsteuer</b>	<b>3.714,0</b>	<b>0,0</b>	<b>...</b>	<b>1.727,8</b>	<b>3.324,6</b>

Tabelle 5.17: Gewerbeertragsteuer bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung

Auf Basis des Steuerbilanzgewinnes wird die Körperschaftsteuer bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung in Tabelle 5.18 ermittelt. Nach Ermittlung des Ergebnisses nach Ertragsteuern bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung werden die zur Ermittlung des Mittelzuflusses aus operativer Tätigkeit üblichen Hinzu- und Abrechnungen vorgenommen. Darüber hinaus erfolgen Bereinigungen der Veränderungen von Vorräten aufgrund von aktivierten Zinsaufwendungen sowie von aktiven und passiven Rechnungsabgrenzungsposten aufgrund von finanziierungsbedingten Veränderungen.

<i>Werte in €000</i>	04 e	05 e	...	20 e	21 e ff.
<b>Steuerbilanzgewinn bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung</b>	<b>23.597,2</b>	<b>-1.565,9</b>	...	<b>11.197,1</b>	<b>20.775,8</b>
- Gewerbeertragsteuer	-3.714,0	0,0	...	-1.727,8	-3.324,6
<b>Zu versteuerndes Einkommen bei vollständige Eigenkapitalfinanzierung</b>	<b>19.883,2</b>	<b>-1.565,9</b>	...	<b>9.469,3</b>	<b>17.451,2</b>
x Körperschafsteuersatz inkl. Solidaritätszuschlag	26,4%	26,4%		26,4%	26,4%
<b>Körperschaftsteuer</b>	<b>5.249,2</b>	<b>-413,4</b>	...	<b>2.499,9</b>	<b>4.607,1</b>

Tabelle 5.18: *Körperschaftsteuer bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung*

Der Wert bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung wird – wie in Tabelle 5.19 dargestellt – ermittelt.

<i>Werte in €000</i>	04 e	05 e	...	20 e	21 e ff.
<b>Jahresüberschuss/-fehlbetrag</b>	<b>15.843,9</b>	<b>-1.140,9</b>	...	<b>6.778,5</b>	<b>13.002,0</b>
+ Steuern von Einkommen und Ertrag	3.476,9	0,0	...	2.604,3	6.314,0
+ Zinsen und ähnliche Aufwendungen	6.044,1	5.244,2	...	877,1	855,4
- Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	-1.288,1	-1.329,9	...	-783,3	-783,3
+ Aufwand aus Tilgung n. aktiv. Aufw.darl.	0,0	0,0	...	0,0	0,0
+ Erbbauzinsen	2.091,9	2.127,6	...	2.754,9	2.758,4
+ Miet- und PachtAufwand	1.136,1	1.146,1	...	1.488,8	1.488,8
- Sonstige Zuschüsse	0,0	-2.818,3	...	0,0	0,0
-/+ Zugang/Abgang aktivierte Zinsaufwendungen					
i. R. des Bauträgergeschäfts	1.100,2	452,7	...	0,0	0,0
- Miet-, Zins-, Aufwandszuschüsse	-597,7	-537,5	...	0,0	0,0
- Erträge aus Valutierung n. aktiv. Aufw.darl.	-396,6	-396,6	...	0,0	0,0
<b>Ergebnis bei vollst. EK-Finanzierung v. St.</b>	<b>27.410,7</b>	<b>2.747,4</b>	...	<b>13.720,3</b>	<b>23.635,3</b>
- Gewerbeertragsteuer bei vollst. EK-Finanzierung	-3.714,0	0,0	...	-1.727,8	-3.324,6
- Körperschaftsteuer bei vollst. EK-Finanzierung	-5.249,2	413,4	...	-2.499,9	-4.607,1
<b>Ergebnis bei vollst. EK-Finanzierung n. St.</b>	<b>18.447,5</b>	<b>3.160,8</b>	...	<b>9.492,6</b>	<b>15.703,6</b>
+ Abschreibungen	3.380,5	3.566,4	...	2.779,2	2.779,2
- Zuschreibungen, Aktivierte Eigenleistungen	-65,1	-65,9	...	-74,7	-74,7
- Sonstige Erträge aus Abgang von Anlagevermögen	-529,7	-1.500,4	...	0,0	0,0
-/+ Zunahme / Abnahme des Working Capitals	-10.945,4	25.582,1	...	-144,5	0,0
+ / - Zunahme / Abnahme aktiver Zinsauf					
wendung i. R. des Bauträgergeschäfts	-1.100,2	-452,7	...	0,0	0,0
-/+ Zunahme / Abnahme aktiver RAP	45,2	42,7	...	21,7	0,0
+ / - Zunahme / Abnahme aktiver Damnen	-45,2	-42,7	...	-21,7	0,0
-/+ Abnahme / Zunahme Rückstellungen	-816,7	-1.336,2	...	252,2	0,0
-/+ Abnahme / Zunahme passive RAP	-245,1	-245,1	...	0,0	0,0
+ / - Abnahme / Zunahme von passivierten Zuschüssen	245,1	245,1	...	0,0	0,0
- Investitionsauszahlungen	-313,2	-9.694,7	...	-298,8	-2.703,1
+ Desinvestitionseinzahlungen	1.217,5	3.205,7	...	0,0	0,0
<b>Free Cash Flow vor Einkommensteuern</b>	<b>9.275,2</b>	<b>22.465,1</b>	...	<b>12.006,0</b>	<b>15.705,0</b>
- hälfte Einkommensteuern bei 35% Est-Satz	-1.623,2	-3.931,4	...	-2.101,1	-2.748,4
<b>Einkommen des Anteilseigners bei vollst. EK-Finanzierung</b>	<b>7.652,0</b>	<b>18.533,7</b>	...	<b>9.904,9</b>	<b>12.956,6</b>
<b>Wert bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung</b>	<b>6,78%</b>	<b>183.973,0</b>	<b>188.794,4</b>	...	<b>188.242,4</b>
		887 E/m <sup>2</sup>	920 E/m <sup>2</sup>		1.159 E/m <sup>2</sup>
					1.176 E/m <sup>2</sup>

Tabelle 5.19: *Wert bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung*

Der Wert bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung zum Bewertungsstichtag 1. Januar 2004 beträgt 183.973 T€.

### 5.2.2.3. Wert der kapitalstrukturbedingten Unternehmensteuereffekte

In den folgenden Tabellen werden zunächst die Implikationen der gewählten Kapitalstruktur auf die Gewerbeertrag- und Körperschaftsteuer ermittelt. Hierbei werden nicht nur die Zinsaufwendungen, sondern ebenfalls Zinserträge, Miet-, Zins-, Aufwands- und sonstige Zuschüsse sowie Miet-, Pacht- und Erbbauverträge berücksichtigt. Zu beachten ist ferner, dass die im Rahmen des Free Cash Flows geschätzten Abschreibungen bei dem alternativen Erwerb von Miet- und Pachtobjekten bei der Ermittlung des Unternehmenssteuereffektes aus der gewählten Kapitalstruktur wieder eliminiert werden, da diese Be trachtung nur für die angenommene vollständige Eigenkapitalfinanzierung relevant war.

<i>Werte in €000</i>	<i>04 e</i>	<i>05 e</i>	<i>...</i>	<i>20 e</i>	<i>21 e ff.</i>
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	1.288,1	1.329,9	...	783,3	783,3
+ Miet-, Zins-, Aufwandszuschüsse	597,7	537,5	...	0,0	0,0
+ Sonstige Zuschüsse	0,0	2.818,3	...	0,0	0,0
<b>Kapitalstrukturbedingte Gewerbeertragserhöhung</b>	<b>1.885,8</b>	<b>4.685,7</b>	...	<b>783,3</b>	<b>783,3</b>
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	6.044,1	5.244,2	...	877,1	855,4
- davon 50% Dauerschuldzinsen	-3.022,1	-2.622,1	...	-438,6	-427,7
- Belastungsäquivalente Erbbauzinsen	-3.001,8	-3.001,8	...	-2.840,0	-2.840,0
- Belastungsäquivalenter Miet- und Pachtaufwand	-1.614,9	-1.614,9	...	-1.488,8	-1.488,8
+/- Zugang/Abgang aktivierte Zinsaufwendungen					
i. R. des Bauträgergeschäftes	-1.100,2	-452,7	...	0,0	0,0
<b>Kapitalstrukturbedingte Gewerbeertragsminderung</b>	<b>-8.739,0</b>	<b>-7.691,5</b>	...	<b>-4.767,4</b>	<b>-4.756,5</b>
<b>Kapitalstrukturbedingte Gewerbeertragsveränderung</b>	<b>-6.853,2</b>	<b>-3.005,8</b>	...	<b>-3.984,1</b>	<b>-3.973,2</b>
+ Kapitalstrukturbedingte Zuführung zum Verlustvortrag	0,0	3.005,8	...	0,0	0,0
<b>Kapitalstrukturbedingte Gewerbeertragsveränderung</b>	<b>-6.853,2</b>	<b>0,0</b>	...	<b>-3.984,1</b>	<b>-3.973,2</b>
x Gewerbeertragsteuersatz bei 400% Hebesatz	16,67%	16,67%	...	16,67%	16,67%
<b>Kapitalstrukturbedingte Gewerbeertragsteuerersparnis</b>	<b>1.142,4</b>	<b>0,0</b>	...	<b>664,1</b>	<b>662,3</b>

Tabelle 5.20: Kapitalstrukturbedingte Gewerbeertragsteuerersparnis

Bei der Ermittlung der Minderung der Körperschaftsteuer aufgrund der gewählten Kapitalstruktur wird analog zur kapitalstrukturbedingten Minderung der Gewerbeertragsteuer verfahren, mit den Unterschieden, dass die kapitalstrukturbedingte Gewerbeertragssteuerminderung und der gesamte Zinsaufwand bei der Ermittlung der Veränderung der Körperschaftsteuerbemessungsgrundlage berücksichtigt werden.

<i>Werte in €000</i>	04 e	05 e	...	20 e	21 e ff.
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	1.288,1	1.329,9	...	783,3	783,3
+ Miet-, Zins-, Aufwandszuschüsse	597,7	537,5	...	0,0	0,0
+ Sonstige Zuschüsse	0,0	2.818,3	...	0,0	0,0
+ Kapitalstrukturbedingte Gewerbeertragsteuerersparnis	1.142,4	0,0	...	664,1	662,3
<b>Kapitalstrukturbedingte Erhöhung des zu verst. Einkommens</b>	<b>3.028,2</b>	<b>4.685,7</b>	...	<b>1.447,4</b>	<b>1.445,6</b>
- Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-6.044,1	-5.244,2	...	-877,1	-855,4
- Belastungsäquivalente Erbbauzinsen	-3.001,8	-3.001,8	...	-2.840,0	-2.840,0
- Belastungsäquivalenter Miet- und Pachtaufwand	-1.614,9	-1.614,9	...	-1.488,8	-1.488,8
+/- Zugang/Abgang aktivierte Zinsaufwendungen					
i. R. des Bauträgergeschäftes	-1.100,2	-452,7	...	0,0	0,0
<b>Kapitalstrukturbedingte Verminderung des zu verst. Eink.</b>	<b>-11.761,0</b>	<b>-10.313,6</b>	...	<b>-5.205,9</b>	<b>-5.184,2</b>
<b>Kapitalstrukturbedingte Veränderung des zu verst. Eink.</b>	<b>-8.732,8</b>	<b>-5.627,9</b>	...	<b>-3.758,5</b>	<b>-3.738,6</b>
+ Kapitalstrukturbedingte Zuführung zum Verlustvortrag	0,0	7.193,8	...	0,0	0,0
<b>Kapitalstrukturbedingte Veränderung des zu verst. Eink.</b>	<b>-8.732,8</b>	<b>1.565,9</b>	...	<b>-3.758,5</b>	<b>-3.738,6</b>
x Körperschaftsteuersatz inkl. Solidaritätszuschlag	26,4%	26,4%	...	26,4%	26,4%
<b>Kapitalstrukturbedingte Körperschaftsteuerersparnis</b>	<b>2.305,5</b>	<b>-413,4</b>	...	<b>992,2</b>	<b>987,0</b>

Tabelle 5.21: Kapitalstrukturbedingte Körperschaftsteuerersparnis

Die kapitalstrukturbedingte Gewerbe- und Körperschaftsteuerersparnis wird zu der kapitalstrukturbedingten Ertragsteuerersparnis auf Unternehmensebene hinzugerechnet und um die Einkommensteuerbelastung auf diesen Cashflow-Vorteil des Anteilseigners bereinigt.

<i>Werte in €000</i>	04 e	05 e	...	20 e	21 e ff.
Kapitalstrukturbedingte Gewerbeertragsteuerersparnis	1.142,4	0,0	...	664,1	662,3
+ Kapitalstrukturbedingte Körperschaftsteuerersparnis	2.305,5	-413,4	...	992,2	987,0
<b>Kapitalstrukturbedingte Ertragsteuerersparnis</b>	<b>3.447,9</b>	<b>-413,4</b>	...	<b>1.656,3</b>	<b>1.649,3</b>
- hälftige Einkommensteuern bei 35% Einkommensteuersatz	-603,4	72,3	...	-289,9	-288,6
<b>Kapitalstrukturbedingte Ertragsteuerersparnis nach EST</b>	<b>2.844,5</b>	<b>-341,1</b>	...	<b>1.366,4</b>	<b>1.360,7</b>
<b>Wert der Unternehmensteuereffekte</b>	<b>6,78%</b>	<b>19.065,3</b>	<b>17.513,4</b>	...	<b>20.074,6</b>
					<b>20.069,3</b>

Tabelle 5.22: Wert der Unternehmensteuereffekte

Da die kapitalstrukturbedingte Ertragssteuerersparnis aufgrund der bestehenden Verlustvorräte nicht als sicher, sondern als vom Verlauf des operativen Geschäftes abhängig gesehen wird, erfolgt die Diskontierung nicht mit dem risikofreien Zinssatz, sondern mit dem Diskontierungszinssatz, welcher das operative Risiko des Unternehmens bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung widerspiegelt. Zum Bewertungstichtag 1. Januar 2004 ergibt sich ein Wert von 19.065,3 T€.

#### 5.2.2.4. Wert der Einkommensteuereffekte

Im Weiteren werden die einerseits aus Arbitrageüberlegungen resultierenden Einkommensteuereffekte I und die aus der Veränderung der Kapitalstruktur hervorgehenden Einkommensteuereffekte II beleuchtet.

Bei der Ermittlung der arbitragebedingten Einkommensteuereffekte werden die aus der Kapitalstruktur bedingten Aufwendungen und Erträge berücksichtigt. Der sich daraus ergebende Saldo wird mit der hälftigen Einkommensteuer bemessen, da der Einkommensstrom des anteilig fremdfinanzierten Anteilseigners nach dem Halbeinkünfteverfahren besteuert wird, wohingegen die Einkommensströme aus den Arbitrageoperationen der vollen Besteuerung unterliegen.

<i>Werte in €000</i>	<i>04 e</i>	<i>05 e</i>	<i>...</i>	<i>20 e</i>	<i>21 e ff.</i>
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	1.288,1	1.329,9	...	783,3	783,3
+ Miet-, Zins-, Aufwandszuschüsse	597,7	537,5	...	0,0	0,0
+ Sonstige Zuschüsse	0,0	2.818,3	...	0,0	0,0
+ Valutierung von gem. § 88 Abs. 3 II. WoBauG nicht passivierter Aufwandsdarlehen	396,6	396,6	...	0,0	0,0
-/+ Abnahme / Zunahme von passivierten Zuschüssen	-245,1	-245,1	...	0,0	0,0
- Tilgung von gem. § 88 Abs. 3 II. WoBauG nicht passivierter Aufwandsdarlehen	0,0	0,0	...	0,0	0,0
- Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-6.044,1	-5.244,2	...	-877,1	-855,4
-/+ Zunahme / Abnahme aktivierter Damnen	45,2	42,7	...	21,7	0,0
- Belastungsäquivalente Erbbauzinsen	-3.001,8	-3.001,8	...	-2.840,0	-2.840,0
- Belastungsäquivalenter Miet- und Pachtaufwand	-1.614,9	-1.614,9	...	-1.488,8	-1.488,8
<b>Bemessungsgrundlage für Einkommensteuereffekt I</b>	<b>-8.578,3</b>	<b>-4.981,0</b>		<b>-4.400,9</b>	<b>-4.400,9</b>
<b>hälftige Einkommensteuern bei 35% Einkommensteuersatz</b>	<b>-1.501,2</b>	<b>-871,7</b>	...	<b>-770,2</b>	<b>-770,2</b>
<b>Wert des Einkommensteuereffektes I</b>	<b>3,58%</b>	<b>-23.432,4</b>	<b>-22.770,1</b>	...	<b>-21.514,0</b>
					<b>-21.514,0</b>

Tabelle 5.23: Wert des Einkommensteuereffektes I

Die kapitalstrukturbedingten Einkommensteuereffekte resultieren aus dem Abweichen einer residualen Ausschüttungspolitik, bei der die bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung verfügbare Liquidität nicht vollständig zur Ausschüttung gebracht wird, sondern auch zur Tilgung und Mittelanlage verwandt werden. Darüber hinaus fließen aber auch Darlehensaufnahmen und Reduktion von Mittelanlagen in die Betrachtung ein.

<i>Werte in €000</i>	04 e	...	19 e	20 e	21 e ff.
<b>Ausschüttung bei vollkommener Eigenkapitalfinanzierung</b>	<b>9.275,2</b>	...	<b>12.163,2</b>	<b>12.006,0</b>	<b>15.705,0</b>
Tilgung	-8.080,2	...	-4.102,8	-3.982,3	0,0
- Tilgung des belastungsäquivalenten Darlehens Miete	0,0	...	0,0	0,0	0,0
- Tilgung des belastungsäquivalenten Darlehens Erbbau	0,0	...	-2.941,1	0,0	0,0
- Thesaurierungsbedingte Erhöhung der Wertpapieranlagen	-749,0	...	0,0	0,0	0,0
- Thesaurierungsbedingte Erhöhung der liquiden Mittel	-38,4	...	-60,7	-57,8	-1,4
<b>Ausschüttungsminderungen</b>	<b>-8.867,6</b>	...	<b>-7.104,6</b>	<b>-4.040,1</b>	<b>-1,4</b>
+ Aufnahme von Darlehen	8.295,7	...	0,0	0,0	0,0
+ Thesaurierungsbedingte Verminderung der Wertpapieranlagen	0,0	...	1.385,3	1.726,5	0,0
+ Thesaurierungsbedingte Verminderung der liquiden Mittel	0,0	...	0,0	0,0	0,0
<b>Ausschüttungserhöhung</b>	<b>8.295,7</b>	...	<b>1.385,3</b>	<b>1.726,5</b>	<b>0,0</b>
<b>Ausschüttungsveränderung</b>	<b>-571,9</b>	...	<b>-5.719,3</b>	<b>-2.313,6</b>	<b>-1,4</b>
<b>hälfte Einkommensteuern bei 35% Einkommensteuersatz</b>	<b>100,1</b>	...	<b>1.000,9</b>	<b>404,9</b>	<b>0,2</b>
<b>Wert des Einkommensteuereffektes II</b>	<b>3,58%</b>	<b>11.183,1</b>	...	<b>1.343,7</b>	<b>390,9</b>
					<b>0,0</b>

Tabelle 5.24: Wert des Einkommensteuereffektes II

Wie bereits in Kapitel 4.6.3 dieser Arbeit diskutiert, werden die Einkommensteuereffekte aufgrund der gewählten autonomen Finanzierungspolitik und der weitestgehenden Planbarkeit der Zahlungsströme als quasisicher erachtet und somit mit dem risikofreien Zinssatz diskontiert. Zum Bewertungstichtag ergibt sich als arbitragebedingter Einkommensteuereffekt I ein Wert von -23.432,4 T€ und aus der Veränderung der Kapitalstruktur ein Wertbeitrag von 11.183,1 T€.

### 5.2.2.5. Wert der Verlustvorträge

Der Wert der gewerbe- und körperschaftsteuerlichen Verlustvorträge wird unter Berücksichtigung der Mindestbesteuerung aus der tatsächlichen Inanspruchnahme der Verlustvorträge bei realisierter Kapitalstruktur und der daraus resultierenden Ertragsteuerersparnis ermittelt.

Beim gewerbesteuerlichen Verlustvortrag wird über verlustvortragsbedingte Gewerbeertragsteuerersparnis ebenfalls die daraus resultierende Körperschaftsteuer berücksichtigt.

<i>Werte in €000</i>	04 e	...	08 e	09 e	10 e
Verlustabzug gem. § 10a GewStG bei realisierter Kapitalstruktur	-3.489,7	...	-1.769,4	-2.118,3	-2.418,9
x Gewerbeertragsteuersatz bei 400% Hebesatz	16,67%	...	16,67%	16,67%	16,67%
<b>Verlustabzugsbedingte Gewerbeertragsteuerersparnis</b>	<b>581,7</b>	...	<b>295,0</b>	<b>353,1</b>	<b>403,2</b>
x Körperschaftsteuersatz inkl. Solidaritätszuschlag	26,4%	...	26,4%	26,4%	26,4%
Gewerbeertragsteuer-Verlustabzugsbedingte Körperschaftsteuer	-153,6	...	-77,9	-93,2	-106,4
<b>Verlustabzugsbedingte Gewerbeertragsteuerersparnis nach KöSt</b>	<b>428,1</b>	...	<b>217,1</b>	<b>259,9</b>	<b>296,8</b>
- hälfte Einkommensteuern bei 35% Einkommensteuersatz	-74,9	...	-38,0	-45,5	-51,9
<b>Kapitalstrukturbedingte Gewerbeertragsteuerersparnis nach ESt</b>	<b>353,2</b>	...	<b>179,1</b>	<b>214,4</b>	<b>244,9</b>
<b>Wert des gewerbesteuerlichen Verlustvortrages</b>	<b>6,78%</b>	<b>819,8</b>	...	<b>635,8</b>	<b>499,8</b>
					<b>319,2</b>

Tabelle 5.25: Wert der gewerbesteuerlichen Verlustvorträge

Bei der Ermittlung der verlustvortragsbedingten Körperschaftsteuerersparnis ergibt sich diese ausschließlich aus der Inanspruchnahme des körperschaftsteuerlichen Verlustvortrages.

<i>Werte in €000</i>	04 e	...	08 e	09 e	10 e
Verlustabzug gem. § 8 Abs. 1 KStG i. V. m. § 10d EStG bei realisierter Kapitalstruktur	-8.133,6	...	-1.822,2	-2.127,6	-2.396,4
x Körperschaftsteuersatz inkl. Solidaritätszuschlag	26,4%	...	26,4%	26,4%	26,4%
<b>Verlustabzugsbedingte Körperschaftsteuerersparnis</b>	<b>2.147,3</b>	...	<b>481,1</b>	<b>561,7</b>	<b>632,6</b>
- hälfte Einkommensteuern bei 35% Einkommensteuersatz	-375,8	...	-84,2	-98,3	-110,7
<b>Kapitalstrukturbedingte Körperschaftsteuerersparnis nach ESt</b>	<b>1.771,5</b>	...	<b>396,9</b>	<b>463,4</b>	<b>521,9</b>
<b>Wert des körperschaftsteuerlichen Verlustvortrages</b>	<b>6,78%</b>	<b>4.286,4</b>	...	<b>3.415,7</b>	<b>3.250,4</b>
					<b>3.007,4</b>

Tabelle 5.26: Wert der körperschaftsteuerlichen Verlustvorträge

Die verlustvortragsbedingten Gewerbeertrags- und Körperschaftsteuerersparnisse werden analog zu den Unternehmensteuereffekten mit dem operativen Risiko des Unternehmens bewertet, da die Inanspruchnahme der Verlustvorträge von der operativen Entwicklung des Unternehmens abhängt.

Zum Bewertungsstichtag ergibt sich als gewerbesteuerlicher Verlustvortrag ein Wert von 819,8 T€ bei einem bestehenden Verlustvortrag von 2.897,5 T€. Der Wert des körperschaftsteuerlichen Verlustvortrages bemisst sich auf 4.286,4 T€, obwohl 20.138 T€ körperschaftsteuerliche Verlustvorträge vorhanden sind. Es wird hierbei deutlich, dass der Wert der steuerlichen Verlustvorträge nicht nur das Vorhandensein von Verlustvorträgen, sondern vor allem eine entsprechende positive Entwicklung des operativen Geschäfts erfordert, die dann die Inanspruchnahme der Verlustvorträge ermöglicht.

### 5.2.2.6. Wert der ausschüttungsabhängigen Körperschaftsteuereffekte

Bei der angestrebten jährlichen Ausschüttung des Investors von 7.000 T€ ist zu prüfen, ob hierfür ausreichendes neutrales Vermögen zur Verfügung steht. Sollte dieses nicht ausreichen, sind die Ausschüttungen teilweise oder vollständig aus EK 02 zu bestreiten, was zu der entsprechenden Ausschüttungsbelastung führt.

	04 e	05 e	06 e	07 e	08 e	09 e
<b>Neutrales Vermögen</b>						
Anfangsbestand	6.706,7	14.817,4	7.817,4	817,4	0,0	0,0
Zuführung	15.110,7	0,0	0,0	0,0	2.455,8	3.003,6
Ausschüttung	-7.000,0	-7.000,0	-7.000,0	-817,4	-2.455,8	-3.003,6
Endbestand	14.817,4	7.817,4	817,4	0,0	0,0	0,0
<b>EK02</b>						
Anfangsbestand	153.987,9	153.987,9	153.987,9	153.987,9	145.009,9	138.411,1
Ausschüttung	0,0	0,0	0,0	-6.182,6	-4.544,2	-3.996,4
Aufstockungsbetrag	0,0	0,0	0,0	-2795,4	-2054,6	-1806,9
Umgliederung						
Endbestand	153.987,9	153.987,9	153.987,9	145.009,9	138.411,1	132.607,8
<b>Ausschüttung</b>	<b>7.000,0</b>	<b>7.000,0</b>	<b>7.000,0</b>	<b>7.000,0</b>	<b>7.000,0</b>	<b>7.000,0</b>
davon aus neutralem Vermöge	7.000,0	7.000,0	7.000,0	817,4	2.455,8	3.003,6
davon aus EK02	0,0	0,0	0,0	6.182,6	4.544,2	3.996,4
Ausschüttungsbelastung	0,0	0,0	0,0	2.795,4	2.054,6	1.806,9
Bruttodividende	7.000,0	7.000,0	7.000,0	7.000,0	7.000,0	7.000,0
Ausschüttungsbelastung	0,0	0,0	0,0	-2.795,4	-2.054,6	-1.806,9
Bardividende	7.000,0	7.000,0	7.000,0	4.204,6	4.945,4	5.193,1

Tabelle 5.27: Ermittlung der EK 02-Ausschüttungsbelastungen

Aufgrund des ab 2007 nicht ausreichenden neutralen Vermögens werden EK 02-Ausschüttungen erforderlich, die zu entsprechenden Ausschüttungsbelastungen führen.

Werte in €000	05 e	06 e	07 e	08 e	09 e
Ausschüttung	7.000,0	7.000,0	7.000,0	7.000,0	7.000,0
davon aus EK02	0,0	0,0	0,0	6.182,6	4.544,2
<b>Ausschüttungsbelastung</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-2.795,4</b>	<b>-2.054,6</b>
hälfige Einkommensteuern bei 35% Einkommensteuersatz	0,0	0,0	0,0	489,2	359,6
<b>Netto-Ausschüttungsbelastung</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-2.306,2</b>	<b>-1.695,0</b>
<b>Wert</b>	<b>6,78%</b>	<b>-7.422,1</b>	<b>-7.925,3</b>	<b>-8.462,7</b>	<b>-9.036,5</b>

Tabelle 5.28: Wert der ausschüttungsbedingten Körperschaftsteuereffekte

Die Ausschüttungsbelastungen sind ebenfalls abhängig vom Verlauf des operativen Geschäfts, da sie nur bei fehlendem neutralen Vermögen bzw. Steuerbilanzgewinnen auftreten. Aus diesem Grund werden sie wie alle anderen Unternehmensteuereffekte mit dem operativen Risiko bewertet. Insgesamt ergibt sich ein negativer ausschüttungsbedingter Körperschaftsteuereffekt von -7.422,1 T€.

#### 5.2.2.7. Wert des Sozialkatalogs

Aufgrund des Sozialkatalogs, der Gegenstand des Kaufvertrages sein wird, wird der Investor angehalten, folgende Aspekte in seiner Unternehmenspolitik während der ersten 10 Jahre nach dem Übergangsstichtag, der so genannten Bestandsschutzzeit, zu berücksichtigen:

- Einhaltung sämtlicher zum Schutz und im Interesse der Mieter geltenden gesetzlichen Vorschriften;
- Maximale Mieterhöhung von 1,5% p.a.;
- Ausschluss betriebsbedingter Kündigungen;
- Ausschluss von Luxusmodernisierung ohne Einwilligung des Mieters;
- Mindestinstandhaltung von 11 €/m<sup>2</sup> p.a.;
- Vorkaufsrecht der Mieter bei Einzelverkauf von vermieteten Wohnungseigentumseinheiten oder vermieteten Einzelhäusern;
- Beendigung aller geplanten und begonnenen Bauträgerprojekte;
- Maximale Mieterprivatisierung von 70 Wohneinheiten pro Jahr jedoch nicht mehr als 350 Wohneinheiten.

Aus den Bedingungen des Sozialkatalogs schränken nicht alle Restriktionen den Erwerber in seiner geplanten Fortführung ein, so dass diese Restriktionen nicht bewertungsrelevant sind. Wesentliche Einschränkungen resultieren hingegen aus den Auflagen zur Begrenzung der Mieterhöhung, zur Mindestinstandhaltung sowie zur Einschränkung der Mieterprivatisierung.

Im Folgenden wird aus der Differenz zwischen geplanter und nach Sozialkatalog zulässiger Mietsteigerung der Wert der Mieterhöhungsbegrenzung errechnet.

Werte in €000	04 e	05 e	06 e	...	12 e
<b>Mindermiete</b>	<b>-111,8</b>	<b>-364,6</b>	<b>-366,0</b>		<b>-551,1</b>
Erlösschmälerungen	4,6	17,9	16,8		17,1
in % der Sollmiete	4,1%	4,9%	4,6%		3,1%
Nettomiete	-107,2	-346,7	-349,2		-534,0
x Gewerbeertragsteuersatz bei 400% Hebesatz	16,7%	16,7%	16,7%		16,7%
+ Gewerbeertragsteuerersparnis	17,9	57,8	58,2		89,0
Nettomiete nach Gewerbeertragsteuerersparnis	-89,3	-288,9	-291,0		-445,0
x Körperschaftsteuersatz inkl. Solidaritätszuschlag	26,4%	26,4%	26,4%		26,4%
+ Körperschafsteuer	23,6	76,3	76,8		117,5
<b>Free Cash Flow vor Einkommensteuern</b>	<b>-65,7</b>	<b>-212,6</b>	<b>-214,2</b>		<b>-327,5</b>
+ häufige Einkommensteuem bei 35% Einkommensteuersatz	11,5	37,2	37,5		57,3
<b>Einkommen des Anteilseigners bei vollständiger EK-Finanzierung</b>	<b>-54,2</b>	<b>-175,4</b>	<b>-176,7</b>		<b>-270,2</b>
+ Ersparte Ausschüttungsbelastung	0,0	0,0	0,0		115,8
<b>Einkommen des Anteilseigners nach Ausstüttungsbelastung</b>	<b>-54,2</b>	<b>-175,4</b>	<b>-176,7</b>		<b>-154,4</b>
<b>Wert</b>	<b>6,78%</b>	<b>-1.030,1</b>	<b>-1.045,7</b>	<b>-941,2</b>	<b>-315,8</b>

Tabelle 5.29: Wert der Mieterhöhungsrestriktion

Die Beschränkung auf eine jährliche Mieterhöhung von maximal 1,5% p.a. mindert damit unter Berücksichtigung von Erlösschmälerungen und Steuerauswirkungen den Wert um 1.030,1 T€. Bei einer Neuverhandlung der maximal möglichen Mieterhöhung auf 2% p.a. würde die Wertminderung lediglich 326,8 T€ betragen.

Eine weitere Einschränkung resultiert aus der geforderten Mindestinstandhaltung von 11 €/m<sup>2</sup> p.a. Diese Restriktion wird in der Planung aufgrund der erforderlichen Instandhaltungen zur Beseitigung des Instandhaltungsstaus kaum unterschritten. Die Ermittlung erfolgt ebenfalls durch Differenzenrechnung zwischen dem geplanten und dem nach Sozialkatalog geforderten Instandhaltungsaufwand.

Werte in €000	04 e	05 e	06 e	...	13 e	14 e
Mindestinstandhaltung lt. Sozialplan in €/m <sup>2</sup>	2.984,7 11,00 €/m <sup>2</sup>	2.960,8 11,00 €/m <sup>2</sup>	2.890,0 11,00 €/m <sup>2</sup>	...	2.517,6 11,00 €/m <sup>2</sup>	2.517,6 11,00 €/m <sup>2</sup>
Mehraufwand in €/m <sup>2</sup>	0,0 0,00 €/m <sup>2</sup>	0,0 0,00 €/m <sup>2</sup>	0,0 0,00 €/m <sup>2</sup>	...	0,0 0,00 €/m <sup>2</sup>	-286,1 0,00 €/m <sup>2</sup>
x Gewerbeertragsteuersatz bei 400% Hebesatz	16,7%	16,7%	16,7%	...	16,7%	16,7%
+ Gewerbeertragsteuerersparnis	0,0	0,0	0,0	...	0,0	-47,7
Nettomiete nach Gewerbeertragsteuerersparnis	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	...	<b>0,0</b>	<b>-333,8</b>
x Körperschaftsteuersatz inkl. Solidaritätszuschlag	26,4%	26,4%	26,4%	...	26,4%	26,4%
+ Körperschafsteuer	0,0	0,0	0,0	...	0,0	12,9
<b>Free Cash Flow vor Einkommensteuern</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	...	<b>0,0</b>	<b>-320,9</b>
+ häufige Einkommensteuem bei 35% Einkommensteuersatz	0,0	0,0	0,0	...	0,0	6,3
<b>Einkommen des Anteilseigners bei vollständiger EK-Finanzierung</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	...	<b>0,0</b>	<b>-314,6</b>
+ Ersparte Ausschüttungsbelastung	0,0	0,0	0,0	...	0,0	12,8
<b>Einkommen des Anteilseigners nach Ausstüttungsbelastung</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	...	<b>0,0</b>	<b>-301,8</b>
<b>Wert</b>	<b>6,78%</b>	<b>-8,3</b>	<b>-8,8</b>	<b>-9,4</b>	...	<b>-10,7</b>
						<b>-11,5</b>

Tabelle 5.30: Wert der Mindestinstandhaltung

Aufgrund des hohen Instandhaltungsstaus und der damit erforderlichen hohen Instandhaltungsaufwand wird die geforderte Mindestinstandhaltung von 11 €/m<sup>2</sup> nur einmalig im Jahr 2014 unterschritten, so dass sich lediglich eine Wertminderung von 8,3 T€ ergibt.

Zusätzlich ergibt sich eine weitere Wertminderung aufgrund der im Sozialkatalog definierten Beschränkung der Mieterprivatisierung auf insgesamt 350 Wohneinheiten.

<i>Werte in €000</i>	<i>04 e</i>	<i>05 e</i>	<i>06 e</i>	<i>...</i>	<i>13 e</i>
Minderertrag	-649,3	-1.687,2	-5.078,7	...	0,0
Mehrereinnahme Miete	27,7	100,9	319,6	...	1.660,8
Erlösschmälerungen	-1,1	-4,9	-14,7	...	-58,1
Erhöhung Instandhaltung	-5,2	-18,7	-59,8	...	-312,6
Erhöhung steuerbilanzielle Afa	9,6	33,5	105,3	...	478,8
<b>Ergebnisveränderung</b>	<b>-618,3</b>	<b>-1.576,4</b>	<b>-4.728,3</b>	...	<b>1.768,9</b>
x Gewerbeertragsteuersatz bei 400% Hebesatz	16,7%	16,7%	16,7%	...	16,7%
+ Gewerbeertragsteuerersparnis	103,1	262,8	788,2	...	-294,9
<b>Nettomiete nach Gewerbeertragsteuerersparnis</b>	<b>-515,2</b>	<b>-1.313,6</b>	<b>-3.940,1</b>	...	<b>1.474,0</b>
x Körperschaftsteuersatz inkl. Solidaritätszuschlag	26,4%	26,4%	26,4%	...	26,4%
+ Körperschaftsteuer	136,0	346,8	1.040,2	...	-389,1
<b>NOPLAT</b>	<b>-379,2</b>	<b>-966,8</b>	<b>-2.899,9</b>	...	<b>1.084,9</b>
+ Abschreibung	-9,6	-33,5	-105,3	...	-478,8
+/- Minderung Veränderung Forderungen aus Verkauf von Grundstücken	162,3	259,5	847,9	...	0,0
<b>Free Cash Flow vor Einkommensteuern</b>	<b>-226,5</b>	<b>-740,8</b>	<b>-2.157,3</b>	...	<b>606,1</b>
+ häufige Einkommensteuern bei 35% Einkommensteuersatz	39,6	129,6	377,5	...	-106,1
<b>Einkommen des Anteilseigners bei vollständiger EK-Finanzierung</b>	<b>-186,9</b>	<b>-611,2</b>	<b>-1.779,8</b>	...	<b>500,0</b>
+ Ersparte Ausschüttungsbelastung	0,0	0,0	0,0	...	-214,3
<b>Einkommen des Anteilseigners nach Ausstüttungsbelastung</b>	<b>-186,9</b>	<b>-611,2</b>	<b>-1.779,8</b>	...	<b>285,7</b>
<b>Wert</b>	<b>6,78%</b>	<b>-2.330,2</b>	<b>-2.528,7</b>	<b>-2.316,4</b>	<b>5.756,3</b>

Tabelle 5.31: Wert der Einschränkung der Mieterprivatisierung

Aus der Einschränkung auf maximal 350 Wohneinheiten statt geplanter 751 resultiert eine Wertminderung von 2.330,2 T€. Hervorzuheben ist, dass die Wertminderung sich in eine Werterhöhung umkehren wird, da die Gesellschaft künftig aufgrund einer geringeren Mieterprivatisierung als geplant höhere Mieterlöse erzielt. Könnte bei Verhandlungen mit dem Veräußerer ein zu privatisierendes Kontingent von insgesamt 500 Wohnungen vereinbart werden, so würde die Wertminderung lediglich 1.438,9 T€ betragen.

Zusammenfassend ergibt sich aus dem Sozialkatalog aufgrund der Beschränkung der Mieterprivatisierung eine Wertminderung von 2.330,2 T€, aufgrund der Mieterhöhungsrestriktion eine Wertminderung in Höhe von 1.030,1 T€ sowie aufgrund der Mindestinstandhaltung eine Wertminderung in Höhe von 8,3 T€. Damit hat der Sozialkatalog insgesamt einen negativen Wert in Höhe von 3.368,6 T€. Diese Werteffekte treten jedoch aufgrund der vom Investor erwarteten Marktentwicklung ein. Im Falle unvorteilhafter Entwicklung des jeweiligen regionalen Immobilienmarktes könnten die Restriktionen ggf. nicht wirksam werden.

### 5.2.2.8. Wert der Transaktionskosten

Weiterhin rechnet der Investor mit Transaktionskosten in Höhe von 5.000 T€, die bis zum Ende des ersten Jahres nach dem Erwerb zu zahlen sind. Aufgrund der steuerlichen Abzugsfähigkeit im Rahmen des Halbabzugsverfahrens erzielt er durch die Transaktionskosten eine Einkommensteuerersparnis in Höhe von 875 T€. Diskontiert mit dem risikofreien Zins nach Einkommensteuern, beträgt der Barwert der erwarteten Transaktionskosten abzüglich der daraus resultierenden Einkommensteuerersparnis 3.982,4 T€.

### 5.2.2.9. Wert der Finanzierung

Der Wert der Finanzierung setzt sich aus der Unternehmensfinanzierung, der Objektfinanzierung, der geförderten Objektfinanzierung, der Bauzeitzwischenfinanzierung sowie den nicht bilanzierten Aufwendungsdarlehen zusammen.

Die Unternehmensfinanzierung spielt aufgrund der frühzeitigen Tilgung im ersten Planjahr eine untergeordnete Rolle

<i>Werte in €000</i>	<i>04 e</i>	<i>05 e</i>	<i>...</i>	<i>20 e</i>	<i>21 e ff.</i>
Tilgung	5.237,6	0,0	...	0,0	0,0
- Valutierung	0,0	0,0	...	0,0	0,0
+ Zinsaufwand	209,5	0,0	...	0,0	0,0
- darauf Einkommensteuer bei 35% Einkommensteuersatz	-73,3	0,0	...	0,0	0,0
<b>Nettozufluss Kreditgeber</b>	<b>5.373,8</b>	<b>0,0</b>	<b>...</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Wert der Unternehmensfinanzierung</b>	<b>4,97%</b>	<b>5.188,1</b>	<b>0,0</b>	<b>...</b>	<b>0,0</b>

Tabelle 5.32: Wert der Unternehmensfinanzierung

Bei Ermittlung des Wertes der Objektfinanzierung muss als Besonderheit die Abschreibung des Disagios berücksichtigt werden. Da das Disagio bereits liquiditätswirksam bei Aufnahme des Darlehens geleistet wurde, aber die Abschreibung des Disagios handelsbilanziell als Zinsaufwand dargestellt wird, erfolgt eine Bereinigung des Zinsaufwandes um die Abschreibung des Disagios. Die Einkommensteuern bemessen sich dabei auf den um die Abschreibung des Disagios bereinigten Zinsbetrag, da nur dieser dem Darlehensgeber zufließt. Aufgrund des definierten Zins- und Tilgungsplanes wird die Objektfinanzierung mit dem risikofreien Zinssatz diskontiert. Es ergibt sich zum Bewertungsstichtag ein Wert von 44.749,4 T€, dem ein Buchwert der Finanzierung in Höhe von 47.144,4 T€ gegenübersteht. Die Abweichung von Marktwert und Buchwert der Finanzierung ergibt sich aus der günstigeren Immobilienfinanzierung auf Unternehmensebene im Vergleich zu derzeitigen Marktkonditionen.

<i>Werte in €000</i>	04 e	05 e	...	20 e	21 e ff.	
Tilgung	1.790,9	1.873,1	...	3.982,3	0,0	
- Valutierung	0,0	0,0	...	0,0	0,0	
+ Zinsaufwand	2.266,2	2.176,4	...	855,4	855,4	
- Abschreibung Disagio	-47,8	-45,2	...	-26,4	0,0	
- darauf Einkommensteuer bei 35% Einkommensteuersatz	-776,4	-745,9	...	-290,2	-299,4	
<b>Nettozufluss Kreditgeber</b>	<b>3.232,9</b>	<b>3.258,4</b>	...	<b>4.521,1</b>	<b>556,0</b>	
<b>Wert der Objektfinanzierung</b> Buchwert der Objektfinanzierung	<b>2,42%</b>	<b>44.749,4</b> 47.144,4	<b>43.118,6</b> 45.353,5 ...	...	<b>19.358,8</b> 19.449,3	<b>15.530,7</b> 15.467,0

Tabelle 5.33: Wert der Objektfinanzierung

Die geförderte Objektfinanzierung wird mit durchschnittlich 0,9% p.a. verzinst und planmäßig bis zum Jahr 2015 getilgt. Trotz der im Verhältnis zur regulären Objektfinanzierung erheblich niedrigeren Verzinsung ergibt sich zum Buchwert in Höhe von 9.467,1 T€ lediglich ein Abschlag von 9,86% (im Vergleich zu 5,08% bei der regulären Objektfinanzierung). Ein zu erwartender höherer Abschlag bei der geförderten Objektfinanzierung tritt aufgrund der im Vergleich zur regulären Objektfinanzierung kürzeren Restlaufzeit der geförderten Objektfinanzierung ein.

<i>Werte in €000</i>	04 e	05 e	...	20 e	21 e ff.	
Tilgung	1.051,7	942,0	...	0,0	0,0	
- Valutierung	0,0	0,0	...	0,0	0,0	
+ Zinsaufwand	80,5	71,5	...	0,0	0,0	
- darauf Einkommensteuer bei 35% Einkommensteuersatz	-28,2	-25,0	...	0,0	0,0	
<b>Nettozufluss Kreditgeber</b>	<b>1.104,0</b>	<b>988,5</b>	...	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	
<b>Wert der geförderten Objektfinanzierung</b> Buchwert der geförderten Objektfinanzierung	<b>2,58%</b>	<b>8.534,1</b> 9.467,1	<b>7.650,3</b> 8.415,4 ...	...	<b>0,0</b> 0,0	<b>0,0</b> 0,0

Tabelle 5.34: Wert der geförderten Objektfinanzierung

Die Bauzeitzwischenfinanzierung wurde in den Jahren 2002 bis 2004 valutiert und wird 2005 bis 2007 getilgt und mit 8,7% verzinst. Aufgrund der im Vergleich zum risikofreien Zins höheren Verzinsung der Bauzeitzwischenfinanzierung ergibt sich ein im Vergleich zum Buchwert höherer Marktwert der Bauzeitzwischenfinanzierung von 38.371,6 T€ bei 35.988,2 T€ Buchwert.

<i>Werte in €000</i>	04 e	05 e	06 e	07 e	08 e	
Tilgung	0,0	19.827,2	15.363,1	9.093,6	0,0	
- Valutierung	-8.295,7	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ Zinsaufwand	3.491,8	2.990,1	1.459,5	395,6	0,0	
- darauf Einkommensteuer bei 35% Einkommensteuersatz	-1.222,1	-1.046,5	-510,8	-138,5	0,0	
<b>Nettozufluss Kreditgeber</b>	<b>-6.026,0</b>	<b>21.770,8</b>	<b>16.311,8</b>	<b>9.350,7</b>	<b>0,0</b>	
<b>Wert der Bauzwischenfinanzierung</b> Buchwert der Bauzwischenfinanzierung	<b>6,34%</b>	<b>38.371,6</b> 35.988,2	<b>45.387,6</b> 44.283,9	<b>24.787,8</b> 24.456,7	<b>9.115,5</b> 9.093,6	<b>0,0</b> 0,0

Tabelle 5.35: Wert der Bauzwischenfinanzierung

Die Aufwendungsdarlehen werden entsprechend des ausgeübten Wahlrechtes nach § 88 Abs. 3 II. WoBauG nicht passiviert. Die Aufwendungsdarlehen werden mit 0,9% p.a. verzinst. Der Wert der Aufwendungsdarlehen beträgt zum Bewertungstichtag 2.544,7 T€.

<i>Werte in €000</i>	04 e	05 e	...	19 e	20 e
Tilgung von gem. § 88 Abs. 3 II. WoBauG nicht passivierter Aufwandsdarlehen	0,0	0,0	...	159,2	0,0
- Valutierung von gem. § 88 Abs. 3 II. WoBauG nicht passivierter Aufwandsdarlehen	-396,6	-396,6	...	0,0	0,0
+ Zinsaufwand aus Aufwandsdarlehen	31,4	35,0	...	0,7	0,0
- darauf Einkommensteuer bei 35% Einkommensteuersatz	-11,0	-12,3	...	-0,2	0,0
<b>Nettozufluss Kreditgeber</b>	<b>-376,2</b>	<b>-373,9</b>	...	<b>159,7</b>	<b>0,0</b>
<b>Wert der Aufwendungsdarlehen</b>	<b>2,58%</b>	<b>2.544,7</b>	<b>2.986,5</b>	...	<b>155,7</b>
					<b>0,0</b>

Tabelle 5.36: Wert der Aufwandsdarlehen

Die EHWBG erhält verschiedene Arten von Zuschüssen. Hierzu zählen einerseits die Miet-, Zins- und Aufwandszuschüsse im Zusammenhang mit dem geförderten Wohnbau. Darüber hinaus werden Investitionszuschüsse zur Modernisierung des Bestandes in Anspruch genommen. Eine Besonderheit ergibt sich aus vorfällig geleisteten Zuschüssen, die als passive Rechnungsabgrenzungsposten passiviert wurden und während der Laufzeit erfolgswirksam aufgelöst werden. Da der Mittelzufluss bei Gewährung erfolgte, ist die erfolgswirksame Auflösung der passiven Rechnungsabgrenzungsposten zu bereinigen. Die Zuschüsse haben zum Bewertungstichtag einen Wert von 6.002,8 T€.

<i>Werte in €000</i>	04 e	05 e	...	20 e	21 e ff.
Miet-, Zins-, Aufwandszuschüsse	597,7	537,5	...	0,0	0,0
+ Sonstige Zuschüsse	0,0	2.818,3	...	0,0	0,0
-/+ Abnahme / Zunahme von passivierten Zuschüssen	-245,1	-245,1	...	0,0	0,0
<b>Zuschüsse</b>	<b>352,6</b>	<b>3.110,7</b>	...	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
darauf Einkommensteuer bei 35% Einkommensteuersatz	-123,4	-1.088,7	...	0,0	0,0
<b>Netto-Zuschüsse</b>	<b>229,2</b>	<b>2.022,0</b>	...	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Wert der Zuschüsse</b>	<b>3,58%</b>	<b>6.002,8</b>	<b>5.988,5</b>	...	<b>0,0</b>
					<b>0,0</b>

Tabelle 5.37: Wert der Zuschüsse

Ferner setzt die EHWBG Miet- und Pachtverträge als Finanzierungsinstrument ein, so dass der Miet- und Pachtzahlungen ebenso wie Zinszahlungen an Kreditgeber behandelt werden. Da davon ausgegangen wird, dass sowohl der Mietvertrag für das Verwaltungsgebäude der EHWBG unbefristete Laufzeit hat als auch der Pachtvertrag für die 853 Wohneinheiten unbegrenzt fortbesteht, werden diese Verträge ebenfalls mit einer Ewigen Rente berücksichtigt. Die belastungsäquivalenten Miet- und Pachtzahlungen, also die Zinsaufwendungen des belastungsäquivalenten Darlehens, welches zur Duplikation der Zahlungen aus den Miet- und Pachtverträgen herangezogen wird, unter Berücksichtigung

der Einkommensteuern werden aufgrund ihrer Planbarkeit mit dem risikofreien Zinssatz diskontiert. Es ergibt sich ein Wert von 27.530,6 T€ zum Bewertungsstichtag.

<i>Werte in €000</i>	04 e	05 e	...	20 e	21 e ff.
Belastungsäquivalente Mietzahlungen	126,1	126,1	...	0,0	0,0
Belastungsäquivalente Pachtzahlungen	1.488,8	1.488,8	...	1.488,8	1.488,8
Belastungsäquivalente Miet- und Pachtzahlungen	1.614,9	1.614,9	...	1.488,8	1.488,8
darauf Einkommensteuer bei 35% Einkommensteuersatz	-565,2	-565,2	...	-521,1	-521,1
<b>Netto Miet- und Pachtzahlungen</b>	<b>1.049,7</b>	<b>1.049,7</b>	...	<b>967,7</b>	<b>967,7</b>
<b>Wert der Miet- und Pachtverträge</b>	<b>3,58%</b>	<b>27.530,6</b>	<b>27.466,5</b>	...	<b>27.030,7</b>

Tabelle 5.38: Wert der Miet- und Pachtverträge

Die Erbbaurechte werden analog zu den Zuschüssen bewertet. Mit Ausnahme des erst im Jahr 2019 auslaufenden Erbbaurechtes wird davon ausgegangen, dass alle übrigen Erbbaurechte verlängert werden können und insofern in die Ewige Rente eingehen. Die Erbpachtzahlungen werden ebenfalls mit dem risikofreien Zins bewertet und haben zum Bewertungsstichtag einen Wert von 52.828,9 T€.

<i>Werte in €000</i>	04 e	05 e	...	20 e	21 e ff.
Erbbauzins	2.840,0	2.840,0	...	2.840,0	2.840,0
Erbbauzins	161,8	161,8	...	0,0	0,0
Erbbauzins	3.001,8	3.001,8	...	2.840,0	2.840,0
darauf Einkommensteuer bei 35% Einkommensteuersatz	-1.050,6	-1.050,6	...	-994,0	-994,0
<b>Netto-Erbbauzins</b>	<b>1.951,2</b>	<b>1.951,2</b>	...	<b>1.846,0</b>	<b>1.846,0</b>
<b>Wert der Erbbaurechte</b>	<b>3,58%</b>	<b>52.828,9</b>	<b>52.769,0</b>	...	<b>51.564,2</b>

Tabelle 5.39: Wert der Erbbaurechte

#### 5.2.2.10. Wert der Finanzanlagen

Da die von der residualen abweichende Ausschüttungspolitik zu überschüssigen liquiden Mitteln führen kann, kommt es im Zeitablauf zu Erwerb und Verkauf von festverzinslichen Wertpapieren des Anlagevermögens, die mit durchschnittlich 5,5% p.a. verzinst werden. Der Wert der Finanzanlagen beträgt 23.703,1 T€.

<i>Werte in €000</i>	04 e	05 e	...	20 e	21 e ff.
- Erwerb von Wertpapieren des Anlagevermögens	-749,0	0,0	...	0,0	0,0
+ Verkauf von Wertpapieren des Anlagevermögens	0,0	11.301,6	...	1.726,5	0,0
+ Zinsertrag aus Wertpapieren des Anlagevermögens	1.252,7	1.293,9	...	736,2	736,2
- darauf Einkommensteuer bei 35% Einkommensteuersatz	-438,4	-452,9	...	-257,7	-257,7
<b>Nettozufluss des Anlegers</b>	<b>65,3</b>	<b>12.142,6</b>	...	<b>2.205,0</b>	<b>478,5</b>
<b>Wert der Wertpapiere des Anlagevermögens</b>	<b>3,58%</b>	<b>23.703,1</b>	<b>24.486,3</b>	...	<b>15.032,7</b>
Buchwert der Wertpapiere des Anlagevermögens		22.775,7	23.524,7	...	13.385,3
					11.658,8

Tabelle 5.40: Wert der Wertpapiere des Anlagevermögens

Die angestrebte betriebsnotwendige Mindestliquidität von 2 Monatsmieten führt ebenfalls in sehr geringem Umfang zu Zinserträgen. Es wird eine durchschnittliche Verzinsung von 1,5% p.a. erzielt, die vor allem aus der Anlage von kurzfristigen Liquiditätsüberschüssen resultiert. Zum Bewertungsstichtag ergibt sich ein Wert von lediglich 213 T€ bei einem Buchwert der Liquidität von 2.359,6 T€.

<i>Werte in €000</i>	04 e	05 e	...	20 e	21 e ff.
-/+ Liquiditätszunahme / Liquiditätsabnahme	-38,4	-73,0	...	-57,8	0,0
+ Zinsertrag	35,4	36,0	...	47,1	47,1
- darauf Einkommensteuer bei 35% Einkommensteuersatz	-12,4	-12,6	...	-16,5	-16,5
<b>Nettozufluss des Anlegers</b>	<b>-15,4</b>	<b>-49,6</b>	...	<b>-27,2</b>	<b>30,6</b>
<b>Wert der Liquiden Mittel</b>	<b>213,0</b>	<b>236,1</b>	...	<b>798,9</b>	<b>854,7</b>
Buchwert der Liquiden Mittel	2.359,6	2.398,0	...	3.141,7	3.199,5

Tabelle 5.41: Wert der liquiden Mittel

### 5.2.2.11. Wert des Eigenkapitals

Aus der Zusammensetzung der einzelnen im vorangehenden Kapitel ermittelten Wertkomponenten ergibt sich nunmehr der Wert des Eigenkapitals der EHWBG im Sinne eines Grenzpreises.

<i>Werte in €000</i>	04e - 20e	%	20e ff.	%	$\Sigma$
Unternehmenswert bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung	121.321,3	65,9%	62.651,7	34,1%	183.973,0
Unternehmensteuereffekt	12.485,6	65,5%	6.579,7	34,5%	19.065,3
Einkommensteuereffekt I	-11.601,2	49,5%	-11.831,2	50,5%	-23.432,4
Einkommensteuereffekt II	11.183,1	100,0%	3,1	0,0%	11.186,2
Gewerbesteuuerlicher Verlustvortrag	819,8	100,0%	0,0	0,0%	819,8
Körperschaftsteuuerlicher Verlustvortrag	4.286,4	100,0%	0,0	0,0%	4.286,4
Ausschüttungsbedingter Körperschaftsteuereffekt	-7.422,1	100,0%	0,0	0,0%	-7.422,1
Mieterhöhungsrestriktion	-1.030,1	100,0%	0,0	0,0%	-1.030,1
Mindestinstandhaltung	-8,3	100,0%	0,0	0,0%	-8,3
Mieterprivatisierungsrestriktion	-5.684,6	244,0%	3.354,4	-144,0%	-2.330,2
Transaktionskosten	-3.982,4	100,0%	0,0	0,0%	-3.982,4
<b>Unternehmensgesamtwert</b>	<b>120.367,5</b>	66,5%	<b>60.757,7</b>	33,5%	<b>181.125,2</b>
Wert der Unternehmensfinanzierung	5.188,1	100,0%	0,0	0,0%	5.188,1
Wert der Objektfinanzierung	36.208,6	80,9%	8.540,9	19,1%	44.749,5
Wert der geförderten Objektfinanzierung	8.128,2	100,0%	0,0	0,0%	8.128,2
Wert der Aufwendungsdarlehen	2.233,8	100,0%	0,0	0,0%	2.233,8
Wert der Bauzeitzwischenfinanzierung	37.275,9	100,0%	0,0	0,0%	37.275,9
Wert der Zuschüsse	-6.002,8	100,0%	0,0	0,0%	-6.002,8
Wert der Miet- und Pachtverträge	12.665,5	46,0%	14.865,1	54,0%	27.530,6
Wert der Erbbaurechte	24.472,1	46,3%	28.356,9	53,7%	52.829,0
<b>Wert der Finanzverbindlichkeiten</b>	<b>120.169,4</b>	69,9%	<b>51.762,9</b>	30,1%	<b>171.932,3</b>
Wert der Finanzanlagen	16.352,7	69,0%	7.350,4	31,0%	23.703,1
Wert der Liquiden Mittel	-257,0	-120,6%	470,1	220,6%	213,1
<b>Wert der Netto-Finanzverbindlichkeiten</b>	<b>104.073,7</b>	70,3%	<b>43.942,4</b>	29,7%	<b>148.016,1</b>
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>16.293,8</b>	49,2%	<b>16.815,3</b>	50,8%	<b>33.109,1</b>

Tabelle 5.42: Übersicht Wert des Eigenkapitals

Unter Berücksichtigung aller Aspekte sollte der Investor nicht mehr als 33.109,1 T€ bieten, um die von ihm geforderte Rendite zu erzielen. Möglichkeiten zur Erhöhung des Grenzpreises bestehen insbesondere bei einer Modifikation der Restriktionen des Sozialkatalogs. Bei Eliminierung der Restriktionen zur Mieterprivatisierung, zur Mieterhöhung und zur Mindestinstandhaltung würde der Grenzpreis um 6.320 T€ oder 19% steigen.

### 5.3. Zusammenfassende Würdigung des Modells

Basierend auf den in Kapitel 3 dieser Arbeit identifizierten und in Kapitel 4 mit Hilfe der Arbitrageüberlegungen von Modigliani/Miller analysierten bewertungsrelevanten Besonderheiten der Wohnungsbauunternehmen, wurden in diesem Kapitel die Synthese der bisher lediglich partiell betrachteten Besonderheiten zu einem Modell zur Bewertung von ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen vorgenommen.

Das Modell basiert auf der Methodik des APV-Ansatzes und ermöglicht eine Berücksichtigung der Besonderheiten der Besteuerung und Finanzierung von ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen. Es handelt sich dabei um einen ganzheitlichen Ansatz, welcher die Vorteilhaftigkeit eines Erwerbes im Verhältnis zum am Kapitalmarkt verfügbaren risikoäquivalenten Alternativinvestitionen analysiert. Hierbei wurden nicht nur die angestrebte Fortführung der Wohnungsbaugesellschaft, sondern auch ggf. aus Sozialkatalogen resultierende Restriktionen der Fortführung berücksichtigt und hinsichtlich ihrer potentiellen Werteinflüsse transparent gemacht. Weiterhin treten bei Transaktionen z. T. erhebliche Transaktionskosten auf, die ebenfalls im vorgestellten Modell berücksichtigt wurden.

Die diesem Modell zu Grunde liegende APV-Methode wurde ausgewählt, da sie einerseits – wie die übrigen DCF-Methoden auch – den Anforderungen an eine entscheidungsorientierte Unternehmensbewertung genügt und andererseits besondere Vorzüge bei einer zunehmenden autonomen Finanzierungspolitik aufweist. Da der Bewertung eines Wohnungsbauunternehmens eine integrierte Unternehmensplanung zu Grunde zu legen ist, die ebenfalls einen Zins- und Tilgungsplan enthalten muss, ist eine autonome Finanzierungspolitik bereits aufgrund des Herangehens bei der Bewertung determiniert. Aber auch aufgrund der langfristigen Objektfinanzierungen müssen i.d.R. feststehende Zins- und Tilgungspläne angenommen werden, die ebenfalls nicht mit einer wertorientierten Finanzierungspolitik vereinbar wären. Darüber hinaus bietet die APV-Methode dem Anwender aber auch den Vorteil, dass der Wertbeitrag des operativen Geschäftes, der Restriktionen des Sozialkatalogs, der zins- und nicht-zinsinduzierten Steuervorteile, weiterhin der Ausschüttungsbelastung, der Finanzierung sowie der Mittelanlage separat dargestellt wird.

Hierdurch werden die Quellen der Wertschaffung und auch -minderung transparent und erschließen sich einer aktiven wertorientierten Gestaltung der Unternehmensfortführung.

Die APV-Methode basiert wie auch alle übrigen DCF-Methoden auf den Prämissen eines vollkommenen Kapitalmarkts. Diese Prämissen entsprechen zum Teil aber nicht den im Rahmen einer Erwerbssituation anzutreffenden Rahmenbedingungen. Es herrschen keine homogenen Bedingungen aller Marktteilnehmer, so dass unter Berücksichtigung der individuellen Zukunftserwartung des Erwerbers kein Gleichgewichtspreis, sondern lediglich der subjektive Grenzpreis des Erwerbes im Vergleich zu einer risikoäquivalenten Kapitalmarktanlage ermittelt wird. Weiterhin werden in diesem Modell die Ausfallrisiken der z. T. umfangreichen Finanzierungen der Wohnungsbauunternehmen ausgeblendet. Die praktische Relevanz dieser Aspekte ist nicht zu unterschätzen, wenngleich davon ausgegangen wird, dass das Modell trotz dieser Schwächen einen Beitrag zur Ermittlung von entscheidungsorientierten Werten von Wohnungsbauunternehmen liefert.

Als Lösungsansatz zur Ermittlung der Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber wurde mit dem CAPM ein kapitalmarktorientierter Ansatz vorgestellt. Darüber hinaus wurden die in der Literatur diskutierten und auf Basis empirischer Erhebung ermittelten Betafaktoren mit den Ergebnissen aus der risikofreien Bewertung verglichen. Hierbei kam es zu Widersprüchen zwischen beiden Ansätzen, obwohl davon ausgegangen werden muss, dass in einem arbitragefreien Markt beide Ansätze zu einem identischen Ergebnis führen müssen. Beide Ansätze weisen bezüglich der Ermittlung der Renditeforderungen für Wohnungsbauunternehmen Schwächen auf, die vor allem darin begründet liegen, dass die Unternehmensbewertung auf einem Analogieschluss zwischen einem bekannten und bewerteten Objekt und einem unbekannten zu bewertenden Objekt beruht. Hierbei treten im Hinblick auf die Vergleichbarkeit von dem Bewertungs- und dem Vergleichsobjekt stets Probleme auf, die sich nur bei einer in der Praxis selten vorfindbaren Identität der beiden Objekte lösen ließe.

Abschließend sei angemerkt, dass mit dem Bewertungsmodell nur die Aspekte bewertet werden können, die von dem Bewertenden bei dem realen Bewertungsobjekt als entscheidungsrelevant erkannt und adäquat in einer Unternehmensplanung modelliert wurden. Da durch den Bewertenden nicht erkannt werden kann, was er bei seiner Modellierung nicht erkannt hat, kann das Modell nicht vor einer Unvollständigkeit der Planung und damit einer Fehlbewertung und Fehlentscheidung schützen. Dennoch sollte die in Kapitel 3 erfolgte Identifikation der bewertungsrelevanten Aspekte und deren Berücksichtigung im Modell zur Bewertung von ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen zu einem Problembeusstsein bei der Erkenntnis wesentlicher Aspekte beitragen. Weiterhin wird aber auch die APV-Methode in die Lage versetzen, die hierfür bewertungsrelevanten In-

formationen einzufordern. Auch wenn der Informationsbedarf für eine adäquate Unternehmensbewertung grundsätzlich bei allen Bewertungsmethoden gleich ist, sind die Möglichkeiten zur Vereinfachung bei der APV-Methode aufgrund der expliziten Bewertung des Fremdkapitals eingeschränkt. Dieser Umstand wird in der Praxis häufig als umständlich empfunden, so dass andere Bewertungsmethoden der APV-Methode vorgezogen werden. Hierbei ist aber anzumerken, dass eine intensive Auseinandersetzung mit dem Bewertungsobjekt einer angemesseneren Beurteilung seines Wertes nicht entgegenstehen sollte, im Gegenteil.

Als Fazit bleibt festzuhalten, dass das entwickelte Modell zur entscheidungsorientierten Unternehmensbewertung den gestellten Anforderungen an eine Unternehmensbewertungsmethode gerecht wird und die wesentlichen bewertungsrelevanten Besonderheiten ehemals gemeinnütziger Wohnungsbauunternehmen berücksichtigt. Darüber hinaus wird aber auch die Integration unternehmensspezifischer Bewertungsaspekte und die Berücksichtigung unterschiedlicher Strategien ermöglicht, so dass dieser vorgeschlagene Ansatz eine Basis für eine zutreffende Erwerbsentscheidung darstellt.

## 6. ZUSAMMENFASSUNG UND AUSBLICK

Seit 1996 hat sich in Deutschland ein Markt für Privatisierungen von ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen entwickelt, auf dem auch in Zukunft erwartungsgemäß weitere Transaktionen stattfinden werden. Vor dem Hintergrund dieser – im Vergleich zu Transaktionsvolumina anderer Branchen – oftmals großvolumigen Transaktionen stellt sich für die öffentliche Hand als Verkäufer genauso wie für den Erwerber die Frage nach dem angemessenen Preis, die regelmäßig durch die Vornahme von Unternehmensbewertungen unterstützt wird. Mit Blick auf die immobilienwirtschaftliche Literatur zur Bewertung von Unternehmen ergibt sich dabei – im Gegensatz zu anderen Branchen – die Sondersituation, dass die Diskussion über die angemessene Bewertungsmethode noch nicht abgeschlossen ist. Vielmehr werden die Net Asset Value-Methode – als immobilienwirtschaftliche Bewertungsmethode – und die Discounted Cash Flow-Methoden als die vorherrschenden Methoden zur Unternehmensbewertung diskutiert. Darüber hinaus ergeben sich bei ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen im Hinblick auf deren Besteuerung und Finanzierung Bewertungsfragen, die bisher in der Unternehmensbewertungsliteratur nur unzureichend diskutiert wurden.

Vor dem Hintergrund dieser Ausgangslage wurden in der vorliegenden Arbeit drei Ziele verfolgt: Zunächst sollte geklärt werden, welche der zur Disposition stehenden Methoden zur Bewertung von ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen angemessen sind. Ein weiteres Ziel dieser Arbeit bestand darin, die bewertungsrelevanten Charakteristika eines ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmens zu definieren. In Kenntnis dieser bewertungsrelevanten Charakteristika waren dann deren Wertimplikationen im Rahmen einer Partialanalyse zu klären und die gewonnenen Erkenntnisse zu einem integrierten Modell zur Bewertung von ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen zusammenzusetzen.

Nachdem im *zweiten Kapitel* zunächst die Prinzipien der entscheidungsorientierten Unternehmensbewertung – Subjektivität, Zukunftsorientierung, Gesamtbewertung – als Kriterien zur Auswahl einer Bewertungsmethode dargestellt wurden, erfolgte hieran anschließend ein allgemeiner Überblick über die in der Literatur verbreiteten Unternehmensbewertungsmethoden. Hierbei wurden bereits die Substanzbewertungsmethoden und die Mischbewertungsmethoden als nicht entscheidungsorientierte Methoden identifiziert. Weiterhin wurden auch die Vergleichsbewertungsmethoden – Comparable Company und Comparable Transaction – aufgrund der mangelnden Subjektivitätsberücksichtigung als nicht tauglich im Sinne einer entscheidungsorientierten Unternehmensbewertung erkannt.

Im Anschluss daran wurden die Discounted Cash Flow-Methoden als Entity-, Adjusted Present Value- und Equity-Ansatz vorgestellt und im Hinblick auf die Prinzipien der entscheidungsorientierten Unternehmensbewertung diskutiert. Im Ergebnis dieser herrschende Meinung der Unternehmensbewertungsliteratur widerspiegelnden Diskussion wurden zwei Feststellungen getroffen. Zum einen sind alle Ansätze der Discounted Cash Flow-Methoden entscheidungsorientiert im Sinne der daran gestellten Anforderungen. Zum anderen eignen sich diese Ansätze in unterschiedlichem Maße zur Berücksichtigung der zukünftig geplanten Ausschüttungs- und Finanzierungspolitik. So gilt allgemein, dass sich bei einer wertorientierten, einen konstanten Verschuldungsgrad unterstellenden Finanzierungs- und Ausschüttungspolitik der WACC-Ansatz in besonderem Maße eignet, während bei allen autonomen von der wertorientierten abweichenden Ausschüttungs- und Finanzierungspolitiken der Adjusted Present Value-Ansatz besondere Vorzüge aufweist. Diese Vorzüge sind praktischer Natur und vermeiden jeweils rekursive Berechnungen, die zwar technisch lösbar, aber dennoch vermeidbar sind. Aufgrund der verbreiteten Vorgehensweise Unternehmensbewertungen auf Basis von integrierten Unternehmensplanungen durchzuführen, erscheint die Annahme einer im Rahmen der Unternehmensbewertung definierten wertorientierten Finanzierungspolitik und -planung nicht angemessen, so dass im Weiteren die Adjusted Present Value-Methode favorisiert wird.

Daraufhin wurde die von der Immobilienwirtschaft propagierte Net Asset Value-Methode erörtert. Dabei ist die Argumentation ihrer Befürworter bestechend, dass die Net Asset Value-Methode trotz der Einzelbewertung von Vermögensgegenständen und Schulden ein identisches Bewertungsergebnis wie eine Gesamtbewertungsmethode erzielen könne, da sowohl der Wert der Immobilien als auch der Wert des Unternehmens bei Gesamtbewertung auf der Basis zukünftiger Ertrags- bzw. Einzahlungsüberschüsse beruhe und somit nach dem Grundsatz der Kapitalwertadditivität zu dem Unternehmenswert aggregiert werden könne. Diese Argumentation folgt dem Konzept der theoretischen Bilanz Schmalenbachs, die ebenfalls als entscheidungsorientiert gilt. Eine Auseinandersetzung mit den Grundlagen der deutschen und internationalen Immobilienbewertungsmethoden zeigt jedoch, dass die der Immobilienbewertung zu Grunde liegenden Zahlungsströme – insoweit wie es sich um ertrags- oder zahlungsstromorientierte Methoden handelt – aufgrund einer abweichenden Wertkonzeption nicht den subjektiv erwarteten, sondern denen bei gewöhnlicher Nutzung oder bei unterstellter bester Nutzung entsprechen. Auch die Vergleichsbewertungsmethoden der Immobilienbewertung berücksichtigen nicht – hierin besteht kein Unterschied zu den Vergleichsbewertungsmethoden der Unternehmensbewertung – die subjektiven Erwartungen des Investors. Hinzu kommt, dass der Immobilienbewertung nicht der Vergleich mit einer risikoadäquaten Anlagealternative auf dem Kapitalmarkt, sondern der Vergleich mit dem Immobilienmarkt zu Grunde liegt. Darüber hinaus

werden die Besteuerung und die sich aus der Zusammensetzung eines Portfolios ergebenden Synergien vernachlässigt. Aufgrund dieser systematischen Unterschiede zwischen Immobilien- und Unternehmensbewertung kann die Aggregation der Immobilienwerte, bei deren Ermittlung die subjektiven Erwartungen der Investoren systematisch vernachlässigt werden, nicht zu einem entscheidungsorientierten Unternehmenswert führen. Damit kann als erstes Ergebnis dieser Arbeit festgehalten werden, dass die Net Asset Value-Methode aufgrund der konzeptionellen Unterschiede zwischen Unternehmens- und Immobilienbewertung nicht zur Ermittlung von entscheidungsorientierten Unternehmenswerten geeignet ist und deshalb weder von Verkäufern noch von Erwerbern zur Entscheidungsfindung herangezogen werden sollte.

Die Zielsetzung des *dritten Kapitels*, die Identifikation bewertungsrelevanter Charakteristika, warf zunächst die Frage nach einem systematischen Vorgehen zur Erschließung dieser Merkmale auf. Eine Durchsicht der – bislang nur begrenzt vorhandenen Literatur – zu branchenorientierten Unternehmensbewertungen zeigte, dass der Fokus dieser Untersuchungen vor allem auf den branchenspezifischen Werttreibern sowie der jeweils spezifischen Rechnungslegung, Besteuerung und Finanzierung lag. Trotz verschiedener Herangehensweisen bildet dabei das Werttreibermodell von Rappaport einen Bezugsrahmen. Die Diskussion dieses Werttreibermodells zeigte jedoch, dass das Modell – trotz seines unbestreitbaren Charmes als Denkmodell – gewisse Schwächen aufweist, die, neben der generell simplifizierenden Betrachtung, in der unreflektierten Annahme einer wertorientierten Finanzierungspolitik, einer dem deutschen Steuersystem nicht gerecht werdenden Verdichtung der Unternehmensbesteuerung zu einem Gewinnsteuersatz und in der Vernachlässigung von Sonderaspekten einer Unternehmensakquisition bestehen. Diese Schwächen des Modells wurden aufgegriffen und in einem erweiterten akquisitionsbezogenen Werttreibermodell berücksichtigt, welches im weiteren Verlauf als Bezugsrahmen zur Identifikation bewertungsrelevanter Charakteristika diente. Hierbei wurden auf die Wertkomponenten dieses Werttreibermodells, die in Anlehnung an die Strukturierung nach der Adjusted Present Value-Methode definiert wurden. Hierzu zählen der Unternehmenszweck, der Wert des operativen Geschäfts, der Wert des Sozialkatalogs und der Transaktionskosten, der Wert der Steuereffekte sowie der Wert der Fremdfinanzierung.

Ein wesentlicher Einfluss auf den Unternehmenswert resultiert aus dem Unternehmenszweck im Sinne der Funktion des Unternehmens in seiner Umwelt. Hierbei können gemeinnützige und erwerbswirtschaftliche Zielsetzungen unterschieden werden. Die Anteilseigner der ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen haben sich häufig trotz des Entfalls des Wohnungsgemeinnützigkeitsgesetzes im Jahr 1990 zur Fortführung einer gemeinnützigen Geschäftspolitik entschlossen, um den Verpflichtungen der öffentli-

chen Hand zur Daseinsvorsorge nachzukommen. Demzufolge war die Geschäftstätigkeit der Wohnungsbauunternehmen z. T. bis zur Veräußerung durch die grundlegenden Prinzipien der Gemeinnützigkeit – Zweckbindung der Mittel, Kostendeckung, Ausschüttungsbegrenzung – geprägt. Diese Restriktionen wurden in der Vergangenheit in Kauf genommen, um bei der Vergabe von Wohnungsbaufördermitteln einen privilegierten Status gegenüber erwerbswirtschaftlich orientierten Wohnungsunternehmen zu erhalten. Zu diesen aufgrund ihrer Langfristigkeit die Wohnungsbauunternehmen z. T. heute noch prägenden Fördermitteln zählten nicht nur Darlehen und Zuschüsse, sondern auch Erbbaurechte, die den Wohnungsbauunternehmen zur Senkung ihres Kapitalbedarfs bei Neubauprojekten gewährt wurden.

Erfolgt nun eine – häufig haushaltspolitisch motivierte - Veräußerung der Anteile, so ist dabei nicht nur eine Neuorientierung möglich, sondern geradezu erforderlich, damit ein Erwerber einen Kaufpreis bieten kann, der über dem Wert der bisherigen Fortführung liegt. Insofern ist eine erwerbswirtschaftliche Orientierung notwendig, um die erforderliche Wertsteigerung zu erzielen und einen angemessenen Kaufpreis zu zahlen.

Für Wohnungsbauunternehmen ist aufgrund ihrer ursprünglichen, dann auch namensgebenden Bauverpflichtung charakteristisch, dass sich die *operativen Aktivitäten* nicht auf die Vermietung und Verwaltung des eigenen Bestandes beschränken, sondern den Lebenszyklus der Wohnimmobilien von der Erstellung für den eigenen Bestand und zum Verkauf bis zur Vermietung und Verwaltung eigener und fremde Bestände umfasst. Werden die gemeinnütziger Geschäftsgrundsätze aufgegeben, so kommt darüber hinaus der Verkauf von Bestandsimmobilien vorrangig an Mieter, aber auch an Eigennutzer und Kapitalanleger in Betracht. Wesentlich ist, dass diese als Bauträger, Bestandsbewirtschaftung und Betreuung bezeichneten Segmente unterschiedliche Cash Flow-Strukturen und unterschiedliche Werttreiber aufweisen.

Werden die operativen Aktivitäten im Rahmen der gesetzlichen Mieter- und Arbeitnehmer-schutzrechte geplant, so kann es darüber hinaus zu kaufvertraglichen Restriktionen und Auflagen kommen, welche die angestrebte Geschäftspolitik des Erwerbers limitieren können. Dieses auch als *Sozialkatalog* bezeichnete Reglement führt häufig zu Auflagen zum Schutz von Mietern und Arbeitnehmern des Wohnungsbauunternehmens, die weiter gehend sind als die gesetzlichen Regelungen, aber auch zum Bestandschutz des Unternehmens,. Ziel dieses die Fortführung des Wohnungsbauunternehmens durch den Erwerber z. T. einschränkenden Sozialkatalogs ist der Übergabe der verbleibenden Verpflichtungen der öffentlichen Hand an den Erwerber. Aufgrund der Einschränkungen in der Gestaltung und der daraus ggf. resultierenden Auswirkung auf die finanzielle Ent-

wicklung kann der Sozialkatalog zu Wertminderungen und damit zu geringeren Kaufpreisgeboten führen.

Weiterhin wird der Grenzpreis des Erwerbers durch die Höhe seiner *Transaktionskosten* bestimmt, die nicht nur aus den Beratungshonoraren, sondern bei einem Erwerb von mehr als 95% der Anteile des Wohnungsbauunternehmens auch aus der Grunderwerbsteuer bestehen.

Den Überlegungen von Modigliani/Miller folgend, wird *Fremdfinanzierung* in der Unternehmensbewertung vor allem durch die Verzinslichkeit der zur Finanzierung gewährten Darlehen und die aus der steuerlichen Abzugsfähigkeit dieses Zinsaufwandes resultierenden Steuerersparnisse (Tax Shield) definiert. Im Hinblick auf die öffentliche Förderung, die sich zinsgünstiger Darlehen und Zuschüssen als Finanzierungsinstrumente bedient, und die Nutzung von Miet-, Pacht- und Erbbauverträgen als Verträge der Gebrauchsüberlassung erscheint diese auf Kreditfinanzierung abstellende Definition jedoch zu eng. Deshalb wird die Finanzierung in dieser Arbeit als die Hingabe von Geld oder Geldäquivalenten (Sachen oder Rechten) unter Einschluss der Gestaltung der Zahlungsbeziehungen zwischen dem finanzierenden Unternehmen und seinen Kapitalgebern auf der Basis von schuldrechtlichen Verträgen definiert. Hierdurch werden nicht nur Darlehen, sondern auch Zuschüsse und alle übrigen Rechte zur Nutzung von Sachen, die den Erwerb substituieren, in den Finanzierungsbegriff eingeschlossen.

Werden Rechte in die Finanzierungsbetrachtung einbezogen, so kommen hierbei insbesondere die *Verträge der Gebrauchsüberlassung* in Betracht. Hierzu zählen neben den in der Unternehmensbewertungsliteratur diskutierten Leasingverträgen auch Miet-, Pacht-, Erbbau, Lizenz- und Sachdarlehensverträge. Von besonderer Relevanz sind dabei aus immobilienwirtschaftlicher Sicht die bisher in der Bewertungsliteratur nicht beachteten Miet-, Pacht- und Erbbauverträge.

Während in der Unternehmensbewertungsliteratur die Unternehmensbesteuerung i. d. R. als funktionaler, die Abzugsfähigkeit der Gewerbesteuer von der Bemessungsgrundlage der Körperschaftsteuer und die hälftige Abzugsfähigkeit der Dauerschuldzinsen bei der Ermittlung der Gewerbeertragsteuer berücksichtigender Gewinnsteuersatz definiert wird, ist diese Vorgehensweise bei der Berücksichtigung der Besteuerung ehemals gemeinnütziger Wohnungsbauunternehmen nicht sachgerecht. Die steuerlichen Verhältnisse der ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen sind durch die nach § 13 Abs. 3 S. 1 KStG vorzunehmende Aufstockung der steuerbilanziellen Buchwerte auf den Teilwert zum Zeitpunkt des Verlustes der Gemeinnützigkeit und der daraus resultierenden Steuerbefreiung geprägt. In der Steuerbilanz war für diese Erhöhung der Buchwerte der Wirt-

schaftsgüter auf Teilwerte und für das somit entstandene Mehrkapital ein Ausgleichsposten zu schaffen. Dieser Ausgleichsposten wurden bei der Gliederung des verwendbaren Eigenkapitals in Höhe der Differenz der Teil- und Buchwerte im EK 02 erfasst. Wird dieses EK 02 ausgeschüttet, so kommt es noch bis 2019 zu einer Nachbesteuerung – unabhängig von der regulären Unternehmensbesteuerung – in Höhe von drei Siebtel des ausgeschütteten Betrages. Aus der Erhöhung der steuerbilanziellen Buchwerte resultierten im Vergleich zur Handelsbilanz höhere steuerbilanzielle Abschreibungen, welche aufgrund der linearen Abschreibung des Aufstockungsbetrages über 50 Jahre bis 2040 fortbestehen. Weiterhin führten die im Vergleich zur handelsbilanziellen Abschreibung höheren steuerbilanziellen Abschreibungen häufig zu steuerbilanziellen Verlusten und dementsprechenden steuerbilanziellen Verlustvorträgen, obwohl handelsbilanziell ein Jahresüberschuss ausgewiesen worden war. In Anbetracht dieser vielfältigen Sondereffekte erscheint die in der Unternehmensbewertungsliteratur vorgeschlagene Aggregation der Unternehmensbesteuerung in einem Gewinnsteuersatz nicht zielführend.

Im Hinblick auf das zweite Forschungsziel dieser Arbeit können damit als bewertungsrelevante Charakteristika folgende Aspekte hervorgehoben werden:

- Ein wesentlicher Einfluss auf den Unternehmenswert von ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen hat der verfolgte Unternehmensweck, da bei Unternehmen in öffentlicher Hand nicht selten ein gemeinnütziger Unternehmenszweck verfolgt wird, während mögliche Erwerber der Gesellschaften erwerbswirtschaftlich orientiert sind.
- Wohnungsbauunternehmen verfügen mit den Segmenten Bauträger, Bestandsbewirtschaftung und Betreuung über inhomogene Geschäftsfelder mit unterschiedlicher Cash Flow-Struktur und unterschiedlichen Werttreibern.
- Da die Fortführung des Unternehmens z. T. durch Auflagen des Sozialkatalogs beschränkt wird, können diese Auflagen bewertungsrelevant werden, insoweit wie das geplante Handeln tatsächlich eingeschränkt wird.
- Weithin wird der Entscheidungswert durch die zukünftig noch anfallenden Transaktionskosten gesenkt.
- Die Handelsbilanz ehemals gemeinnütziger Wohnungsbauunternehmen ist nicht maßgeblich für die Steuerbilanz und es kommt somit z. T. zu erheblichen Abweichungen zwischen handelsbilanziellen Ergebnissen und steuerlichen Bemessungs-

grundlagen, was eine vereinfachende Darstellung der Besteuerung mit Gewinnsteuersätzen ausschließt.

- Aufgrund von in der Vergangenheit angefallenen Verlusten kann die Steuerbelastung zukünftig durch die Inanspruchnahme steuerlicher Verlustvorträge gemindert werden. Diese Inanspruchnahme setzt aber steuerbilanzielle Gewinne voraus.
- Aufgrund des in das verwendbare Eigenkapital in Höhe der Differenz der Teil- und Buchwerte als EK 02 eingestellten Betrages kommt es bei nicht vorliegendem steuerbilanziellem Gewinn bis 2019 zu einer körperschaftsteuerlichen Ausschüttungsbelastung in Abhängigkeit von den geplanten Dividendenausschüttungen.
- Charakteristisch für die Finanzierung von Wohnungsbauunternehmen ist die Inanspruchnahme von öffentlicher Förderung in Form von niedrigverzinslichen Baudarlehen und Zuschüssen.
- Weiterhin kommen z. T. Miet-, Pacht- und Erbbauverträge als Verträge der Nutzungsüberlassung als Kreditsubstitution zur Anwendung.
- Aufgrund der z. T. nicht vorteilhaften Vollausschüttung des verfügbaren Cash Flows kommt es zu einer bewertungsrelevanten Mittelanlage auf Unternehmensebene.

Im *vierten Kapital* werden die im vorangehenden Kapitel identifizierten bewertungsrelevanten Charakteristika der ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen im Hinblick auf ihre Wertimplikationen analysiert. Hierzu wird auf die Arbitrageüberlegungen von Modigliani/Miller zurückgegriffen und die Wertimplikation eines bewertungsrelevanten Charakteristikums durch Vergleich des Cash Flows eines als Referenzunternehmen bezeichneten vollständig eigenkapitalfinanzierten Unternehmens mit dem Cash Flow eines jeweils die zu analysierende Besonderheit aufweisenden Unternehmens verglichen. Der Werteinfluss ergibt sich aus der Differenz der betrachteten Cash Flows. Für diese Arbitrageüberlegungen ist jedoch aufgrund des Halbeinkünfte- und Halbabzugsverfahrens die Definition der Arbitragestrategie relevant. Die bei Modigliani/Miller unterstellte Arbitragestrategie geht von einer Duplikation des Cash Flows des anteilig fremdfinanzierten Unternehmens durch das Einkommen eines vollständig eigenkapitalfinanzierten Unternehmens und die private Darlehensaufnahme aus. Im Halbeinkünfteverfahren unterliegen die Zinsaufwendungen der privaten, im Zusammenhang mit dem Anteilserwerb stehenden Darlehensaufnahme, jedoch nur einem hälftigen Abzug von dem zu versteuernden Einkommen, so wie die Dividenden ebenfalls nur einer hälftigen Einkommensbesteuerung unterliegen. Dieser Umstand führt zu einer risikolosen Arbitragemöglichkeit: Verfügt ein Markt-

teilnehmer über ein ausreichend großes Portefeuille von festverzinslichen Wertpapieren, deren Zinserträge einer vollen Einkommensbesteuerung unterliegen, so kann er die Darlehensaufnahme durch den Verkauf von festverzinslichen Wertpapieren duplizieren und hat damit statt einer hälftigen Einkommensteuerersparnis, bezogen auf den Zinsaufwand, eine volle Einkommensteuerersparnis auf die verkaufsbedingt geminderten Zinserträge erreicht. Durch Verkauf von festverzinslichen Wertpapieren kann somit eine höhere Einkommensteuerersparnis bei gleichem Nominalbetrag erzielt werden als durch die Kreditaufnahme. Da die Preisbildung an Kapitalmärkten nicht auf Basis eines durchschnittlichen Anbieters, sondern durch den Grenzanbieter erfolgt, kann angenommenen werden, dass es einen Marktteilnehmer gibt, der über ein ausreichend großes Wertpapierportefeuille verfügt, um diese risikolose Arbitrageoperation durchzuführen. Insofern stellt die Arbitrage mit Wertpapieren statt mit Darlehen im Halbeinkünfteverfahren die dominante Strategie zur Ermittlung des Wertbeitrages der Fremdfinanzierung dar. Diese Vorgehensweise führt aber dazu, dass die Einkommensteuerentlastung des duplizierenden Anteilseigners höher ist als die des Anteilseigners des anteilig fremdfinanzierten Unternehmens, so dass hierdurch der Wert der aus der Fremdfinanzierung resultierenden Unternehmens- und Einkommensteuervorteile erheblich gemindert wird.

Bei der Berücksichtigung von *Darlehen* in der Bewertung ist zwischen voll und unter Abzug von Damnen ausbezahlten Darlehen zu unterscheiden. Bei voll ausgezahlten Darlehen entspricht der ausgewiesene Zinsaufwand dem ausgezahlten und damit dem der Bewertung des Darlehens zu Grunde zu legenden Zinsaufwand. Bei mit Damnum ausbezahlten Darlehen setzt sich der Zinsaufwand – insoweit vom handelsbilanziellen Wahlrecht gebraucht gemacht wurde – aus der nicht auszahlungswirksamen Abschreibung des Damnums und der zahlungswirksamen Nominalzinszahlung zusammen. Bei der Ermittlung des Darlehenswertes ist jedoch nur die Nominalzinszahlung zu berücksichtigen.

Vor dem Hintergrund dieser aus dem Halbeinkünfteverfahren resultierenden Arbitrageüberlegungen konnte gezeigt werden, dass die generelle Annahme eines wertsteigernden Steuervorteils aufgrund der Aufnahme von *Darlehen* nicht zutreffend ist. Vielmehr wurde nachgewiesen, dass dieser Zusammenhang bis zu Einkommensteuersätzen von 25% gilt. Bei höheren Einkommensteuersätzen ist die Wertauswirkung der Fremdfinanzierung von der Höhe des Gewerbesteuersatzes abhängig. Tendenziell ist jedoch eher davon auszugehen, dass Situationen eintreten, bei der die Unternehmensteuerersparnis durch die im Vergleich zum duplizierenden Anteilseigner höhere Einkommensteuer des anteilig fremdfinanzierten Unternehmens überkompensiert wird. In Abhängigkeit von den jeweils angenommenen steuerlichen Parametern kann hierdurch die Situation eintreten, dass abweichend von der Erwartung einer Wertsteigerung des Unternehmensgesamtwertes durch

zusätzliche Verschuldung der Unternehmensgesamtwert durch die zusätzliche Fremdkapitalaufnahme sinkt bzw. durch die Tilgung von Fremdkapital steigt.

Während die zinsbegünstigten Darlehen der öffentlichen Förderung nicht methodisch anders zu bewerten sind als die marktverzinslichen Darlehen, stellen die Zuschüsse als Form der Subventionsfinanzierung eine Besonderheit dar. Zuschüsse führen im Gegensatz zu Darlehen aufgrund der Erhöhung der Steuerbemessungsgrundlage zu Unternehmensteuernachteilen und arbitragebedingten Einkommensteuervorteilen. Weiterhin ist bei Zuschüssen zwischen laufend und vorfällig gewährten Zuschüssen zu unterscheiden. Während der Zuschuss bei laufend gewährten Zuschüssen in Abhängigkeit von den noch während des Förderzeitraums zu erhaltenden Einzahlungen einen positiven Wert darstellt, hat der vorfällig gewährte Zuschuss nur so lange einen Wert, wie er noch nicht geleistet wurde. Für die Zuschüsse, die schon vorfällig empfangen wurden, kommt es nur noch zu einer erfolgswirksamen Auflösung von passiven Rechnungsabgrenzungsposten und somit zu Unternehmensteuernachteilen und arbitragebedingten Einkommensteuervorteilen.

Bei Berücksichtigung der öffentlichen Förderung als Finanzierungsinstrument wird deutlich, dass die im Modell des vollkommenen Kapitalmarkts und damit in den Discounted Cash Flow-Methoden ausgeschlossenen Interdependenzen zwischen Investition und Finanzierung auftreten. Durch die Förderauflagen wird Einfluss auf die Investition und die Geschäftspolitik des operativen Geschäfts genommen. Dieser Umstand stellt eine Schwäche der ausgewählten Discounted Cash Flow-Methoden dar. Da aber eine adäquate Berücksichtigung dieser Wechselwirkungen zwischen Förderauflagen und Fördermitteln lediglich mit Methoden der linearen Programmierung möglich wäre und hierbei in praxi eine nicht mehr zu bewältigende Komplexität auftreten würde, wird in der Unternehmensbewertung vereinfachend die Unabhängigkeit dieser beiden Aspekte unterstellt.

Eine weitere Besonderheit bei der Bewertung stellen die Verträge der Gebrauchsüberlassung dar. Hierzu können im Bereich der Wohnungswirtschaft *Miet-, Pacht- und Erbbauverträge* zählen. Bei der Bewertung dieser Verträge ist zu beachten, dass die Ermittlung der resultierenden Unternehmens- und Einkommensteuereffekte sowie die Ermittlung des Wertes eines Vertrages zur Gebrauchsüberlassung selbst durch den Vergleich der Alternativen Gebrauchsüberlassung durch Miete, Pacht und Erbbaurecht und kreditfinanzierter Erwerb erfolgt. Die Verträge der Gebrauchsüberlassung in der Unternehmensbewertung werden deshalb auf Basis zur Nutzungsüberlassung belastungsäquivalenter Kreditfinanzierung berücksichtigt. Zur Ermittlung des belastungsäquivalenten Darlehensbetrages wird der Barwert der zukünftigen Nutzungsentgelte samt der aus Absetzbarkeit der Nutzungsentgelte und entgangener Abschreibung resultierenden Steuereffekte sowie dem entgangenen Restverkaufserlös ermittelt. Aus diesem Barwert wird das belastungsäqui-

valente Darlehen abgeleitet, dessen Zins- und Tilgungszahlungen sowie Steuereffekte dann zur Bewertung anstatt der aus dem Vertrag der Gebrauchsüberlassung resultierenden Zahlungen herangezogen wird. Da der entgangene Restverkaufserlös und die entgangene Abschreibung des Vermieters bzw. Verpächters ebenso Einfluss auf den Wert der Verträge der Gebrauchsüberlassung haben, ist damit der Ansicht, dass Mieter bzw. Pächter nicht an den Wertänderungsrisiken der Immobilien partizipieren, zu widersprechen.

Die Bewertung von Erbbauverträgen erfolgt grundsätzlich analog zu den Miet- und Pachtverträgen durch die Ermittlung des belastungsäquivalenten Darlehensbetrages, welcher, den Erbbauvertrag substituierend, zur Bewertung herangezogen wird. Im Gegensatz zu Miet- und Pachtverträgen ist bei Erbbauverträgen jedoch keine entgangene Abschreibung zu berücksichtigen, da Grundstücke bei einem alternativen Erwerb nicht planmäßig abzuschreiben wären.

Aufgrund der spezifischen Steuersituation ehemals gemeinnütziger Wohnungsbauunternehmen sind sowohl die Abweichungen von Handels- und Steuerbilanz mit i. d. R. geringerem steuerbilanziellem Ergebnis als auch steuerbilanzielle Verlustvorträge zu berücksichtigen. Bei beiden Aspekten handelt es sich um nicht-zinsinduzierte Steuervorteile, welche die finanzierringsinduzierten Steuervorteile mindern oder eliminieren können. Sollen die finanzierrings- und nicht finanzierringsinduzierten Steuervorteile bewertet werden, so entsteht bei einer begrenzten Steuerbemessungsgrundlage vor Berücksichtigung dieser Effekte ein Rangfolgeproblem. Aufgrund der steuerlichen Ermittlungssystematik wird vorgeschlagen als Erstes die sich bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung ergebenden Unterschiede zwischen Handels- und Steuerbilanz zu berücksichtigen. Im Weiteren sind dann die finanzierringsbedingten Wirkungen auf die Steuerbemessungsgrundlage darzustellen, um daran anschließend die Auswirkung der Inanspruchnahme steuerlicher Verlustvorträge einzubeziehen. Diese sich aus der Steuerermittlungssystematik ergebende Rangfolge kann dazu führen, dass trotz hoher Fremdfinanzierung keine finanzierringsbedingten Unternehmensteuerersparnisse eintreten, weil die Steuerbemessungsgrundlage bereits durch die Unterschiede zwischen Handels- und Steuerbilanz soweit gemindert wurde, dass keine zusätzliche Steuerersparnis möglich ist. Weiterhin ist es auch denkbar, dass hohe steuerliche Verlustvorträge keinen Wert haben, da es aufgrund der negativen Abweichung von Handels- und Steuerbilanz und/oder finanzierringsbedingter Unternehmensteuerersparnisse im Planungshorizont erwartungsgemäß nicht zu einer Inanspruchnahme der Verlustvorträge kommt. In diesem Fall ist den steuerlichen Verlustvorträgen kein Wert beizumessen. Eine weitere Minderung des Wertes der Verlustvorträge ist durch die Einführung der Mindestbesteuerung eingetreten, da hierdurch die Inanspruchnahme

zeitlich gestreckt wird. Wohnungsbauspezifisch kann die Inanspruchnahme der Verlustvorräte und damit der Wert vorhandener aus Abschreibungsverlusten resultierender Verlustvorräte darüber hinaus durch ein in nicht ausreichender Höhe vorliegendes begünstigtes Investitionsvolumen gemindert werden.

Weiterhin können aus der gewählten Ausschüttungspolitik Werteffekte resultieren. Hierbei ist zwischen den Auswirkungen der aus einer Thesaurierung erfolgenden Mittelanlage auf Unternehmensebene und denen der Ausschüttungsbelastung aufgrund der Ausschüttung von EK 02 zu unterscheiden. Grundsätzlich setzt die geplante Mittelanlage auf Unternehmensebene eine nicht am verfügbaren Cash Flow orientierte Ausschüttungspolitik voraus, da sich andernfalls keine Veränderung der liquiden Mittel oder Finanzanlagen auf Unternehmensebene ergeben kann.

Aus den Überlegungen zur Vorteilhaftigkeit einer Thesaurierung schließt sich jedoch die Frage der Bewertung liquider Mittel und Finanzanlagen auf Unternehmensebene an. Diese Frage wird in der Unternehmensbewertungsliteratur häufig mit der Argumentation übergangen, dass die Mittelanlage auf Unternehmens- und Anteilseignerebene zu gleichen Konditionen erfolgt. Wie gezeigt wurde, sind bei der Entscheidung über die Vor- oder Nachteiligkeit von Mittelanlagen auf Unternehmensebene jedoch auch steuerliche Aspekte zu berücksichtigen, so dass die Frage des Wertes der Steuereffekte und der Mittelanlage selbst nicht unbeachtet bleiben darf. Aufgrund des Arbitragegedankens der Discounted Cash Flow-Methoden ist für die Bewertung dieser Aspekte zunächst die Arbitragestrategie im Rahmen des Halbeinkünfteverfahrens zu klären. Durch die Arbitrage mit der Tilgung von nach dem Halbabzugsverfahren besteuerten Darlehen kann gegenüber dem Erwerb von der vollen Einkommensbesteuerung unterliegenden festverzinslichen Wertpapieren ein risikofreier Arbitragegewinn erzielt werden. Da die Dividenden des mit Mittelanlage ausgestatteten Unternehmens ebenso wie die Tilgung von Darlehen zur Duplikation dem Halbeinkünfte- bzw. Halbabzugsverfahren unterliegen, entsteht bei der Bewertung der Steuereffekte aus der Mittelanlage kein arbitragebedingter Einkommensteuereffekt I, sondern lediglich ein zinsertragsbedingter Unternehmensteuernachteil und ein aus der Veränderung der Mittelanlage resultierender Einkommensteuereffekt II. Der Wert der Mittel resultiert aus den Zinserträgen und der Erhöhung oder Minderung der Mittelanlage.

Wird trotz der erwarteten Ausschüttungsbelastung im Zusammenhang mit der Ausschüttung von EK 02 eine Ausschüttung geplant, so ist zusätzlich zu den Unternehmensteuereffekten aus der Finanzierung ein ausschüttungsbedingter Körperschaftsteuereffekt zu berücksichtigen.

Im Anschluss an die Analyse der einzelnen Wertkomponenten erfolgte im *fünften Kapitel* die Synthese dieser Komponenten zu einem integrierten Modell auf Basis der Adjusted Present Value-Methode. Zur Unterstützung der Cash Flow-Strukturierung und Aufteilung in operative und finanziierungsbedingte Komponenten wurden entsprechende Schemata vorgestellt. Weiterhin bietet das Modell die Möglichkeit, die Abweichung von Handels- und Steuerbilanz, steuerbilanzielle Verlustvorträge, Ausschüttungsbelastungen als steuerliche Spezifika von ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen abzubilden. Aber auch die klassische freifinanzierte Objektfinanzierung, geförderte Baudarlehen und Zuschüsse sowie Miet-, Pacht- und Erbbauverträge als Verträge der Nutzungsüberlassung werden berücksichtigt. Ferner können transaktionsspezifische Besonderheiten wie die Restriktionen aus einem Sozialkatalog sowie Transaktionskosten modelliert werden und im Hinblick auf ihre Auswirkung auf den Grenzpreis untersucht werden.

Nach der Zusammenfassung der wesentlichen Erkenntnisse dieser Arbeit stellt sich die Frage, welche Erkenntnisse für die Praxis hieraus gezogen werden können. Abgesehen davon, dass Unternehmensbewertungen sowohl von Erwerbern zur Ermittlung von Grenzpreisen als auch von der öffentlichen Hand bei Privatisierungstransaktionen durchzuführen sind und somit das Modell zur Bewertung von ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen als solches für beide Interessengruppen eine Unterstützung bietet, können für jede Partei auch grundsätzlichere Überlegungen abgeleitet werden.

Die öffentliche Hand als Verkäufer sollte im Interesse aller Steuerzahler zunächst bemüht sein, den Verkaufspreis ihrer Beteiligungen zu mehren. Hierbei hat sie gleichzeitig ggf. bestehende Verpflichtungen im Rahmen der Daseinfürsorge zu erfüllen, denen nicht zwangsläufig durch die Beteiligung an einer Wohnungsgesellschaft Rechnung getragen werden muss. Alternativ können sozialpolitische Zielsetzungen auch durch die Etablierung eines Sozialkatalogs im Rahmen des Kaufvertrages an einen erwerbswirtschaftlich orientierten Erwerber weitergegeben werden. Dieser Sozialkatalog führt ggf. zu einer Einschränkung der von dem Erwerber geplanten Fortführung und damit zu Wertminderung, so dass ein Dilemma zwischen der Maximierung des Verkaufserlöses und der Durchsetzung sozialpolitischer Ziele besteht. Eine rationale Abwägung dieser widerstrebenden Interessen kann durch die explizite Bewertung des Sozialkatalogs – wie in dem vorliegenden Modell vorgeschlagen – erfolgen.

Gleichzeitig ist ersichtlich, dass der Grenzpreis eines Erwerbers durch seine erwarteten Transaktionskosten, wie z. B. Beraterhonorare zur Durchführung von Due Diligence-Arbeiten, gemindert wird und fehlende Informationen die Bewertung und damit die Ermittlung von Angebotspreisen beeinträchtigen. In Anbetracht der in diesem Modell verarbeiteten umfangreichen Informationen wird die Dimension der erforderlichen Informationen

bei einer Privatisierungstransaktion deutlich. Fehlt es Erwerbern an Informationen, so werden diese oft durch Annahmen ersetzt oder mittels langwieriger, Transaktionskosten steigernder Untersuchungen erarbeitet. Vor diesem Hintergrund kann eine schlechte oder unvollständige Aufbereitung von Informationen durch den Verkäufer tendenziell zu einer Wertminderung führen. Zur Unterstützung einer Maximierung des Verkaufserlöses unter gegebenen, sozialpolitischen Rahmenbedingung kann ggf. die Inkaufnahme von Transaktionskosten auf Ebene des Verkäufers zu einer Optimierung des Verkaufspreises führen.

Aus Sicht der Erwerber ist zunächst die Net Asset Value-Methode als alleinige Entscheidungsgrundlage abzulehnen und der Fokus sollte auf Cash Flow-orientierte Bewertungsverfahren, insbesondere die Adjusted Present Value-Methode, gelegt werden. Durch die insbesondere dem Adjusted Present Value-Ansatz angelastete hohe Komplexität und den großen Informationsbedarf wird seine Anwendung häufig abgelehnt. Zutreffend ist, dass die Bewertung auf Basis des Adjusted Present Value-Ansatzes i. d. R. eine intensivere Auseinandersetzung mit der Finanzierung und Besteuerung des Unternehmens erfordert als andere Bewertungsansätze, was jedoch der Erkenntnis über den maximal erzielbaren Grenzpreis nicht abträglich sein sollte. Zu einer tiefer gehenden Erkenntnis kann auch der parallele Einsatz von verschiedenen – auch den nicht entscheidungsorientierten – Bewertungsmethoden und der intensiven Auseinandersetzung mit den Bewertungsunterschieden führen.

Durch die separate Bewertung der einzelnen Reglements des Sozialkatalogs wird die Auswirkung auf den Grenzpreis aus Sicht des Erwerbers deutlich. Diese Transparenz hilft dem Erwerber im Rahmen von Verhandlungen mit der öffentlichen Hand als Veräußerer Prioritäten bei der Verhandlung um einzelne Auflagen zu setzen und zu erkennen, ab wann eine gestellte Forderung im Sozialkatalog die geplante Fortführung des Wohnungsbauunternehmens beeinträchtigt und somit bewertungsrelevant wird.

In der Praxis treffen im Zusammenhang mit immobilienwirtschaftlichen Fragestellungen immobilien- und unternehmensbewertungsorientierte Sichtweisen aufeinander, ohne dass sich die Beteiligten diesen Unterschieden bewusst sind. Die Auseinandersetzung mit der Immobilienbewertung und ihrem Wertkonzept hat gezeigt, dass diese Wertkonzeptionen nicht immer entscheidungsorientiert sein müssen. Deshalb sollten sich alle Beteiligten die Notwendigkeit von entscheidungsrelevanten Informationen deutlich machen und insbesondere immobilienwirtschaftlich erhobene Informationen auf ihre Entscheidungsrelevanz hinterfragen.

Für die weitere wissenschaftliche Forschung ergeben sich aus der vorliegenden Arbeit verschiedene Ansatzpunkte:

Ein Schwerpunkt dieser Arbeit lag in der Berücksichtigung der Unterschiede zwischen Handels- und Steuerbilanz bei der Unternehmensbewertung, welche aus dem Eintritt der ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen in die Steuerpflicht resultieren. Während die ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen – und mithin ihre Bewertungsprobleme – offensichtlich derzeitig lediglich für Marktteilnehmer bei Privatisierungstransaktionen von Wohnungsbaugesellschaften von Interesse sind, steht zu erwarten, dass sich im Zuge der ab 2005 erforderlichen Konzernbilanzierung von börsennotierten Unternehmen die Unterschiede zwischen Handels- und Steuerbilanz auch bei allen übrigen nach den internationalen Standards IFRS bilanzierenden Unternehmen vergrößern werden.<sup>870</sup> Somit erhalten die in dieser Arbeit diskutierten Fragestellungen der Berücksichtigung der Unterschiede zwischen Handels- und Steuerbilanz für einen größeren Kreis von Immobilienunternehmen eine hohe Bedeutung. In diesem Zusammenhang wird es notwendig sein u. a. die spezifischen Bilanzierungsregeln des IAS/IFRS-Standards zu identifizieren, die zu wesentlichen immobilienspezifischen Unterschieden zwischen Handels- und Steuerbilanz führen, und deren Implementierung im Rahmen eines Unternehmensbewertungskalküls darzustellen.

Ein weiteres Gebiet zukünftiger Forschung kann die Berücksichtigung der unterschiedlichen Rechtsformen von Immobilienunternehmen in der Unternehmensbewertung sein. Hierzu zählen sowohl die nach § 5 Abs. 1 Nr. 10 KStG gemeinnützigen Wohnungsbaugenossenschaften, freie Wohnungsbauunternehmen und ostdeutsche, vormals gemeinnützige Wohnungsbauunternehmen als auch Personengesellschaften, wie z. B. Gesellschaften bürgerlichen Rechts, Immobilienbruchteilsgesellschaften, Kommanditgesellschaften.

Aufgrund der Existenz des EK 02 bis 2019 werden die Ausschüttungsbelastungen in den nächsten Jahren weiterhin ein erhebliches Hindernis bei dem Erwerb von ehemals gemeinnützigen Wohnungsbauunternehmen darstellen. Diese Problematik betrifft nicht nur den Erwerber im Rahmen einer Privatisierung, sondern auch den möglichen Zweiterwerber im Rahmen einer Folgeakquisition. Aufgrund der Auswirkung auf den Unternehmenswert und den zu bietenden Kaufpreis besteht weiterhin der Bedarf, Transaktionsstrukturen zur Vermeidung oder Minderung von EK 02-bedingten Ausschüttungsbelastungen zu finden.

Vor dem Hintergrund der jüngsten Diskussion zur möglichen Einführung der Immobilien-Investment-AG<sup>871</sup> in Deutschland, nachdem das Einkommen einer Immobilien-Invest-

---

<sup>870</sup> Vgl. Jakobs, O. H. (Steuerbilanz), S. 6.

<sup>871</sup> Als Immobilien-Investment-AG wird die in Deutschland diskutierte Variante des Real Estate Investment Trust (REIT) bezeichnet.

ment-AG nicht der Gewerbe- und Körperschaftsteuer unterliegt, sondern erst bei Auschüttung an den Anteilseigner der Einkommensteuer unterworfen wird, wäre auch zu diskutieren, wie diese spezielle Besteuerungssituation in der Unternehmensbewertung zu berücksichtigen ist. Darüber hinaus dürfte die Überleitung einer ehemals gemeinnützigen Wohnungsbaugesellschaft in einen Immobilien-Investment-AG als abschließende Veräußerungsmöglichkeit eines Finanzinvestors („Exit“) von Interesse sein. Hierbei wäre zu diskutieren, welche Implikationen die steuerliche Qualifizierung der ehemals gemeinnützigen Wohnungsbaugesellschaft als Immobilien-Investment-AG hätte.

### Anhang 1: Ermittlung eines Tenant Sales Price und Vacant Sales Price

Die Belastung des Wohnungseigentümers ergibt sich aus dem Kaufpreis zuzüglich der Anschaffungsnebenkosten und der zu leistenden anfänglichen Zuführung zur Instandhaltungsrücklage. Aus diesen anfänglichen Ausgaben ergibt sich in Abhängigkeit vom Finanzierungsgrad und Kapitaldienst im Verhältnis zur Darlehenssumme der laufend zu leistende Kapitaldienst. Ferner sind noch die monatlich zu leistenden Verwalterkosten und Instandhaltungspauschalen<sup>872</sup> in die Berechnung einzubeziehen, welche der Mieter nicht zu tragen hatte. Die Instandhaltungsrücklagen und -pauschalen sind bei der Ermittlung zu berücksichtigen, da in Anbetracht des Bestandes der Wohnungsbaununternehmen davon auszugehen ist, dass die Käufer in den folgenden Jahren weitere Instandhaltungsausgaben tragen müssen.

Die Belastung des Käufers reduziert sich durch die staatliche Förderung, die der Käufer in Anspruch nehmen kann. Als Förderung erhält der Käufer für Alt- und Neubauten gemäß § 9 Abs. 2 S. 1 EigZulG 1% der Bemessungsgrundlage, jedoch maximal 1.250 Euro p.a.<sup>873</sup> Hinzu kommen gemäß § 9 Abs. 5 S. 1 EigZulG 800 Euro p.a. für jedes Kind.<sup>874</sup> Der Förderzeitraum der Eigenheimzulage ist auf 8 Jahre begrenzt. Die Förderung ist gemäß § 5 S. 1 und 2 EigZulG auf ein Einkommen von 70.000 Euro bei Alleinstehenden und 140.000 Euro bei Ehepaaren begrenzt. Für jedes Kind erhöht sich die Einkommensgrenze gemäß § 5 S. 3 EigZulG um 30.000 Euro.

Unter Berücksichtigung dieser Rahmendaten ergibt sich die Belastung des Wohnungseigentümers wie folgt:

---

	Nettokaltmiete x 12 x WFL
X	Kaufpreisfaktor
	Kaufpreis
	Fremdfinanzierungsvolumen (100% fremdfinanziert)
	Kapitaldienst (% des Finanzierungsvolumens)
+	Verwaltungskosten
+	Laufende Instandhaltungspauschale
-	Fördergrundbetrag
-	Zusatzförderung je Kind
=	Jährliche Belastung des Erwerbers

---

Tabelle: Jährliche Belastung eines Erwerbers

<sup>872</sup> Gemäß § 21 Abs. 5 Nr. 4 WEG gehört die Ansammlung einer Instandhaltungsrückstellung zu der ordnungsgemäßen Verwaltung. Über die Höhe der Rücklage wird durch Mehrheitsbeschluss der Eigentümersversammlung entschieden. Vgl. Röll, L. (WEG), § 21 WEG, Rz. 25 und 28, S. 477.

<sup>873</sup> Dieses entspricht einer maximalen Bemessungsgrundlage von 125.000 Euro.

<sup>874</sup> Für Kinder, die während der Förderung geboren werden, wird die Kinderzulage jeweils für den verbleibenden Zeitraum der Grundförderung gewährt.

Zur Ermittlung des Mieterverkaufspreises oder Tenant Sales Price (TSP) werden dabei bspw. folgende Annahmen getroffen:

- Der Nettokaufpreis wird vollständig fremdfinanziert und die Kaufpreisnebenkosten werden aus Eigenmitteln der Mieter erbracht.
- Die Finanzierung hat eine Laufzeit von rd. 30 Jahren und einen marktüblichen Zinssatz bei einer Tilgung von rd. 1%.
- Der Mehraufwand durch Entfall der Eigenheimförderung nach 8 Jahren wird für den Mieter dadurch kompensiert, dass er keine weiteren Mietsteigerungen in Kauf nehmen muss.
- Die Kosten der WEG-Verwaltung werden in Anlehnung an § 26 II. BV mit 215 €/m<sup>2</sup> angesetzt.
- Die Kosten der jährlich zu leistenden Instandhaltungsrücklage werden in Anlehnung an § 28 Abs. 2 II. BV je m<sup>2</sup> und Jahr in Abhängigkeit von der Zeit seit der Bezugsfertigkeit der Wohnung zwischen 7 €/m<sup>2</sup> und 11 €/m<sup>2</sup> festgelegt.
- Gleichzeitig wird unterstellt, dass ein festgestellter Reparatur- und Instandhaltungsrückstau beseitigt bzw. bei der Bemessung des Kaufpreises berücksichtigt wird und die Übereignung der Objekte an die Wohnungseigentümer in einem altersgerechten, technisch einwandfreien Zustand erfolgt.

Auf Grundlage dieser Annahme ermittelt sich der Kaufpreis wie folgt:

$$(1.1) \quad K = M \times 12 \times f \times x_{WFL}$$

mit: K Kaufpreis in € je m<sup>2</sup> basierend auf der laufenden Belastung des Mieters; M Miete je Monat in € je m<sup>2</sup>; f Kaufpreisfaktor; x<sub>WFL</sub> Wohnfläche in m<sup>2</sup>.

Die jährliche Belastung des erwerbenden Mieters ermittelt sich wie folgt:

$$(1.2) \quad B_K = K \times \frac{(1+i)^n i}{(1+i)^n - 1} + 215 + k_i x_{WFL} - 1250 - 800 p_K$$

mit: B<sub>K</sub> Belastung des Mieters bei Kauf; K Kaufpreis in € je m<sup>2</sup>, basierend auf der laufenden Belastung des Mieters; k<sub>i</sub> jährliche Einzahlung in die Instandhaltungsrückstellung je m<sup>2</sup>; x<sub>WFL</sub> Wohnfläche in m<sup>2</sup>; p<sub>K</sub> Anzahl Kinder.

Die bisherige Belastung des Mieters besteht aus der Kaltmiete und ggf. einer Fehlbelegungsabgabe, welche von Mietern zu entrichten ist, die die gesetzten Förderungskriterien insb. Einkommengrenzen überschreiten:

$$(1.3) \quad B_M = (M + F) \times 12 \times x_{WFL}$$

mit:  $B_M$  Belastung des Mieters bei weiterer Miete;  $M$  Miete je Monat in € je  $m^2$ ;  $F$  Fehlbelegungsabgabe;  $x_{WFL}$  Wohnfläche in  $m^2$ .

Zur Ermittlung des Grenzpreises wird die Belastung bei Kauf  $B_K$  und die Belastung bei Miete  $B_M$  gleichgesetzt:

$$(1.4) \quad B_K = B_M$$

$$(1.5) M \times 12 \times f \times x_{WFL} \times \frac{(1+i)^n i}{(1+i)^n - 1} + 215 + k_i x_{WFL} - 1250 - 800 p_K = (M + F) \times 12 \times x_{WFL}$$

Zur Ermittlung des den Grenzpreis repräsentierenden Kaufpreisfaktors  $f$  werden die Gleichungen nach dem Kaufpreisfaktor  $f$  aufgelöst:

$$(1.6) \quad f = \frac{x_{WFL} (12F + 12M - k) + 800 p_K + 1035}{12 \times M \times i \times x_{WFL}}$$

$$- \frac{[x_{WFL} (12F + 12M - k) + 800 p_K + 1035] (1+i)^{-n}}{12 \times M \times i \times x_{WFL}}$$

mit:  $K$  Kaufpreis in € je  $m^2$ , basierend auf der laufenden Belastung des Mieters;  $P_K$  Kinder;  $x_{WFL}$  Wohnfläche in  $m^2$ ;  $FM$  Fehlbelegungsabgabe je  $m^2$ ;  $MM$  Kaltmiete je  $m^2$ ;  $KI$  Jährliche Einzahlung in die Instandhaltungsrückstellung je  $m^2$ ;  $VA$  jährliche Verwalterkosten je WE;  $i$  Kapitaldienstsatz

Wird davon ausgegangen, dass der Mieter den zu der Wohnung gehörenden Grundstücksanteil auch als Erbbaurecht leihen kann, so mindert während der Laufzeit des Darlehens folgender Erbbauzins den Finanzierungsspielraum des Mieters. Die Belastung des Mieters aus dem Erwerb des Wohnungseigentums verändert sich um den zusätzlichen Erbbauzins  $e$ :

$$(1.7) \quad B = K \times \frac{(1+i)^n i}{(1+i)^n - 1} + 215 + k_i x_{WFL} - 1250 - 800 p_K + e$$

$$(1.8) \quad f = \frac{x_{WFL} (12F + 12M - k) - e + 800 p_K + 1035}{12 M i x_{WFL}}$$

$$- \frac{[x_{WFL} (12F + 12M - k) - e + 800 p_K + 1035] (1+i)^{-n}}{12 M i x_{WFL}}$$

mit:  $K$  Kaufpreis in € je  $m^2$ , basierend auf der laufenden Belastung des Mieters;  $p_K$  Kinder;  $x_{WFL}$  Wohnfläche in  $m^2$ ;  $FM$  Fehlbelegungsabgabe je  $m^2$ ;  $MM$  Kaltmiete je  $m^2$ ;  $KI$  Jährliche Einzahlung in die Instandhaltungsrückstellung je  $m^2$ ;  $i$  Kapitaldienstsatz

**Anhang 2: Informationsanforderung für die Bewertung von Wohnungsbauunternehmen****1. Vertragliche Grundlagen**

- Satzung
- Gesellschaftsvertrag
- Erbbauverträge
- Förderverträge

**2. Vergangenheit**

- Prüfungsberichte der letzten 3 Jahre
- Geschäftsberichte der letzten 3 Jahre

**3. Planung**

- Darstellung und Erläuterung der Planungsannahmen
- Planung des Wohnungsbestandes
- Mitarbeiterplanung
- Steuerplanung
- Erfolgsplanung
- Bilanzplanung
- Kapitalflussrechnungsplanung
- Ausschüttungsplanung
- Investitionsplanung
- Zins- und Tilgungsplanung

**5. Steuern**

- Angaben zu gewerbesteuerlichen und körperschaftsteuerlichen Verlustvorträgen zum Bewertungsstichtag
- Angaben zur Zusammensetzung des verwendbaren Eigenkapitals zum Bewertungsstichtag
- Angaben zu den steuerbilanziellen Buchwerten des Sachanlagevermögens
- Erläuterung der wesentlichen Abweichungen zwischen Handels- und Steuerbilanz

**Anhang 3: Gewinn- und Verlustrechnung für Wohnungsbauunternehmen**

Gewinn- und Verlustrechnung nach Art. 1 § 1 Abs. 1 Formblatt-VO für die Gliederung des Jahresabschlusses für Wohnungsbauunternehmen in der Fassung vom 6. März 1987

---

1. Umsatzerlöse
    - a) aus Hausbewirtschaftung
    - b) aus Verkauf von Grundstücken
    - c) aus Betreuung
    - d) aus anderen Lieferungen und Leistungen
  2. Erhöhungen oder Verminderungen des Bestandes an zum Verkauf bestimmten Grundstücken mit fertigen und unfertigen Bauten sowie unfertige Leistungen
  3. Andere aktivierte Eigenleistungen
  4. Sonstige betriebliche Erträge  
Gesamterlöse
  5. Aufwendungen für bezogene Leistungen
    - a) aus Hausbewirtschaftung
    - b) aus Verkauf von Grundstücken
    - c) aus Betreuung
    - d) aus anderen Lieferungen und Leistungen
  6. Personalaufwand
    - a) Löhne und Gehälter
    - b) Soziale Abgaben

davon Abgaben und Aufwendungen für Altersversorgung und Unterstützung
  7. Abschreibungen
    - a) auf immaterielle Vermögensgegenstände des Anlagevermögens und Sachanlagen
    - b) auf Vermögensgegenstände des Umlaufvermögens
  8. Sonstige betriebliche Aufwendungen
  9. Erträge aus Beteiligungen
  10. Erträge aus anderen Wertpapieren und Ausleihungen des Finanzanlagevermögens
  11. Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge
  12. Abschreibungen auf Finanzanlagen und auf Wertpapiere des Umlaufvermögens
  13. Zinsen und ähnliche Aufwendungen
  14. Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit
  15. Außerordentliche Erträge
  16. Außerordentliche Aufwendungen
  17. Außerordentliches Ergebnis
  18. Steuern vom Einkommen und Ertrag
  19. Sonstige Steuern
  20. Jahresüberschuss/-fehlbetrag
  21. Gewinn-/Verlustvortrag aus dem Vorjahr
  22. Entnahme aus der Kapitalrücklage
  23. Entnahme aus der Gewinnrücklage
    - a) aus der gesetzlichen Rücklage
    - b) aus der Rücklage für eigene Anteile
    - c) aus gesellschaftsvertraglichen Rücklagen
    - d) aus der Bauerneuerungsrücklage
    - e) aus anderen Gewinnrücklagen
  24. Einstellung in Gewinnrücklagen
    - a) In die gesetzlichen Rücklage
    - b) In die Rücklage für eigene Anteile
    - c) In gesellschaftsvertragliche Rücklagen
    - d) In die Bauerneuerungsrücklagen
    - e) In andere Gewinnrücklagen
  25. Bilanzgewinn
-

**Anhang 4: Modifizierte Gewinn- und Verlustrechnung für Wohnungsbauunternehmen**

Gewinn- und Verlustrechnung nach Art. 1 § 1 Abs. 1 Formblatt-VO für die Gliederung des Jahresabschlusses für Wohnungsbauunternehmen in der Fassung vom 6. März 1987

---

1. Umsatzerlöse
  - a) aus Hausbewirtschaftung
    - a.1) Mietzuschüsse
    - a.2) Zinszuschüsse
    - a.3) Aufwandszuschüsse
    - a.4) Erträge aus der Valutierung von Aufwandsdarlehen
    - a.5) Sonstige Umsatzerlöse aus Hausbewirtschaftung
  - b) aus Verkauf von Grundstücken
  - c) aus Betreuung
  - d) aus anderen Lieferungen und Leistungen
2. Erhöhungen oder Verminderungen des Bestandes an zum Verkauf bestimmten Grundstücken mit fertigen und unfertigen Bauten sowie unfertige Leistungen
  - a) Zugang aktivierte Zinsaufwendungen i. R. des Bauträgergeschäftes
  - b) Abgang aktivierte Zinsaufwendungen i. R. des Bauträgergeschäftes
  - c) Sonstige Bestandsveränderungen
3. Andere aktivierte Eigenleistungen
  - a) Aktivierte Zinsaufwendungen i. R. der Wohnungserstellung für den eigenen Bestand
  - b) Sonstige aktivierte Eigenleistungen
4. Sonstige betriebliche Erträge
  - a) Zuschüsse
  - b) Erträge aus Abgang von Anlagevermögen
  - c) Andere sonstige betriebliche Erträge
5. Gesamterlöse
  - a) aus Hausbewirtschaftung
    - a.1) Erbbauzinsen aus Hausbewirtschaftung
    - a.2) Miet- und Pachtaufwand aus Hausbewirtschaftung
    - a.3) Leasingraten aus Hausbewirtschaftung
    - a.4) Sonstige Aufwendungen aus Hausbewirtschaftung
  - b) aus Verkauf von Grundstücken
  - c) aus Betreuung
  - d) aus anderen Lieferungen und Leistungen
6. Rohergebnis
  - a) Personalaufwand
    - a) Löhne und Gehälter
    - b) Soziale Abgaben
      - Davon Abgaben und Aufwendungen für Altersversorgung und Unterstützung
    - b.1) Zuführung zu Pensionsrückstellungen
    - b.2) Sonstige soziale Abgaben
  7. Abschreibungen
    - a) auf immaterielle Vermögensgegenstände des Anlagevermögens und Sachanlagen
    - b) auf Vermögensgegenstände des Umlaufvermögens
  8. Sonstige betriebliche Aufwendungen
    - a) Aufwand aus Tilgung von Aufwandsdarlehen
    - b) Erbbauzinsen
    - c) Miet- und Pachtaufwand
    - d) Leasingraten
    - e) Andere betriebliche Aufwendungen
  9. Erträge aus Beteiligungen
  10. Erträge aus anderen Wertpapieren und Ausleihungen des Finanzanlagevermögens
  11. Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge
  12. Abschreibungen auf Finanzanlagen und auf Wertpapiere des Umlaufvermögens
  13. Zinsen und ähnliche Aufwendungen
  14. Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit
  15. Außerordentliche Erträge
  16. Außerordentliche Aufwendungen
    - a) Außerordentliche Abschreibungen

- b) Sonstige außerordentliche Aufwendungen
  - 17. Außerordentliches Ergebnis
  - 18. Steuern vom Einkommen und Ertrag
  - 19. Sonstige Steuern
  - 20. Jahresüberschuss/-fehlbetrag
  - 21. Gewinn-/Verlustvortrag aus dem Vorjahr
  - 22. Entnahme aus der Kapitalrücklage
  - 23. Entnahme aus der Gewinnrücklage
    - a) aus der gesetzlichen Rücklage
    - b) aus der Rücklage für eigene Anteile
    - c) aus gesellschaftsvertraglichen Rücklagen
    - d) aus der Bauerneuerungsrücklage
    - e) aus anderen Gewinnrücklagen
  - 24. Einstellung in Gewinnrücklagen
    - a) in die gesetzlichen Rücklage
    - b) in die Rücklage für eigene Anteile
    - c) in gesellschaftsvertragliche Rücklagen
    - d) in die Bauerneuerungsrücklagen
    - e) in andere Gewinnrücklagen
  - 25. Bilanzgewinn
-

## Anhang 5: Bilanz von Wohnungsbauunternehmen

Bilanz nach Art. 1 § 1 Abs. 1 Formblatt-VO für die Gliederung des Jahresabschlusses für Wohnungsbauunternehmen in der Fassung vom 6. März 1987

---

- A. Anlagevermögen
    - I. Immaterielle Vermögensgegenstände
    - II. Sachanlagen
      - 1. Grundstücke u. grundstücksgleiche Rechte mit Wohnbauten
      - 2. Grundstücke mit Geschäfts- und anderen Bauten
      - 3. Grundstücke ohne Bauten
      - 4. Technische Anlagen und Maschinen
      - 5. Betriebs- und Geschäftsausstattung
      - 6. Anlagen im Bau
      - 7. Bauvorbereitungskosten
    - III. Finanzanlagen
      - 1. Beteiligungen
      - 2. Wertpapiere des Anlagevermögens
      - 3. Ausleihungen
      - 4. Andere Finanzanlagen
  - B. Umlaufvermögen
    - I. Zum Verkauf bestimmte Grundstücke und andere Vorräte
      - 1. Grundstücke ohne Bauten
      - 2. Bauvorbereitungskosten
      - 3. Grundstücke mit unfertigen Bauten
      - 4. Grundstücke mit fertigen Bauten
      - 5. Unfertige Leistungen
      - 6. Andere Vorräte
    - II. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände
      - 1. Forderungen aus Vermietung
      - 2. Forderungen aus Verkauf von Grundstücken
      - 3. Forderungen aus Betreuungstätigkeit
      - 4. Sonstige Vermögensgegenstände
    - III. Flüssige Mittel
  - C. Aktive Rechnungsabgrenzungsposten
- 

Bilanzsumme

---



---

- A. Eigenkapital
    - I. Gezeichnetes Kapital
    - II. Gewinnrücklagen
      - 1. Gesetzliche Rücklage
      - 2. Bauerneuerungsrücklage
      - 3. Andere Gewinnrücklagen
    - III. Bilanzgewinn
  - B. Rückstellungen
    - 1. Pensionsrückstellung
    - 2. Bauerneuerungsrückstellung
    - 3. Steuerrückstellung
    - 4. Sonstige Rückstellung
  - C. Verbindlichkeiten
    - 1. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten
    - 2. Verbindlichkeiten gegenüber anderen Kreditgebern
    - 3. Erhaltene Anzahlungen
    - 4. Verbindlichkeiten aus Vermietung
    - 5. Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen
    - 6. Sonstige Verbindlichkeiten
  - D. Passive Rechnungsabgrenzungsposten
- 

Bilanzsumme

---

## Anhang 6: Überlegungen zur Herleitungen der Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber bei vollständiger Eigenkapitalfinanzierung

Da *Myers* in seinen grundlegenden Überlegungen zum APV-Verfahren keinen Vorschlag zur Ermittlung der Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber macht, wird von *Hamada* und später auch von *Rubinstein*, das CAPM als Grundlage zur Ermittlung der Eigenkapitalkosten herangezogen. Dieser Ansatz wird in der Unternehmensbewertungsliteratur übernommen.<sup>875</sup> Nach dem Modigliani/Miller-Theorem ergeben sich die Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber bei Verschuldung wie folgt:<sup>876</sup>

$$(a.1) \quad k_F = k_E + (k_E - i_r)(1 - s_{USt}) \frac{F_M}{E^F}$$

mit:  $k_F$  Renditeforderung der Anteilseigner eines verschuldeten Unternehmens;  $k_E$  Renditeforderung der Anteilseigner eines unverschuldeten Unternehmens;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $s_{USt}$  Unternehmensteuersatz;  $F_{M,t-1}$  Wert des Fremdkapitals in der Vorperiode;  $E^F$  Wert des Eigenkapitals bei Verschuldung.

Nach dem CAPM stellen sich die Renditeerwartungen der Eigenkapitalgeber in ähnlicher Struktur dar. Wesentliche Bewertungsdeterminante in diesem Ansatz ist der Betafaktor<sup>877</sup>, der das Verhältnis von erwarteten Aktien- und Marktrenditen ausdrückt:

$$(a.2) \quad k_F = i_r + (r_m - i_r)\beta_F$$

mit:  $k_F$  Renditeforderung der Anteilseigner eines verschuldeten Unternehmens;  $r_m$  Erwartete Marktrendite;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $\beta_F$  Beta bei realisierter Finanzierung

Werden die beiden Funktionen zur Ermittlung der Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber gleichgesetzt und  $k_F$  durch  $i_r$  substituiert so ergibt sich folgende Gleichung:

$$(a.3) \quad k_F = i_r + (r_m - i_r)\beta_F = k_F = k_E + (k_E - i_r)(1 - s_{USt}) \frac{F_M}{E^F}$$

mit:  $k_F$  Renditeforderung der Anteilseigner eines verschuldeten Unternehmens;  $k_E$  Renditeforderung der Anteilseigner eines unverschuldeten Unternehmens;  $r_m$  Erwartete Marktrendite;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $\beta_F$  Beta bei realisierter Finanzierung;  $s_{USt}$  Unternehmensteuersatz;  $F_{M,t-1}$  Wert des Fremdkapitals in der Vorperiode;  $E^F$  Wert des Eigenkapitals bei Verschuldung

Weiterhin wird angenommen, dass die Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber ohne Verschuldung  $k_E$  folgendem Term entsprechen:

---

<sup>875</sup> Vgl. Hamada, R. S. (Effect); Rubinstein, M. E. (Synthesis).

<sup>876</sup> Vgl. Modigliani, F./Miller, M. H. (Correction), S. 777; in dieser Form von 1963 wurden die im ursprünglichen Ansatz nicht berücksichtigten Steuern ergänzt. Vgl. Modigliani, F./Miller, M. H. (Cost).

<sup>877</sup> Auf die von Fama/French ausgelöste Kontroverse, ob der im Mittelpunkt des CAPM stehende Betafaktor ein geeignetes Risikomaß für Aktien darstellt oder nicht, kann in dieser Arbeit nicht eingegangen werden. Vgl. Fama, E. G/French, K. (expected returns).

$$(a.4) \quad k_E = i_r + (r_m - i_r) \beta_U$$

mit:  $k_E$  Renditeforderung der Anteilseigner eines unverschuldeten Unternehmens;  $r_m$  Erwartete Marktrendite;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $\beta_U$  Beta bei angenommener vollständiger Eigenkapitalfinanzierung.

Die Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber ohne Verschuldung  $k_E$  werden dann in der MM-Formel durch den Term des CAPM substituiert:

$$(a.5) \quad i_r + (r_m - i_r) \beta_F = i_r + [r_m - i_r] \beta_U + (i_r + [r_m - i_r] \beta_U - i_r)(1 - s_{UST}) \frac{F_M}{E}$$

mit:  $k_F$  Renditeforderung der Anteilseigner eines verschuldeten Unternehmens;  $k_E$  Renditeforderung der Anteilseigner eines unverschuldeten Unternehmens;  $r_m$  Erwartete Marktrendite;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $\beta_U$  Beta bei angenommener vollständiger Eigenkapitalfinanzierung;  $\beta_F$  Beta bei realisierter Finanzierung;  $s_{UST}$  Unternehmensteuersatz;  $F_{M;t-1}$  Wert des Fremdkapitals in der Vorperiode;  $E^F$  Wert des Eigenkapitals bei Verschuldung

Durch Kürzung und Umformung ergibt sich dann folgende Gleichung:

$$(a.6) \quad [r_m - i_r] \beta_F = [r_m - i_r] \left[ 1 + (1 - s_{UST}) \frac{F_M}{E} \right] \beta_U$$

mit:  $k_F$  Renditeforderung der Anteilseigner eines verschuldeten Unternehmens;  $k_E$  Renditeforderung der Anteilseigner eines unverschuldeten Unternehmens;  $r_m$  Erwartete Marktrendite;  $i_r$  risikofreier Zinssatz;  $\beta_U$  Beta bei angenommener vollständiger Eigenkapitalfinanzierung;  $\beta_F$  Beta bei realisierter Finanzierung;  $s_{UST}$  Unternehmensteuersatz;  $F_{M;t-1}$  Wert des Fremdkapitals in der Vorperiode;  $E^F$  Wert des Eigenkapitals bei Verschuldung

Wird die Gleichung nach dem leveraged Beta  $\beta_F$  aufgelöst, so ergibt sich zwischen leveraged und unleveraged Beta  $\beta_U$  folgender Zusammenhang:

$$(a.7) \quad \beta_F = \left[ 1 + (1 - s_{UST}) \frac{F_M}{E} \right] \beta_U$$

mit:  $\beta_U$  Beta bei angenommener vollständiger Eigenkapitalfinanzierung;  $\beta_F$  Beta bei realisierter Finanzierung;  $s_{UST}$  Unternehmensteuersatz;  $F_{M;t-1}$  Wert des Fremdkapitals in der Vorperiode;  $E^F$  Wert des Eigenkapitals bei Verschuldung

## Anhang 7: Barwert konstanter und wachsender Zahlungsströme bei endlicher Restlaufzeit

### a) Konstante Zahlungsströme

Der Barwert einer nachschüssigen Zahlungsreihe mit konstanten Zahlungen  $a$  ergibt sich aus der Summe der Barwerte der einzelnen Zahlungen  $a$ . Aufgrund der Diskontierung mit einem einheitlichen Zinssatz  $i$  ergibt sich daraus eine geometrische Reihe. Jedes Glied dieser geometrischen Reihe, also der Barwert der jeweiligen nachschüssigen Zahlung  $a$  im Jahr  $n$  abdiskontiert auf den Beginn der Zahlungsreihe, ergibt nachfolgende Gleichung:<sup>878</sup>

$$(b.1) \quad a_n = a_1 \times \frac{1}{q^n}$$

Dabei stellt der Quotient  $q$  bei konstanten Zahlungen den sich aus dem Zinssatz  $i$  ergebenden Aufzinsungsfaktor dar:

$$(b.2) \quad q = (1+i)$$

Die Summe aus  $n$  Barwerten der Zahlungen ergibt sich anhand der Summenfunktion für geometrische Reihen:<sup>879</sup>

$$(b.3) \quad s_n = a_1 \frac{q^n - 1}{q^n (q - 1)}$$

Wird der Quotient  $q$  in der Summenfunktion (b.3) durch  $(1+i)$  substituiert, so ergibt sich der Rentenbarwert für Annuitäten:

$$(b.4) \quad s_n = a_1 \frac{(1+i)^n - 1}{(1+i)^n i}$$

### b) Wachsende Zahlungsströme

Bei wachsenden Zahlungsströmen ist nicht nur der Zinssatz  $i$ , sondern auch das Wachstum der Zahlungsströme in die Überlegungen zur Ermittlung des Barwertes einzubeziehen. Ausgehend von Gleichung (b.1) zur Ermittlung des Wertes eines Gliedes einer geometrischen Reihe ist nunmehr der Quotient  $q$  zu adjustieren:

---

<sup>878</sup> Vgl. Dörsam, P. (Mathematik), S. 139.

<sup>879</sup> Vgl. Dörsam, P. (Mathematik), S. 139.

$$(b.5) \quad q = \frac{(1+i)}{(1+g)}$$

Wird der Quotient  $q$  bei angenommenem Wachstum  $g$  in die Summenfunktion für geometrische Reihen eingesetzt, so wird der Barwert einer endlichen nachschüssigen Zahlungsfolge mit unterstelltem Wachstum wie folgt ermittelt:

$$(b.6) \quad s_n = a_0 \frac{\left[ \frac{(1+i)}{(1+g)} \right]^n - 1}{\left[ \frac{(1+i)}{(1+g)} \right]^n \left( \left[ \frac{(1+i)}{(1+g)} \right] - 1 \right)} = a_0 \frac{\left[ \frac{(1+i)}{(1+g)} \right]^{-n} - 1}{(g-i)}$$

### c) Annualisierung der Barwerte

Insbesondere bei der Ermittlung der Ewigen Rente stellt sich das Problem, dass ein Teil der Zahlungsströme annahmegemäß unbegrenzt zufließen, während andere lediglich eine endliche Restlaufzeit haben. Die anhand der Summenfunktionen für geometrische Reihen ermittelten Barwerte können als Barwert der Ewigen Rente für die endlichen Zahlungsströme in Ansatz gebracht werden. Soll hingegen der Barwert der Ewigen Rente eines sich aus unendlich und endlich zufließenden Zahlungsströmen zusammensetzenden Zahlungsstroms ermittelt werden, so sind zunächst die Barwerte der endlich zufließenden Zahlungsströme zu berechnen um diese dann zu annualisieren.

Um den Barwert eines endlichen Zahlungsstromes in eine laufende Zahlung  $\bar{a}$  zu transformieren, die annahmegemäß unbegrenzt zufließt und deshalb als Ewige Rente diskontiert wird, ist der Barwert des endlichen Zahlungsstromes mit dem zur Diskontierung der Ewigen Rente heranzuziehenden Zinssatz zu multiplizieren:

$$(b.7) \quad s_n = \frac{\bar{a}}{i} \Rightarrow \bar{a} = s_n \times i$$

Soll bei der Ermittlung der Ewigen Rente ein Wachstum der unendlich zufließenden Zahlungsströme unterstellt werden so ist dieses Wachstum  $g$  ebenfalls bei der Ermittlung der annahmegemäß unbegrenzt zufließenden laufenden Zahlung  $\bar{a}$  zu ermitteln:

$$(b.8) \quad s_n = \frac{\bar{a}}{(i-g)} \Rightarrow \bar{a} = s_n \times (i-g)$$

## Anhang 8: Unternehmensprofil und -planung der EHWBG

### 1. Historische Unternehmensentwicklung

Die zu bewertende Gesellschaft, die Engelhäuser Wohnungsbaugesellschaft mbH (im Folgenden „EHWBG“ genannt) wurde 1958 von der Stadt Engelhausen und der Metallwerke AG – dem größten ortsansässigen Arbeitgeber – mit dem Ziel gegründet, für breite Schichten der Bevölkerung Wohnungen zu bauen und diese zu vermieten. Durch diesen Geschäftszweck sollte der kriegsbedingten Wohnungsnot entgegengetreten und durch die Schaffung eines adäquaten Wohnungsangebotes die wirtschaftliche Entwicklung der Stadt gefördert werden.

Wesentliche Meilensteine in der Unternehmensgeschichte der EHWBG:

1958	Gründung der EHWBG durch die Stadt Engelhausen und die Metallwerke AG
1974	Aufnahme der Objektbetreuung durch die EHWBG
1985	Wiederaufnahme der Bautätigkeit für den eigenen Bestand
1989	Aufnahme des Baurägergeschäftes
1991	Aufhebung der Gemeinnützigkeit aufgrund des Gesetzes zur Überführung der Wohnungsgemeinnützigkeit in den allgemeinen Wohnungsmarkt
2001	Erwerb von 20 Wohneinheiten von einem privaten Eigentümer

Das Stammkapital der EHWBG wird von den beiden Anteilseignern Stadt Engelhausen und der Metallwerke AG zu jeweils 50% gehalten.

### 2. Geschäftstätigkeit

Zweck der Gesellschaft ist gemäß des Gesellschaftsvertrages die Errichtung, Betreuung, Bewirtschaftung und Verwaltung von Bauten in allen Rechts- und Nutzungsformen, darunter Eigenheime und Eigentumswohnungen. Die Gesellschaft kann darüber hinaus alle im Bereich der Wohnungswirtschaft anfallenden Aufgaben übernehmen, Grundstücke und Erbbaurechte erwerben, belasten und veräußern sowie Erbbaurechte ausgeben.

Die EHWBG ist in zwei Geschäftsfeldern aktiv, dem Bestands- und dem Baumanagement.

Das *Bestandsmanagement* umfasst sowohl die Bewirtschaftung des eigenen Immobilienbestandes (Hausbewirtschaftung) als auch die Verwaltung von fremden Miet- und Eigentumswohnungen (Objektbetreuung). Die *Hausbewirtschaftung* schließt die Vermietung und Verwaltung des eigenen Wohnungsbestandes sowie die Planung und Koordination

aller Instandhaltungs- und Modernisierungsarbeiten ein. Die EHWBG verwaltet aktuell einen Bestand von 3.547 Wohneinheiten mit einer Gesamtwohnfläche von 206.450 m<sup>2</sup> sowie 1.091 Garagen und Stellplätzen. Unter Nutzung der Kompetenzen aus der Hausbewirtschaftung wurde 1974 die *Objektbetreuung* aufgebaut. Hierbei werden sowohl Mietwohnungen für Dritte als auch Eigentumswohnungen verwaltet. Bei der Akquisition der Verwaltungsverträge wurde das Ziel verfolgt Objekte zu akquirieren, die in der Nachbarschaft des eigenen Wohnungsbestandes liegen.

Im Geschäftsfeld *Baumanagement* werden die Bautätigkeit für den eigenen Bestand und das Bauträgergeschäft zusammengefasst. Bei Gründung stand der Bau eigener Wohnungen geschäftszweckbedingt im Mittelpunkt. Da der Bedarf an Wohnungen jedoch Ende der fünfziger Jahre gedeckt war, wurde die Bauaktivität für den eigenen Bestand sukzessive reduziert. Seit 1985 wurde aufgrund zunehmender Nachfrage nach vor allem günstigen Wohnungen wieder die Bauaktivität für den eigenen Bestand aufgenommen. Aufgrund der vorhandenen Kompetenzen in diesem Bereich wurde 1989 mit dem Bauträgergeschäft begonnen.

### 3. Wohnungsbestand

Der Gesamtimmobilienbestand der EHWBG einschließlich der fremdverwalteten Einheiten wird in der nachfolgenden Tabelle zusammengefasst.

	Wohneinheiten		Garagen/ Stellplätze
	Einheiten	Wohn- fläche	
<b>I. Vermieteter Bestand</b>			
Einheiten auf eigenen Grundstücken	2.066 WE	128.531 m <sup>2</sup>	719
Einheiten auf Grundstücken Dritter	1.481 WE	77.919 m <sup>2</sup>	372
	<b>3.547 WE</b>	<b>206.450 m<sup>2</sup></b>	<b>1.091</b>
Gepachteter Bestand	853 WE	63.975 m <sup>2</sup>	173
	<b>4.400 WE</b>	<b>270.425 m<sup>2</sup></b>	<b>1.264</b>
<b>II. Fremdverwalteter Bestand</b>			
Mietwohnungen	831 WE	53.603 m <sup>2</sup>	0
Eigentumswohnungen	488 WE	36.429 m <sup>2</sup>	0
	<b>1.319 WE</b>	<b>90.032 m<sup>2</sup></b>	<b>0</b>
<b>III. Verwalteter Bestand (I. + II.)</b>			
	<b>5.719 WE</b>	<b>360.457 m<sup>2</sup></b>	<b>1.264</b>

Tabelle 6.1: Wohnungsbestand zum 1. Januar 2004

#### 3.1 Vermieteter Bestand

Die EHWBG verfügt zum 1. Januar über 3.547 eigene Wohneinheiten sowie 1.091 Garagen und Stellplätze. Hiervon wurden 1.481 Wohneinheiten und 372 Garagen und Stellplätze auf Erbbaurechten erbaut.

Weiterhin wurden 1999 von einer anderen Wohnungsbaugesellschaft 853 Wohneinheiten und 173 Garagen und Stellplätze im Rahmen eines unbefristeten Mietvertrages gepachtet.

### 3.2 Mietpreisbindung und Belegungsbindung

Die EHWBG hat alle ihre 3.547 Wohnungen im Rahmen des sozialen Wohnungsbaus nach § 1 Abs. 1 II. WoBauG mit öffentlichen Mitteln finanziert bzw. diese sind im Rahmen des 3. Förderweges nach § 88 d. II. WoBauG („Vereinbarte Förderung“) gefördert worden.

Die Objekte haben nach ihrer Fertigstellung einer Mietbindung von 15 bis 35 Jahren unterlegen. Aufgrund des Auslaufs der Förderung und damit der Miet- und Belegungsbindungen unterliegen von den 3.547 Wohneinheiten 2.176 Wohneinheiten mit einer Gesamtwohnfläche von 122.134 m<sup>2</sup> nicht mehr einer Miet- und Belegungsbindung. Die verbleibenden einer Miet- und Belegungsbindung unterliegenden Wohnungen laufen in den Jahren 2004 bis 2013 aus ihrer Bindung aus:

Ende der Bindungfrist	Anfangsbestand		Auslauf der Bindung		Endbestand	
	WE	WFL	WE	WFL	WE	WFL
2004 e	1.371 WE	85.225 m <sup>2</sup>	111 WE	6.925 m <sup>2</sup>	1.260 WE	78.300 m <sup>2</sup>
2005 e	1.260 WE	78.300 m <sup>2</sup>	100 WE	6.256 m <sup>2</sup>	1.160 WE	72.044 m <sup>2</sup>
2006 e	1.160 WE	72.044 m <sup>2</sup>	175 WE	10.963 m <sup>2</sup>	985 WE	61.081 m <sup>2</sup>
2007 e	985 WE	61.081 m <sup>2</sup>	121 WE	7.568 m <sup>2</sup>	864 WE	53.513 m <sup>2</sup>
2008 e	864 WE	53.513 m <sup>2</sup>	41 WE	2.501 m <sup>2</sup>	823 WE	51.012 m <sup>2</sup>
2009 e	823 WE	51.012 m <sup>2</sup>	178 WE	11.014 m <sup>2</sup>	645 WE	39.998 m <sup>2</sup>
2010 e	645 WE	39.998 m <sup>2</sup>	186 WE	11.409 m <sup>2</sup>	459 WE	28.589 m <sup>2</sup>
2011 e	459 WE	28.589 m <sup>2</sup>	95 WE	5.890 m <sup>2</sup>	364 WE	22.699 m <sup>2</sup>
2012 e	364 WE	22.699 m <sup>2</sup>	101 WE	6.060 m <sup>2</sup>	263 WE	16.639 m <sup>2</sup>
2013 e	263 WE	16.639 m <sup>2</sup>	189 WE	11.937 m <sup>2</sup>	74 WE	4.702 m <sup>2</sup>
2014 e	74 WE	4.702 m <sup>2</sup>	24 WE	1.536 m <sup>2</sup>	50 WE	3.166 m <sup>2</sup>
2015 e	50 WE	3.166 m <sup>2</sup>	28 WE	1.736 m <sup>2</sup>	22 WE	1.430 m <sup>2</sup>
2016 e	22 WE	1.430 m <sup>2</sup>	22 WE	1.430 m <sup>2</sup>	0 WE	0 m <sup>2</sup>

Tabelle 6.2: Entwicklung des geförderten Wohnungsbestands

Aus den seit 1985 durchgeführten Baumaßnahmen resultieren die derzeitig als öffentlich gefördert im Sinne von § 6 II. WoBauG geltenden Wohnungen, die nach unterschiedlichen Förderprogrammen subventioniert wurden.

Der zum 31. Dezember 2003 öffentlich geförderte Bestand von 1.371 Wohneinheiten verteilt sich auf die nachfolgenden Fördertypen:

Fördertypus	WE	WFL	Anteil
Lfd. Zuschüsse	373 WE	22.886 m <sup>2</sup>	26,9%
Vorschüssige Zuschüsse	227 WE	14.327 m <sup>2</sup>	16,8%
Zuschüsse	600 WE	37.213 m <sup>2</sup>	43,7%
Baudarlehen	398 WE	25.034 m <sup>2</sup>	29,4%
Aufwendungsdarlehen	373 WE	22.978 m <sup>2</sup>	27,0%
<b>Σ</b>	<b>1.371 WE</b>	<b>85.225 m<sup>2</sup></b>	<b>100,0%</b>

Tabelle 6.3: Übersicht Fördertypen

Baujahr	WE	WFL	Laufzeit	Auslauf Bindung	Fördertyp
1974	68 WE	4.216 m <sup>2</sup>	30	2004	Baudarlehen
1975	64 WE	4.096 m <sup>2</sup>	30	2005	Baudarlehen
1976	55 WE	3.355 m <sup>2</sup>	30	2006	Baudarlehen
1984	43 WE	2.709 m <sup>2</sup>	20	2004	Lfd. Zuschuss
1985	36 WE	2.160 m <sup>2</sup>	20	2005	Lfd. Zuschuss
1986	36 WE	2.232 m <sup>2</sup>	20	2006	Lfd. Zuschuss
1987	44 WE	2.640 m <sup>2</sup>	20	2007	Lfd. Zuschuss
1988	41 WE	2.501 m <sup>2</sup>	20	2008	Vorfälliger Zuschuss
1989	78 WE	4.914 m <sup>2</sup>	20	2009	Vorfälliger Zuschuss
1990	83 WE	5.229 m <sup>2</sup>	20	2010	Lfd. Zuschuss
1991	84 WE	5.376 m <sup>2</sup>	15	2006	Vorfälliger Zuschuss
1992	77 WE	4.928 m <sup>2</sup>	15	2007	Aufwendungsdarlehen
1993	87 WE	5.307 m <sup>2</sup>	20	2013	Baudarlehen
1994	100 WE	6.100 m <sup>2</sup>	15	2009	Aufwendungsdarlehen
1995	103 WE	6.180 m <sup>2</sup>	15	2010	Lfd. Zuschuss
1996	95 WE	5.890 m <sup>2</sup>	15	2011	Aufwendungsdarlehen
1997	101 WE	6.060 m <sup>2</sup>	15	2012	Aufwendungsdarlehen
1998	102 WE	6.630 m <sup>2</sup>	15	2013	Baudarlehen
1999	24 WE	1.536 m <sup>2</sup>	15	2014	Vorfälliger Zuschuss
2000	28 WE	1.736 m <sup>2</sup>	15	2015	Lfd. Zuschuss
2001	22 WE	1.430 m <sup>2</sup>	15	2016	Baudarlehen
<b>Gesamt</b>	<b>1.371 WE</b>	<b>85.225 m<sup>2</sup></b>			

Tabelle 6.4: Geförderter Wohnungsbestand

Insgesamt wurden für 600 Wohneinheiten Mietzuschüsse in Anspruch genommen. Davon entfallen etwas mehr als die Hälfte auf laufende Zuschüsse, welche monatlich in bestimmter Höhe ausgezahlt werden. Die verbleibenden 227 Wohneinheiten wurden mit einmaligen, vorfällig geleisteten Zuschüssen gefördert.

Bau-jahr	WE	WFL	Laufzeit	Auslauf Bindung	Art	Monatlicher Zuschuß €/m <sup>2</sup>	Jährlicher Zuschuß T€
1984	43 WE	2.709 m <sup>2</sup>	20	2004	Lfd. Zuschuss	1,60 €/m <sup>2</sup>	52,0
1985	36 WE	2.160 m <sup>2</sup>	20	2005	Lfd. Zuschuss	1,70 €/m <sup>2</sup>	44,1
1986	36 WE	2.232 m <sup>2</sup>	20	2006	Lfd. Zuschuss	1,60 €/m <sup>2</sup>	42,9
1987	44 WE	2.640 m <sup>2</sup>	20	2007	Lfd. Zuschuss	1,60 €/m <sup>2</sup>	50,7
1990	83 WE	5.229 m <sup>2</sup>	20	2010	Lfd. Zuschuss	0,60 €/m <sup>2</sup>	37,6
1995	103 WE	6.180 m <sup>2</sup>	15	2010	Lfd. Zuschuss	1,60 €/m <sup>2</sup>	118,7
2000	28 WE	1.736 m <sup>2</sup>	15	2015	Lfd. Zuschuss	1,50 €/m <sup>2</sup>	31,2
Σ	373 WE	22.886 m <sup>2</sup>				0,00 €/m <sup>2</sup>	377,2
1988	41 WE	2.501 m <sup>2</sup>	20	2008	Vorfälliger Zuschuss	1,70 €/m <sup>2</sup>	51,0
1989	78 WE	4.914 m <sup>2</sup>	20	2009	Vorfälliger Zuschuss	1,40 €/m <sup>2</sup>	82,6
1991	84 WE	5.376 m <sup>2</sup>	15	2006	Vorfälliger Zuschuss	1,30 €/m <sup>2</sup>	83,9
1999	24 WE	1.536 m <sup>2</sup>	15	2014	Vorfälliger Zuschuss	1,50 €/m <sup>2</sup>	27,6
Σ	227 WE	14.327 m <sup>2</sup>				0,00 €/m <sup>2</sup>	245,1
Σ	<b>600 WE</b>	<b>37.213 m<sup>2</sup></b>				<b>0,00 €/m<sup>2</sup></b>	<b>622,3</b>

Tabelle 6.5: Übersicht der gewährten Zuschüsse

Für die laufenden Zuschüsse, die 1990 und 1995 im Rahmen der vereinbarten Förderung gewährt wurden, nimmt der anfängliche Zuschuss jährlich um 0,06 €/m<sup>2</sup> je Monat ab. Die Förderauflagen sehen neben der Belegungsbindung weiterhin vor, dass die Miete der Wohnungen entsprechend um 0,06 €/m<sup>2</sup> erhöht wird.

Insgesamt wurden 398 Wohneinheiten durch niedrigverzinsliche Baudarlehen gefördert. Die Baudarlehen werden zwischen 0,5% und 1,9% p.a. verzinst und sind als Annuitäten-darlehen während der Förderungsdauer zu tilgen. Für die geförderten Objekte besteht eine Mietpreisbindung in Höhe der Kostenmiete.

Bau-jahr	WE	WFL	Laufzeit	Auslauf Bindung	Zins-satz p.a.	Darlehens betrag		
						AHK T€	T€	Annuität T€
1974	68 WE	4.216 m <sup>2</sup>	30	2004	1,50%	2.801,6	2.241,3	93,3
1975	64 WE	4.096 m <sup>2</sup>	30	2005	0,50%	3.106,2	2.485,0	89,4
1976	55 WE	3.355 m <sup>2</sup>	30	2006	1,20%	2.235,2	1.788,2	71,3
1993	87 WE	5.307 m <sup>2</sup>	20	2013	1,70%	5.720,1	4.576,1	271,8
1998	102 WE	6.630 m <sup>2</sup>	15	2013	1,80%	8.292,0	6.633,6	508,6
2001	22 WE	1.430 m <sup>2</sup>	15	2016	1,90%	1.755,9	1.404,7	108,5
Σ	<b>398 WE</b>	<b>25.034 m<sup>2</sup></b>				<b>23.911,0</b>	<b>19.128,9</b>	<b>1.142,9</b>

Tabelle 6.6: Übersicht der Baudarlehen

Ferner werden 373 Wohneinheiten mit Aufwendungsdarlehen gefördert. Während der Förderungsperiode werden jährliche Valutierungen von insgesamt 5.949 T€ vorgenommen. Nach jeweils einem tilgungsfreien Jahr erfolgt die Rückzahlung der Darlehen in 10

bzw. bei den 1996 und 1997 begonnenen Aufwandsdarlehen in 6 Jahren. Die Darlehen werden mit 1% p.a. verzinst.

Baujahr	1992	1994	1996	1997	$\Sigma$
WE	77 WE	100 WE	95 WE	101 WE	373 WE
WFL	4.928 m <sup>2</sup>	6.100 m <sup>2</sup>	5.890 m <sup>2</sup>	6.060 m <sup>2</sup>	22.978 m <sup>2</sup>
Auslauf Bindung	2007	2009	2006	2007	
Verzinsung	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	
Jährliche Valutierung in T€	76,9	106,1	106,0	107,6	
je m <sup>2</sup> und Monat	1,30 €/m <sup>2</sup>	1,45 €/m <sup>2</sup>	1,50 €/m <sup>2</sup>	1,48 €/m <sup>2</sup>	
Gesamtförderung in T€	1.153,5	1.591,5	1.590,0	1.614,0	5.949,0
Tilgungsfreies Jahr	2008	2010	2007	2008	
Beginn Tilgung	2009	2011	2008	2009	
Ende Tilgung	2018	2020	2013	2014	
Jährliche Tilgung in T€	115,4	158,8	176,7	179,3	
je m <sup>2</sup> und Monat	1,95 €/m <sup>2</sup>	2,17 €/m <sup>2</sup>	2,50 €/m <sup>2</sup>	2,47 €/m <sup>2</sup>	

Tabelle 6.7: Übersicht Aufwendungsdarlehen

### 3.3 Fremdverwalteter Bestand

Die EHWBG verwaltet 1.319 Wohneinheiten für fremde Dritte. Hierbei handelt es sich um 831 Mietwohneinheiten und um die Verwaltung von 488 Eigentumswohnungen nach §§ 26-28 WEG.

### 3.4 Unbebaute Grundstücke und Verdichtungspotentiale

Zum 31. Dezember 2003 hat die EHWBG zwei unbebaute Grundstücke mit einer Gesamtfläche von 17.160 m<sup>2</sup> im Bestand. Die Grundstücke sind zur Bebauung im Rahmen des Bauträgergeschäftes notwendig. Mit der Bebauung wird 2004 bzw. 2005 begonnen.

	Projekt 4	Projekt 5	$\Sigma$
Erwerb	2001	2001	
Baubeginn	2004	2005	
Grundstück	9.856 m <sup>2</sup>	7.304 m <sup>2</sup>	17.160 m <sup>2</sup>
Anschaffungskosten in T€	2.513,3	1.387,8	3.901,1
je m <sup>2</sup>	255 €/m <sup>2</sup>	190 €/m <sup>2</sup>	227 €/m <sup>2</sup>

Tabelle 6.8: Unbebaute Grundstücke

Weitere nicht betriebsnotwendige Grundstücke liegen nicht vor.

#### 4. Bauträgergeschäft

Seit 1989 ist die EHWBG im Bauträgergeschäft aktiv und hat in dieser Zeit 403 Eigentumswohnungen errichtet und erfolgreich vermarktet. Diese Objekte werden von der EHWBG auf eigene Rechnung errichtet und vornehmlich an Eigennutzer veräußert. Der Fokus liegt auf Eigentumswohnungen, da hierdurch eine weitere Ausweitung des Geschäftsfeldes Wohnungsverwaltung möglich wird.

Im Jahr 2001 hat die EHWBG eine aus fünf Teilprojekten bestehende Bauträgermaßnahme zur Erstellung von insgesamt 304 Eigentumswohnungen mit einer Wohnfläche von 33.440 m<sup>2</sup> begonnen, die voraussichtlich 2007 abgeschlossen sein wird. Die erforderlichen Grundstücke für diese Maßnahme wurden bereits 2001 erworben. Das voraussichtliche Gesamtvolumen der Herstellungskosten beträgt rd. 76,9 Mio. € und es wird mit Verkaufserlösen von insgesamt rd. 119 Mio. € gerechnet.

	Projekt 1	Projekt 2	Projekt 3	Projekt 4	Projekt 5
Baubeginn	2001	2002	2003	2004	2005
Baufertigstellung	2003	2004	2005	2006	2007
Wohneinheiten	75 WE	56 WE	34 WE	56 WE	83 WE
Wohnfläche	8.250 m <sup>2</sup>	6.160 m <sup>2</sup>	3.740 m <sup>2</sup>	6.160 m <sup>2</sup>	9.130 m <sup>2</sup>
Grundstück	9.075 m <sup>2</sup>	8.008 m <sup>2</sup>	4.114 m <sup>2</sup>	9.856 m <sup>2</sup>	7.304 m <sup>2</sup>
Aufwand Grundstück	2.359,5	2.722,7	1.193,1	2.513,3	1.387,8
je m <sup>2</sup>	260 €/m <sup>2</sup>	340 €/m <sup>2</sup>	290 €/m <sup>2</sup>	255 €/m <sup>2</sup>	190 €/m <sup>2</sup>
Bauvorbereitungskosten	118,0	136,1	59,7	125,7	69,4
in % des Grundstücks	5%	5%	5%	5%	5%
Herstellkosten	16.500,0	21.560,0	8.228,0	14.168,0	16.434,0
je m <sup>2</sup>	2.000 €/m <sup>2</sup>	3.500 €/m <sup>2</sup>	2.200 €/m <sup>2</sup>	2.300 €/m <sup>2</sup>	1.800 €/m <sup>2</sup>
Zinsaufwand	4.009,5	4.878,7	2.015,9	3.930,1	3.031,2
Kosten	22.869,0	29.161,4	11.437,0	20.611,4	20.853,0
je m <sup>2</sup>	2.772 €/m <sup>2</sup>	4.734 €/m <sup>2</sup>	3.058 €/m <sup>2</sup>	3.346 €/m <sup>2</sup>	2.284 €/m <sup>2</sup>
Marge	14%	14%	14%	14%	14%
Verkaufspreis	26.070,7	33.244,0	13.038,2	23.497,0	23.772,4
je m <sup>2</sup>	3.160 €/m <sup>2</sup>	5.397 €/m <sup>2</sup>	3.486 €/m <sup>2</sup>	3.814 €/m <sup>2</sup>	2.604 €/m <sup>2</sup>
je WE	347,6	593,6	383,5	419,6	286,4

Tabelle 6.9: Übersicht laufende Bauträgerprojekte

In den im Bau befindlichen Teilprojekten 1 bis 3 wurden durchschnittlich 41% der geplanten Objekte veräußert. Grundsätzlich wird erst mit dem Bau begonnen, wenn mindestens 50% der Objekte bereits veräußert wurden. Für das Teilprojekt 4 lag am 31. Dezember 2003 ein Verkaufsstand von 30% vor, so dass bei geplanter Verkauf von weiteren 14 Wohneinheiten im Jahr 2004 die geforderte Verkaufsquote von 50% erreicht wird und plangemäß mit dem Bau begonnen werden kann. Für das Teilprojekt 5 wurden bisher noch keine Wohnungen verkauft. Es ist jedoch geplant bis zum Baubeginn im Jahr 2005 ebenfalls mindestens 50% zu veräußern.

	Projekt 1	Projekt 2	Projekt 3	Projekt 4	Projekt 5
Geplante Wohneinheiten	75 WE	56 WE	34 WE	56 WE	83 WE
Verkaufte WE bis 31.12.2003 in % des Gesamtvolumens	45 WE 60%	6 WE 11%	17 WE 50%	17 WE 30%	0 WE 0%
Geplanter Verkauf 2004	15 WE	16 WE	9 WE	14 WE	35 WE
Geplanter Verkauf 2005	15 WE	17 WE	8 WE	14 WE	25 WE
Geplanter Verkauf 2006		17 WE		11 WE	15 WE
Geplanter Verkauf 2007					8 WE
	<u>76 WE</u>	<u>56 WE</u>	<u>35 WE</u>	<u>56 WE</u>	<u>83 WE</u>

Tabelle 6.10: Verkaufsplanung der Bauträgerprojekte

## 5. Wesentliche Verträge

Aus Sicht der Unternehmensbewertung sind vor allem die Miet-, Pacht- und Erbbauverträge als Fremdkapitalsurrogate von Interesse und werden im Folgenden dargestellt.

### 5.1 Miet- und Pachtverträge

Seit 2000 hat die EHWBG einen Wohnungsbestand von 853 Wohneinheiten mit einer Wohnfläche von 63,975 m<sup>2</sup> gepachtet. Im Jahr 2004 beträgt die Pacht 1.028,7 (1,34 €/m<sup>2</sup>) und wird in der Planung um die jährlich vereinbarte Steigerung in Höhe von 1% steigen. Der Pachtvertrag ist unbefristet und es besteht von beiden Parteien keine Absicht diesen Vertrag zu kündigen. Alternativ zum Pachtvertrag hätte das Wohnungsportfolio für 38,4 Mio. € erworben werden können.

Weiterhin hat die EHWBG ein Bürogebäude mit einer Nutzfläche von 1.130 m<sup>2</sup> für ihre Verwaltung im Rahmen eines unbefristeten Mietvertrages angemietet. 1998 wurde ein Staffelmietvertrag mit jährlicher Erhöhung um 2% abgeschlossen, der bis zum Jahr 2010 befristet ist nicht verlängert werden soll. Im Jahr 2004 betrug die Miete 115,1 T€ (8,49 €/m<sup>2</sup>).

### 5.2 Erbbaurechte

In den Jahren 1959 bis 1969 nach Gründung der EHWBG wurden zur Unterstützung bei der Finanzierung von der Stadt Erbbaurechte gewährt.

Anfang	Ende	Grundfläche	Jährlicher Erbbauzins		Entschädigung bei Heimfall	Verlängerungs-option	Indexierung
			€/m <sup>2</sup> p.m	€ p.a.			
1959	2019	2.720 m <sup>2</sup>	1,22 €/m <sup>2</sup>	3.318	2/3 des Verkehrswertes	Nein	Ja
1960	2059	3.163 m <sup>2</sup>	1,22 €/m <sup>2</sup>	3.859	Verkehrswert	Ja	Ja
1961	2060	4.760 m <sup>2</sup>	1,22 €/m <sup>2</sup>	5.807	Verkehrswert	Ja	Ja
1962	2061	5.830 m <sup>2</sup>	0,54 €/m <sup>2</sup>	3.148	Verkehrswert	Ja	Nein
1963	2062	6.783 m <sup>2</sup>	1,32 €/m <sup>2</sup>	8.954	Verkehrswert	Ja	Ja
1964	2063	13.173 m <sup>2</sup>	1,32 €/m <sup>2</sup>	17.388	Verkehrswert	Ja	Ja
1965	2064	9.237 m <sup>2</sup>	1,32 €/m <sup>2</sup>	12.193	Verkehrswert	Ja	Ja
1966	2065	13.693 m <sup>2</sup>	1,35 €/m <sup>2</sup>	18.486	Verkehrswert	Ja	Ja
1967	2066	9.840 m <sup>2</sup>	1,35 €/m <sup>2</sup>	13.284	Verkehrswert	Ja	Ja
1968	2067	14.127 m <sup>2</sup>	1,35 €/m <sup>2</sup>	19.071	Verkehrswert	Ja	Ja
1969	2068	7.553 m <sup>2</sup>	1,73 €/m <sup>2</sup>	13.067	Verkehrswert	Ja	Ja
		<u>90.879 m<sup>2</sup></u>		<u>118.575</u>			

Tabelle 6.11: Übersicht Erbbaurechte

Mit Ausnahme des 1959 gewährten Erbbaurechtes mit einer Laufzeit von 60 Jahren haben alle Erbbaurechte eine Laufzeit von 99 Jahren. Grundsätzlich wurden die zu leistenden Erbbauzinsen an die Steigerung der Lebenshaltungskosten indexiert. Hiervon ausgenommen ist das Erbbaurecht von 1962. In Anbetracht der Steigerung der Lebenshaltungskosten seit 1962 ist in diesem Fall von einem Wegfall der Geschäftsgrundlage auszugehen. Bei Beendigung der Erbbaurechte wurde grundsätzlich eine Verlängerungsoption bzw. eine Entschädigung der EHWBG zum durch einen Sachverständigen festzustellenden Verkehrswert festgelegt. Im Fall des 1959 gewährten Erbbaurechtes ist jedoch keine Verlängerung vertraglich vereinbart und die Entschädigung soll lediglich 2/3 des Verkehrswertes entsprechen.

## 6. Steuerliche Situation

Die Gesellschaft wurde erst mit Aufhebung der Gemeinnützigkeit zum 1. Januar 1992 ertragsteuerpflichtig.

Die EHWBG ist ein ehemals gemeinnütziges Wohnungsbauunternehmen und seit dem Veranlagungszeitraum 1990 infolge der Streichung des Wohnungsgemeinnützigeingesetzes unbeschränkt ertragssteuerpflichtig.

Die EHWBG musste zum 1. Januar 1990 aufgrund des Eintritts in die Steuerpflicht eine steuerliche Eröffnungsbilanz erstellen, in welcher die Wirtschaftsgüter gemäß § 13 Abs. 2 und 3 S. 1 KStG mit ihrem Teilwert anzusetzen waren. Die EHWBG hat diese Aufstockung zum 1. Januar 1991 nach dem vereinfachten Verfahren zur Ermittlung der Teilwerte für Grundbesitz gemäß des BMF-Schreibens vom 30. März 1990 vorgenommen. Hierbei wurden die Buchwerte um 219.269,8 T€ erhöht. Die steuerlichen Buchwerte wurden erstmals im Rahmen einer Betriebsprüfung im Jahr 1995 überprüft. Der Ansatz der näherungsweise den Marktwerten entsprechenden Teilwerte führt dazu, dass die steuerbilan-

ziellen Buchwerte insbesondere der Immobilien erheblich höher sind als die handelsbilanziellen Buchwerte. Die Erhöhung der Teilwerte hat einerseits zu im Vergleich zu handelsbilanzieller Abschreibung erheblich höherer steuerbilanzieller Abschreibung und andererseits zu der Bildung von so genannten EK 02 in Höhe des Aufstockungsbetrages geführt. Das EK 02 beläuft sich zum 31. Dezember 2003 auf 198.299,2 T€.

Aus den erhöhten Abschreibungsvolumina in der Steuerbilanz von rd. 4.208 T€ resultieren steuerliche Verlustvorträge, die sich ausweislich der unter dem Vorbehalt der Nachprüfung stehenden Bescheide zum 31. Dezember 2003 für Körperschaftsteuerliche Zwecke auf 15.824,5 T€ und zum 31. Dezember 2003 für gewerbesteuerliche Zwecke auf 6.410,4 T€ belaufen. Die höhere Inanspruchnahme der gewerbesteuerlichen Verlustvorträge resultiert vor allem aus der nur hälftigen Anrechnung der Dauerschuldzinsen.

## 7. Transaktionserwägungen

Der Investor möchte, um den Anteilseignern einen Preis für die Anteile der EHWBG bieten zu können, der über dem Wert bei Fortführung in dem bisherigen Konzept der Unternehmensführung liegt, die Unternehmenspolitik in einigen Punkten verändern. Gleichzeitig wird er durch einen Sozialkatalog, der Gegenstand des Kaufvertrages sein wird, gehalten sein, folgende Aspekte in seiner Unternehmenspolitik während der ersten 10 Jahre nach dem Übergangsstichtag, der so genannten Bestandsschutzzeit, zu berücksichtigen:

- Einhaltung sämtlicher zum Schutz und im Interesse der Mieter geltenden gesetzlichen Vorschriften;
- Maximale Mieterhöhung von 1,5% p.a.;
- Ausschluss betriebsbedingter Kündigungen;
- Ausschluss von Luxusmodernisierung ohne Einwilligung des Mieters;
- Mindestinstandhaltung von 11 €/m<sup>2</sup> p.a.;
- Vorkaufsrecht der Mieter bei Einzelverkauf von vermieteten Wohnungseigentumseinheiten oder vermieteten Einzelhäusern;
- Beendigung aller geplanten und begonnenen Bauträgerprojekte;
- Maximale Mieterprivatisierung von 70 Wohneinheiten pro Jahr jedoch nicht mehr als 350 Wohneinheiten.

Darüber hinaus wurde während der technischen Due Diligence für den Gesamtbestand inklusive des gepachteten und geleasten Bestandes ein Instandhaltungsstau von 15 Mio. € (35 €/m<sup>2</sup>) festgestellt, der nach Planung des Investors zusätzlich zur laufenden Instandhaltung in den nächsten 10 Jahren beseitigt werden soll.

Unter Berücksichtigung der Restriktionen des Sozialkataloges sowie der Behebung des Instandhaltungsstaus wurde die vorliegende Unternehmensplanung erstellt.

## 7.1 Finanzierungs- und Dividendenpolitik der EHWBG

Die Aufnahme von Darlehen der EHWBG ist abhängig vom laufenden Finanzierungsbedarf. Hinsichtlich der Tilgung ist zwischen Objektfinanzierung einerseits und Unternehmens- und Bauzwischenfinanzierung andererseits zu unterscheiden. Die Objektfinanzierung wird entsprechend der vereinbarten Tilgungspläne zurückgeführt. Die Unternehmensfinanzierung wird bei überschüssigen liquiden Mitteln und die Bauzwischenfinanzierung bei Zufluss der Verkaufserlöse bzw. Anzahlungen der Bauträgerobjekte zurückgeführt. Eine Orientierung der Mittelaufnahme und -tilgung an dem Unternehmenswert der EHWBG im Sinne einer wertorientierten Finanzierungspolitik findet nicht statt.

Die Gesellschaft hat in der Vergangenheit stets 4% Dividenden auf das Grundkapital an ihre Gesellschafterin gezahlt. In der Zukunft soll diese Dividendenpolitik dahingehend modifiziert werden, dass alle liquiden Mittel nach Berücksichtigung von vereinbartem Kapitaldienst an den Anteilseigner ausgeschüttet werden.

## 7.2 Geplante Mieterprivatisierung

Über das bestehende Bestandsmanagement hinaus strebt der neue Investor die Durchführung von Mieterprivatisierungen von 751 Wohneinheiten mit einer Wohnfläche von 43.317 m<sup>2</sup> in den Jahren 2004 bis 2012 an. In dieser Planung sind die Auflagen des Sozialkatalogs, der eine maximale Mieterprivatisierung von 70 Wohneinheiten p.a. und maximal 350 Wohneinheiten zulässt, nicht berücksichtigt.

	04 e	05 e	06 e	07 e	08 e	09 e	10 e	11 e	12 e
Sollmiete freifinanzierter Bestand Kosten WEG-Verwaltung je WE	5,07 €/m <sup>2</sup> 308,00 €/m <sup>2</sup>	5,27 €/m <sup>2</sup> 314,00 €/m <sup>2</sup>	5,31 €/m <sup>2</sup> 320,00 €/m <sup>2</sup>	5,44 €/m <sup>2</sup> 326,00 €/m <sup>2</sup>	5,41 €/m <sup>2</sup> 333,00 €/m <sup>2</sup>	5,51 €/m <sup>2</sup> 340,00 €/m <sup>2</sup>	5,52 €/m <sup>2</sup> 347,00 €/m <sup>2</sup>	5,54 €/m <sup>2</sup> 354,00 €/m <sup>2</sup>	5,69 €/m <sup>2</sup> 361,00 €/m <sup>2</sup>
Tenant Sales Price Multiplikator	23,4 x	23,4 x	23,3 x	23,3 x	23,3 x	23,3 x	23,2 x	23,2 x	23,2 x
Tenant Sales Price je m <sup>2</sup> Tenant Sales Price je WE	1.424 €/m <sup>2</sup> 81,2	1.480 €/m <sup>2</sup> 84,4	1.485 €/m <sup>2</sup> 84,6	1.521 €/m <sup>2</sup> 86,7	1.513 €/m <sup>2</sup> 87,8	1.541 €/m <sup>2</sup> 89,4	1.537 €/m <sup>2</sup> 89,1	1.542 €/m <sup>2</sup> 89,4	1.584 €/m <sup>2</sup> 93,5
Verkaufsplanung in WE Verkaufsplanung in m <sup>2</sup> Anteiliges Grundstück in % des Gesamtbestandes	15 WE 855 m <sup>2</sup> 847 m <sup>2</sup> 0,4%	38 WE 2.186 m <sup>2</sup> 2.183 m <sup>2</sup> 1,1%	113 WE 6.441 m <sup>2</sup> 6.845 m <sup>2</sup> 3,2%	135 WE 7.695 m <sup>2</sup> 8.744 m <sup>2</sup> 4,0%	120 WE 6.980 m <sup>2</sup> 8.436 m <sup>2</sup> 3,7%	105 WE 6.090 m <sup>2</sup> 7.838 m <sup>2</sup> 3,7%	90 WE 5.220 m <sup>2</sup> 7.092 m <sup>2</sup> 3,4%	75 WE 4.350 m <sup>2</sup> 6.205 m <sup>2</sup> 3,0%	60 WE 3.540 m <sup>2</sup> 5.260 m <sup>2</sup> 2,6%
Umsatzerlöse Handelsbilanzieller Buchwert Gebäude Handelsbilanzieller Buchwert Grundstücke	1.217,5 -550,6 -137,2	3.205,7 -1.353,8 -351,5	9.564,9 -3.903,2 -1.088,4	11.704,1 -4.524,7 -1.311,6	10.530,5 -3.960,2 -1.181,0	9.384,7 -3.349,5 -1.018,9	8.023,1 -2.771,8 -1.018,9	6.707,7 -2.227,2 -865,2	5.607,4 -1.745,2 -713,6
Sonstiger Ertrag	529,7	1.500,4	4.573,3	5.867,8	5.389,3	5.016,3	4.386,1	3.766,9	3.283,6
Handelsbilanzieller Buchwert Gebäude Handelsbilanzieller Buchwert Grundstücke Steuerbilanzieller Buchwert Gebäude Steuerbilanzieller Buchwert Grundstücke	550,6 137,2 -669,5 -211,8	1.353,8 351,5 -1.678,7 -545,8	3.903,2 1.088,4 -5.165,7 -1.711,3	4.524,7 1.311,6 -6.125,2 -2.186,0	3.960,2 1.181,0 -5.289,6 -2.109,0	3.349,5 1.018,9 -4.397,0 -1.959,5	2.771,8 865,2 -3.565,3 -1.773,0	2.227,2 713,6 -2.797,1 -1.551,3	1.745,2 578,6 -2.134,6 -1.315,0
-/+ Zusätzliche Minderung/Erhöhung der steuerbilanziellen Ergebnisse	-193,5	-519,2	-1.885,4	-2.474,9	-2.257,4	-1.988,1	-1.701,3	-1.407,6	-1.125,8

Tabelle 6.12: Übersicht geplante Mieterprivatisierung 2004-2012

Auf Basis der geplanten Sollmieten des freifinanzierten Bestandes werden Tenant Sales Prices ermittelt, die dem derzeitigen Mieter einen Kapitaldienst ermöglichen, der zu seiner bisherigen Sollmiete äquivalent ist.

Weiterhin wird unterstellt, dass im Rahmen der Mieterprivatisierung ausschließlich Objekte veräußert werden, deren Förderung bereits ausgelaufen ist und die vor 1990 erbaut bzw. erworben wurden. Damit ist davon auszugehen, dass die steuerbilanziellen Buchwerte der Gebäude und anteiligen Grundstücke von handelsbilanziellen Buchwerten abweichen, so dass der auszuweisende sonstige Ertrag in Handels- und Steuerbilanz abweicht.

Bezüglich der z. T. noch auf den Objekten lastenden Objektfinanzierungen aufgrund von Modernisierungen etc. wird angenommen, dass die Finanzierungen aufgrund des insgesamt geringen Beleihungsgrades des Immobilienportfolios umfinanziert werden können und die jeweiligen Banken dieser Umfinanzierung zustimmen. Der Verkaufserlös ist dann nicht zur Tilgung von Restfinanzierungen zu verwenden.

## **8. Geplante Finanzielle Entwicklung**

Die im Folgenden dargestellten Finanzdaten für die Geschäftsjahre 2001 bis 2003 basieren auf den geprüften Jahresabschlüssen der Gesellschaft.

Die Unternehmensplanung für die Jahre 2004 bis 2020 wurde mittels eines integrierten Unternehmensplanungsmodells erstellt. Hierbei wurde eine detaillierte Bottom-Up-Planung für die Jahre 2004 bis 2008 vorgenommen. Die folgenden Jahre bis 2020 wurden grundsätzlich basierend auf Ergebnis- und Bilanzrelationen fortgeschrieben. Soweit wie aufgrund von langfristigen Verträgen entsprechende Daten zur Verfügung standen, wurden diese Daten berücksichtigt.

### **8.1 Plan-Gewinn- und Verlustrechnung**

Die Umsatzerlöse der EHWBG setzen sich aus Umsatzerlösen aus Hausbewirtschaftung, dem Verkauf von Grundstücken, der Betreuung sowie anderen Lieferung und Leistungen zusammen.

Die *Umsatzerlöse aus Hausbewirtschaftung* fassen die Sollmieten der eigenen, gepachteten und geleasten Bestände der EHWBG inklusive Stellplätze und Garagen, die zugehörigen Umlagen und Gebühren, Mietzuschüsse sowie die Erlösschmälerungen zusammen. Der durchschnittliche jährliche Anstieg der Sollmieten von rd. 1,8% p.a. wird neben laufenden Anpassungen der Mieten im freifinanzierten Bestand an die Marktmiete insbe-

sondere durch den Auslauf der Bindung der öffentlich geförderten Bestände verursacht. Nach Auslauf der Mietpreisbindung wird die Miete der bisher öffentlich geförderten Wohnungen, die 2003 bei durchschnittlich 3,36 €/m<sup>2</sup> lag, unter Beachtung der Kappungsgrenze an die Marktmiete, die im Jahr 2003 laut Mietspiegel der Stadt Engelhausen 4,97 €/m<sup>2</sup> für mittlere Wohnlagen betrug, angepasst. Die Umlagen und Gebühren umfassen die abgerechneten Heiz- und Warmwasserkosten sowie andere Betriebskosten inklusive der umlagefähigen Grundsteuer des jeweiligen Vorjahres. Aufgrund der zu erwartenden weiteren Steigerung der Energiekosten steigen hierbei die Heiz- und Warmwasserkosten überproportional im Verhältnis zur allgemeinen Preisentwicklung, so dass die Umlagen und Gebühren mit durchschnittlich 3,9% p.a. stärker ansteigen als die Sollmieten. Die Mietzuschüsse umfassen sowohl die laufenden als auch die vorfällig geleisteten Mietzuschüsse. Im Jahr 2003 wurden die durch Zuschüsse geförderten Wohnungen mit durchschnittlich 1,38 €/m<sup>2</sup> gefördert. Die Mietzuschüsse sind im Planungszeitraum aufgrund auslaufender Förderungen einerseits und sukzessive zu reduzierender Zuschüsse rückläufig und werden letztmalig 2015 gezahlt. Die Erlösschmälerungen resultieren aus fluktuations- und modernisierungsbedingtem Leerstand. Bei der fluktuationsbedingten Erlösschmälerung in Höhe von rd. 3% der Sollmiete wird von einer regelmäßigen Fluktuation von 12% und einem durchschnittlichen Leerstand von 3 Monaten bis zur Neuvermietung einer Wohnung ausgegangen. Die modernisierungsbedingte Erlösschmälerung resultiert aus der angenommenen Geltendmachung von Mietminderungen in Höhe von 10% einer Jahresmiete und schwankt in Abhängigkeit vom im jeweiligen Jahr in Modernisierung befindlichen Wohnungsbestand.

Die *Umsatzerlöse aus dem Verkauf von Grundstücken* beinhalten die Verkaufserlöse der 304 im Bau befindlichen Eigentumswohnungen in Höhe von insgesamt rd. 119 Mio. €, davon sollen 219 Eigentumswohnungen in den Jahren 2004 bis 2007 verkauft werden. Die Erlösrealisierung erfolgt nach dem Verkauf und dem Übergang von Nutzen und Lasten auf den Erwerber. Der Verkauf aller Eigentumswohnungen aus den 5 Teilprojekten soll bis Ende 2007 plangemäß abgeschlossen sein.

	01 a	02 a	03 a	04 e	05 e	06 e	07 e
<b>Absatz:</b>							
Projekt 1	7 WE	23 WE	15 WE	15 WE	15 WE	0 WE	0 WE
Projekt 2	0 WE	0 WE	6 WE	16 WE	17 WE	17 WE	0 WE
Projekt 3	0 WE	7 WE	10 WE	9 WE	8 WE	0 WE	0 WE
Projekt 4	0 WE	0 WE	17 WE	16 WE	17 WE	6 WE	0 WE
Projekt 5	0 WE	0 WE	0 WE	35 WE	25 WE	15 WE	8 WE
Absatz	7 WE	30 WE	48 WE	91 WE	82 WE	38 WE	8 WE
<b>Umsatz:</b>							
Projekt 1	0,0	0,0	15.781,5	5.260,5	5.260,5	0,0	0,0
Projekt 2	0,0	0,0	0,0	13.175,8	10.181,3	10.181,3	0,0
Projekt 3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	13.151,2	0,0
Projekt 4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	23.704,8	0,0
Projekt 5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	23.978,7
Umsatzerlöse	0,0	0,0	15.781,5	18.436,3	15.441,8	47.037,3	23.978,7

Tabelle 6.13: Absatz- und Umsatzplanung Bauträger

Die *Umsatzerlöse aus Betreuung* resultieren aus der Objektbetreuung der 1.319 Wohneinheiten für Fremde Dritte. Im Durchschnitt wurden dabei im Jahr 2003 304 € je Wohneinheit erlöst. In der Planung resultiert die Steigerung der Umsatzerlöse aus Betreuung einerseits aus dem Zugang der noch fertig zu stellenden 219 Eigentumswohnungen im Rahmen der Wohnungseigentumswohnungsverwaltung sowie andererseits aus der angenommenen jährlichen Erhöhung der Erlöse je verwalteter Wohneinheit um rd. 2,5% p.a.

Bei den *Umsatzerlösen aus anderen Lieferung und Leistungen* handelt es sich um die Abrechnung sonstiger Dienstleistungen, die von Fremddienstleistern erbracht werden und an die Mieter mit einem Gewinnzuschlag von 25% weiterberechnet werden. Vereinfachend wurde hier eine lineare Steigerung von 3% p.a. angenommen.

Die *Bestandsveränderungen* setzen sich aus Bestandsveränderungen aus der Hausbewirtschaftung und dem Verkauf von Grundstücken zusammen. Bei den Bestandsveränderungen aus der Hausbewirtschaftung sind tendenziell geringfügige Bestandserhöhungen zu beobachten, die daraus resultierenden, dass aufgrund von allgemeinen Preissteigerungen die Betriebskosten des laufenden Jahres, die als Bestandserhöhung eingehen, höher sind als die Betriebskosten des Vorjahres, die im Folgejahr abgerechnet werden und deshalb als Bestandserhöhung eingehen. Die außerordentliche Bestandserhöhung im Jahr 2002 resultierte im Wesentlichen aus der Erhöhung des eigenen Bestandes um 28 Wohneinheiten. Bei den Bestandsveränderungen aus dem Verkauf von Grundstücken handelt es sich um die Veränderung des Bestandes an Bauvorbereitungskosten, an Grundstücken mit unfertigen Bauten sowie an unfertigen Leistungen. Hierbei werden sowohl die Herstellungskosten als auch die Zinsen der Bauzeitzwischenfinanzierung akti-

viert. Die bis 2004 rückläufige Bestandserhöhung und die danach geplante Bestandsminde rung spiegelt den zeitlich verschobenen Erstellungs- und Verkaufszyklus der fünf Teilprojekte wider, der im Jahr 2007 plangemäß abgeschlossen werden soll.

Bei den *anderen aktivierten Eigenleistungen* handelt es sich um Eigenleistungen der EWBG, die im Rahmen von Modernisierungstätigkeiten erbracht wurden und bei Grundstücken und grundstücksgleichen Rechten mit Wohnbauten aktiviert wurden.

Die *sonstigen betrieblichen Erträge* setzen sich aus der Gewährung von Investitionszuschüssen für Energieeinsparmaßnahmen, Valutierung von nicht passivierten Aufwendungsdarlehen sowie der Inanspruchnahme der Rückstellung für Bauinstandhaltung zusammen. Die in den Jahren 2003, 2005, 2007, 2013, 2015 und 2017 gewährten Investitionszuschüsse haben einen erheblichen Einfluss auf die starken Schwankungen der sonstigen betrieblichen Erträge. Auflösungen von Rückstellung für Bauinstandhaltung und für Gewährleistungen wurden in der Planung nicht angenommen.

Die *Gesamterlöse* werden in den Jahren 2001 bis 2007 in erheblichem Umfang durch das geplante Bauträgergeschäft beeinflusst. In den folgenden Jahren ab 2008 resultieren mehr als 90% der Erlöse der EHWBG aus der Hausbewirtschaftung.

Die *Aufwendungen für bezogene Lieferung und Leistungen* umfassen die Aufwendungen aus Hausbewirtschaftung, Aufwendungen für Verkaufsgrundstücke, aus Betreuung sowie aus anderen Lieferung und Leistungen.

Der *Aufwand aus Hausbewirtschaftung* setzt sich aus den Betriebskosten des eigenen, des gepachteten sowie geleasten Bestandes, den Erbbauzinsen und den Pachtraten zusammen. Darüber hinaus werden die Instandhaltungskosten für den eigenen und gepachteten Bestand als Aufwand aus Hausbewirtschaftung berücksichtigt.

Der Aufwand aus Verkaufsgrundstücken besteht aus den Anschaffungskosten der zur Bebauung notwendigen Grundstücke inklusive der Anschaffungsnebenkosten, den Bauvorbereitungskosten sowie den Herstellungskosten der Gebäude. Der Aufwand aus Verkaufsgrundstücken setzt sich wie folgt zusammen:

	01 a	02 a	03 a	04 e	05 e	06 e	07 e	$\Sigma$
Grundstücke	11.252,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	11.252,5
Bauvorbereitungskosten	254,1	59,7	125,7	69,4	0,0	0,0	0,0	508,9
Herstellungskosten	1.650,0	10.406,0	18.202,8	13.332,0	11.424,6	13.657,6	8.217,0	76.890,0
<b>Aufwendungen aus Verkauf v. Grundstücken</b>	<b>13.156,6</b>	<b>10.465,7</b>	<b>18.328,5</b>	<b>13.401,4</b>	<b>11.424,6</b>	<b>13.657,6</b>	<b>8.217,0</b>	<b>88.651,4</b>

Tabelle 6.14: Aufwendungen aus dem Verkauf von Grundstücken

Im Rahmen der Objektbetreuung werden Fremdleistungen in Anspruch genommen, die in der Planung pauschal mit 25% der Umsatzerlöse aus Betreuung angenommen wurden und als *Aufwand aus Betreuung* verbucht werden.

Der *Aufwand aus sonstigen Lieferung und Leistungen* resultiert aus der Abrechnung der Leistungen der Fremddienstleister, die als sonstige Leistungen an die Mieter weiterberechnet werden.

Der *Personalaufwand* setzt sich aus Löhnen und Gehältern sowie aus sozialen Abgaben, in erster Linie dem Arbeitgeberbeitrag zur Sozialversicherung, zusammen. Für die Zukunft plant die Gesellschaft eine jährliche Lohn- und Gehaltssteigerung von 2,5% p.a. und soziale Abgaben in Höhe von 18% im Verhältnis zur Lohn- und Gehaltssumme. Weiterhin wird davon ausgegangen, dass die Leistungsprozesse und damit die Arbeitseffizienz gleich bleiben, so dass in der Planung unterstellt wird, dass insbesondere aufgrund des leicht zunehmenden Objektbetreuungsgeschäfts die 97 Mitarbeiter zum 31. Dezember 2003 auf 102 Mitarbeiter sukzessive im Jahr 2007 aufgestockt werden. In den folgenden Planjahren wird aufgrund einer unveränderten Anzahl von Wohnungen davon ausgegangen, dass 102 Mitarbeiter ausreichend sind, um die ordnungsgemäße Bewirtschaftung sicherzustellen. Die EHWBG hat gegenüber ihren Mitarbeitern keine Zusagen für Altersversorgung und Unterstützung gegeben.

Zur Bestimmung der planmäßigen *Abschreibungen* auf das Anlagevermögen wurde für Gebäude grundsätzlich eine Nutzungsdauer von 50 Jahren, für technischen Anlagen und Maschinen eine Nutzungsdauer von 8 Jahren, für Betriebs- und Geschäftsausstattung eine Nutzungsdauer von 4 Jahren angenommen. Die Abschreibung erfolgt linear. Nachträgliche Modernisierungsmaßnahmen werden auf die Restnutzungsdauer des jeweiligen Gebäudes verteilt. Geringwerte Wirtschaftsgüter werden im Jahr der Anschaffung voll abgeschrieben.

Die *sonstigen betrieblichen Aufwendungen* betreffen im Wesentlichen Sachkosten der Verwaltung, Tilgung von nicht passivierten Aufwendungsdarlehen, die Zuführung zu Rückstellungen aus Gewährleistungen, die Zuführung zu Rückstellungen für Bauinstandhaltungen sowie die Miete für das Verwaltungsgebäude der EHWBG.

Die *sonstigen Zinsen und ähnlichen Erträge* resultieren aus Zinserträgen des EHWBG-Fonds, in dem überschüssige Mittel in festverzinslichen Rentenpapieren angelegt werden, und der Verzinsung der liquiden Mittel. Für den EHWBG-Fonds wird von einer Verzinsung von 5,5% p.a. und für die Liquiden Mittel von einer Verzinsung von 2,5% p.a. jeweils bezogen auf den Durchschnittsbestand ausgegangen. Aufgrund der Thesaurierung von nicht ausgeschütteten Mitteln ist von einer sukzessiven Erhöhung der im EHWBG-Fonds angelegten Mittel auszugehen mit entsprechender Wirkung auf den Zinsertrag.

Die *Zinsen und ähnlichen Aufwendungen* resultieren aus Zinsaufwendungen aus Unternehmens-, freifinanzierter und geförderter Objektfinanzierung und Bauzwischenfinanzierung sowie der Abschreibung von aktivierte Disagien. Die Zinsaufwendungen nehmen aufgrund der plangemäßen Tilgung der Objektfinanzierungen sukzessive ab.

Die *sonstigen Steuern* resultieren ausschließlich aus Grundsteuern für die vermieteten Gebäude, die entsprechend auf die Mieter im Rahmen der Umlagenabrechnung umgelegt wird.

Die *Steuern vom Einkommen und Ertrag* umfassen Gewerbeertrag- und Körperschaftsteuer sowie den Solidaritätszuschlag. Die EHWBG verfügt über gewerbe- und körperschaftsteuerliche Verlustvorträge, so dass eine reguläre Gewerbeertragzahlung erst ab dem Jahr 2015 und eine reguläre Körperschaftsteuerzahlung erst ab 2018 eintritt. Zu berücksichtigen ist weiterhin, dass der Gewerbeertrag bzw. das zu versteuernde Einkommen insbesondere aufgrund steuerlicher Mehrabschreibungen in Höhe von rd. 4,2 Mio. € abweicht. Hierdurch entstehen in den ersten Planjahren bis 2013 trotz handelsbilanzieller Gewinne steuerbilanzielle Verluste. Aufgrund der steuerlichen Eigenkapitalstruktur der Gesellschaft liegt bis zum Eintritt von steuerbilanziellen Gewinnen lediglich unversteuertes EK 02 vor, welches bei Ausschüttungen als verwendet gilt und zu einer Nachbesteuerung in Höhe von 3/7 des ausgeschütteten Betrages führt. Hierdurch kommt es trotz vorliegender steuerbilanzieller Verlustvorträge zu Körperschaftsteuern.

	01 a	02 a	03 a	04 e	05 e	06 e	07 e	08 e	09 e	10 e
1. Umsatzerlöse										
a) aus der Hausbewirtschaftung	20.775,5	21.315,7	21.906,5	22.433,4	22.976,7	23.215,5	23.505,1	23.795,8	23.881,8	24.181,2
b) aus Verkauf von Grundstücken	0,0	0,0	15.781,5	18.436,3	15.441,8	47.037,3	23.978,7	0,0	0,0	0,0
c) aus Betreuung	326,7	342,1	363,4	403,2	448,6	505,3	562,1	614,1	662,7	707,6
d) aus anderen Lieferung und Leistungen	345,6	356,0	366,7	377,7	389,0	400,7	412,7	425,1	437,9	451,0
	<b>21.447,8</b>	<b>22.013,8</b>	<b>38.418,1</b>	<b>41.650,6</b>	<b>39.256,1</b>	<b>71.158,8</b>	<b>48.458,6</b>	<b>24.835,0</b>	<b>24.982,4</b>	<b>25.339,8</b>
2. Bestandsveränderungen										
a) aus der Hausbewirtschaftung	88,7	252,9	238,1	224,4	249,2	122,1	125,5	111,8	120,0	159,4
b) aus Verkauf von Grundstücken	12.499,0	11.628,9	20.574,7	15.270,0	9.114,8	-30.954,2	-19.903,6	0,0	0,0	0,0
	<b>12.587,7</b>	<b>11.881,8</b>	<b>20.812,8</b>	<b>15.494,4</b>	<b>-8.865,6</b>	<b>-30.832,1</b>	<b>-19.778,1</b>	<b>111,8</b>	<b>120,0</b>	<b>159,4</b>
3. Andere aktivierte Eigenleistungen	120,9	125,3	132,1	65,1	65,9	65,6	65	64,4	64,1	64
4. Sonstige betriebliche Erträge	467,6	465,6	2.021,4	1.120,7	5.132,0	5.187,7	8.818,8	5.587,8	5.039,5	4.386,1
<b>Gesamterlöse</b>	<b>34.624,0</b>	<b>34.486,5</b>	<b>61.384,4</b>	<b>58.330,8</b>	<b>35.588,4</b>	<b>45.580,0</b>	<b>37.564,3</b>	<b>30.599,0</b>	<b>30.206,0</b>	<b>29.949,3</b>
5. Aufwendungen für bezogene Leistungen										
a) aus der Hausbewirtschaftung	10.601,3	11.044,6	11.541,0	10.726,6	11.018,2	11.222,6	11.379,0	11.568,2	11.766,1	12.006,7
b) aus Verkauf v. Grundstücken	13.896,5	10.453,7	18.303,3	13.387,5	11.424,6	13.657,6	8.217,0	0,0	0,0	0,0
c) aus Betreuung	81,7	85,5	90,9	100,8	112,2	126,3	140,5	153,5	165,7	176,9
d) aus anderen Lieferung und Leistungen	224,6	231,4	238,4	245,5	252,9	260,5	268,3	276,3	284,6	293,2
	<b>24.804,1</b>	<b>21.815,2</b>	<b>30.173,6</b>	<b>24.460,4</b>	<b>22.807,9</b>	<b>25.267,0</b>	<b>20.004,8</b>	<b>11.998,0</b>	<b>12.216,4</b>	<b>12.476,8</b>
<b>Rohergebnis</b>	<b>9.819,9</b>	<b>12.671,3</b>	<b>31.210,8</b>	<b>33.870,4</b>	<b>12.780,5</b>	<b>20.313,0</b>	<b>17.559,5</b>	<b>18.601,0</b>	<b>17.989,6</b>	<b>17.472,5</b>
6. Personalaufwand	1.228,4	1.254,9	1.281,5	1.308,0	1.334,9	1.363,3	1.391,6	1.420,6	1.451,0	1.481,8
7. Abschreibungen	3.100,5	3.224,3	3.354,9	3.380,5	3.566,4	3.521,0	3.563,2	3.415,2	3.214,2	3.022,0
8. Sonstige betriebliche Aufwendungen	2.714,1	2.764,9	4.083,0	4.446,3	4.420,3	7.501,1	5.867,3	4.075,8	4.325,0	4.422,3
11. Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	1.685,2	1.685,2	1.287,0	1.288,1	1.329,9	709,4	679,9	571,7	803,4	1.018,6
13. Zinsen und ähnliche Aufwendungen	3.749,1	4.427,3	5.308,6	6.044,1	5.244,2	3.625,2	2.469,7	1.977,0	1.871,6	1.758,9
	<b>713,0</b>	<b>2.685,1</b>	<b>18.469,8</b>	<b>19.979,6</b>	<b>-455,4</b>	<b>5.011,8</b>	<b>4.947,6</b>	<b>8.284,1</b>	<b>7.931,2</b>	<b>7.806,1</b>
18. Steuern vom Einkommen und Ertrag	3.165,0	3.165,0	2.176,7	3.476,9	0,0	0,0	2.795,4	2.284,8	2.129,6	1.992,8
19. Sonstige Steuern	672,4	672,1	681,6	658,8	685,5	636,7	629,9	581,0	537,7	499,9
<b>20. Jahresüberschuss/-fehlbetrag</b>	<b>-3.124,4</b>	<b>-1.152,0</b>	<b>15.611,5</b>	<b>15.843,9</b>	<b>-1.140,9</b>	<b>4.375,1</b>	<b>1.522,3</b>	<b>5.418,3</b>	<b>5.263,9</b>	<b>5.313,4</b>
21. Gewinn-/Verlustvortrag aus dem Vorjahr										
22. Entnahme aus der Kapitalrücklage										
23. Entnahme aus der Gewinnrücklage	6.959,4	4.987,0	0,0	0,0	8.140,9	2.624,9	2.682,3	0,0	0,0	97,3
24. Einstellung in Gewinnrücklagen	0,0	0,0	-8.611,5	-8.843,9	0,0	0,0	0,0	-472,9	-70,8	0,0
<b>25. Bilanzgewinn</b>	<b>3.835,0</b>	<b>3.835,0</b>	<b>7.000,0</b>	<b>7.000,0</b>	<b>7.000,0</b>	<b>7.000,0</b>	<b>4.204,6</b>	<b>4.945,4</b>	<b>5.193,1</b>	<b>5.410,7</b>

Tabelle 6.15: Gewinn- und Verlustrechnung 2001 bis 2010

	11 e	12 e	13 e	14 e	15 e	16 e	17 e	18 e	19 e	20 e	21 e ff.
1. Umsatzerlöse											
a) aus der Hausbewirtschaftung	24.409,0	24.844,2	25.834,2	26.723,1	27.965,2	28.899,7	29.898,6	30.896,9	31.840,7	32.758,4	32.758,4
b) aus Verkauf von Grundstücken	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
c) aus Betreuung	748,3	784,8	800,0	815,2	831,8	849,3	866,8	884,3	901,7	919,2	919,2
d) aus anderen Lieferung und Leistungen	464,5	478,4	492,8	507,6	522,8	538,5	554,7	571,3	588,4	606,1	606,1
	<b>25.621,8</b>	<b>26.107,4</b>	<b>27.127,0</b>	<b>28.045,9</b>	<b>29.319,8</b>	<b>30.287,5</b>	<b>31.320,1</b>	<b>32.352,5</b>	<b>33.330,8</b>	<b>34.283,7</b>	<b>34.283,7</b>
2. Bestandsveränderungen											
a) aus der Hausbewirtschaftung	199,8	213,4	384,0	369,9	431,6	424,9	470,7	479,8	410,1	528,8	528,8
b) aus Verkauf von Grundstücken	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	<b>199,8</b>	<b>213,4</b>	<b>384,0</b>	<b>369,9</b>	<b>431,6</b>	<b>424,9</b>	<b>470,7</b>	<b>479,8</b>	<b>410,1</b>	<b>528,8</b>	<b>528,8</b>
3. Andere aktivierte Eigenleistungen	64,1	64,3	65,6	66,9	68,3	69,7	71,1	72,5	73,2	74,7	74,7
4. Sonstige betriebliche Erträge	3.783,5	3.349,6	2.304,7	112,6	1.881,6	67,9	998,5	21,3	250,1	0,0	0,0
<b>Gesamterlöse</b>	<b>29.669,2</b>	<b>29.734,7</b>	<b>29.881,3</b>	<b>28.595,3</b>	<b>31.701,3</b>	<b>30.850,0</b>	<b>32.860,4</b>	<b>32.926,1</b>	<b>34.064,2</b>	<b>34.887,2</b>	<b>34.887,2</b>
5. Aufwendungen für bezogene Leistungen											
a) aus der Hausbewirtschaftung	12.290,1	12.589,1	13.038,9	12.567,4	13.076,1	13.613,1	14.178,5	14.774,6	15.275,4	15.924,2	6.440,5
b) aus Verkauf v. Grundstücken	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
c) aus Betreuung	187,1	196,2	200,0	203,8	208,0	212,3	216,7	221,1	225,4	229,8	229,8
d) aus anderen Lieferung und Leistungen	301,9	311,0	320,3	329,9	339,8	350,0	360,6	371,3	382,5	394,0	394,0
	<b>12.779,1</b>	<b>13.096,3</b>	<b>13.559,2</b>	<b>13.101,1</b>	<b>13.623,9</b>	<b>14.175,4</b>	<b>14.755,8</b>	<b>15.367,0</b>	<b>15.883,3</b>	<b>16.548,0</b>	<b>7.064,3</b>
<b>Rohergebnis</b>	<b>16.890,1</b>	<b>16.638,4</b>	<b>16.322,1</b>	<b>15.494,2</b>	<b>18.077,4</b>	<b>16.674,6</b>	<b>18.104,6</b>	<b>17.559,1</b>	<b>18.180,9</b>	<b>18.339,2</b>	<b>27.822,9</b>
6. Personalaufwand	1.512,6	1.544,9	1.577,4	1.610,3	1.645,0	1.679,7	1.714,8	1.751,2	1.788,1	1.825,2	1.825,2
7. Abschreibungen	2.658,1	2.683,4	2.768,2	2.714,9	2.774,0	2.738,0	2.769,4	2.756,0	2.768,9	2.779,2	2.779,2
8. Sonstige betriebliche Aufwendungen	4.373,2	4.345,1	3.962,9	3.852,2	3.741,8	3.811,9	3.881,6	3.972,4	3.926,0	3.842,1	3.413,4
11. Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	1.185,4	1.307,2	1.373,8	1.307,5	1.194,1	1.241,5	1.191,7	1.045,8	858,6	783,3	783,3
13. Zinsen und ähnliche Aufwendungen	1.639,1	1.518,1	1.528,4	1.537,5	1.546,0	1.561,0	1.452,0	1.292,0	1.080,6	877,1	855,4
	<b>7.692,5</b>	<b>7.854,1</b>	<b>7.859,0</b>	<b>7.086,8</b>	<b>9.564,7</b>	<b>8.125,5</b>	<b>9.478,5</b>	<b>8.833,3</b>	<b>9.475,9</b>	<b>9.798,9</b>	<b>19.732,1</b>
14. Ergebnis der gewöhnlicher Geschäftstätigkeit	<b>2.146,7</b>	<b>2.199,0</b>	<b>2.000,9</b>	<b>2.170,2</b>	<b>1.723,4</b>	<b>2.537,0</b>	<b>2.705,2</b>	<b>2.735,1</b>	<b>2.539,6</b>	<b>2.604,3</b>	<b>6.314,0</b>
18. Steuern vom Einkommen und Ertrag	466,8	438,5	465,5	450,9	470,5	456,0	459,8	445,2	430,7	416,1	416,1
<b>20. Jahresüberschuss/-fehlbetrag</b>	<b>5.079,0</b>	<b>5.216,6</b>	<b>5.392,6</b>	<b>4.465,7</b>	<b>7.370,8</b>	<b>5.132,5</b>	<b>6.313,5</b>	<b>5.653,0</b>	<b>6.505,6</b>	<b>6.778,5</b>	<b>13.002,0</b>
21. Gewinn-/Verlustvortrag aus dem Vorjahr											
22. Entnahme aus der Kapitalrücklage											
23. Entnahme aus der Gewinnrücklage	461,1	548,4	809,4	1.360,1	0,0	1.105,7	533,5	944,6	494,4	221,5	0,0
24. Einstellung in Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	-533,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>25. Bilanzgewinn</b>	<b>5.540,1</b>	<b>5.765,0</b>	<b>6.202,0</b>	<b>5.825,8</b>	<b>6.837,0</b>	<b>6.238,2</b>	<b>6.847,0</b>	<b>6.597,6</b>	<b>7.000,0</b>	<b>7.000,0</b>	<b>13.002,0</b>

Tabelle 6.16: Gewinn- und Verlustrechnung 2011–2020

## 8.2 Plan-Bilanz

Das *Sachanlagevermögen* besteht aus Grundstücken und grundstücksgleichen Rechten, Grundstücken mit Erbbaurechten Dritter sowie Technischen Anlagen und Maschinen sowie Betriebs- und Geschäftsausstattung.

Bei den *Grundstücken und grundstücksgleichen Rechten* handelt es sich um eigene Gebäude auf eigenen Grundstücken. Zum 31. Dezember 2003 hatte die EHWBG einen Bestand von 3.547 Wohneinheiten mit einer Wohnfläche von 206.450 m<sup>2</sup> und einer Grundfläche von 217.453 m<sup>2</sup>. Hierbei handelt es sich um 1.371 öffentlich geförderte Wohnungen, die einer Miet- und Belegungsbindung unterliegen, und 2.176 freifinanzierte Wohneinheiten. Darüber hinaus kommt es zu Aktivierungen aufgrund von Modernisierungsmaßnahmen zur Verbesserung des Bestandes. Durchschnittlich 60% der Modernisierungsinvestitionen betreffen Energieeinsparmaßnahmen.

Jahr	Anfangs jahr	End jahr	WE	WFL	Modernisierung		davon Energieeinsparung	
					T€	€/m <sup>2</sup>	T€	€/m <sup>2</sup>
2005	1963	1966	621 WE	32.573 m <sup>2</sup>	10.065,0	309 €/m <sup>2</sup>	6.039,0	185 €/m <sup>2</sup>
2007	1967	1969	495 WE	26.394 m <sup>2</sup>	8.400,5	318 €/m <sup>2</sup>	5.040,3	191 €/m <sup>2</sup>
2013	1970	1973	333 WE	20.417 m <sup>2</sup>	6.982,6	342 €/m <sup>2</sup>	4.189,6	205 €/m <sup>2</sup>
2015	1974	1976	259 WE	16.275 m <sup>2</sup>	5.733,0	352 €/m <sup>2</sup>	3.439,8	211 €/m <sup>2</sup>
2017	1977	1979	132 WE	8.478 m <sup>2</sup>	3.076,1	363 €/m <sup>2</sup>	1.845,7	218 €/m <sup>2</sup>
<b>Σ</b>			<b>1.840 WE</b>	<b>104.137 m<sup>2</sup></b>				

Tabelle 6.17: Modernisierungsinvestitionen

Mit einem umfassenden Modernisierungsprogramm wurde 2003 begonnen. Bisher wurden 365 Wohneinheiten aus den Jahren 1959 bis 1962 modernisiert. Bis 2017 sollen weitere 1.840 Wohneinheiten aus den Jahren 1963 bis 1979 modernisiert werden. Im Rahmen des Modernisierungsprogramms werden die Fassaden mit Wärmedämmverbundsystemen ausgestattet, Keller- und Dachdecken gedämmt sowie die Heizungsanpassung aufgrund des niedrigeren Wärmebedarfs durchgeführt.

Bei den *Grundstücken mit Erbbaurechten Dritter* handelt es sich um einen Bestand von 1.481 Wohneinheiten mit einer Wohnfläche von 77.919 m<sup>2</sup>, die in den Jahren 1959 bis 1969 auf 90.879 m<sup>2</sup> Grundstücksbesitz der Stadt Engelhausen errichtet wurden. Aufgrund eines durchschnittlichen Alters von 38 Jahren sind die ursprünglichen Anschaffungs- und Herstellungskosten von 30.659,3 T€ bereits zum 31. Dezember 2003 auf 10.548,2 T€ abgeschrieben. Die Gebäude waren ursprünglich öffentlich gefördert, sind aber in der Zwischenzeit aus der Bindung ausgelaufen.

Bei den *Technischen Anlagen und Maschinen* sowie der *Betriebs- und Geschäftsausstattung* handelt es sich um wohnungsbauübliche Ausstattungen zur Bewirtschaftung des eigenen und fremden Bestandes.

Bei den *Finanzanlagen* handelt es sich um den EHWBG Fonds, in dem überschüssige liquide Mittel langfristig in Rentenpapieren angelegt werden. Der Fonds wird durch die Hausbank der EHWBG verwaltet. Die geplante Zunahme des Fondsvolumens resultiert in erster Linie aus der geplanten Dividendenpolitik, nach der lediglich 4% des Stammkapitals an die beiden Gesellschafter der EHWBG ausgeschüttet werden. Im Jahr 2018 kommt es plangemäß zu einer Ausschüttung der im Fonds angelegten Mittel, um den zu leistenden Kaufpreis von 78.242,8 T€ (497 €/m<sup>2</sup>) für den Erwerb der 2.500 Wohneinheiten aus der Objektgesellschaft zu finanzieren.

Die Bilanzposition *Zum Verkauf bestimmte Grundstücke und andere Vorräte* umfasst einerseits Grundstücke ohne Bauten, Bauvorbereitungskosten, Grundstücke mit unfertigen sowie fertigen Bauten aus dem Bauträgergeschäft und andererseits unfertige Leistungen, die aus gegenüber Mietern abzurechnenden Betriebskosten resultieren.

Die *unfertigen Leistungen* nehmen im Jahr 2002 aufgrund der Erhöhung des eigenen Bestandes um 58 Wohneinheiten zu. Die weiteren Zunahmen der unfertigen Leistungen resultieren aus den erwarteten Preiserhöhungen der Betriebskosten von durchschnittlich 4 % p.a.

Die Positionen *Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände* steigen geschäftsvolumenbedingt leicht an. In den Jahren 2004 bis 2007 kommt es aufgrund des Bauträgergeschäftes zu außerordentlichen Einflüssen auf diese Bilanzpositionen, die jedoch mit Beendigung des Bauträgergeschäftes im Jahr 2007 abgeschlossen sind.

Als *Liquidität* werden das Guthaben bei Kreditinstituten und das Barvermögen zusammengefasst, welches betriebsnotwendig ist. In der Planung wurde dabei ein Liquiditätsgrad I von 1 angenommen, d.h. dass die kurzfristigen Verbindlichkeiten aus Vermietung, Betreuung, Lieferung und Leistung sowie sonstige Verbindlichkeiten durch Liquidität gedeckt sind.

Die *aktiven Rechnungsabgrenzungsposten* setzen sich im Wesentlichen aus aktivierten Geldbeschaffungskosten zusammen und nehmen infolge der Abschreibungen der Geldbeschaffungskosten sukzessive ab.

	01 a	02 a	03 a	04 e	05 e	06 e	07 e	08 e	09 e	10 e
A. Anlagevermögen										
I. Sachanlagen										
1. Grundstücke u. grundstücksgleiche Rechte	105.167,4	105.727,0	103.370,4	100.273,8	96.200,0	88.959,7	81.017,9	73.900,5	67.669,1	62.266,1
2. Grundstücke mit Erbbaurechten Dritter	6.894,4	6.294,2	10.222,8	9.530,2	18.043,8	17.163,3	23.966,4	22.927,5	21.955,2	21.043,1
3. Technische Anlagen und Maschinen	169,8	196,3	277,2	347,8	386,8	505,0	507,5	425,6	357,2	301,5
4. Betriebs-und Geschäftsausstattung	63,6	76,0	112,8	141,4	151,5	199,1	195,5	152,9	117,5	105,9
	112.295,2	112.293,5	113.983,2	110.293,2	114.782,1	106.827,1	105.687,3	97.406,5	90.099,0	83.716,6
II. Finanzanlagen	30.000,0	22.775,7	22.775,7	23.524,7	12.223,1	11.692,5	9.713,9	13.928,8	17.843,1	20.874,5
B. Umlaufvermögen										
I. Zum Verkauf bestimmte Grundstücke und andere Vorräte										
1. Grundstücke ohne Bauten	8.132,9	5.712,4	4.694,7	1.781,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2. Bauvorbereitungskosten	108,9	47,7	100,5	55,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
3. Grundstücke mit unfertigen Bauten	4.257,2	18.367,8	19.284,7	10.309,5	13.845,2	10.094,8	0,0	0,0	0,0	0,0
4. Grundstücke mit fertigen Bauten	0,0	0,0	20.622,7	47.826,5	37.012,6	9.808,8	0,0	0,0	0,0	0,0
5. Unfertige Leistungen	4.088,7	4.341,6	4.579,7	4.804,1	5.053,3	5.175,4	5.300,9	5.412,7	5.532,7	5.692,1
6. Andere Vorräte	415,5	426,3	438,1	448,7	459,5	464,3	470,1	475,9	477,6	483,6
	17.003,2	28.895,8	49.720,4	65.225,4	56.370,6	25.543,3	5.771,0	5.888,6	6.010,3	6.175,7
II. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände										
1. Forderungen aus Vermietung	51,9	53,3	54,8	56,1	57,4	58,0	58,8	59,5	59,7	60,5
2. Forderungen aus Verkauf v. Grundstücken	0,0	0,0	54,8	715,5	1.873,8	3.276,3	3.004,3	2.632,6	2.346,2	2.005,8
3. Forderungen aus Betreuungstätigkeit	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	0,8	0,9	0,9	1,0
4. Forderungen aus anderen Lieferungen und Leistung	7,4	147,4	351,5	502,2	495,6	518,8	332,4	0,7	0,7	0,8
5. Sonstige Vermögensgegenstände	107,2	110,1	192,1	208,3	196,3	3.832,7	242,3	124,2	124,9	126,7
	167,0	311,3	653,7	1.482,7	2.623,7	7.686,5	3.638,6	2.817,9	2.532,4	2.194,8
III. Liquide Mittel	2.345,0	2.288,4	2.359,6	2.398,0	2.471,0	2.456,6	2.495,2	2.485,8	2.476,8	2.487,6
C. Aktiver Rechnungsabgrenzungsposten	19.515,2	31.495,5	52.733,7	69.106,1	61.465,3	35.686,4	11.904,8	11.192,3	11.019,5	10.858,1
Bilanzsumme	820,3	772,1	724,3	679,1	636,4	594,1	552,9	511,7	470,5	429,3
	162.630,7	167.336,8	190.216,9	203.603,1	189.106,9	154.800,1	127.858,9	123.039,3	119.432,1	115.878,5

Tabelle 6.18: Aktiva 2001–2010

	11 e	12 e	13 e	14 e	15 e	16 e	17 e	18 e	19 e	20 e	21 eff.
A. Anlagevermögen											
I. Sachanlagen											
1. Grundstücke u. grundstücksgleiche Rechte	57.640,1	53.696,7	58.920,0	57.159,9	61.017,3	59.140,9	60.278,2	58.338,5	56.350,8	54.363,7	54.363,7
2. Grundstücke mit Erbbaurechten Dritter	20.166,2	19.381,9	18.659,2	17.998,2	17.403,2	16.854,8	16.347,8	15.865,1	15.428,0	14.990,9	14.990,9
3. Technische Anlagen und Maschinen	285,3	291,6	300,6	310,8	322,5	334,4	346,3	358,5	371,7	385,2	385,2
4. Betriebs-und Geschäftsausstattung	107,2	110,0	113,7	117,8	122,3	126,9	131,3	135,8	140,9	145,9	145,9
	78.198,8	73.480,2	77.993,5	75.586,7	78.865,3	76.457,0	77.103,6	74.697,9	72.291,4	69.885,7	69.885,7
II. Finanzanlagen	23.082,1	24.285,4	23.045,8	20.963,7	21.787,6	20.865,9	18.191,8	14.770,6	13.385,3	11.658,8	11.658,8
B. Umlaufvermögen											
I. Zum Verkauf bestimmte Grundstücke und andere Vorräte											
1. Grundstücke ohne Bauten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2. Bauvorbereitungskosten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
3. Grundstücke mit unfertigen Bauten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
4. Grundstücke mit fertigen Bauten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
5. Unfertige Leistungen	5.891,9	6.105,3	6.489,3	6.859,2	7.290,8	7.715,7	8.186,4	8.666,2	9.076,3	9.605,1	9.605,1
6. Andere Vorräte	488,2	496,9	516,7	534,5	559,3	578,0	598,0	617,9	636,8	655,2	655,2
	6.380,1	6.602,2	7.006,0	7.393,7	7.850,1	8.293,7	8.784,4	9.284,1	9.713,1	10.260,3	10.260,3
II. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände											
1. Forderungen aus Vermietung	61,0	62,1	64,6	66,8	69,9	72,2	74,7	77,2	79,6	81,9	81,9
2. Forderungen aus Verkauf v. Grundstücken	1.676,9	1.401,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
3. Forderungen aus Betreuungstätigkeit	1,0	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3
4. Forderungen aus anderen Lieferungen und Leistung	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0
5. Sonstige Vermögensgegenstände	128,1	130,5	135,6	140,2	146,6	151,4	156,6	161,8	166,7	171,4	171,4
	1.867,8	1.596,4	2.021	2.08,9	2.18,6	2.25,7	233,4	241,2	248,6	255,6	255,6
III. Liquide Mittel	2.513,5	2.538,1	2.666,4	2.736,8	2.881,0	2.940,5	3.021,3	3.081,0	3.141,7	3.199,5	3.200,9
C. Aktiver Rechnungsabgrenzungsposten	10.761,4	10.736,7	9.874,5	10.339,4	10.949,7	11.459,9	12.039,1	12.606,3	13.103,4	13.715,4	13.716,8
Bilanzsumme	389,2	405,8	369,4	448,5	412,9	380,3	347,7	315,3	288,9	267,2	267,2

Tabelle 6.19: Aktiva 2011–2020

Das *Gezeichnete Kapital* der EHWBG beträgt 10 Mio. €.

Die *Gewinnrücklagen* bestehen ausschließlich aus anderen Gewinnrücklagen. Eine satzungsgemäße Rücklage ist nicht vorgesehen. In der Planung ist vorgesehen, dass der nicht zur Bedienung der Dividende erforderliche Jahresüberschuss in die Gewinnrücklage eingestellt wird bzw. die Gewinnrücklage um den Betrag aufgelöst wird, um den der Jahresüberschuss zu gering ist zur Ausschüttung der gewünschten Dividende von 4% p.a.

Der *Bilanzgewinn* stellt die im Folgejahr auszuschüttende Dividende dar. Kommt es zu körperschaftsteuerlichen Ausschüttungsbelastungen aufgrund von EK 02-Ausschüttungen, so wird der Bilanzgewinn um die darauf entfallende Körperschaftsteuer gekürzt.

Die *Rückstellung für Bauinstandhaltung* wird im Pauschalverfahren dotiert und für turnusmäßig durchzuführende Sondermaßnahmen, die nicht aktivierungsfähig sind, aufgelöst.

Da die EHWBG bisher aufgrund steuerbilanzieller Verluste und vorliegender gewerbe- und körperschaftsteuerlicher Verlustvorträge Ertragsteuern nur im Zusammenhang mit EK 02-Ausschüttungen geleistet hat, wird in der Planung ebenfalls davon ausgegangen, dass keine Steuervorauszahlungen zu leisten sind. Somit wird der Ertragsteueraufwand eines Geschäftsjahres in gleicher Höhe als *Steuerrückstellung* behandelt und im Folgejahr aufgelöst.

Die *sonstigen Rückstellungen* beinhalten Rückstellungen für Gewährleistungen für erstellte Bauten. Hierbei wurde von durchschnittlichen Schadensfällen in der Vergangenheit und einer Gewährleistungsfrist von 5 Jahren ausgegangen. Darüber hinaus wurden in geringem Ausmaß übrige Rückstellungen gebildet.

Die *Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten* beinhalten die Unternehmens-, die Objekt- sowie die Bauzeitzwischenfinanzierung. Die am 31. Dezember 2002 noch bestehende Unternehmensfinanzierung in Höhe von 5.662 T€ wurde im Jahr 2003 getilgt. Die Objektfinanzierungen sind erstrangig besichert. Derzeit ist nicht geplant, erneut Mittel zur Unternehmensfinanzierung aufzunehmen. Bedingt durch die Inanspruchnahme der Bauzeitzwischenfinanzierung kommt es in den Jahren 2002 bis 2004 zu einer Erhöhung des Finanzierungsvolumens, das ab 2002 rückläufig ist und Ende 2006 vollständig getilgt sein wird.

Bei den *Verbindlichkeiten gegenüber anderen Kreditgebern* handelt es sich um niedrigverzinsliche Darlehen, die von der Landestreuhandstelle zur öffentlichen Förderung gewährt wurden. Diese Darlehen werden plangemäß bis Ende 2015 getilgt sein.

Die *Erhaltenen Anzahlungen* setzen sich aus Vorauszahlungen für noch nicht abgerechnete Betriebskosten und Heiz- und Warmwasserkosten sowie aus nach § 3 Abs. 2 MaBV zu leistenden Abschlagszahlungen zusammen. Bedingt durch die Einflüsse des Bauträgergeschäftes kommt es bis 2006 zu einer Sonderentwicklung. Ab 2007 beinhalten die Erhaltenen Anzahlungen ausschließlich Vorauszahlungen, die von Mietern geleistet wurden.

Die *Verbindlichkeiten aus Vermietung* bestehen im Wesentlichen aus Guthaben nach Betriebskostenabrechnungen aus laufenden Mietverhältnissen sowie ehemaligen Mietverhältnissen.

Die *Verbindlichkeiten aus Betreuung und Lieferung und Leistung* umfassen hauptsächlich Verbindlichkeiten aus Bauverträgen, Betriebskosten sowie Instandhaltung.

Die *sonstigen Verbindlichkeiten* beinhalten insbesondere Verbindlichkeiten aus Steuern.

Die *passiven Rechnungsabgrenzungsposten* enthalten vorfällig geleistete Zuschüsse, die während der Bindungsfrist ertragswirksam aufgelöst werden.

Die erhaltenen Aufwendungsdarlehen werden unter Nutzung des Wahlrechtes nach § 88 Abs. 3 II. WoBauG nicht passiviert und als sonstige Verpflichtung ausgewiesen.

	01 a	02 a	03 a	04 e	05 e	06 e	07 e	08 e	09 e	10 e
A. Eigenkapital										
1. Stammkapital	10.000,0	10.000,0	10.000,0	10.000,0	10.000,0	10.000,0	10.000,0	10.000,0	10.000,0	10.000,0
2. Gewinnrücklagen	47.417,3	42.430,3	51.041,8	59.885,7	51.744,8	49.119,9	46.437,6	46.910,5	46.981,3	46.884,0
4. Bilanzgewinn	3.835,0	3.835,0	7.000,0	7.000,0	7.000,0	7.000,0	4.204,6	4.945,4	5.193,1	5.410,7
	61.252,3	56.265,3	68.041,8	76.885,7	68.744,8	66.119,9	60.642,2	61.855,9	62.174,4	62.294,7
B. Rückstellungen										
1. Bauinstandhaltungsrückstellungen	7.023,7	7.271,2	7.355,5	7.486,7	7.398,3	7.500,5	7.497,9	7.700,1	7.961,7	8.236,4
2. Steuerrückstellungen	3.165,0	3.165,0	2.176,7	1.300,2	0,0	0,0	2.795,4	2.284,8	1.899,4	1.670,1
3. Sonstige Rückstellungen	2.751,8	2.458,0	3.930,7	3.859,3	3.911,7	5.573,5	4.877,5	3.058,5	2.413,9	1.881,8
	12.940,5	12.894,2	13.462,9	12.646,2	11.310,0	13.074,0	15.170,8	13.043,4	12.275,0	11.788,3
C. Verbindlichkeiten										
1. Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	69.060,3	75.083,3	88.370,2	89.637,4	67.937,1	50.708,1	39.658,9	37.609,4	35.461,3	33.209,9
2. Verbindlichkeiten ggü. Anderen Kreditgebern	11.747,9	10.618,5	9.467,1	8.415,4	7.473,4	6.514,4	5.538,2	4.544,4	3.532,7	2.502,7
3. Erhaltene Anzahlungen	4.506,5	9.879,4	7.769,7	13.547,8	31.592,0	16.199,3	5.412,9	5.535,9	5.645,5	5.763,1
4. Verbindlichkeiten aus Vermietung	11,8	12,3	12,8	11,9	12,2	12,5	12,6	12,9	13,1	13,3
5. Verbindlichkeiten aus Betreuungstätigkeit	7,9	8,3	8,8	9,8	10,9	12,3	13,7	14,9	16,1	17,2
6. Verbindlichkeiten aus sonstigen Lieferungen	1.178,7	892,4	1.547,2	1.138,2	975,3	1.162,0	709,4	25,3	26,1	26,9
7. Sonstige Verbindlichkeiten	128,7	132,1	230,5	249,9	235,5	427,0	290,8	149,0	149,9	152,0
	86.641,8	96.626,3	107.406,3	113.010,4	108.236,4	75.035,6	51.636,5	47.891,8	44.844,7	41.685,1
D. Passiver Rechnungsabgrenzungsposten										
Bilanzsumme	1.796,1	1.551,0	1.305,9	1.060,8	815,7	570,6	409,4	248,2	138,0	110,4
<u>Sonstige Verpflichtungen:</u>										
Aufwendungsdarlehen	162.630,7	167.336,8	190.216,9	203.603,1	189.106,9	154.800,1	127.858,9	123.039,3	119.432,1	115.878,5
	2.502,3	2.898,9	3.295,5	3.692,1	4.088,7	4.485,3	4.775,9	4.705,3	4.233,9	3.603,3

Tabelle 6.20: Passiva 2001–2010

	11 e	12 e	13 e	14 e	15 e	16 e	17 e	18 e	19 e	20 e
A. Eigenkapital										
1. Stammkapital	10.000,0	10.000,0	10.000,0	10.000,0	10.000,0	10.000,0	10.000,0	10.000,0	10.000,0	10.000,0
2. Gewinnrücklagen	46.422,9	45.874,5	45.065,1	43.705,0	44.238,8	43.133,1	42.599,6	41.655,0	41.160,6	40.939,1
4. Bilanzgewinn	5.540,1	5.765,0	6.202,0	5.825,8	6.837,0	6.238,2	6.847,0	6.597,6	7.000,0	7.000,0
	61.963,0	61.639,5	61.267,1	59.530,8	61.075,8	59.371,3	59.446,6	58.252,6	58.160,6	57.939,1
B. Rückstellungen										
1. Bauinstandhaltungsrückstellungen	8.492,7	8.700,4	8.770,8	8.943,5	9.073,7	9.304,3	9.532,1	9.838,9	10.163,4	10.499,7
2. Steuerrückstellungen	1.743,2	1.512,2	1.036,9	967,3	727,4	976,6	930,0	182,9	206,9	64,7
3. Sonstige Rückstellungen	1.715,2	1.744,1	1.752,2	1.695,3	1.736,6	1.798,7	1.863,7	1.933,9	1.980,9	2.039,0
	11.951,1	11.956,7	11.559,9	11.606,1	11.537,7	12.079,6	12.325,8	11.955,7	12.351,2	12.603,4
C. Verbindlichkeiten										
1. Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	30.847,7	28.537,3	31.618,8	29.137,8	32.097,2	29.976,7	27.749,5	23.552,1	19.449,3	15.467,0
2. Verbindlichkeiten ggü. Anderen Kreditgebern	1.454,3	386,1	259,5	130,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
3. Erhaltene Anzahlungen	5.919,3	6.115,1	6.324,2	6.700,6	7.063,1	7.486,0	7.902,4	8.363,7	8.833,9	9.235,8
4. Verbindlichkeiten aus Vermietung	13,7	14,0	14,5	14,0	14,5	15,1	15,8	16,4	17,0	17,7
5. Verbindlichkeiten aus Betreuungstätigkeit	18,2	19,1	19,4	19,8	20,2	20,6	21,1	21,5	21,9	22,3
6. Verbindlichkeiten aus sonstigen Lieferungen	27,7	28,5	29,4	30,2	31,1	32,1	33,1	34,0	35,1	36,1
7. Sonstige Verbindlichkeiten	153,7	156,6	162,8	168,3	175,9	181,7	187,9	194,1	200,0	205,7
	38.434,6	35.256,7	38.428,6	36.201,4	39.402,0	37.712,2	35.909,8	32.181,8	28.557,2	24.984,6
D. Passiver Rechnungsabgrenzungsposten	82,8	55,2	27,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	112.431,5	108.908,1	111.283,2	107.338,3	112.015,5	109.163,1	107.682,2	102.390,1	99.069,0	95.527,1
<u>Sonstige Verpflichtungen:</u>										
Aufwendungsdarlehen	2.972,7	2.342,1	1.711,5	1.257,6	983,0	708,4	433,8	159,2	0,0	0,0

Tabelle 6.21: Passiva 2011–2020

### 8.3 Plan-Kapitalflussrechnung

Der *Mittelfluss aus operativer Tätigkeit* schwankt aufgrund der sich im Bau befindlichen Projekte und deren Abverkauf bis 2007 z. T. erheblich. Die Jahre 2002 bis 2003 sind dabei durch den Aufbau von Vorräten, im Wesentlichen Grundstücke ohne und mit unfertigen Bauten, geprägt, so dass der Mittelfluss aus operativer Tätigkeit erheblich unter seinem langfristigen Niveau liegt. In den Jahren ab 2004 wird der Cashflow dann aufgrund des geplanten Abverkaufs der Objekte erheblich gestärkt. Ein weiterer wesentlicher Einfluss auf den Mittelfluss aus operativer Tätigkeit geht von dem ab 2004 bis 2012 laufenden Mieterprivatisierungsprogramm aus. In den Jahren 2013, 2015 und 2017 kommt es aufgrund von Investitionszuschüssen durch geplante Energieeinsparinvestitionen ebenfalls zu positiven Effekten auf den operativen Cashflow.

Der *Mittelfluss aus Investitionstätigkeit* wird durch die laufende werterhöhende Modernisierung des Bestandes beeinflusst. Zunächst kommt es in den Jahren 2003, 2005 und 2007 zur Aktivierung von Modernisierungsmaßnahmen, da das geplante Modernisierungsprogramm sich an den Baualtersklassen orientiert und bis in das Jahr 1969 von der EHWBG ausschließlich auf städtischen Erbbaugrundstücke gebaut wurde. Ab 2013 kommt dann die Modernisierung der Gebäude auf eigenen Grundstücken zum Tragen. Ein weiterer wesentlicher Effekt resultiert aus dem Mieterprivatisierungsprogramm in den Jahren 2004 bis 2012.

Im Rahmen der Finanzierung wird in den Jahren 2003 und 2004 die bestehende Unternehmensfinanzierung vollständig getilgt. Weiterhin wird der *Mittelfluss aus Finanzierungstätigkeit* durch die Mittelaufnahme für den Erwerb der 28 Wohneinheiten im Jahr

2002, die durchzuführenden Modernisierungen und den geplanten Erwerb der 2.500 Wohneinheiten durch anteilige Fremdkapitalaufnahme beeinflusst. Die Tilgungszahlungen der Objektfinanzierung und der geförderten Objektfinanzierungen erfolgen planmäßig entsprechend der vereinbarten Tilgungspläne. Mit den finanziierenden Banken wurde im Falle einer Mieterprivatisierung die Umfinanzierung auf Objekte mit entsprechendem Beleihungsspielraum vereinbart, so dass das Mieterprivatisierungsprogramm keinen Einfluss auf die Tilgungspläne hat. In den Jahren 2002 bis 2007 spiegeln sich die Bauträgerprojekte in der Mittelaufnahme der Bauzeitwischenfinanzierung und der nachfolgenden Rückführung bei Abverkauf der Objekte wider. Ferner erfolgt eine Mittelanlage in festverzinslichen Wertpapieren, insoweit die angestrebte Liquidität von zwei Monatssollmieten überschritten wird, bzw. ein Verkauf von Wertpapieren bei Liquiditätsbedarf. Ferner wird die vom Investoren gewünschte Ausschüttung vorgenommen.

	02 a	03 a	04 e	05 e	06 e	07 e	08 e	09 e	10 e
<b>A. Mittelfluss aus operativer Tätigkeit</b>									
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	-1.152,0	15.611,5	15.843,9	-1.140,9	4.375,1	1.522,3	5.418,3	5.263,9	5.313,4
+ Abschreibungen	3.224,3	3.354,9	3.380,5	3.566,4	3.521,0	3.563,2	3.415,2	3.214,2	3.022,0
- Zuschreibungen, Aktivierte Eigenleistungen	-125,3	-132,1	-65,1	-65,9	-65,6	-65,0	-64,4	-64,1	-64,0
- Sonstige Erträge aus Abgang von Anlagevermögen	0,0	0,0	-529,7	-1.500,4	-4.573,3	-5.867,8	-5.389,3	-5.016,3	-4.386,1
- / + Zunahme / Abnahme der Vorräte, Forderungen und anderer Aktiva	-11.988,7	-21.119,2	-16.288,8	7.756,5	25.806,8	23.861,4	744,3	205,0	213,4
- / + Abnahme / Zunahme Rückstellungen	-46,3	568,7	-816,7	-1.336,2	1.764,0	2.096,8	-2.127,4	-768,4	-486,7
- / + Abnahme / Zunahme der Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung und anderer Passiva	4.845,8	-1.600,6	5.143,5	17.623,2	-15.257,9	-11.534,9	-862,6	2,5	94,2
<b>Mittelfluss aus operativer Tätigkeit</b>	<b>-5.242,2</b>	<b>-3.316,8</b>	<b>6.667,6</b>	<b>24.902,7</b>	<b>15.570,1</b>	<b>13.576,0</b>	<b>1.134,1</b>	<b>2.836,8</b>	<b>3.706,2</b>
<b>B. Mittelfluss aus Investitionstätigkeit</b>									
- Investitionsauszahlungen Gebäude	-2.920,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Investitionsauszahlungen Grundstücke mit Erbbaurechten Dritter	0,0	-4.621,2	0,0	-9.394,1	0,0	-7.840,4	0,0	0,0	0,0
- Investitionsauszahlungen Technische Anlagen	-117,9	-194,2	-208,8	-200,4	-328,0	-236,2	-140,8	-140,7	-141,7
- Investitionsauszahlungen Betriebsausstattung	-59,0	-97,1	-104,4	-100,2	-164,0	-118,1	-70,4	-70,3	-70,9
+ Desinvestitionseinzahlungen	0,0	0,0	1.217,5	3.205,7	9.564,9	11.704,1	10.530,5	9.384,7	8.023,1
<b>Mittelfluss aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-3.097,3</b>	<b>-4.912,5</b>	<b>904,3</b>	<b>-6.489,0</b>	<b>9.072,9</b>	<b>3.509,4</b>	<b>10.319,3</b>	<b>9.173,7</b>	<b>7.810,5</b>
<b>C. Mittelfluss aus Finanzierungstätigkeit</b>									
+ Mittelaufnahme Unternehmensfinanzierung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Tilgungszahlung Unternehmensfinanzierung	0,0	-4.762,4	-5.237,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Mittelaufnahme Objektfinanzierung	2.336,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Lfd. Tilgungszahlung Objektfinanzierung	-1.752,4	-1.711,3	-1.790,9	-1.873,1	-1.865,9	-1.955,6	-2.049,5	-2.148,1	-2.251,4
- A. o. Tilgungszahlung Objektfinanzierung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Mittelaufnahme geförderte Objektfinanzierung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Tilgungszahlung geförderte Objektfinanzierung	-1.129,4	-1.151,4	-1.051,7	-942,0	-959,0	-976,2	-993,8	-1.011,7	-1.030,0
+ Mittelaufnahme Bauzwischenfinanzierung	5.439,1	19.760,6	8.295,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Tilgungszahlungen Bauzwischenfinanzierung	0,0	0,0	0,0	-19.827,2	-15.363,1	-9.093,6	0,0	0,0	0,0
+ Verkauf Wertpapiere des Anlagevermögens	7.224,3	0,0	0,0	11.301,6	530,6	1.978,6	0,0	0,0	0,0
- Erwerb Wertpapiere des Anlagevermögens	0,0	0,0	-749,0	0,0	0,0	0,0	-4.214,9	-3.914,3	-3.031,4
- Zahlungen an die Anteilseigner	-3.835,0	-3.835,0	-7.000,0	-7.000,0	-7.000,0	-7.000,0	-4.204,6	-4.945,4	-5.193,1
<b>Mittelfluss aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>8.282,9</b>	<b>8.300,5</b>	<b>-7.533,5</b>	<b>-18.340,7</b>	<b>-24.657,4</b>	<b>-17.046,8</b>	<b>-11.462,8</b>	<b>-12.019,5</b>	<b>-11.505,9</b>
<b>D. Veränderung des Finanzmittelfonds</b>									
Anfangsbestand Finanzmittelfonds	2.345,0	2.288,4	2.359,6	2.398,0	2.471,0	2.456,6	2.495,2	2.485,8	2.476,8
+/- Erhöhung / Minderung des Finanzmittelfonds	-56,6	71,2	38,4	73,0	-14,4	38,6	-9,4	-9,0	10,8
<b>Endbestand Finanzmittelfonds</b>	<b>2.345,0</b>	<b>2.288,4</b>	<b>2.359,6</b>	<b>2.398,0</b>	<b>2.471,0</b>	<b>2.456,6</b>	<b>2.495,2</b>	<b>2.485,8</b>	<b>2.476,8</b>
									<b>2.487,6</b>

Tabelle 6.22: Kapitalflussrechnung 2001–2010

	11 e	12 e	13 e	14 e	15 e	16 e	17 e	18 e	19 e	20 e
<b>A. Mittelfluss aus operativer Tätigkeit</b>										
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	5.079,0	5.216,6	5.392,6	4.465,7	7.370,8	5.132,5	6.313,5	5.653,0	6.505,6	6.778,5
+ Abschreibungen	2.858,1	2.683,4	2.768,2	2.714,9	2.774,0	2.738,0	2.769,4	2.756,0	2.768,9	2.779,2
- Zuschreibungen, Aktivierte Eigenleistungen	-64,1	-64,3	-65,6	-66,9	-68,3	-69,7	-71,1	-72,5	-73,2	-74,7
- Sonstige Erträge aus Abgang von Anlagevermögen	-3.766,9	-3.283,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- / + Zunahme / Abnahme der Vorräte, Forderungen und anderer Aktiva	162,7	32,7	1.026,9	-473,6	-430,5	-418,1	-465,8	-475,1	-410,0	-532,5
- / + Abnahme / Zunahme Rückstellungen	162,8	5,6	-396,8	46,2	-68,4	541,9	246,2	-370,1	395,5	252,2
- / + Abnahme / Zunahme der Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung und anderer Passiva	132,5	173,1	189,4	355,0	371,9	430,7	424,8	469,4	478,2	409,7
<b>Mittelfluss aus operativer Tätigkeit</b>	<b>4.564,1</b>	<b>4.763,5</b>	<b>8.914,7</b>	<b>7.041,3</b>	<b>9.949,5</b>	<b>8.355,3</b>	<b>9.217,0</b>	<b>7.960,7</b>	<b>9.665,0</b>	<b>9.612,4</b>
<b>B. Mittelfluss aus Investitionstätigkeit</b>										
- Investitionsauszahlungen Gebäude	0,0	0,0	-6.982,6	0,0	-5.733,0	0,0	-3.076,1	0,0	0,0	0,0
- Investitionsauszahlungen Grundstücke mit Erbbaurecht	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Investitionsauszahlungen Technische Anlagen	-144,7	-149,5	-155,5	-160,8	-167,5	-173,3	-179,2	-185,2	-192,8	-199,2
- Investitionsauszahlungen Betriebsausstattung	-72,3	-74,8	-77,8	-80,4	-83,8	-86,7	-89,6	-92,6	-96,4	-99,6
+ Desinvestitionseinzahlungen	6.707,7	5.607,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Mittelfluss aus Investitionstätigkeit</b>	<b>6.490,7</b>	<b>5.383,1</b>	<b>-7.215,9</b>	<b>-241,2</b>	<b>-5.984,3</b>	<b>-260,0</b>	<b>-3.344,9</b>	<b>-277,8</b>	<b>-289,2</b>	<b>-298,8</b>
<b>C. Mittelfluss aus Finanzierungstätigkeit</b>										
+ Mittelaufnahme Unternehmensfinanzierung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Tilgungszahlung Unternehmensfinanzierung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Mittelaufnahme Objektfinanzierung	0,0	0,0	5.586,1	0,0	4.586,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Lfd. Tilgungszahlung Objektfinanzierung	-2.362,2	-2.310,4	-2.504,6	-2.481,0	-1.627,0	-2.120,5	-2.227,2	-4.197,4	-4.102,8	-3.982,3
- A. o. Tilgungszahlung Objektfinanzierung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Mittelaufnahme geförderte Objektfinanzierung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Tilgungszahlung geförderte Objektfinanzierung	-1.048,4	-1.068,2	-126,6	-128,8	-130,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Mittelaufnahme Bauzwischenfinanzierung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Tilgungszahlungen Bauzwischenfinanzierung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Verkauf Wertpapiere des Anlagevermögens	0,0	0,0	1.239,6	2.082,1	0,0	921,7	2.674,1	3.421,2	1.385,3	1.726,5
- Erwerb Wertpapiere des Anlagevermögens	-2.207,6	-1.203,3	0,0	0,0	-823,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Zahlungen an die Anteilseigner	-5.410,7	-5.540,1	-5.765,0	-6.202,0	-5.825,8	-6.837,0	-6.238,2	-6.847,0	-6.597,6	-7.000,0
<b>Mittelfluss aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-11.028,9</b>	<b>-10.122,0</b>	<b>-1.570,5</b>	<b>-6.729,7</b>	<b>-3.821,0</b>	<b>-8.035,8</b>	<b>-5.791,3</b>	<b>-7.623,2</b>	<b>-9.315,1</b>	<b>-9.255,8</b>
<b>D. Veränderung des Finanzmittelfonds</b>										
Anfangsbestand Finanzmittelfonds	2.487,6	2.513,5	2.538,1	2.666,4	2.736,8	2.881,0	2.940,5	3.021,3	3.081,0	3.141,7
+/- Erhöhung / Minderung des Finanzmittelfonds	25,9	24,6	128,3	70,4	144,2	59,5	80,8	59,7	60,7	57,8
<b>Endbestand Finanzmittelfonds</b>	<b>2.513,5</b>	<b>2.538,1</b>	<b>2.666,4</b>	<b>2.736,8</b>	<b>2.881,0</b>	<b>2.940,5</b>	<b>3.021,3</b>	<b>3.081,0</b>	<b>3.141,7</b>	<b>3.199,5</b>

Tabelle 6.23: Kapitalflussrechnung 2011–2020

## Anhang 9: Errechnung Betafaktoren

Unternehmen	ISIN	Einheiten		Tätigkeiten				Kurs 02.12.2004	Anzahl Aktien	Markt Kap. Mio. €	Netto Fremd- kapital Mio. €	Enterprise Value Mio. €
		Wohnen	Gewerbe	WP	G	B	D					
Bauverein AG zu Hamburg	DE0005179006	3.960	19	✓	✓	✓	✓	4,85	8.469.997	41,1	295,7	336,8
GAG AG, Köln	DE0005863534	39.161	556	✓	✓	✓	✓	17,50	18.720.000	327,6	1.316,5	1.644,1
GBH AG, Heidenheim	DE0005866305	11.680	111	✓	✓	✓	✓	26,50	7.200.000	190,8	90,1	280,9

Quellen:

Geschäftsbericht Bauverein AG zu Hamburg 2003

Geschäftsbericht GAG Immobilien AG 2003

Geschäftsbericht GBH AG 2003

Kurse und Betafaktoren: [www.sinvnet.teledata.de](http://www.sinvnet.teledata.de) am 02.12.2004

<sup>1)</sup> In Relation zum Dax Performance Index

Unternehmen	Enterprise Value Mio. €	Verschuld, grad	Leveraged Beta		Steuer- satz	Unleveraged Beta	
			1 Monat	12 Monate		1 Monat	12 Monate
Bauverein AG zu Hamburg	336,8	7,2	0,1639 <sup>1)</sup>	0,1570 <sup>1)</sup>	39%	0,0304	0,0291
GAG AG, Köln	1.644,1	4,0	0,3616 <sup>1)</sup>	0,0190 <sup>1)</sup>	39%	0,1048	0,0055
GBH AG, Heidenheim	280,9	0,5	0,1392 <sup>1)</sup>	0,1570 <sup>1)</sup>	39%	0,1081	0,1219

Quellen:

Geschäftsbericht Bauverein AG zu Hamburg 2003

Geschäftsbericht GAG Immobilien AG 2003

Geschäftsbericht GBH AG 2003

Kurse und Betafaktoren: am 02.12.2004

<sup>1)</sup> In Relation zum Dax Performance Index

## Literaturverzeichnis

- Adler/Düring/Schmaltz** (Rechnungslegung): Rechnungslegung und Prüfung der Unternehmen, Kommentar zum HGB, AktG, GmbHG, PublG nach den Vorschriften des Bilanzrichtlinien-Gesetzes, 6. Aufl., Stuttgart 1995.
- Alvano, Wolfgang** (Unternehmensplanung): Unternehmensbewertung auf der Grundlage der Unternehmensplanung, Köln 1988, zugl.: Kiel, Univ., Diss., 1988.
- Alvarez, Manuel** (Segmentanalyse): Finanzielle und strategische Segmentanalyse - Kernelement einer kapitalmarktorientierten Unternehmensanalyse, in: FB, 6. Jg., 2004, H. 10, S. 649-663.
- Albrecht, Thomas** (Endwertermittlung): Überlegungen zu Endwertermittlung und Wachstumsabschlag, in: FB, 6. Jg., 2004, H. 11., S. 732-740.
- Albrecht, Thomas** (Anmerkungen): Kritische Überlegungen zur Discounted Cash Flow-Methode – Anmerkungen: Zur Äquivalenz von Brutto- und Netto-Methode der Unternehmenswertermittlung, Kritische Anmerkungen zum Beitrag von Hans-Jürgen Kirsch/Clemens Krause, in: ZfB, 67. Jg., 1997, H. 4, S. 511-516.
- Amely, Tobias/Suciu-Sibianu, Paul** (Unternehmensbewertung): Realoptionsbasierte Unternehmensbewertung – ein Praxisbeispiel, in: FB, 3. Jg., 2001, H. 2, S. 88-92.
- Anderson, Torben Juul** (Real Options): Real Options Analysis in Strategic Decision Making: an applied approach in dual options framework, in: Journal of Applied Management Studies, Vol. 9, 2000, No. 2, S. 235-255.
- 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/European Business School (Hrsg.)** (Immobilien-Gesellschaften): Steuerung von Immobilien-Gesellschaften nach dem Shareholder Value-Konzept, Eschborn, Oestrich-Winkel, 1999.
- Auge-Dickhut, Stefanie/Moser, Ulrich/Widmann, Bernd** (Unternehmensbesteuerung): Die geplante Reform der Unternehmensbesteuerung – Einfluss auf die Berechnung und die Höhe des Wertes von Unternehmen, in: FB, 2. Jg., 2000, H. 6, S. 362-371.
- Baetge, Jörg/Niemeyer, Kai/ Kümmel, Jens (Verfahren)**: Darstellung der Discounted Cash Flow Verfahren (DCF-Verfahren) mit Beispiel, in: Peemöller, Volker H. (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Herne, Berlin, 2002, S. 263-362.
- Baetge, Jörg/Kirsch, Hans-Jürgen/Thiele, Stefan** (Bilanzen): Bilanzen, 7. Aufl., Düsseldorf 2003.
- Baetge, Jörg/Krause, Clemens** (Risiko): Die Berücksichtigung des Risikos in der Unternehmensbewertung, in: BFuP, 46. Jg., 1994, S. 433-456.
- Bätzner, Bernd/Timmreck, Christian** (DCF-Methode): Die DCF-Methode im Überblick, in: Richter, Frank/Timmreck, Christian (Hrsg.): Unternehmensbewertung – Moderne Instrumente und Lösungsansätze, Stuttgart 2004, S. 3-20.

**Ballwieser, Wolfgang** (Methoden): Unternehmensbewertung – Prozess, Methoden und Probleme, Stuttgart 2004.

**Ballwieser, Wolfgang** (Zins): Zum risikolosen Zins für die Unternehmensbewertung, in: Richter, Frank/Schüler, Andreas/Schwetzler, Bernhard (Hrsg.) ; Festschrift für Drukarczyk, Jochen: Kapitalgeberansprüche, Marktvalorientierung und Unternehmenswert - Festschrift für Prof. Dr. Dr. h. c. Jochen Drukarczyk zum 65. Geburtstag. München, 2003, S. 19-36.

**Ballwieser, Wolfgang** (Verbindung): Verbindung von Ertragswert- und Discounted-Cash-Flow-Verfahren, in: Peemöller, Volker H. (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Herne, Berlin 2002, S. 361-373.

**Ballwieser, Wolfgang** (Komponenten): Der Kalkulationszinsfuß in der Unternehmensbewertung: Komponenten und Ermittlungsprobleme, in: WPg, 55. Jg., 2002, H. 14, S. 736-743.

**Ballwieser, Wolfgang** (Discounted Cash Flow): Unternehmensbewertung mit Discounted Cash Flow Verfahren, in: WPg, 51. Jg., 1998, H. 3, S. 81-91.

**Ballwieser, Wolfgang** (Kalkulationszinsfuß): Kalkulationszinsfuß und Steuern, in: DB, 50. Jg., 1997, H. 48, S. 2393-2396.

**Ballwieser, Wolfgang** (Aspekte): Aktuelle Aspekte der Unternehmensbewertung, in: WPg, 48. Jg., 1995, H. 4-5, S. 119-129.

**Ballwieser, Wolfgang** (Shareholder Value-Ansatz): Adolf Moxter und der Shareholder Value-Ansatz, in: Ballwieser, Wolfgang/Bökking, Hans-Joachim/Drukarczyk, Jochen/Schmidt, Reinhard H. (Hrsg.): Bilanzrecht und Kapitalmarkt – Festschrift für Adolf Moxter, Düsseldorf 1994, S. 1377-1405.

**Ballwieser, Wolfgang** (Unternehmensbewertung): Unternehmensbewertung und Komplexitätsreduktion, 3. Auflage, Wiesbaden 1993.

**Ballwieser, Wolfgang** (Wahl): Die Wahl des Kalkulationszinsfusses bei der Unternehmensbewertung und Berücksichtigung von Risiko und Geldentwertung, in: BFuP, 33. Jg., 1981, H. 2, S. 97-114.

**Ballwieser, Wolfgang/Coenenberg, Adolf G./Schulze, Wolfgang** (Unternehmensbewertung): Erfolgsorientierte Unternehmensbewertung, in: Ballwieser, Wolfgang/Coenenberg, Adolf G./Wysocki, Klaus von (Hrsg.): Handwörterbuch der Rechnungslegung und Prüfung, 3. Aufl., Stuttgart 2002, Sp. 2412-2430.

**Ballwieser, Wolfgang/Leuthier, Rainer** (Grundprinzipien): Betriebswirtschaftliche Steuerberatung: Grundprinzipien, Verfahren und Probleme der Unternehmensbewertung, in: DStR, 24. Jg., 1986, H. 16/17, S. 545 – 551 (Teil 1) und H. 18, S. 604 – 610 (Teil 2).

**Bals, Werner** (Immobilienfonds): Die ökonomische Position von Anteilseignern offener Immobilienfonds: eine Analyse, Frankfurt am Main, Berlin, et al. 1994, zugl. Regensburg, Univ., Diss., 1993.

**Barthel, Carl W.** (Unternehmensbewertung): Handbuch der Unternehmensbewertung – Praxis und Theorie, Karlsfeld 2002.

- Barthel, Carl W.** (Unternehmenswert): Die einzelwirtschaftsgüter-orientierten Bewertungsverfahren: Vergangenheitsbezogene versus zukunftsorientierte Unternehmensbewertung, in: DStR, 33. Jg., 1995, S. 1684-1691.
- Bausch, Andreas** (Multiplikator-Methode): Die Multiplikator-Methode – Ein betriebswirtschaftlich sinnvolles Instrument zur Unternehmenswert- und Kaufpreisfindung in Akquisitionsprozessen?, in: FB, 2. Jg., 2000, H. 7/8, S. 448 - 459.
- Bea, Franz Xaver/Haas, Jürgen** (Strategisches Management): Strategisches Management, 4. Aufl., 2002.
- Becker, Ralph** (Gesellschaftsrechtliche Probleme): Gesellschaftsrechtliche Probleme der Finanzierung von Leveraged-Buy-Outs, in: DStR, 38. Jg., 1998, H. 37, S. 1429-1434.
- Beckmann, Daniel/Rohr, Martin** (Unternehmensbewertung): Unternehmensbewertung im Baugewerbe – Eine empirische Untersuchung, Institut der Wirtschaftswissenschaften der Universität Braunschweig (Hrsg.): April 2000.
- Beine, Frank** (Einkünfte): Ausländische Einkünfte in der Unternehmensbewertung, in: BB 54. Jg., 1999, H. 38, S. 1967-1972.
- Betsch, Oskar/Groh, Alexander/Lohmann, Lutz** (Corporate Finance): Corporate Finance – Unternehmensbewertung, M&A und innovative Kapitalmarktfinanzierung, 2. Aufl., München 2000.
- Birkner, Michael/Bornemann, Lutz-Dieter** (Buchhaltung): Die Buchhaltung in der Wohnungswirtschaft, 3. Aufl., Hamburg 2001.
- Blaas, Wolfgang/Brezina, Brigitta** (Ökonomie): Zur politischen Ökonomie der Wohnungsgemeinnützigkeit, in: Korinek, Karl./Nowotny, Ewald (Hrsg.): Handbuch der gemeinnützigen Wohnungswirtschaft, Wien 1994, S. 141-166.
- Black, Fischer/Scholes, Myron** (Pricing): The Pricing of Options and Corporate Liabilities, in: Journal of Political Economy, 1973, S. 637 – 654.
- Blaufuß, Kay (Unternehmensbewertung)**: Unternehmensbewertung und Probleme mit der Unendlichkeit? – Anmerkungen zu den Beiträgen von Kruschwitz/Löffler, DB 1998, S. 1041; Matschke/Hering, DB 1999, S. 920 und Siegel, FS Brönnner, S. 392, in: DB, 55. Jg., 2002, H. 30, S. 1517-1519.
- Blöcker, Carl Peter/Pistorius, Michael** (Betriebskosten): Die Betriebskosten in der Wohnungswirtschaft – Erfassung, Abgrenzung in Theorie und Praxis, 3. Aufl., Hamburg 2002.
- Bogue, Marcus C./Roll, Richard** (Budgeting): Capital Budgeting of Risky Projects with “Imperfect” Markets for Physical Capital, in: JoF, Vol. 29, S. 601-613.
- Böcking, Hans-Jochim/Nowak, Karsten** (Unternehmensbewertung): Marktorientierte Unternehmensbewertung - Darstellung und Würdigung der marktorientierten Ver- gleichsverfahren vor dem Hintergrund der deutschen Kapitalmarktverhältnisse, in: FB, 1. Jg., 1999, H. 8, S. 169 -176.
- Böcking, Hans-Jochim/Nowak, Karsten** (Economic Value Added): Das Konzept des Economic Value Added, in: FB, 1. Jg., 1999, H. 10, S. 281-288.

**Böcking, Hans-Jochim/Nowak, Karsten** (Beitrag): Der Beitrag der Discounted Cash Flow-Verfahren zur Lösung der Typisierungsproblematik bei Unternehmensbewertungen – Eine Warnung vor einer „naiven“ Übertragung modelltheoretischer Erkenntnisse auf die Bewertungspraxis – in: DB, 51. Jg., 1998, H. 14, S. 685-690.

**Bone-Winkel, Stephan** (Immobilienportfoliomanagement): Immobilienportfoliomanagement, in: Schulte, Karl-Werner/Bone-Winkel, Stephan/Thomas, Matthias (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Investition, Köln 1998, S. 215-271.

**Bone-Winkel, Stephan** (Offene Immobilienfonds): 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. Oestrich-Winkel, European Business School, Diss., 1994.

**Born, Karl** (Überleitung): Überleitung von der Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode) zur Ertragswertmethode bei der Unternehmensbewertung, in: DB, 49. Jg., 1996, H. 38, S. 1885-1889.

**Born, Karl** (Unternehmensanalyse): Unternehmensanalyse und Unternehmensbewertung, Stuttgart 1995.

**Bott, Harald** (§ 13 KStG), § 13 KStG, in: Arthur Andersen (Hrsg.): Körperschaftsteuergesetz mit Nebenbedingungen – Kommentar, Bonn, Berlin, 2001.

**Brauer, Kerry-U.** (Unternehmen): Unternehmen in der Immobilienwirtschaft, in: Brauer, Kerry-U. (Hrsg.): Grundlagen der Immobilienwirtschaft – Recht – Steuern – Marketing – Finanzierung – Bestandsmanagement – Projektentwicklung, 4. Aufl., Wiesbaden 2003, S. 22-37.

**Brealey, Richard A./Myers, Stewart C.** (Corporate Finance): Principles of Corporate Finance, 6. Aufl., New York et. al. 2000.

**Brecht, Julius** (Wohnungsunternehmen): Gemeinnützige Wohnungsunternehmen, in: Wandersleb, Hermann (Hrsg.): Handwörterbuch des Städtebaus, Wohnungs- und Siedlungswesens, Bd. 3, Stuttgart 1959, S. 1764-1777.

**Brecht, Julius** (Wohnungsbaugesellschaften): Wohnungsbaugetellschaften, in: Wandersleb, Hermann (Hrsg.): Handwörterbuch des Städtebaus, Wohnungs- und Siedlungswesens, Bd. 3, Stuttgart 1959, S. 1669-1670.

**Brennan, Michael** (Taxes): Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy, in: National Tax Journal, Vol. 23, 1970, S. 417-427.

**Bretzke, Wolf-Rüdiger** (Prognoseproblem): Das Prognoseproblem bei der Unternehmensbewertung: Ansätze zu einer risikoorientierten Bewertung ganzer Unternehmen auf der Grundlage modellgestützter Erfolgsprognosen, Düsseldorf 1975, zugl. Köln, Univ., Diss., 1974.

**Brunkhorst, Matthias** (Privatisierung): Privatisierung und Realoptionen, Frankfurt am Main et. al. 1999; zugl.: Hamburg, Univ., Diss., 1998.

**Buchner, Robert/Englert, Joachim** (Bewertung): Die Bewertung von Unternehmen auf der Basis des Unternehmensvergleiches, in: BB, 49. Jg., 1994, H. 23, S. 1573-1580.

- Bufka, Jürgen/Schiereck, Dirk/Zinn, Kai** (Kapitalkostenbestimmung): Kapitalkostenbestimmung für diversifizierte Unternehmen – Ein empirischer Methodenvergleich, in: ZfB, 69. Jg., 1999, H. 1, S. 115-131.
- Büschen, Hans E.** (Immobilienleasing): Immobilienleasing, in: Büschgen, Hans E. (Hrsg.): Mitteilungen und Berichte, Forschungsinstitut für Leasing an der Universität zu Köln, H. 14, 1992, S. 19 - 42.
- Buse, Christoph** (Strategisches Management): Strategisches Management von industrieverbundenen Wohnungsunternehmen, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Bd. 9, Köln 1999, zugl.: Oestrich-Winkel, European Business School, Diss., 1999.
- Busse, Franz-Joseph** (Finanzwirtschaft): Grundlagen der betrieblichen Finanzwirtschaft, 5. Aufl., München, Wien 2003.
- Busse von Colbe, Walther/Becker, Winfried/Berndt, Helmut/Geiger, Klaus M./Haase, Heidrun/Schellmoser, Friedrich/Schmitt, Günter/Seeberg, Thomas/von Wysocki, Klaus** (Hrsg.) (Ergebnis), Ergebnis je Aktie nach DVFA/SG – Gemeinsame Empfehlung der DVFA und der Schmalenbach-Gesellschaft zur Ermittlung eines von Sondereinflüssen bereinigten Jahresergebnisses je Aktie, 3. Aufl., Stuttgart 2000.
- Busse von Colbe, Walther/Laßmann, G.** (Betriebswirtschaftstheorie): Betriebswirtschaftstheorie, Bd. 3, Investitionstheorie, 3. Aufl., Berlin 1990.
- Busse von Colbe, Walter** (Zukunftserfolg): Der Zukunftserfolg: Die Ermittlung des künftigen Unternehmenserfolgs und seine Bedeutung für die Bewertung von Industrieunternehmen, Wiesbaden 1957.
- Cadmus, Alan** (REIT): REITs – Ein Vorbild für deutsche Immobilien-Aktiengesellschaften? in: Rehgugler, Heinz (Hrsg.): Die Immobilien-AG – Bewertung und Marktattraktivität, München, Wien 2003, S. 196-216.
- Cadmus, Alan** (Immobilien-Aktiengesellschaften): Zur Bewertung von Immobilien-Aktiengesellschaften – Vom Net Asset Value zum Aktienkurs, in: FB, 2. Jg., 2000, H. 2, S. 96-106.
- Castedello, Marc/Davidson, Ron/Schlumberger, Erik** (Unternehmensbewertung): Unternehmensbewertung bei Halbeinkünfteverfahren und unsicheren Steuervorteilen – ein praktikabler Ansatz, in: FB, 6. Jg., 2004, H. 5., S. 369-376.
- Christen, Jörg/Utech, Hans** (Hochbaufinanzierung): Steuerliche Effekte bei privater Hochbaufinanzierung – Eigenbau, Mietkauf, Leasing und Miete im Vergleich, Frankfurt 2001.
- Coenenberg, Adolf G.** (Jahresabschluß): Jahresabschluß und Jahresabschlussanalyse, Betriebswirtschaftliche, handelsrechtliche, steuerrechtliche und internationale Grundlagen – HGB, IAS, US-GAAP -, 19. Aufl., Landberg/Lech 2003.
- Coenenberg, Adolf G./Sautter, Michael T.** (Bewertung): Strategische und finanzielle Bewertung von Unternehmensakquisitionen, in: Busse von Colbe, Walter/Coenenberg, Adolf G. (Hrsg.): Unternehmensakquisition und Unternehmensbewertung, Grundlagen und Fallstudien, Stuttgart 1992, S. 190 - 217.
- Coenenberg, Adolf G./Schultze, Wolfgang** (Konzeption): Unternehmensbewertung: Konzeption und Perspektiven, in: DBW, 63. Jg., 2002, H. 6, S. 597-621.

**Coenenberg, Adolf G./Sieben, Günther** (Unternehmensbewertung): Unternehmensbewertung, in: Grochla, Erwin/Wittmann, Waldemar (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaftslehre, Bd. 3, 4. Aufl., Stuttgart 1995; Sp. 4062- 4079.

**Copeland, Thomas. E./Koller, Tim/Murrin, Jack** (Valuation): Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies, 3. Aufl., University Edition, New York et. al. 2000.

**Copeland, Thomas. E./Weston, J. Fred** (Financial Theory): Financial Theory and Corporate Policy, 3rd ed., Amsterdam 1999.

**Crommen, Marcel** (Finanzierung): Finanzierung von Unternehmensimmobilien – Eine Shareholder Value-orientierte Analyse, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Bd. 17, Köln 2001, zugl.: Oestrich-Winkel, European Business School, Diss., 1999.

**Csik, Andreas** (Substanzwert): Substanzwert als Funktion der Ertragserwartungen, in: DB, 38. Jg., 1985, H. 37, S. 1901-1907.

**Damodaran, Aswath** (Corporate Finance): Corporate Finance-Theory and Practice, New York et. al., 1997.

**Damodaran, Aswath** (Investment Valuation): Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset, New York et. al., 1996.

**Degen, Sabine** (Mieterwechsel): Den Mieterwechsel effizient gestalten, 2. Aufl., Hamburg 2002.

**Detterbeck, Steffen** (Öffentliches Recht): Öffentliches Recht für Wirtschaftswissenschaftler – Staatsrecht, Verwaltungsrecht, Europarecht mit Übungsfällen, 3. Aufl., München 2004.

**Deutsche Annington** (Geschäftsbericht 2003): Deutsche Annington Immobilien GmbH Geschäftsbericht 2003, Düsseldorf 2004.

**Deutsche Baurevision** (Hrsg.) (Aufhebung): Die Aufhebung der Steuerbefreiung von Unternehmen der gemeinnützigen Wohnungswirtschaft, Düsseldorf 1989.

**Deutscher Mieterbund** (Hrsg.) (Mieterhöhung): Mieterhöhung – mit Mietrechtsänderungen zum 1. September 2001 – Vergleichsmiete, Mietspiegel, Kappungsgrenze, Euro-Miete, Berlin 2001.

**Dietrich, Peter** (Wohnungsunternehmen): Organisationaler Wandel öffentlicher Wohnungsunternehmen – Eine Fallstudie, betrachtet aus ökonomischer und soziologischer Sicht, Hamburg 2003, zugl. Potsdam, Univ., Diss. 2003.

**Dinsthul, Volkmar** (Unternehmensbewertung): Konzernbezogene Unternehmensbewertung – DCF-orientierte Konzern- und Segmentbewertung unter Berücksichtigung der Besteuerung, Wiesbaden 2003, zugl.: Bochum, Univ., Diss., 2002.

**Dinsthul, Volkmar** (Discounted-Cash-flow-Methoden): Discounted-Cash-flow-Methoden im Halbeinkünfteverfahren, in: FB, 4. Jg., 2002, H. 2, S. 79-90.

**Dirrigl, Hans** (Konzepte): Konzepte, Anwendungsbereiche und Grenzen der strategischen Unternehmensbewertung, in: BFuP, 46. Jg., 1994, H. 4, S. 409-433.

- Dirrigl, Hans** (Bewertung): Die Bewertung von Beteiligungen an Kapitalgesellschaften – Betriebswirtschaftliche Methoden und steuerlicher Einfluss, in: Haberstock, Lothar/Haegert, Lutz/Siegel, Theodor/Wagner, Franz W. (Hrsg.) Schriften zu Steuer-, Rechnungs- und Prüfungswesen, Bd. 3, Hamburg 1988.
- Dörner, Diedrich et. al.** (Hrsg.) (Wirtschaftsprüferhandbuch II): Wirtschaftsprüferhandbuch 1998 Handbuch für Rechnungslegung, Prüfung und Beratung Band II, 11. Aufl., Düsseldorf, 1998.
- Dörsam, Peter** (Mathematik): Mathematik – anschaulich dargestellt für Studierende der Wirtschaftswissenschaften, 10. Aufl., Heidenau 2002.
- Dötsch, Ewald** (Körperschaftsteuerfragen): Körperschaftsteuerfragen im Zusammenhang mit dem Beitritt der Länder der DDR zur Bundesrepublik, in: DB DDR Report 1990, Nr. 11, S. 3126-3132.
- Dötsch, Ewald/Pung, Alexandra** (Steuersenkungsgesetz): Steuersenkungsgesetz: Die Änderungen bei der Körperschaftsteuer und bei der Anteilseignerbesteuerung, in: DB, 53. Jg., 2000, Beilage Nr. 10 zu H. 34.
- Dolny, Oliver** (Unternehmenswertrechnung): Controlling von Beteiligungen auf Basis einer integrierten Unternehmenswertrechnung, Büren, 2003, zugl.: Bochum, Univ., Diss., 2002.
- Drukarczyk, Jochen** (Unternehmensbewertung): Unternehmensbewertung, 4. Aufl., München, 2003.
- Drukarczyk, Jochen** (Finanzierung): Finanzierung – Eine Einführung, 9. Aufl., Stuttgart, 2003.
- Drukarczyk, Jochen** (Verlustvorträge): Zur Bewertung von Verlustvorträgen, in: DStR, 35. Jg., 1997, H. 12, S. 464- 469.
- Drukarczyk, Jochen** (Unternehmenssteuerung): Wertorientierte Unternehmenssteuerung – Besprechung des Shareholder-Value-Ansatzes von Rappaport, in: ZBB, 9. Jg., 1997, H. 3, S. 217-312.
- Drukarczyk, Jochen** (DCF-Methoden): DCF-Methoden und Ertragswertmethode – einige klärende Anmerkungen, in: WPg, 48. Jg., 1995, H. 10, S. 329-334.
- Drukarczyk, Jochen** (Theorie): Theorie und Politik der Finanzierung, 2. Aufl., München 1993.
- Drukarczyk, Jochen** (Pensionsrückstellungen): Finanzierung über Pensionsrückstellungen, in: Gebhardt, Günther/Gehrke, Wolfgang/Steiner, Manfred (Hrsg.): Handbuch Finanzmanagement – Instrumente und Märkte der Unternehmensfinanzierung, München 1993, S. 229-260.
- Drukarczyk, Jochen** (Entscheidungsrechnung): Probleme individueller Entscheidungsrechnung, Wiesbaden 1975.
- Drukarczyk, Jochen/Honold, Dirk** (Unternehmensbewertung): Unternehmensbewertung, DCF-Methoden und der Wert steuerlicher Finanzierungsvorteile, in: ZBB, 11. Jg., 1999, H. 6, S. 333-408.

**Drukarczyk, Jochen/Lobe, Sebastian** (Halbeinkünfteverfahren): Unternehmensbewertung und Halbeinkünfteverfahren – Probleme individueller und marktorientierter Bewertung steuerlicher Vorteile, in: BB, 57. Jg., 2002, Sonderbeilage Unternehmensbewertung zu H. 38, S. 2-9.

**Drukarczyk, Jochen/Lobe, Sebastian** (Discounted Cash Flow): Discounted Cash Flow-Methoden und Halbeinkünfteverfahren, in: Achleitner, Ann-Christin/Thoma, Georg F. (Hrsg.): Handbuch Corporate Finance, Loseblattausgabe, 2. Aufl., Köln 2001, Stand: 2. Ergänzungslieferung März/April 2002.

**Drukarczyk, Jochen/Richter, Frank** (APV-Ansatz): Unternehmensgesamtwert, anteils-eignerorientierte Finanzentscheidungen und APV-Ansatz, in: DBW, 55. Jg., 1995, H. 5. S. 559-580.

**Drukarczyk, Jochen/Richter, Frank** (German Companies): Valueing German Companies Using the Adjusted Present Value Approach, Universität Regensburg, Regensburger Diskussionsbeiträge Nr. 282, Mai 1996.

**Drukarczyk, Jochen/Schüler, Andreas** (Direktzusagen): Direktzusagen, Lohnsubstitution, Unternehmenswert und APV-Ansatz, in: Betriebliche Altersversorgung in Deutschland im Zeichen der Globalisierung, Andresen, B.-J., Förster, W./Doetsch, P. A. (Hrsg.): Festschrift für Norbert Rößler, Köln 2000, S. 35-55.

**Dyong, Hartmut** (§§ 2 bis 6 WGG): Kommentierung der §§ 2 bis 6 WGG, in: Jenkis, Helmut W. (Hrsg.): Kommentar zum Wohnungsgemeinnützigenrecht, Hamburg 1988, S. 14-140.

**Eberlein, Jana/Walther, Ursula** (Ausschüttungspolitik): Änderung der Ausschüttungspolitik von Aktiengesellschaften im Lichte der Unternehmenssteuerreform, in: BFuP, 53. Jg., 2001, H. 5, S. 464 - 475.

**Engelbrecht, Bernhard** (Immobilienbewertung): Grundsätze und Technik ordnungsgemäßer Immobilienbewertung, Heidelberg 1998.

**Engels, Ralf** (DCF-Methode): Das Aus für die DCF-Methode? – Eine wirtschaftstheoretische Modellanalyse der Tauglichkeit ertragsbasierter Wertermittlungsverfahren als Entscheidungsinstrument für die Vorteilhaftigkeit von Immobilien-Investitionen sowie für die Ermittlung von Verkehrswerten, in: GuG, 2002, 13. Jg., H. 6, S. 321-332.

**Engels, Wolfram** (Bewertungslehre): Betriebswirtschaftliche Bewertungslehre im Licht der Entscheidungstheorie, Köln/Opladen 1962, zugl.: Köln, Univ., Diss., 1962.

**Essler, Wolfgang/Kruschwitz, Lutz/Löffler, Andreas** (Anwendung): Zur Anwendung des WACC-Verfahrens bei vorgegebener bilanzieller Verschuldung, in: BFuP, 56. Jg., 2004, H. 2, S. 124-147.

**Falla, John** (Valuation): The Valuation of Shares in an Unquoted Property Company, in: Journal of Property Finance, Vol. 1, 1980, No. 2, S. 227-232 und No. 3, S. 422-428.

**Fama, Eugene G./French, Kenneth R.** (Expected Returns): The Cross-Section of Expected Stock Returns, in: Journal of Finance, Vol. 47, 1992, S. 427-465.

**Feinen, Klaus** (Immobilien-Leasing): Finanzierung durch Immobilien-Leasing, in: Schulte, Karl-Werner/Achleitner, Ann-Kristin/Schäfers, Wolfgang/Knobloch, Bernd (Hrsg.): Handbuch Immobilien Banking: Von der traditionellen Immobilien-Finanzierung zum Immobilien-Investmentbanking, Köln 2002, S. 119-140.

- Feld, Lars/von Knobelsdorf, Christoph/Leder, Matthias** (Steuer): Eine alte Steuer ist noch keine gute Steuer – Mut zum Sprung in der Gemeindefinanzreform, in: FAZ Nr. 81 vom 5. April 2003, S. 15.
- Fischer, Thomas R./Hahnenstein, Lutz/Heitzer, Bernd** (Ansätze): Kapitalmarktorientierte Ansätze von Handlungsspielräumen in der Unternehmensbewertung, in: ZfB, 69. Jg., 1999, H. 10, S. 1207-1232.
- Fittkau-Koch, Susanne** (Werkswohnungen): Werkswohnungen, in: Schmid, Michael J. (Hrsg.): Miete und Mietprozeß – Handbuch für die anwaltliche und gerichtliche Praxis, 3. Aufl., München 2001, S. 747 - 756.
- Fohlmeister, Klaus J.** (Immobilien-Leasing): Immobilien-Leasing, in: Hagen-Müller, Karl-Friedrich/Eckstein, Wolfram (Hrsg.): Leasing-Handbuch für die Praxis, 6. Aufl., Frankfurt am Main 1992, S. 177-209.
- Franke, Günther/Hax, Herbert** (Finanzwirtschaft): Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 5. Aufl., Berlin, Heidelberg, New York, Tokio 2004.
- Freihube, Klaus** (Bewertung): Die Bedeutung und die Bewertung von Realoptionen (Handlungsspielräumen) in der wertorientierten Unternehmensführung, Berlin, Univ., Diss., 2001.
- Freitag, Michael** (Immobilienbewertung): Immobilienbewertung: Marktwertermittlung und Grenzpreisbestimmung bei Immobilien unter besonderer Berücksichtigung des deutschen Steuersystems, Frankfurt am Main, Berlin, et. al. 2000, zugl.: Regensburg, Univ., Diss., 2000.
- Fries, Trutz** (Unternehmensbewertung): Unternehmensbewertung von Krankenhäusern, in: Kuntz, Ludwig (Hrsg.): Arbeitsberichte zum Management im Gesundheitswesen, Arbeitsbericht Nr. 3, Köln 2003.
- Funk, Joachim** (Goodwill): Der Goodwill aus der Sicht des Konzernabschlusses und der Unternehmensbewertung, in: Domsch, M. (Hrsg.): Unternehmenserfolg: Planung – Ermittlung - Kontrolle, Walter Busse von Colbe zum 60. Geburtstag, Wiesbaden, S. 157-167.
- Fuchs, Michael** (Besteuerung): Die neue Besteuerung ehemals gemeinnütziger Wohnungsunternehmen: verrechnungsbeschränkte Mietverluste und fiktive Veräußerungsgewinne nach § 13 Abs. 3 KStG: Darstellung, Analyse und Gestaltungsmöglichkeiten, Düsseldorf 1994.
- Fuchs, Michael** (Eröffnungsbilanz): Die steuerliche Eröffnungsbilanz gemeinnütziger Wohnungsunternehmen: Theoretische Grundlagen und Vorschläge für die Bilanzierungspraxis, Düsseldorf 1991.
- Gabele, Eduard/Dannenberg, Jan/Kroll, Michael** (Immobilien-Leasing): Immobilien-Leasing – Vertragsformen, Vor- und Nachteile, steuerliche Analyse, 4. Aufl., Wiesbaden 2001.
- Gäfgen, Gerard** (Theorie): Theorie der wirtschaftlichen Entscheidung – Untersuchungen zur Logik und Bedeutung des rationalen Handels, 3. Aufl., Tübingen 1974.
- GAGFAH** (Geschäftsbericht 2003): GAGFAH Geschäftsbericht 2003, Essen, Berlin 2004.
- Galonska, Jürgen** (Wohnungswirtschaft): Die gemeinnützige Wohnungswirtschaft in den neunziger Jahren, in: LFK, 41. Jg., 1990, H. 9, S. 288-291.

**Gardemann, Heinz-Friedhelm** (Kostendeckungsprinzip): Kostendeckungsprinzip, in: Wandersleb, Hermann (Hrsg.): Handwörterbuch des Städtebaus, Wohnungs- und Siedlungswesens, Bd. 3, Stuttgart 1959, S. 941-946.

**Gausemeier, Jürgen/Fink, Alexander/Schlake, Oliver** (Szenario-Management): Szenario-Management: Planen und Führen mit Szenarien, München, Wien 1995.

**GBH** (Geschäftsbericht 2003): Grundstücks- und Baugesellschaft Aktiengesellschaft Heidenheim Geschäftsbericht 2003, Heidenheim 2004.

**GdW** (Hrsg.) (zitiert: GdW) (Daten): Wohnungswirtschaftliche Daten und Trends 2002/2003 – Zahlen und Analysen aus der Jahresstatistik des GdW, Berlin 2002.

**GdW** (Hrsg.) (zitiert: GdW) (Daten 2003/04): Wohnungswirtschaftliche Daten und Trends 2003/2004 – Zahlen und Analysen aus der Jahresstatistik des GdW, Berlin 2003.

**GdW** (Hrsg.) (zitiert: GdW) (Rechnungslegung): Fachbuch für die Wohnungswirtschaft - Erläuterung zur Rechnungslegung der Wohnungsunternehmen, Hamburg 2002.

**GdW** (Hrsg.) (zitiert: GdW) (Risiko-Managementsystem): Fachbuch für die Wohnungswirtschaft - Risiko-Managementsystem im Wohnungsunternehmen, Hamburg 2000.

**GdW** (Hrsg.) (zitiert: GdW) (Neuregelung): Neuregelung des § 13 KStG zur Verlustverrechnung und Einführungsschreiben des Bundesministers der Finanzen vom 20.12.1994 - Kommentierung, in: GdW Schriften, Bd. 44, Köln 1995.

**Gies, Richard** (Nebenkosten): Nebenkosten und ihre Abrechnung in: Hannemann, Thomas/Wiegner, Michael (Hrsg.): Münchener Anwaltshandbuch – Wohnraummietrecht, München 2002, S. 814-866.

**Göppl, Hermann** (Unternehmensbewertung), Unternehmensbewertung und Capital-Asset-Pricing-Theorie , in: WPg, 33. Jg., 1980, H. 9, S. 237-245.

**Götze, Uwe** (Kostenrechnung): Kostenrechnung und Kostenmanagement, 3. Aufl., Berlin, et. al., 2004.

**Gondert, Heinz-Günter/Gach, Bernt/Biagosch, Patrick/Jacob, Ulrich** (Immobilienleasing): Immobilienleasing, in: Usinger, Wolfgang (Hrsg.): Immobilien-Recht und Steuern – Handbuch für die Immobilienwirtschaft, Köln 1996, S. 641-682.

**Gonschorek, Dietmar** (Subventionsfinanzierung): Subventionsfinanzierung und Fristenkongruenz, in: FB, 1. Jg., 1999, H. 10, S. 321-326.

**Gorny, Christian** (Unternehmensbewertung): Unternehmensbewertung in Verhandlungsprozessen – Ansätze zur Lösung der Argumentationsfunktion, Wiesbaden 2002, zugl. Essen, Univ., Diss., 2001.

**Gorny, Christian/Rosenbaum, Dirk** (Ertragsteuern): Die methodische Berücksichtigung von Ertragsteuern in der Unternehmensbewertung – Aktuelle Probleme und Lösungsvorschläge, in: WPg, Jg. 57, 2004, H. 16, S. 861-868.

**Gratz, Kurt** (Finanzierungs- und Ausschüttungsstrategien): Finanzierungs- und Ausschüttungsstrategien der mittelständischen GmbH, in: DB, 55. Jg., 2002, H. 11, S. 489-494.

- Greven, Hermann** (Erbbauzins): Erbbauzins, in: Wandersleb, Hermann (Hrsg.): Handwörterbuch des Städtebaus, Wohnungs- und Siedlungswesens, Bd. I, Stuttgart 1959, S. 567-568.
- Grewé, Christiane** (Privatisierung): Privatisierung kommunaler Wohnungsbestände und Bewertung von Portfolios, in: Westdeutsche ImmobilienBank (Hrsg.): Chancen und Risikoaspekte des Immobilien-Investmentbanking, Marktbericht XII, Mainz 2002., S. 73-87.
- Großfeld, Bernhard** (Anteilsbewertung): Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht: Zur Barabfindung ausscheidender Gesellschafter, 3. Aufl., Köln 1994.
- Grützner, Dieter** (Änderungen): Änderungen in der Unternehmensbesteuerung – Ein erster Überblick über die Steuer-Beschlüsse des Gesetzgebers vom 19.12.2003, in: StuB, 6. Jg., 2004, H. 2, S. 49-55.
- Gürtler, Detlef** (Investoren), Wenn amerikanische Investoren die deutsche Rente retten, in: Die Welt, vom 17. Juli 2004, S. 12
- Güroff, Georg** (Hinzurechnungen): § 8 GewStG Hinzurechnungen, in: Glanegger, Peter/Güroff, Georg: Gewerbesteuergesetz Kommentar, 5. Aufl., München 2002, S. 654-784.
- Haas, Wolfgang** (Gewerbesteuerpflicht): Die Gewerbesteuerpflicht von Dividenden aus Streubesitz nach § 8 Nr. 5 GewStG und ihre Auswirkung auf 100% Beteiligungen, in: DB, 55. Jg., 2002, H. 11, S. 549 - 553.
- Haarmann, Wilhelm/Busch, Barbara** (Aspekte): Steuerliche Aspekte im Corporate Real Estate Management, in: Schulte, Karl-Werner/Schäfers, Wolfgang (Hrsg.): Handbuch Corporate Real Estate Management, 2. Aufl., Köln 2004, S. 271-307.
- Haarmann, Wilhelm/Busch, Barbara** (Privatisierung): Rechtliche und steuerliche Aspekte der Privatisierung, in: Schulte, Karl-Werner/Achleitner, Ann-Kristin/Schäfers, Wolfgang/Knobloch, Bernd (Hrsg.): Handbuch Immobilien Banking: Von der traditionellen Immobilien-Finanzierung zum Immobilien-Investmentbanking, Köln 2002, S. 561-589.
- Hachmeister, Dirk** (Discounted Cash Flow): Der Discounted Cash Flow als Maß der Unternehmenswertsteigerung, 4. Aufl., Frankfurt a. M. 2000, zugl.: München, Univ., Diss. 1994.
- Hachmeister, Dirk** (Finanzierung): Die Abbildung der Finanzierung im Rahmen verschiedener Discounted Cash Flow Verfahren, in: ZfbF, 48. Jg., 1996, H. 3, S. 251- 277.
- Haertler, Hans-Joachim** (Betriebswirtschaftslehre): Wohnungswirtschaftliche Betriebswirtschaftslehre, in: Jenkis, Helmut (Hrsg.): Kompendium der Wohnungswirtschaft, 4. Aufl., München, Wien 2001, S. 545-567.
- Hagemeier, Irene M.** (Instrumente): Der Einsatz staatlicher Instrumente in der Wohnungs- und Bodenpolitik des 20. Jahrhunderts – Deutschland, Spanien, Schweden und USA im Vergleich, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Bd. 21, Köln 2002, zugl.: Oestrich Winkel, European Business School, Diss., 2002.
- Hamada, Robert S.** (Effect): The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stock, in: JoF, Vol. 27, 1972, S. 435 - 452.

**Harloe, Michael** (Home): *The People's Home? Social Rented Housing in Europe and America*, Oxford, Cambridge, Mass. 1995.

**Hasenkamp, Hartwig K./Gier, Sonja** (Deutsche Wohnen), Deutsche Wohnen AG, in: Schulte, Karl-Werner/Achleitner, Ann-Kristin/Schäfers, Wolfgang/Knobloch, Bernd (Hrsg.): *Handbuch Immobilien Banking: Von der traditionellen Immobilien-Finanzierung zum Immobilien-Investmentbanking*, Köln 2002, S. 633-653.

**Hasselmann, Anja** (Gewährträgerhaftung): Die Ausschlußtatbestände für den Beihilfebegriff des Art. 87 EGV am Beispiel von Anstaltslast und Gewährträgerhaftung im öffentlichen Bankensystem der Bundesrepublik Deutschland, Frankfurt am Main 2001.

**Haub, Christoph** (Erfolgschancen): Erfolgschancen einer Ausgliederung des Immobilienbereichs in eine börsennotierte Aktiengesellschaft und deren Steuerung mit dem Shareholder Value-Konzept, in: Hens, Markus/Haub, Christoph/Meyer, Thomas J. (Hrsg.): *Shareholder Value und Immobilien – Konzepte wertsteigernder Strategien*, Köln 1998, S. 123-202.

**Hayn, Marc** (Wertkonzeption): Unternehmensbewertung: Die funktionale Wertkonzeption – Gemeinsamkeiten, Unterschiede und Konsequenzen für die Überarbeitung des Entwurfs der HFA-Stellungnahmen 2/1983, in: DB, 53. Jg., 2000, H. 27/28, S. 1346-1353.

**Hayn, Marc** (Junge Unternehmen): *Bewertung junger Unternehmen*, 2. überarbeitete Aufl., Herne, Berlin 2000, zugl.: Saarbrücken, Univ., Diss., 1998.

**Hawlitzky, Jürgen** (Bewertung): Kapitalmarktorientierte Bewertung von Finanzierungstiteln unter besonderer Berücksichtigung der Besteuerung auf Anlegerebene, Frankfurt a. M. 1998, zugl.: Bochum, Univ., Diss. 1997.

**Heidenreich, Hartmut/Brosius, Reno** (Dauerwohnrechte): Dauerwohnrechte zur Veräußerung – Altes Modell mit neuen Möglichkeiten, in: Jürgen Keßler (Hrsg.): *Wohnungsgenossenschaften richtig finanzieren – Neue Wege und vertraute Pfade in der genossenschaftlichen Finanzverfassung*, Hamburg 2004, S. 115-126.

**Heinen, Edmund** (Industriebetriebslehre): *Industriebetriebslehre - Entscheidungen im Industriebetrieb*, 9. Aufl., Wiesbaden 1991.

**Helbling, Carl** (Absicherungsstrategien): Absicherungsstrategien gegen Risiken des Unternehmenskaufs, in: Peemöller, Volker H. (Hrsg.): *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung*, 2. Aufl., Herne, Berlin, 2002, S. 167-175.

**Helbling, Carl** (Due-Diligence-Review): Due-Diligence-Review, in: Peemöller, Volker H. (Hrsg.): *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung*, 2. Aufl., Herne, Berlin, 2002, S. 157-165.

**Helbling, Carl** (Unternehmensbewertung): *Unternehmensbewertung und Steuern: Unternehmensbewertung in Theorie und Praxis, insbesondere die Berücksichtigung der Steuern aufgrund der Verhältnisse in der Schweiz und in der Bundesrepublik Deutschland*, 8. Aufl., Düsseldorf 1995.

**Hens, Markus** (Marktwertorientiertes Management): *Marktwertorientiertes Management von Unternehmensimmobilien*, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): *Schriften zur Immobilienökonomie*, Bd. 13, Köln 1999, zugl. Oestrich Winkel, European Business School, Diss., 1999.

- Hens, Markus** (Einsatz): Der immobilienspezifische Einsatz des Shareholder Value-Konzeptes, in: Hens, Markus/Haub, Christoph/Meyer, Thomas J. (Hrsg.): Shareholder Value und Immobilien – Konzepte wertsteigernder Strategien, Köln 1998, S. 13-122.
- Henselmann, Klaus** (Mischen): Das Mischen von Unternehmenswerten – Eine theoretische Erklärung gängiger Praxis, in: FB, 3. Jg., 2001, H. 7-8, S. 413-417.
- Henselmann, Klaus** (Restwert): Der Restwert in der Unternehmensbewertung - eine "Kleinigkeit"?, in: FB, 2. Jg., 2000, H. 3, S. 151-157.
- Hermes, Michael** (Wohnimmobilien): Realistische Renditeerwartungen bei der Bewirtschaftung und dem Verkauf von Wohnimmobilien, Vortragspräsentation zur Veranstaltung der Berliner Immobilienrunde – Sonderveranstaltung vom 8. Juni 2004 „Wohnimmobilien – ein unterschätztes Anlagesegment“ – Chancen für institutionelle Investoren und Fondsgesellschaften, Vortag am 8. Juni 2004 von 14.30 Uhr bis 15.00 Uhr.
- Herzig, Norbert/Dempfle, Urs** (Konzernsteuerquote): Konzernsteuerquote, betriebliche Steuerpolitik und Steuerwettbewerb, in: DB, 54. Jg., 2002, H. 1, S. 1-8.
- Herzig, Norbert** (Umwandlungsmodell): Umwandlungsmodell beim Kauf von Anteilen an Kapitalgesellschaften, in: Schaumburg, Harald (Hrsg.): Unternehmenskauf im Steuerrecht, Stuttgart 1997, S. 119-148.
- Hettich, Ulrich** (Privatisierung): Möglichkeiten und Wirkungen der Privatisierung öffentlich geförderter Wohnungsbestände in der Bundesrepublik Deutschland, Lüneburg, Univ., Diss.; 1993.
- Heyd, Reinhard/Prohaska, Dirk** (Steuern): Der Einfluss von Steuern im Rahmen eines Unternehmenskaufs, in: StuB, 6. Jg., 2004, H. 9, S. 394-401.
- Hickl, Tilman** (Vergleich): Vergleich von offenen Immobilienfonds und Immobilien-Aktiengesellschaften, in: Rehkugler, Heinz (Hrsg.): Die Immobilien-AG – Bewertung und Marktattraktivität, München, Wien 2003, S. 165-193.
- Hommel, Ulrich/Müller, Jürgen** (Investitionsbewertung): Realoptionsbasierte Investitionsverfahren, in: FB, 1. Jg., 1999, H. 8, S. 177-188.
- Hötzl, Oliver/Beckmann, Klaus** (Unternehmenssteuerreform): Einfluss der Unternehmenssteuerreform 2001 auf die Unternehmensbewertung, in: WPg, 53. Jg., 2000, H. 15, S. 696-701.
- Husmann, Sven/Kruschwitz, Lutz/Löffler, Andreas** (Unternehmensbewertung): Unternehmensbewertung unter deutschen Steuern, in: DBW, 62. Jg., 2002, H. 1, S. 24 - 42.
- Hupe, Michael/Ritter, Gerd** (Kalkulationszinsfüsse): Der Einsatz risikoadjustierter Kalkulationszinsfüsse bei Investitionsentscheidungen – theoretische Grundlagen und empirische Untersuchungen, in: BFuP, 49. Jg., 1997, H. 5, S. 593-612.
- IdW** (Hrsg.) (S 1): IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertung (IDW S1), in: IDW Fachnachrichten, 2000, S. 415-441.
- IdW** (Hrsg.) (Unternehmensbewertung): Wirtschaftsprüferhandbuch 1998 - Handbuch für Rechnungslegung, Prüfung und Beratung, Bd. II., bearbeitet von Dörner, Dietrich/Hense, Burkhard/Gelhausen, Hans Friedrich/Müller, Welf/Siepe, Günter, 11. Aufl., Düsseldorf 1998.

**IdW (Hrsg.)** (HFA 1/1984): Stellungnahme HFA 1/1984: Bilanzierungsfragen bei Zuwendungen, dargestellt am Beispiel finanzieller Zuwendungen der öffentlichen Hand, in: WPg, 37. Jg., H. 22, 1984, S. 612-615.

**IdW (Hrsg.)** (Grundsätze): Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (Stand: 28.6.2000), in: WPg, 53. Jg., 2000, H. 17, S. 825-842.

**Intemann, Jens/Nacke, Aloys** (Verlustverrechnung): Verlustverrechnung nach den Steueränderung für 2003/2004, in: DStR, 42. Jg., 2004, H. 28, S. 1149-1192.

**Jacob, Dieter** (Bilanzierung): Bilanzierung von Baukonzernen – amerikanische und deutsche Praxis im Vergleich, in: WPg, 41. Jg., 1998, H. 7, S. 189-199.

**Jacobs, Otto H./Scheffler, Wolfram** (Unternehmensbewertung): Unternehmensbewertung, in: Chmielewicz, Klaus/Schweizer, Marcell (Hrsg.): Handwörterbuch des Rechnungswesens, 3. Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 1977-1988.

**Jaensch, Günter** (Wert): Wert und Preis der ganzen Unternehmung, Köln/Opladen 1966.

**Janicki, Thomas** (Privatisierung): Perspektiven der Privatisierung von Wohnungsbeständen aus der Sicht der öffentlichen Hand, in: Schulte, Karl-Werner/Achleitner, Ann-Kristin/Schäfers, Wolfgang/Knobloch, Bernd (Hrsg.): Handbuch Immobilien Banking: Von der traditionellen Immobilien-Finanzierung zum Immobilien-Investmentbanking, Köln 2002, S. 591-608.

**Jansen, Stephan A.** (Bestimmung): Bestimmung von Integrations- und Synergieerzielungskosten, in: Richter, Frank/Timmreck, Christian (Hrsg.): Unternehmensbewertung – Moderne Instrumente und Lösungsansätze, Stuttgart 2004, S. 263-282.

**Jensen, Michael C.** (Agency Costs): Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, in: AER, Vol. 76, 1986, S. 323-329.

**Jensen, Michael C./Meckling, W. H.** (Theory): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, in: JoFE, Vol. 3, 1976, S. 305-360.

**Jensen, Michael C./Ruback, Robert S.** (Corporate Control): The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence, in: JoFE, Vol. 11, 1983, S. 5-50.

**Jenks, Helmut W.** (Wohnungswirtschaftspolitik): Grundlagen der Wohnungswirtschaftspolitik, München, Wien 2004.

**Jenks, Helmut W.** (Entwicklung): Die gemeinnützige Wohnungswirtschaft – Ursprung, Entwicklung, Probleme, in: Jenks, Helmut W. (Hrsg.): Kommentar zum Wohnungsgemeinnützigenrecht, Hamburg 1988, S. XIX-XLVIII.

**Jenks, Helmut W.** (Wohnungsbaufinanzierung): Grundlagen der Wohnungsbaufinanzierung, München, Wien 1995.

**Jenks, Helmut W.** (Markt): Die gemeinnützige Wohnungswirtschaft zwischen Markt und Sozialbindung: Aufsätze und Abhandlungen, in: Schriften zum Genossenschaftswesen und zur öffentlichen Wirtschaft, Bd. 14, I, Berlin 1985.

**Jenks, Helmut W.** (Ursprung): Ursprung und Entwicklung der gemeinnützigen Wohnungswirtschaft: Eine wirtschaftliche und sozialgeschichtliche Darstellung, in: Schriftenreihe des Institutes für Städtebau, Wohnungswirtschaft und Bausparwesen e. V. (Arnold-Knobloch-Institut), Hamburg 1973.

- Jennen, Birgit/Lebert, Rolf/Wiesmann, Gerrit/Baulig, Christian** (Landesbanken): Landesbanken: Ende der Behaglichkeit, in: FTD vom 18. Juli 2001, S. 10.
- Jonas, Hans** (Verkehrswert): Einige Bemerkungen zur Bestimmung des Verkehrswertes von Unternehmungen, in: ZfB, 24. Jg., 1954, S. 168-178.
- Jürgenson, Insa von** (Optionen): Strategische Optionen für das Real Estate Management – Beiträge zum Shareholder Value-Management, Frankfurt a. M. et. al. 1998, zugl. Wien, Wirtschaftsuniv., Diss., 1997.
- Jung, Hans** (Betriebswirtschaftslehre): Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 7. Aufl., München, Wien, 2001.
- Jung, Werner F.** (§ 13 KStG): § 13 KStG, in: Dötsch, Ewald/Eversberg, Horst/Jost, Werner F./Witt, Georg (Hrsg.): Kommentar zum KStG und EStG, § 13 KStG.
- Kaden, Jens/Wagner, Wolfgang/ Weber, Theo/Wenzel, Klaus** (Methodenharmonisierung): Kritische Überlegungen zur Discounted Cash Flow-Methode – Methodenharmonisierung von Ertragswert und Discounted Cash Flow, in: ZfB, 67. Jg., 1997, H. 4, S. 499-508.
- Kaders, Georg** (Bewertung): Bewertung deutscher Immobilien-AGs (Teil 1), Skript zum Vortrag beim DVFA-Symposium „Die Immobilien-AG“ in Frankfurt/Main am 29. und 30. April 1999.
- Kahle, Egbert** (Entscheidungen): Betriebliche Entscheidungen, 4. Aufl., München, Wien 1997.
- Kammloß, Christian** (Kapitalbeteiligungsgeschäft): Das Kapitalbeteiligungsgeschäft der Sparkassen-Finanzgruppe – Empirische Evidenz für Ziele, Erfolg und Kontrolle, Wiesbaden 2004, zugl. Witten/Herdecke, Univ., Diss., 2004.
- Kapp, Thomas/von Goldbeck, Axel** (Immobilientransaktionen): Versteckte Fallstricke – Bei größeren Immobilientransaktionen kommt eine Zusammenschlusskontrolle durch das Kartellamt in Betracht, in: Immobilienmanager, o. Jg., 2004, H. 7-8, S. 21.
- Karrenbrock, Holger** (Mindestbesteuerung): Wider die Aushöhlung des Leistungsfähigkeitsprinzips durch die Mindestbesteuerung – Stellungnahme zu den BFH-Beschlüssen vom 6.3.2003 und zur Neuregelung der Mindestbesteuerung durch das ProtErkIG, in: DB, 57. Jg., 2004, H. 11, S. 559-564.
- Katz, Alfred** (Kommunale Wirtschaft): Kommunale Wirtschaft – Öffentliche Unternehmen zwischen Gemeinwohl und Wettbewerb, Stuttgart 2004.
- Kengelbach, Jens** (Unternehmensbewertung): Unternehmensbewertung bei internationalen Transaktionen, Frankfurt a. M. 2000, zugl. München, Univ., Diss., 2000.
- Keunecke, Klaus Peter** (Immobilienbewertung): Immobilienbewertung – Entscheidungsorientierte Ansätze bei der Grundstücks- und Gebäudebewertung, Berlin, Heidelberg, New York 1994.
- Kerler, Patrik** (Mergers): Mergers & Acquisitions und Shareholder Value, Bern, Stuttgart, Wien 2000, zugl. Zürich, Univ., Diss., 1999.
- Kersten, Gerd/Schulz, Günter** (Mitglieder): Kommentar zu § 9 WGG Vermögensrechtliche Behandlung der Mitglieder, in: Jenkis, Helmut W. (Hrsg.): Kommentar zum Wohnungsgemeinnützigenrecht, Hamburg 1988, S. 189-204.

**Kießling, Heinz/Pelikan, Horst/Jäger, Birgit** (Körperschaftsteuer): Körperschaftsteuer, in: Deutsche Steuergewerkschaft (Hrsg.): Grüne Reihe, Bd. 6, 14. Aufl., Achim 1995.

**Kinski, Uwe** (Pensionszusagen): Unternehmensbewertung und Pensionszusagen - Möglichkeiten des Einbezugs von Pensionszusagen in Bewertungskalküle unter Berücksichtigung von Steuer und Kollektiveffekten, Frankfurt a. M. et. al., 2001, zugl. Bochum, Univ., Diss. 2000.

**Kirsch, Hans-Jürgen/Krause, Clemens** (Überlegungen): Kritische Überlegungen zur Discounted Cash Flow-Methode, in: ZfB, 66. Jg., 1990, H. 7, S. 793-812.

**Klaffke, Martin** (Kapitalmarkt): Anlagebetrug am Grauen Kapitalmarkt – Theoriebasierte empirische Analyse aus ökonomischer Perspektive, Wiesbaden 2002, zugl. Bamberg, Univ., Diss., 2002.

**Kleiber, Wolfgang** (Einführung): Einführung, in: Kleiber, Wolfgang/Simon, Jürgen/Weyers, Gustav (Hrsg.): Verkehrswertermittlung von Grundstücken, 4. Aufl., Köln 2002, S. 95-150.

**Kleiber, Wolfgang** (Gutachterausschusswesen): Gutachterausschusswesen und der Verkehrswert; das Recht der Wertermittlung des Baugesetzbuchs – BauGB – (§§ 192 bis 199 BauGB), in: Kleiber, Wolfgang/Simon, Jürgen/Weyer, Gustav (Hrsg.): Verkehrswertermittlung von Grundstücken – Kommentar und Handbuch zur Ermittlung von Verkehrs-, Versicherungs- und Beleihungswerten unter Berücksichtigung von WertV und BauGB, 4. Aufl., Köln 2002, S. 341-552.

**Kleiber, Wolfgang** (Verkehrswertermittlung): Verkehrswertermittlung nach den Grundsätzen der Wertermittlungsverordnung – WertV, in: Kleiber, Wolfgang/Simon, Jürgen/Weyer, Gustav (Hrsg.): Verkehrswertermittlung von Grundstücken – Kommentar und Handbuch zur Ermittlung von Verkehrs-, Versicherungs- und Beleihungswerten unter Berücksichtigung von WertV und BauGB, 4. Aufl., Köln 2002, S. 553-2156.

**Kleiber, Wolfgang/Simon, Jürgen/Weyers, Gustav** (Hrsg.): Verkehrswertermittlung von Grundstücken – Kommentar und Handbuch zur Ermittlung von Verkehrs-, Versicherungs- und Beleihungswerten unter Berücksichtigung von WertV und BauGB, 4. Aufl., Köln 2002.

**Klein, Klaus-Günther/Jonas, Martin** (Unternehmensbewertung): Due Diligence und Unternehmensbewertung, in: Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U./Strauch, J. (Hrsg.): Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 3. Aufl., Stuttgart 2002, S. 173-192.

**Klobberg, Hermann** (Erbbaurecht): Erbbaurecht, in: Wandersleb, Hermann (Hrsg.): Handwörterbuch des Städtebaus, Wohnungs- und Siedlungswesens, Bd. 1, Stuttgart 1959, S. 562-567.

**Kloster, Ulrich** (Kapitalkosten): Kapitalkosten und Investitionsentscheidungen – Eine finanzielle und empirische Untersuchung, Frankfurt a. M. et. al. 1988, zugl. Essen, Univ., Diss., 1988.

**Klunzinger, Eugen** (Bürgerliches Recht): Einführung in das Bürgerliche Recht, 11. Aufl., München 2002.

**Knechtel, Erhard** (Baumarkt): Baumarkt – Wohnungswirtschaft und Bauwirtschaft, in: Kühne-Bühning, L./Heuer, J.H.B. (Hrsg.): Grundlagen der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, 3. Aufl., Frankfurt a. M. 1994, S. 365-396.

- Knobloch, Bernd** (Rahmenbedingungen): Rahmenbedingungen und Strukturwandel im Immobilien-Banking, in: Schulte, Karl-Werner/Achleitner, Ann-Kristin/Schäfers, Wolfgang/Knobloch, Bernd (Hrsg.): Handbuch Immobilien Banking: Von der traditionellen Immobilien-Finanzierung zum Immobilien-Investmentbanking, Köln 2002, S. 41-65.
- Koch, Christian** (Unternehmensbewertung): Optionsbasierte Unternehmensbewertung – Realoptionen im Rahmen von Akquisitionen, Wiesbaden 1999, zugl.: Koblenz, Wiss. Hochsch. Für Unternehmensführung., Diss., 1988.
- Köhler, Stephan** (Gestaltungsmöglichkeiten): Steuerliche Gestaltungsmöglichkeiten bei Immobilieninvestitionen, in: Schulte, Karl-Werner/Bone-Winkel, Stephan/Thomas, Matthias (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Investition, Köln 1998, S. 421-465.
- König, Petra** (Privatisierung): Privatisierung von kommunalem Wohnungseigentum, Stuttgart-Hohenheim, Univ., Diss. 1999.
- Köpfler, Thilo** (Wohnungsbaufinanzierung): Wohnungsbaufinanzierung, in: Jenkis, Helmut (Hrsg.): Kompendium der Wohnungswirtschaft, 4. Aufl., München, Wien 2001, S. 627-647.
- Kofner, Stefan** (Wohnungswirtschaft): Wohnungsmarkt und Wohnungswirtschaft, München, Wien 2004.
- Korn, Ralf/Korn, Elke** (Optionsbewertung): Optionsbewertung und Portfolio-Optimierung – Moderne Verfahren der Finanzmathematik, Braunschweig, Wiesbaden 1999.
- Kornemann, Rolf** (Zielsetzungen): Die wohnungspolitischen Zielsetzungen in den Regierungserklärungen, in: Jenkis, Helmut (Hrsg.): Kompendium der Wohnungswirtschaft, 4. Aufl., München, Wien 2001, S. 123-143.
- Kornemann, Rolf** (Wohungsgemeinnützigkeit): Wohnungsgemeinnützigkeit aufgehoben: Untergang oder Neubeginn?, in: LFK, 44. Jg., 1993, H. 20/21, S. 671-673.
- Kraege, Thorsten** (Konzeption): Konzeption zur Gestaltung eines wertorientierten Entscheidungsunterstützungssystems, in: Wirtschaftsinformatik, 40. Jg., 1998, H. 2, S. 95-104.
- Krolle, Siegrid** (Unternehmensbewertung): Unsicherer tax shield in der Unternehmensbewertung . Adjusted Present Value (APV) oder Discounted Cash Flow (DCF), in: FB, 3. Jg., 2001, H. 1, S. 18-30.
- Krolle, Siegrid/Arnold, Hansjörg** (Erträge): Ausländische Erträge in der Unternehmensbewertung, in: FB, 2. Jg., 2000, H. 7-8, S. 459-463.
- Krolle, Siegrid/Knollmann, Jochen** (Einkommensteuersatz): Überlegungen zum relevanten Einkommensteuersatz bei der Ermittlung des Unternehmenswertes, , in: FB, 2. Jg., 2000, H. 2, S. 77-82.
- Krolle, Siegrid/Oßwald, Ulrich** (Strategieberatung): Wertorientierte Strategieberatung mit Real Option Valuation<sup>TM</sup>, in: FB, 3. Jg., 2001, H. 4, S. 233-239.
- Kruk, Max/Potthoff, Erich/Sieben, Günter** (Schmalenbach): Eugen Schmalenbach: Der Mann – Sein Werk – Die Wirkung, Cordes, Walter (Hrsg.): Stuttgart 1984.
- Kruschwitz, Hans** (Wohnungsfürsorge): Betriebliche Wohnungsfürsorge, in: Wandersleb, Hermann (Hrsg.): Handwörterbuch des Städtebaus, Wohnungs- und Siedlungswesens, Bd. 3, Stuttgart 1959, S. 1725-1731.

**Kruschwitz, Hans** (Wohnungsnot): Wohnungsnot, in: Wandersleb, Hermann (Hrsg.): Handwörterbuch des Städtebaus, Wohnungs- und Siedlungswesens, Bd. 3, Stuttgart 1959, S. 1749-1750.

**Kruschwitz, Lutz** (Investitionsrechnung): Investitionsrechnung, 9. Aufl., München, Wien 2003.

**Kruschwitz, Lutz** (Risikoabschläge): Risikoabschläge, Risikozuschläge und Risikoprämien in der Unternehmensbewertung, in: DB, 54. Jg., 2001, H. 46, S. 2409-2413.

**Kruschwitz, Lutz/Löffler, Andreas** (DCF): DCF = APV + (FTE & TCF & WACC)?, in: Richter, Frank/Schüler, Andreas/Schwetzler, Bernhard (Hrsg.) ; Festschrift für Drukarczyk, Jochen: Kapitalgeberansprüche, Marktvalorientierung und Unternehmenswert - Festschrift für Prof. Dr. Dr. h. c. Jochen Drukarczyk zum 65. Geburtstag. München, 2003, S. 235-254.

**Kruschwitz, Lutz/Löffler, Andreas** (Finanzierungspolitik): DCF-Verfahren, Finanzierungspolitik und Steuern, in: Seicht, Gerhard (Hrsg.): Jahrbuch für Controlling und Rechnungswesen 2002 – Unternehmensbewertung, Kostenrechnung, Internationale Rechnungslegung, Controlling, Steuern, Wien 2001.

**Kruschwitz, Lutz/Löffler, Andreas** (Missverständnisse): Fünf typische Missverständnisse im Zusammenhang mit DCF-Verfahren, in: FB, 5. Jg., 2003, H. 11, S. 731-733.

**Kruschwitz, Lutz/Löffler, Andreas** (Steuervorteile), Sichere und unsichere Steuervorteile bei der Unternehmensbewertung I, Arbeitspapier, Institut für Bank und Finanzwirtschaft der Freien Universität Berlin, 1999, S. 17-18.

**Kruschwitz, Lutz/Löffler, Andreas** (Probleme): Unendliche Probleme bei der Unternehmensbewertung, in: DB, 51. Jg., 1998, H. 21, S. 1041-1043.

**Kruschwitz, Lutz/Löffler, Andreas** (APT): Ross' APT ist gescheitert. Was nun? In: ZfbF, 49. Jg., 1997, H. 7/8, S. 644-651.

**Kruse, Reinhard** (Wohnimmobilien): „Cash Cows“ im Portfolio: Der Stellenwert von Wohnimmobilien im Rahmen der Immobilienanlagen eines institutionellen Investors, Vortragspräsentation zur Veranstaltung der Berliner Immobilienrunde – Sonderveranstaltung vom 8. Juni 2004 „Wohnimmobilien – ein unterschätztes Anlagesegment“ – Chancen für institutionelle Investoren und Fondsgesellschaften, Vortag am 8. Juni 2004 von 15.30 Uhr bis 16.00 Uhr.

**Kuhnle, Rainer/Kuhnle-Schadn, Alexandra** (Leasing): Leasing – Ein Finanzierungswegweiser mit Vertrags- und Berechnungsmodellen, Wien 2001.

**Kühn, Franz** (Immobilienleasing): Immobilienleasing und Steuern – Eine investitionstheoretische Analyse, Wiesbaden 1999, zugl.: Passau, Univ., Diss., 1999.

**Kühne, Horst** (Aufgaben): Aufgaben und Leistungsbereiche der Wohnungsunternehmen, in: Kühne-Bühning, L./Heuer, J.H.B. (Hrsg.): Grundlagen der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, 3. Aufl. Frankfurt a. M. 1994, S. 468-479.

**Kühne-Bühning, Lidwina/Steveling, Lieselotte** (Mietrechtliche Regelungen): Mietrechtliche Regelungen in den Marktsegmenten, in: Kühne-Bühning, Lidwina/Heuer, Jürgen H.B. (Hrsg.): Grundlagen der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, 3. Aufl. Frankfurt a. M. 1994, S. 285-294.

- Kühne-Bühning, Lidwina** (Besonderheiten): Besonderheiten des Wirtschaftsgutes Wohnung und seiner Nutzleistungen, in: Kühne-Bühning, Lidwina/Heuer, Jürgen H.B. (Hrsg.): Grundlagen der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, 3. Aufl., Frankfurt a. M. 1994, S. 17-27.
- Küller, Hans-Detlev** (Shareholder Value): Das Shareholder Value-Konzept aus Gewerkschaftssicht, in: BFuP, 49. Jg., 1997, H. 5, S. 516-531.
- Küpper, Hans-Ulrich** (Marktwertorientierung): Marktwertorientierung – neue und realisierbare Ausrichtung für die interne Unternehmensrechnung?, in: BFuP, 50. Jg., 1998, H. 5, S. 517-539.
- Küpper, Hans-Ulrich** (Verknüpfung): Verknüpfung von Investitions- und Kostenrechnung als Kern einer umfassenden Planungs- und Kontrollrechnung, in: BFuP, 42. Jg., 1990, S. 253-267.
- Küting, Karlheinz** (Unternehmensbewertung): Zur Bedeutung und Analyse von Verbundeffekten in der Unternehmensbewertung, in: BFuP, 33. Jg., 1981, H. S. 175-189.
- Küting, Karlheinz/Eidel, Ulrike** (Marktwertansatz): Marktwertansatz contra Ertragswert- und Discounted Cash Flow Verfahren, in: FB, 1. Jg., 1999, H. 9, S. 225-231.
- Kujath, Hans Joachim** (Wohnungsversorgung): Die Träger der sozialen Wohnraumversorgung, in: Prigge, Walter/Kalb, Wilfried (Hrsg.): Sozialer Wohnungsbau im internationalen Vergleich, Frankfurt 1988, S. 123-141.
- Kunig, Phillip** (Artikel 74): Kommentar zu Artikel 74, in: Münch, Ingo von/Kunig, Phillip (Hrsg.): Grundgesetz-Kommentar, Bd. 3, Art. 70 bis Art. 146 und Gesamtregister, 5. Aufl., München 2003, S. 67-121.
- Laas, Tim** (Steuern): Berücksichtigung von Steuern bei der Bewertung von Unternehmen am Beispiel der DCF-Methoden, Discussion Paper No. 00-53, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (Hrsg.): Mannheim Oktober 2000.
- Lammel, Siegfried** (Wohnraummietrecht): Heidelberger Kommentar zum Wohnraummietrecht, 2. Aufl., Heidelberg 2002.
- Lang, Bianca** (Ausschüttungen): Das System der Ausschüttungen in der fünfzehnjährigen Übergangszeit, in: DB, 55. Jg., 2002, H. 35, S. 1793-1798.
- Laux, Helmut** (Entscheidungstheorie): Entscheidungstheorie, 3. Aufl., Berlin 1995.
- Leffson, Ulrich** (GoB): Die Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung, 7. Aufl., Düsseldorf 1987.
- Lehmann, Steffen** (Bewertung): Neue Wege in der Bewertung börsennotierter Aktiengesellschaften – Ein Cash-flow-orientiertes Bewertungsmodell, Wiesbaden 1994, zugl.: Trier, Univ., Diss., 1994.
- Leis, Gert** (Steueränderungen): Steueränderungen zum 1.1.2004 im Überblick – Die Ergebnisse des Vermittlungsverfahrens, in: FR, 86. Jg., 2004, H. 2, S. 53-120.
- Leopoldsberger, Gerrit/Thomas, Matthias** (Bewertung): Bewertung von Unternehmensimmobilien, in: Schulte, Karl-Werner/Schäfers, Wolfgang (Hrsg.): Handbuch Corporate Real Estate Management, 2. Aufl., Köln 2004, S. 137-168.

**Leopoldsberger, Gerrit** (Bewertung): Bewertung von Immobilien, in: Schulte, Karl-Werner/ Bone-Winkel, Stephan/Thomas, Matthias (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Investition, Köln 1998, S. 171-211.

**Leuthier, Rainer** (Interdependenzproblem): Das Interdependenzproblem in der Unternehmensbewertung, Frankfurt a. M. 1988, zugl. München, Univ., Diss., 1988.

**Leuthier, Rainer** (Besteuerung): Zur Berücksichtigung der Besteuerung in der Unternehmensbewertung, BFuP, 1988, S. 505-521.

**Leuner, Rolf** (Sanierung): Bewertung ertragsschwacher Unternehmen (Sanierung), in: Peemöller, Volker H. (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Herne, Berlin, 2002, S. 649-670.

**Lewis, Thomas G./Stelter, Daniel** (Unternehmenswert): Steigerung des Unternehmenswertes, Landsberg/Lech 1994.

**Lintner, John** (Valuation), The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets, in: Review of Economics and Statistics, Vol. 47, 1965, S. 13-37

**Lobe, Sebastian** (Steuervorteil): Marktbewertung des Steuervorteils der Fremdfinanzierung und Unternehmensbewertung, Universität Regensburg, in: Regensburger Diskussionsbeiträge Nr. 361, Februar 2001 und FB, 3. Jg., 2001, H. 12, S. 645 – 652.

**Loderer, Claudius/Jörg, Petra/Pichler, Karl/Zgraggen, Pius** (Bewertung): Handbuch der Bewertung – Praktische Methoden und Modelle zur Bewertung von Projekten, Unternehmen und Strategien, 2. Aufl., Zürich 2002.

**Löffler, Andreas** (WACC): Gewichtete Kapitalkosten (WACC) in der Unternehmensbewertung, in: FB, 4. Jg., 2002, H. 2, S. 296-300.

**Löffler, Andreas** (LBO): Tax Shields in an LBO, Arbeitspapier vom 13. März 2000, Universität Berlin 2000.

**Löhlein, Ulrich** (Energieeinsparverordnung) (Hrsg.) : Die neue Energieeinsparverordnung in der Praxis unter Berücksichtigung der Bestandsimmobilie, Hamburg 2002.

**Löhner, Peter G./Böckmann, Ulrich J.** (Multiplikatorverfahren): Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung, in: Peemöller, Volker H. (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Herne, Berlin, 2002, S. 401-426.

**Löhner, Peter G.** (Shareholder Value): Shareholder Value: Reflexion der Adoptionsmöglichkeiten in Deutschland – Eine Untersuchung unter Berücksichtigung strategischer Implikationen, München, 1996, zugl.: Erlangen, Nürnberg, Univ., Diss., 1995.

**Lohr, Burkhard** (Bewertung): Bewertung bauausführender Unternehmen – Ein ganzheitliches entscheidungsorientiertes Konzept, München 2001, zugl.: Braunschweig, Techn. Univ., Diss., 2001.

**Lorson, Peter** (Bewertung): Auswirkung von Shareholder-Value-Konzepten auf die Bewertung und Steuerung ganzer Unternehmen, Herne/Berlin 2004, zugl. Saarbrücken, Univ., Habil.-Schr., 2004.

**Lorson, Peter** (Shareholder-Value-Ansätze): Shareholder-Value-Ansätze, in: DB, 44. Jg., 1999, H. 26/27, S. 1329-1339.

- Lucks, Kai/Meckl, Reinhard** (Mergers & Acquisitions): Internationale Mergers & Acquisitions – Der prozessorientierte Ansatz, Berlin et. al. 2002.
- Luehrman, Timothy A.** (Guide): What's it Worth? – A General Managers Guide to Valuation, in: HBR, 67. Jg., 1997, May-June, S.132-142.
- Luehrman, Timothy A.** (APV) Using APV – A better Toll for valuing operations, in: HBR, 67. Jg., 1997, May-June, S. 145-154.
- Luik, Hans** (Pensionsverpflichtungen): Aktuelle Fragen zur Behandlung von Pensionsverpflichtungen im Jahres- und Konzernabschluß, in: Wpg, 40. J.g, 1987, S. 733-744.
- Lutter, Marcus** (Due Diligence): Due Diligence des Erwerbers beim Kauf einer Beteiligung, in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 18. Jg., 1997, H. 15, S. 613-620.
- Lutz, Harald** (Entscheidungswerte): Entscheidungswerte im Planungsprozess der Unternehmensakquisition, München, Köln, 1998.
- Lutz, Harald** (Verlustvorträge), Zum Wert körperschaftsteuerlicher Verlustvorträge bei Ertragswertermittlungen, in: BFuP, 45. Jg., 1993, H. 1, S. 66-78.
- Lutz, Thomas/Scheffler, Anke** (Mieterhöhungen): Mieterhöhungen nach §§ 558 ff. BGB, in: Hannemann, Thomas/Wiegner, Michael (Hrsg.): Münchener Anwaltshandbuch – Wohnraummietrecht, München 2002, S. 759-812.
- Lücke, Wolfgang** (Investitionsrechnung): Investitionsrechnungen auf der Grundlage von Ausgaben und Kosten?, in: ZfbF, 7. Jg., 1955, S. 310-324.
- Lücke, Wolfgang** (Zinsen): Die kalkulatorischen Zinsen im betrieblichen Rechnungswesen, in: ZfB Ergänzungsheft 1965, S. 1-28.
- Lütke, Friedrich** (Wohnungswirtschaft): Wohnungswirtschaft. Eine systematische Darstellung unter besonderer Berücksichtigung der deutschen Wohnungswirtschaft, 2. Aufl., Stuttgart 1949.
- Nelles, Michael/Rocke, Roman** (Investitionsentscheidungen): Realoptionsbasierte Investitionsentscheidungen, in: FB, 3. Jg., 2001, H. 2, S. 93-95.
- Mandl, Gerwald/Rabel, Klaus** (Methoden): Methoden der Unternehmensbewertung, in: Peemöller, Volker H. (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Herne, Berlin, 2002, S. 47-85.
- Mandl, Gerwald/Rabel, Klaus** (Unternehmensbewertung): Unternehmensbewertung – Eine praxisorientierte Einführung, Wien, 1997.
- Maier, David A.** (Betafaktor): Der Betafaktor in der Unternehmensbewertung, in: FB, 3. Jg., 2001, H. 5, S. 298-302.
- Markowitz, H. M.** (Portfolio): Portfolio Selection, Journal of Finance, Vol.7, 1952, S. 77-92.
- Marx, Franz Jürgen/Löffler, Christoph** (Eigenkapitalstruktur): Der Einfluss der steuerlichen Eigenkapitalstruktur auf den Unternehmenswert, in: DB, 54. Jg., 2001, H. 27/18, S. 1425-1430.
- Matschke, Manfred Jürgen** (Entscheidungswert): Der Entscheidungswert der Unternehmung, Wiesbaden 1975.

**Matschke, Manfred Jürgen/Hering, Thomas** (Probleme): Unendliche Probleme bei der Unternehmensbewertung? – Erwiderung zu Kruschwitz/Löffler, DB 1999, S. 1041, in: DB, 52. Jg., 1999, H. 18, S. 920-922.

**Maus, Günter** (Rückstellungen): Rückstellungen in der Handels- und Steuerbilanz – Ein Praxis-ABC mit einer Einführung in steuer- und handelsrechtliche Bilanzierungsgrundsätze, 2. Aufl., Herne, Berlin 2002.

**Mellerowicz, Konrad** (Wert): Der Wert des Unternehmens als Ganzes, Essen 1952.

**Merton, Robert C.** (Option): Theory of rational option pricing. Bell Journal of Economics and Management Science, 1977, H. 4, S. 141 – 183.

**Metz, Michael** (Bilanz- und Ergebnisplanung): Bilanz- und Ergebnisplanung für internationale Unternehmen, Frankfurt am Main et. al. 1978.

**Meyer, Justus** (Wirtschaftsprivatrecht): Wirtschaftsprivatrecht – Eine Einführung, 5. Aufl., Berlin, Heidelberg, New York 2003.

**Miles, James A./Ezzel, John R.** (WACC): The Weighted Average Cost of Capital, Perfect Markets, and Project Life: A Clarification, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 15, 1980, S. 719-730.

**Miller, Merton H.** (M/M Prepositions): The Modigliani-Miller Prepositions after thirty years, in: Journal of Economic Perspectives, 1988, Vol. 2, No. 4, p. 99-120.

**Miller, Merton H.** (Debt): Debt and Taxes, in: Journal of Finance, Vol. 32, 1977, May, p. 261-275.

**Miller, Merton H./Modigliani, Franco** (Dividend Policy): Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares, in: Journal of Business, Vol. 34, 1961, S. 411-435.

**Modigliani, Franco/Miller, Merton H.** (Cost): The Cost of Capital, Corporate Finance and Theory of Investment, in: AER, Vol. 48, 1958, Juni, p. 261 - 267.

**Modigliani, Franco/Miller, Merton H.** (Correction): Corporate Income Taxes and Cost of Capital: A Correction, AER, Vol. 53, 1963, Juni, p. 433-443.

**Moser, Ulrich** (Discounted Cash-flow): Discounted Cash-flow-Methode auf der Basis von Free Cash Flows: Berücksichtigung der Besteuerung, in: FB, 1. Jg., 1999, H. 7, S. 117-123.

**Moser, Ulrich/Auge-Dickhut, Stefanie** (Marktpreisabschätzungen): Unternehmensbewertung: Der Informationsgehalt von Marktpreisabschätzungen auf Basis von Vergleichsverfahren, in: FB, 5. Jg, 2003, H. 1, S. 10-22.

**Moss, Alex** (Property): Rights Issues in the Property Sector, in: Journal of Property Finance, Vol. 2, 1991, No. 2, p. 185-193.

**Moxter, Adolf** (Grundsätze): Grundsätze der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Wiesbaden 1983.

**Muche, Thomas** (Unternehmensbewertung): Unternehmensbewertung unter Einbezug von Steuer- und Handelsrecht, Lohmar/Köln 2000, zugl.: Dresden, Univ., Diss., 2000.

- Müller, Rolf** (Konzernsteuerquote): Die Konzernsteuerquote – Modephänomen oder erst zu nehmende neue Kennziffer?, in: DStR, 40. Jg., 2002, H. 39, S. 1684-1688.
- Müller, Wolfgang** (Bilanzinformation): Bilanzinformation und Aktienbewertung, Frankfurt a. M. 1992.
- Müller-Gatermann, Gert** (Unternehmensteuerrecht): Aktuelles zum Unternehmensteuerrecht, in: WPg, 57. Jg., 2004, H. 9, s. 467-476.
- Münstermann, Hans** (Wert): Wert und Bewertung der Unternehmung, 3. Aufl., Wiesbaden 1970.
- Murfeld, Egon** (Hrsg.) (Grundstücks- und Wohnungswirtschaft): Spezielle Betriebswirtschaftslehre der Grundstücks- und Wohnungswirtschaft, 2. Aufl., Hamburg 1997.
- Myers, Stewart C.** (Borrowing): Determinants of corporate borrowing, in: JoFE, 1977, H. 5., S. 147-175.
- Myers, Stewart C.** (Interactions): Interactions of Corporate Financing und Investment Decisions – Implications for Capital Budgeting, in: Journal of Finance, Vol. 29, 1974, März, No. 1, S. 1-25.
- Myers, Stewart C., Dill, David A., Bautista, Alberto J.** (Financial Lease Contracts): Valuation of Financial Lease Contracts, in: Journal of Finance, Vol. 31, 1976, June, No. 3, S. 799-819.
- Nack, Ulrich** (Immobilien-Rechnungslegung): Immobilien-Rechnungslegung börsennotierter Aktiengesellschaften unter dem Gesichtspunkt des Shareholder Value, Oestrich-Winkel, European Business School, Diss., 1998.
- Nägele, Peter/Maaß, Elke/Flehinghaus, Wolfgang** (Finanzierung): Finanzierung, Finanzierungshilfen und Kreditsicherheiten, in: Usinger, Wolfgang (Hrsg.): Immobilienrecht und Steuern – Handbuch für die Immobilienwirtschaft, Köln 1996, S. 787-837.
- Nelles, Michael/Rocke, Roman** (Investitionsentscheidungen): Realoptionsbasierte Investitionsentscheidungen, in: FB, 3. Jg., 2001, H. 2, S. 93-95.
- Niehues, Karl** (Unternehmenstransaktionen): Unternehmensbewertung bei Unternehmenstransaktionen, in: BB, 48. Jg., 1993, H. 32, S. 2241-2250.
- Niederstadt, Karen** (Markt): Non-Performing Loans – Guter Markt für faule Äpfel – Viele Banken stöhnen unter der Last risikobehafteter Kredite. Für Investoren sind sie dagegen ein interessantes Renditeobjekt, in: Immobilien Wirtschaft und Recht, H. 7-8, 2004, S. 34-35.
- Nowak, Karsten** (Unternehmensbewertung): Marktorientierte Unternehmensbewertung - Discounted Cash Flow, Real Option, Economic Value Added und der Direct Comparison Approach, Wiesbaden 2000, zugl. Mannheim, Univ., Diss., 2000.
- Oesterle, Berthold** (Verlustvorträge): Steuerliche Verlustvorträge in der Unternehmensbewertung, in: BB, 53. Jg., 1998, H. 16, S. 835-840.
- Ollmann, Michael/Richter, Frank** (Einkommensteuer): Kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung und Einkommensteuer – Eine deutsche Perspektive im Kontext internationaler Praxis, in: Kleineidam, Hans-Jochen (Hrsg.): Unternehmenspolitik und Internationale Besteuerung – Festschrift für Lutz Fischer, Berlin 1999, S. 159-178.

**Orth, Manfred** (Ausschüttungsbedingte Änderung): Ausschüttungsbedingte Änderung des Körperschaftsteueraufwands – Zur Bedeutung des Steuersenkungsgesetzes für den handelsrechtlichen Jahresabschluss -, in: WPg, 54. Jg., 2001, H. 18, S. 947-958.

**O. V.** (US-Finanzinvestoren), Neue Herren – Die Amerikaner kommen: US-Finanzinvestoren kaufen die Filetstücke der deutschen Wirtschaft, in: Wirtschaftswoche vom 4. November 2004, S. 42-43.

**O. V.** (Basel II): Basel II verabschiedet, in: FB, 6. Jg., 2004, H. 7-8, S. 526.

**O. V.** (GAGFAH): Fortress gewinnt das Bietergefecht um die Gagfah – Amerikaner zahlen 2,1 Milliarden Euro für die Wohnungsbaugesellschaft und wollen sie an die Börse bringen, in : FAZ vom 16. Juli 2004, Nr. 163, S. 11.

**O. V.** (Kommunen), Rekorddefizite machen Kommunen das Wirtschaften immer schwerer, in: FAZ, vom 29. März 2003, Nr. 75, S. 14.

**O. V.** (Eisenbahn-Deal), Der Eisenbahn-Deal in: Die Wohnungswirtschaft, 51. Jg., 1998, H. 8, S. 32- 47.

**Palmon, Dan/Seidler, Lee J.** (Value): Current Value Reporting of Real Estate Companies and a Possible Example of Market Inefficiency, in: Accounting Review, Vol. 53, 1978, No. 3, S. 776 - 790.

**Paschedag, Holger** (Hypothekenfinanzierung): Darlehens- und Hypothekenfinanzierung, in: Schulte, Karl-Werner/Achleitner, Ann-Kristin/Schäfers, Wolfgang/Knobloch, Bernd (Hrsg.): Handbuch Immobilien Banking: Von der traditionellen Immobilien-Finanzierung zum Immobilien-Investmentbanking, Köln 2002, S. 69-88.

**Paul, Eduard** (Bewertung): Bewertung von Unternehmensimmobilien, in: Peemöller, Volker H. (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Herne, Berlin, 2002, S. 542-580.

**Paul, Eduard** (Bewertungsmethoden): Bewertungsmethoden im Kontext der funktionalen Werttheorie, in: GuG, 1998, 9. Jg., H. 2, S. 84-91.

**Perridon, Louis/Steiner, Manfred** (Finanzwirtschaft): Finanzwirtschaft der Unternehmung, 11. Aufl., München 2002.

**Peick, Helmut** (Wohnungsbaufinanzierung): Neue Wege in der Wohnungsbaufinanzierung – von der Objekt- zur Unternehmensfinanzierung, in: Kühne-Bühning, Lidwina/Heuer, Jürgen H.B. (Hrsg.): Grundlagen der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, 3. Aufl. Frankfurt a. M. 1994, S. 581-583.

**Peemöller, Volker H.** (Wert): Wert und Werttheorien, in: Peemöller, Volker H. (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Herne, Berlin, 2002, S. 1-14.

**Peemöller, Volker H.** (Grundlagen): Grundlagen ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung: in: Peemöller, Volker H. (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Herne, Berlin, 2002, S. 27-46.

**Peemöller, Volker H.** (Grundsätze): Grundsätze der Unternehmensbewertung – Anmerkungen zum Standard S 1, in: DStR, 39. Jg., 2001, H. 33, S. 1401-1408.

- Peemöller, Volker H./Bömelburg, Peter/Denkmann, Andreas** (Unternehmensbewertung): Unternehmensbewertung in Deutschland – Eine empirische Erhebung, in: WPg, 47. Jg., 1994, H. 22, S. 741-749.
- Peemöller, Volker H./Kunowski, Stefan** (Ertragswertverfahren): Ertragswertverfahren nach IdW, in: Peemöller, Volker H. (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Herne, Berlin, 2002, S. 199-261.
- Peemöller, Volker H. /Kunowski, Stefan / Hillers, Jens** (Kapitalisierungszinssatz): Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes für internationale Mergers & Acquisitions bei Anwendung des Discounted Cash Flow-Verfahrens (Entity-Ansatz) - eine empirische Erhebung -, in: WPg, 52. Jg, 1999, H. 16, S. 621 - 630.
- Peemöller, Volker H./Meister, Jan M./Beckmann, Cristoph** (Multiplikatoransatz): Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung, in: FB, 4. Jg., 2002, H. 4, S. 197-209.
- Peemöller, Volker H./Popp, Matthias** (Verlustvorträge): Unternehmensbewertung bei ertragsteuerlichen Verlustvorträgen, in: BB, 32. Jg., 1997, H. 6, S. 303-309.
- Pensel, Jens** (Grundstücksunternehmen): Bemerkungen zur Bewertung von Grundstücksunternehmen, in: WPg, 46. Jg., 1993, H. 12, S. 365-374.
- Petersen, Hauke** (Immobilienbewertung): Marktorientierte Immobilienbewertung, 5. Aufl., Stuttgart et. al. 2001.
- Phillips, Simon** (Property Company Accounts): Property Company Accounts, Reading 1984.
- Plein, Christoph** (Immobilienvermögen): Sachgerechte Bewertung von Immobilienvermögen bei der Unternehmensbewertung, in: BB, 54. Jg., 1999, H. 9, S. 463-470.
- Pohl, Werner** (Gemeinden): Gemeinden und Wohnungsbau, in: Wandersleb, Hermann (Hrsg.): Handwörterbuch des Städtebaus, Wohnungs- und Siedlungswesens, Bd. 2, Stuttgart 1959, S. 687-690.
- Popp, Matthias** (Prozess): Prozess der Unternehmensbewertung, in: in: Peemöller, Volker H. (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Herne, Berlin, 2002, S. 99-131.
- Popp, Matthias** (Verlustvorträge): Unternehmensbewertung bei Verlustvorträgen vs. Bewertung von Verlustvorträgen, in: BB, 54. Jg., 1999, H. 22, S. 1154-1159.
- Popp, Matthias** (Unternehmensbewertung): Simultan integrierte Unternehmensbewertung, in: DStR, 36. Jg., 1998, H. 14, S. 542-548.
- Quint, Andreas** (Voraussetzungen): Unter welchen Voraussetzungen haben institutionelle Investoren Interesse an Wohnungs-Portfolios – Die wichtigsten Kriterien, Vortragspräsentation zur Veranstaltung der Berliner Immobilienrunde – Sonderveranstaltung vom 8. Juni 2004 „Wohnimmobilien – ein unterschätztes Anlagesegment“ – Chancen für institutionelle Investoren und Fondsgesellschaften, Vortag am 8. Juni 2004 von 12.15 Uhr bis 12.45 Uhr.
- Raab, Hermann** (Shareholder Value): Shareholder Value und Verfahren der Unternehmensbewertung – Leitmaxime für das Management?, Herne/Berlin 2001.

**Raffée, Hans** (Grundprobleme): Grundprobleme der Betriebswirtschaftslehre - Betriebswirtschaft im Grundstudium der Wirtschaftswissenschaften Bd. 1, Göttingen 1974.

**Rams, Andreas** (Unternehmensbewertung): Realoptionsbasierte Unternehmensbewertung, in: FB, 1. Jg., 1999, S. 349-364.

**Rappaport, Alfred** (Shareholder Value): Shareholder Value – Wertsteigerung als Maßstab für die Unternehmensführung, 2. Aufl., Stuttgart 1999.

**Reiß, Herbert** (Jahresabschluß): Der wohnungswirtschaftliche Jahresabschluß nach Handels- und Steuerrecht, in: Jenkis, Helmut W. (Hrsg.): Kompendium der Wirtschaftswirtschaft, 4. Aufl., München, Wien 2001, S. 598-626.

**Rehkugler, Heinz** (Chancen): Die Immobilien-AG – Chancen für Unternehmen und Investoren, in: Rehkugler, Heinz (Hrsg.): Die Immobilien-AG – Bewertung und Marktattraktivität, München, Wien 2003, S. 1-32.

**Rehkugler, Heinz/Schulz-Wulkow, Christian** (Net Asset Value): Vom Net Asset Value zum Börsenkurs, in: Rehkugler, Heinz (Hrsg.): Die Immobilien-AG – Bewertung und Marktattraktivität, München, Wien 2003, S. 97-121.

**Rehkugler, Heinz/Thomaschowski, Dieter** (Immobilien-AG): Bewertung von Immobilien-AG – der Ansatz der DVFA, in: Immobilien & Finanzierung, o. Jg., 2002, H. 11, S. 331-335.

**Rivlin, Paul** (Internationalisierung): Internationalisierung der Immobilienfinanzierung, in: Schulte, Karl-Werner/Achleitner, Ann-Kristin/Schäfers, Wolfgang/Knobloch, Bernd (Hrsg.): Handbuch Immobilien Banking: Von der traditionellen Immobilien-Finanzierung zum Immobilien-Investmentbanking, Köln 2002, S. 255-278.

**Rhiel, Raimund** (Pensionsrückstellung): Einrechnung künftiger Rentenanpassungen in eine Pensionsrückstellung nach IAS oder US-GAAP nicht doch ein Denkfehler?, in: DB, 53. Jg., 2000, H. 14, S. 685-686.

**Rhiel, Raimund** (Pensionsverpflichtungen): Pensionsverpflichtungen, Steuern, Cash Flow und Unternehmensbewertung, WPg, 52. Jg., 1999, H. 2, S. 63-73.

**Richter, Frank** (Steuerparadoxon): Relativer Unternehmenswert und Einkommensteuer oder: Was ist paradox am Steuerparadoxon? In: Richter, Frank/ Schüler, Andreas/Schwetzler, Bernhard (Hrsg.); Festschrift für Drukarczyk, Jochen: Kapitalgeberansprüche, Marktwertorientierung und Unternehmenswert- Festschrift für Prof. Dr. Dr. h. c. Jochen Drukarczyk zum 65. Geburtstag, München, 2003, S. 307-329.

**Richter, Frank** (Kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung): Kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung: Konzeption, finanzielle Bewertungsprämissen und Anwendungsbeispiel, Frankfurt am Main et. al. 2002, zugl.; Regensburg, Univ., Habil.-Schr., 2002.

**Richter, Frank** (Wertgrenzen): Logische Wertgrenzen und subjektive Punktschätzungen – Zur Anwendung der risikoneutralen (Unternehmens-) Bewertung, Überarbeitetes Manuskript zur Ringvorlesung „Unternehmensbewertung“ vom 22. Mai 2002 an der Freien Universität Berlin, unveröffentlicht.

**Richter, Frank** (Unternehmensbewertung): Unternehmensbewertung, in: Picot, A. (Hrsg.): Handbuch Mergers & Acquisitions – Planung, Durchführung, Integration, 2. Aufl., Stuttgart 2002, S. 301 - 333.

- Richter, Frank** (Discounting Rules): Simplified Discounting Rules in Binomial Models, in: SBR, Vol. 53, 2001, No. 3, S. 175-196.
- Richter, Frank** (Konzeption): Konzeption eines marktwertorientierten Steuerungs- und Monitoringsystems, 2. Aufl., Frankfurt a. M. et. al. 1999, zugl. Regensburg, Univ., Diss., 1996.
- Richter, Frank** (Verschuldungsgrad): Unternehmensbewertung bei variablen Verschuldungsgrad, in: ZBB, 10, Jg., 1998, S. 84-85.
- 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/Drukarczyk, Jochen** (Wachstum): Wachstum, Kapitalkosten und Finanzierungseffekte, in: Regensburger Diskussionsbeiträge, Nr. 346, Universität Regensburg, Oktober 2000.
- Richter, Frank/Helmis, Sven** (Risikozuschläge): Pragmatische Risikozuschläge, Sharpe-Ratio und Wertadditivität, Universität Witten/Herdecke, Fakultät für Wirtschaftswissenschaften, Institute for Mergers & Acquisitions, H. 87, September 2001.
- Richter, Frank/Honold, Dirk** (EVA): Das Schöne, das Unattraktive und das Hässliche an EVA & Co., in: FB, 2. Jg., 2000, H. 5, S. 265-274.
- Richter, Frank/Simon-Keuchhof, Kai** (Kapitalkostensätze): Bestimmung durchschnittlicher Kapitalkostensätze deutscher Industrieunternehmen – eine empirische Studie -, in: BFuP, 50. Jg., 1996, H. 6., S. 678-708.
- Riebel, Volker** (Erwartungen): Wurden die Erwartungen der Investoren beim Erwerb von 65.000 Eisenbahnerwohnungen erfüllt? – Bilanz nach 2 ½ Jahren, Vortragspräsentation zur Veranstaltung der Berliner Immobilienrunde – Sonderveranstaltung vom 8. Juni 2004 „Wohnimmobilien – ein unterschätztes Anlagensegment“ – Chancen für institutionelle Investoren und Fondsgesellschaften, Vortag am 8. Juni 2004 von 15.00 Uhr bis 15.30 Uhr.
- Rieger, Andreas** (Going Public): Going public – Wohnungsprivatisierung über die Börse – Substanzwert versus Emissionspreis, in: IZ, o. Jg., 1998, Nr. 8 vom 12.2.1998, S. 2.
- Rieger, Wilhelm** (Privatwirtschaftslehre): Einführung in die Privatwirtschaftslehre, 3. Aufl., Erlangen 1964.
- Ring, Stephan/Castedello, Marc/Schlumberg, Erik** (Steuersenkungsgesetz): Auswirkungen des Steuersenkungsgesetzes auf die Unternehmensbewertung – Zum Einfluss auf den Wertbeitrag der Fremdfinanzierung, den Marktwert des Eigenkapitals und die Eigenkapitalkosten, in: FB, 2. Jg., 2000, H. 6, S. 356-361.
- Röder, Alfons** (Steuerlehre): Wohnungswirtschaftliche Steuerlehre, in: Jenkis, Helmut (Hrsg.): Kompendium der Wohnungswirtschaft, 4. Aufl., München, Wien 2001, S. 570-597.

**Röll, Ludwig** (WEG), Wohnungseigentumsgesetz – Kommentar, in: Rebmann, Kurt/Säcker, Franz Jürgen/Rixecker, Roland, Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Bd. 6, Sachenrecht, München 1997., S. 367-572.

**Ropeter-Ahlers, Sven/Vaaßen, Nicole** (Wirtschaftlichkeitsanalyse): Wirtschaftlichkeitsanalyse im Rahmen der Immobilienbereitstellung, in: Schulte, Karl-Werner/Schäfers, Wolfgang (Hrsg.): Handbuch Corporate Real Estate Management, 2. Aufl., Köln 2004, S. 169-192

**Ross, Stephen A./Westerfield, Randolph W./Jaffee, Jeffrey F.** (Corporate Finance): Corporate Finance, 5. Aufl., Boston et. al., 1999.

**Rubinstein, Mark E.** (Synthesis): A Mean-Variance Synthesis of Corporate Finance Theory, in: Journal of Finance, Vol. 28, 1973, März, S. 167-181.

**Rudolf, Marcus/Witt, Peter** (Wachstumsunternehmen): Bewertung von Wachstumsunternehmen – Traditionelle und innovative Methode im Vergleich, Wiesbaden 2002.

**Ruter, Rudolf X./Mokler, Michael/Serf, Christoph** (Rückstellung): Rückstellung für drohende Verluste aus Mietverhältnissen im sozialen Wohnungsbau, in: DB, 54. Jg., 2001, H. 5, S. 209-214.

**SAGA** (Geschäftsbericht 2003): SAGA Siedlungs-Aktiengesellschaft Geschäftsbericht 2003, Hamburg 2004.

**Sanfleber-Decher, Martina** (Unternehmensbewertung): Unternehmensbewertung in den USA, in: WPg, 45. Jg., 1992, H. 20, S. 597-603.

**Simon, Jürgen** (Erbbaurecht): Das Erbbaurecht, in: GuG, o. Jg., 1991, H. 2, S. 81-94.

**Schade, Klaus** (Leasing): Leasing und Factoring in der Konzernpraxis, in: Lutter, Marcus/Scheffler, Eberhard/Schneider, Uwe H. (Hrsg.): Handbuch der Konzernfinanzierung, Köln 1998, S. 575-604.

**Schäfers, Wolfgang** (Immobilien-Management): Strategische Ausrichtung im Immobilien-Management, in: Schulte, Karl-Werner/Schäfers, Wolfgang (Hrsg.): Handbuch Corporate Real Estate Management, 2. Aufl., Köln 2004, S. 221-248.

**Schäfers, Wolfgang** (Monetarisierung): Monetarisierung von Corporate Real Estate, in: Schulte, Karl-Werner/Schäfers, Wolfgang (Hrsg.): Handbuch Corporate Real Estate Management, 2. Aufl., Köln 2004, S. 529-551.

**Schäfers, Wolfgang** (Unternehmensimmobilien): 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.: Oestrich-Winkel, European Business School, Diss., 1997.

**Schäfers, Wolfgang/Haub, Christoph** (Shareholder-Value): Shareholder Value-Analyse im Corporate Real Estate Management, in: Schulte, Karl-Werner/Schäfers, Wolfgang (Hrsg.): Corporate Real Estate Management, 2. Aufl., 2004, S. 491-551.

**Schäfers, Wolfgang/Hörner, Christian** (Privatisierung): Privatisierung von Wohnungsunternehmen der öffentlichen Hand. Grundlagen – Gestaltungsvarianten – Prozess, in: Schulte, Karl-Werner/Achleitner, Ann-Kristin/Schäfers, Wolfgang/Knobloch, Bernd (Hrsg.): Handbuch Immobilien Banking: Von der traditionellen Immobilien-Finanzierung zum Immobilien-Investmentbanking, Köln 2002, S. 535 - 560.

- Schäfers, Wolfgang/Siepmann, Axel/Stock, Alexandra** (Bewertung): Aspekte der Bewertung von Immobiliengesellschaften und –beständen zur Emissionspreisfindung, in: Schulte, Karl-Werner/Achleitner, Ann-Kristin/Schäfers, Wolfgang/Knobloch, Bernd (Hrsg.): Handbuch Immobilien Banking: Von der traditionellen Immobilien-Finanzierung zum Immobilien-Investmentbanking, Köln 2002, S. 375-402.
- Schaffer, Werner** (Begünstigungen): Staatliche Begünstigungen und Benachteiligungen als betriebswirtschaftliches Ordnungs-, Erfassungs-, Verrechnungs- und Auswertungsproblem, Mainz, Univ., Diss., 1972.
- Scharpenack, Fried/Nack, Ulrich/Haub, Christoph** (Immobilien-Aktiengesellschaften): Immobilien-Aktiengesellschaften, in: Schulte, Karl-Werner/Bone-Winkel, Stephan/Thomas, Matthias (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Investition, Köln 1998, S. 655-688.
- Scheffler, Wolfram** (Besteuerung I): Besteuerung von Unternehmen I: Ertrags-, Substanz- und Verkehrsteuern, 5. Aufl., Heidelberg 2002.
- Scherer, Frank** (Verlustvorträge): Kapitalmarktorientierte Bewertung ertragsteuerlicher Verlustvorträge, Frankfurt a. M., 2003, zugl.: Rostock, Univ., Diss. 2002.
- Schildbach, Thomas** (Stellungnahme): Stellungnahme zu den kritischen Anmerkungen zu meinem Beitrag im Heft 12/2000 der zfbf von Jochen Drukarczyk und Andreas Schüler, von Sven Husmann, Lutz Kruschwitz und Andreas Löffler sowie Martin Wallmeier, in: ZfBF, 53. Jg., 2001, H. 5, S. 289.
- Schildbach, Thomas** (DCF-Verfahren): Ein fast problemloses DCF-Verfahren zur Unternehmensbewertung, ZfBF, 52. Jg., 2000, H. 12, S. 707-723.
- Schlumberger, Erik** (Rückstellungen): Der Beitrag sonstiger Rückstellungen zum Unternehmenswert, Frankfurt am Main, et. al., 2002, zugl.: Regensburg, Univ., Diss., 2001.
- Schmalenbach, Eugen** (Beteiligungsfinanzierung): Die Beteiligungsfinanzierung, 9. Aufl., Köln, Opladen, 1966.
- Schmalenbach, Eugen** (Bilanz): Die dynamische Bilanz, 13. Aufl., Köln/Opladen, 1962.
- Schmalenbach, Eugen** (Finanzierungen): Finanzierungen, 6. Aufl., Leipzig, 1937.
- Schmalenbach, Eugen** (Werte): Die Werte von Anlagen und Unternehmen in der Schätztechnik, in: ZfbF 12. Jg., 1917/18, H. 1, S. 5-20.
- Schmid, Helmut** (Leveraged Buy-Out): Leveraged Management Buy-Out: Begriff, Gestaltung, optimale Kapitalstruktur und ökonomische Bedeutung, Frankfurt 1994, zugl.: Hannover, Univ., Diss, 1994.
- Schmidt, Bärbel** (Auswirkungen): Auswirkungen des GewStÄndG auf Unternehmen und die GewSt-Hebesätze der Gemeinden, in: StuB, 6. Jg, 2004, S. 249-253.
- Schmidt, Johannes G.** (Abwandlung): Die Discounted Cash Flow Methode – nur eine kleine Abwandlung der Ertragswertmethode?, in: ZfbF, 47. Jg., 1995, H. 12, S. 1088-1188.

**Schmidt, Matthias** (Unternehmensbewertung): Unternehmensbewertung in der Akquisitionspraxis, in: Baetge, Jörg (Hrsg.): Unternehmensbewertung im Wandel: Vorträge und Diskussionen zum 16. Münsterischen Tagesgespräch des Münsteraner Gesprächskreises Rechnungslegung und Prüfung e. V. am 11. Mai 2000, Düsseldorf 2000, S. 91-106.

**Schmidtbauer, Rainer** (Marktbewertung): Marktbewertung mit Hilfe von Multiplikatoren im Spiegel des Discounted-Cashflow-Ansatzes, in: BB, 55, Jg., 2004, H. 3, S. 148-153.

**Schmidtbauer, Rainer** (Bewertung): Die Bewertung von Konzernen als Problem in der Theorie der Unternehmensbewertung, in: DStR, 40. Jg., 2002, H. 36, S. 1542-1548.

**Schmidtbauer, Rainer** (Kapitalisierungszinssatz): Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung nach dem StSenkG – Diskussion auf Irrwegen?, in: BB, 57. Jg., 2002, H. 24, S. 1251-1257.

**Schmidtbauer, Rainer** (Steuern): Die Berücksichtigung der Steuern in der Unternehmensbewertung – Analyse der Auswirkungen des StSenkG, in: FB, 4. Jg., 2002, H. 4, S. 209-220.

**Schnapp, Michael** (Deutschbau/WohnBau): Deutschbau GmbH/WohnBau Rhein-Main AG, in: Schulte, Karl-Werner/Achleitner, Ann-Kristin/Schäfers, Wolfgang/Knobloch, Bernd (Hrsg.): Handbuch Immobilien Banking: Von der traditionellen Immobilien-Finanzierung zum Immobilien-Investmentbanking, Köln 2002, S. 609 - 631.

**Schneider, Dieter** (Investition): Investition, Finanzierung und Besteuerung, 7. Aufl., Wiesbaden 1992.

**Schneider, Dieter** (BWL): Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 3. Aufl., München 1987.

**Schröder, Christoph** (Privatisierung), Möglichkeiten und Auswirkung der Privatisierung des öffentlichen Wohnungsbestandes – Gutachten erstellt im Auftrag der IVG Holding AG, Köln 1998.

**Schulte, Karl-Werner** (Wirtschaftlichkeitsrechnung): Wirtschaftlichkeitsrechnung, 3. Aufl., Würzburg, Wien 1984.

**Schulte, Karl-Werner** (Rechnungslegung): Aktienrechtliche Rechnungslegung im Spiegel der Geschäftsberichte, Würzburg, Wien 1984.

**Schulte, Karl-Werner** (Nutzungsdauer): Optimale Nutzungsdauer und optimaler Ersatzzeitpunkt bei Entnahmemaximierung, Meisenheim am Glan 1975.

**Schulte, Karl-Werner/Schäfers, Wolfgang** (Immobilien-Banking): Immobilien-Banking als Geschäftsfeld von Banken, in: Schulte, Karl-Werner/Achleitner, Ann-Kristin/Schäfers, Wolfgang/Knobloch, Bernd (Hrsg.): Handbuch Immobilien Banking: Von der traditionellen Immobilien-Finanzierung zum Immobilien-Investmentbanking, Köln 2002, S. 29 - 40.

**Schulte, Karl-Werner/Achleitner, Ann-Kristin/Schäfers, Wolfgang/Knobloch, Bernd** (Hrsg.): Handbuch Immobilien Banking: Von der traditionellen Immobilien-Finanzierung zum Immobilien-Investmentbanking, Köln 2002.

**Schulte, Karl-Werner/Schulz, Thomas/Nack, Ulrich** (Rechnungslegung): Immobilien-Rechnungslegung, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, Bd. 1, 2. Aufl., München, Wien 2000, S. 739-763.

- Schulte, Karl-Werner/Ropeter, Sven-Eric** (Analyse): Quantitative Analyse von Immobilieninvestitionen – moderne Methoden der Investitionsanalyse, in: Schulte, Karl-Werner/Bone-Winkel, Stephan/Thomas, Matthias (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Investition, Köln 1998, S. 125-170.
- Schulte, Karl-Werner/Allendorf, Georg J.** (Rentabilitätsanalyse): Rentabilitätsanalyse für Wohnimmobilien, in: Schulte, Karl-Werner/Bone-Winkel, Stephan/Thomas, Matthias (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Investition, Köln 1998, S. 771-808.
- Schultze, Wolfgang** (Methoden): Methoden der Unternehmensbewertung – Gemeinsamkeiten, Unterschiede, Perspektiven, 2. Aufl., Düsseldorf 2003, zugl.: Augsburg, Univ., Diss., 2000.
- Schulz, Günther** (Wohnungswirtschaft): Wohnungspolitik und Wohnungswirtschaft seit 1945, in: Eichener Volker/Emmerich, Horst van/Petzina, Dietmar (Hrsg.): Die unternehmerische Wohnungswirtschaft: Emanzipation einer Branche. Der Strukturwandel der deutschen Wohnungswirtschaft seit dem ausgehenden 19. Jahrhundert, Frankfurt am Main 2000, S. 63-77.
- Schulz-Wulkow, Christian** (Immobilienbewertung): Nationale und Internationale Methoden der Immobilienbewertung, in: Rehgugler, Heinz (Immobilien-AG), S. 73-96.
- Schüler, Andreas** (Halbeinkünfteverfahren): Unternehmensbewertung und Halbeinkünfteverfahren, in: DStR, 38. Jg., 2000, H. 36, S. 1531-1536.
- Schlüter, Jochen** (Kostenmiete): Das langsame Ende der Kostenmiete, in: FAZ vom 8. Februar 2002, Nr. 33, S. 61.
- Schöpe, Brita** (Immobilienfinanzierung): Immobilienfinanzierung – Betriebswirtschaftliche Vorteilhaftigkeitsanalyse unter besonderer Berücksichtigung steuerlicher Aspekte, in: Bischoff, Johannes Georg/Kellermann, Alfred/Sieben, Günter/Herzig, Norbert (Hrsg.): Reihe: Steuern, Wirtschaft und Recht, Bd. 167, Lohmar, Köln 2000, zugl.: Hagen, Fernuniv., Diss., 1999.
- Schwarz, Martin E.** (Wohnungswirtschaft): Strategisches Management in der Wohnungswirtschaft – Ehemals gemeinnützige Wohnungsunternehmen auf dem Weg zu einem neuen Führungsverständnis, Witt, Dieter (Hrsg.): NPO-Management, München 2003, zugl. München, Univ., Diss. 2003.
- Schwender, Heinz Werner** (Wohnungsbaumittel): Öffentliche Wohnungsbaumittel, in: Wandersleb, Hermann (Hrsg.): Handwörterbuch des Städtebaus, Wohnungs- und Siedlungswesens, Bd. 3, Stuttgart 1959, S. 1670-1672.
- Schwetzler, Bernhard** (Risiko): Unternehmensbewertung und Risiko, in: DB, 55 Jg., 2002, H. 8, S. 390-391.
- Schwetzler, Bernhard** (Unsicherheit): Unternehmensbewertung unter Unsicherheit - Sicherheitsäquivalente oder Risikozuschlagsmethode?, in: ZfbF, 52. Jg., 2000, H. 8, S. 469-467.
- Schwetzler, Bernhard** (Verknüpfung): Stochastische Verknüpfung und implizite bzw. maximal zulässige Risikozuschläge bei der Unternehmensbewertung, in: BFuP, 52. Jg., 2000, H. 5, S. 478-492.
- Schwetzler, Bernhard** (Besteuerung): Gespaltene Besteuerung, Ausschüttungsperre-vorschriften und bewertungsrelevante Überschüsse bei der Unternehmensbewer-tung, in: WPg, 51. Jg., 1998, H. 16, S. 695-705.

**Schwetzler, Bernhard** (Kapitalkosten): Die Kapitalkosten von kurzfristigen Rückstellungen, in: BFuP, 48. Jg., 1996, H. 4, S. 442-466.

**Schwetzler, Bernhard/Darijtschuk, Niklas** (Zirkularitätsproblem): Unternehmensbewertung mit Hilfe der DCF-Methode – eine Anmerkung zum „Zirkularitätsproblem“, in: ZfB, 69. Jg., 1999, H. 3, S. 295-318.

**Schwetzler, Bernhard/Darijtschuk, Niklas** (Finanzierungspolitik): Unternehmensbewertung, Finanzierungspolitik und optimale Kapitalstruktur, Handelshochschule Leipzig, HHL Arbeitspapier Nr. 31, 1999.

**Swoboda, Peter/Zechner, Peter** (Capital): The Critical implicit Tax Rate and Capital Structure, in: Journal of Banking and Finance, o. Vol., 1986, p. 327-341.

**Serfling, Klaus/Schultze, Ronald** (Benchmarking): Benchmarking als Tool der Unternehmensführung und des Kostenmanagements, in: krp, 41. Jg., 1997, H. 4, S. 193-202.

**Seppelfricke, Peter** (Unternehmensbewertung): Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung – Bewertungsverfahren, Unternehmensanalyse, Erfolgsprognose, Stuttgart 2003.

**Seppelfricke, Peter** (Multiplikatorverfahren): Moderne Multiplikatorverfahren bei der Aktien- und Unternehmensbewertung, in: FB, 1. Jg., 1999, H. 10, S. 300-307.

**Sewing, Peter** (Kauf): Kauf von kleinen und mittleren Unternehmen durch aktive Privatinvestoren – Marktfaktoren in Deutschland, Unternehmensbewertung und Vermögenssteigerungseffekte, Bamberg 1992, zugl.: St. Gallen, Univ., Diss., 1992.

**Shrieves, Ronald E./Wachowicz, John W.** (Reconciliation): Free Cash Flow (FCF), Economic Value Added (EVA), and Net Present Value: A Reconciliation of Variations of Discounted Cash Flow (DCF) Valuation, in: The Engineering Economist, Vol. 1, 2001, No. 1, S. 33-52.

**Sieben, Günter** (DCF): Unternehmensbewertung: Discounted Cash Flow-Verfahren und Ertragswertverfahren – Zwei völlig unterschiedliche Ansätze? In: Lanfermann, Josef (Hrsg.): Internationale Wirtschaftsprüfung, Festschrift für Hans Havermann, Düsseldorf 1995, S. 713-737.

**Sieben, Günter** (Unternehmensbewertung): Unternehmensbewertung, in: Wittmann, Waldemar/Kern, Werner/Köhler, Richard/Küpper, Hans-Ulrich/v. Wysocki, Klaus (Hrsg.) Handwörterbuch der Betriebswirtschaftslehre, Bd. 3, 5. Aufl., Stuttgart 1993; Sp. 4316-4331.

**Sieben, Günter** (Wesen): Wesen, Ermittlung und Funktion des Substanzwertes als „vorgeleistete Ausgaben“, in: Busse von Colbe, Walter/Coenenberg, Adolf G. (Hrsg.): Unternehmensakquisition und Unternehmensbewertung, Grundlagen und Fallstudien, Stuttgart, 1992, S. 190-217.

**Sieben, Günter** (Auffassung): Schmalenbachs Auffassung von der Unternehmensbewertung, in: BFuP, 50. Jg., 1998, H. 2, S. 189-203.

**Sieben, Günter** (Kaufpreisbestimmung): Unternehmensstrategien und Kaufpreisbestimmung: Ein Beitrag zur Bewertung ganzer Unternehmen, in: Der Betrieb (Hrsg.): 40 Jahre Der Betrieb, Stuttgart 1988, S. 81 - 91.

**Sieben, Günter** (Substanzwert): Der Substanzwert der Unternehmung, Wiesbaden 1963.

- Sieben, Günther/Diedrich, Ralf** (Wertfindung): Aspekte der Wertfindung bei strategisch motivierten Unternehmensakquisitionen, in: Busse von Colbe, Walter/Coenenberg, Adolf G. (Hrsg.): Unternehmensakquisition und Unternehmensbewertung, Grundlagen und Fallstudien, Stuttgart, 1992, S. 220 - 235.
- Sieben, Günter/Schildbach, Thomas** (Entscheidungstheorie): Betriebswirtschaftliche Entscheidungstheorie, 3. Aufl., Düsseldorf 1990.
- Siegel, Theodor** (Unternehmensbewertung): Unternehmensbewertung, Unsicherheit und Komplexitätsreduktion, in: BfuP, 46. Jg., 1994, S. 457-476.
- Siepe, Günther** (Kalkulationszinssatz): Kalkulationszinssatz und Unternehmensbewertung, in: WPg, 51. Jg., 1998, S. 325-338.
- Siepe, Günther** (Ertragsteuern): Die Berücksichtigung von Ertragssteuern in der Unternehmensbewertung, in: WPg, 50. Jg., 1997, (Teil 1), S. 1-10. und (Teil 2), S. 37-43.
- Simon, Jürgen** (WertR): WertR – Wertermittlungsrichtlinien – Textsammlung mit einer Einführung, 3. Aufl., München/Berlin 2003.
- Simon, Jürgen** (Immobilienbewertung): Europäische Standards für die Immobilienbewertung, in: GuG, 2000, 11. Jg., H. 3, S. 134-141.
- Simon, Jürgen** (Erbbaurecht): Das Erbbaurecht, in: GuG, 2 Jg., 1991, H. 2, S. 69-82.
- Skudlarek, Guido** (Realoptionen): Perspektiven und Grenzen des Einsatzes von Realoptionen zur Unternehmensbewertung, in: Höcher, Reinhold (Hrsg.): Studien zum Finanz-, Bank- und Versicherungsmanagement des Lehrstuhls für Finanzierung und Investition, Bd. 7, Universität Kaiserslautern 2001.
- Sotelo, Ramon** (Wohnungspolitik): Ökonomische Grundlagen der Wohnungspolitik in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Bd. 16, Köln 2001, zugl.: Oestrich Winkel, European Business School, Diss., 2001.
- Spitzkopf, Horst Alexander** (Entwicklungen): Entwicklungen in der Immobilien-Refinanzierung, in: Schulte, Karl-Werner/Achleitner, Ann-Kristin/Schäfers, Wolfgang/Knobloch, Bernd (Hrsg.): Handbuch Immobilien Banking: Von der traditionellen Immobilien-Finanzierung zum Immobilien-Investmentbanking, Köln 2002, S. 279-307.
- Spremann, Klaus** (Finanzanalyse): Finanzanalyse und Unternehmensbewertung, München, Wien 2002.
- Stehle, Richard/Hartmond, Annette** (Durchschnittsrenditen): Durchschnittsrenditen deutscher Aktien 1954-1988, in: Kredit und Kapital, 24. Jg., 1991, S. 371-411.
- Steiner, Manfred/Wallmeier, Martin** (Unternehmensbewertung): Unternehmensbewertung mit Discounted Cash Flow-Methoden und dem Economic Value Added-Konzept, in: FB, 1. Jg., 1999, H. 5, S. 1-10.
- Stelter, Daniel** (Management): Wertorientiertes Management, Landsberg/Lech 1996.
- Streitferdt, Felix** (Verlustvorträge): Ertragsteuerliche Verlustvorträge in den DCF-Verfahren zur Unternehmensbewertung, in: ZfB, 74 Jg., 2004, H. 7, S. 669-693.

**Streifterdt, Felix** (Finanzierungspolitik): Finanzierungspolitik bei ewigem Wachstum und ihre Auswirkungen auf den Unternehmenswert, in: FB, 5. Jg., 2003, H. 5, S. 273-279.

**Stiglitz, Joseph E.** (Re-Examination): The Re-Examination of Modigliani-Miller Theorem, in: The American Economic Review, 1969, S. 784-793.

**Stolze, Heike/Middenhof, Oliver/Sievert, Elke** (Mindestbesteuerung): Überlegungen zur neuen Mindestbesteuerung – Die neue Verlustverrechnung im internationalen Vergleich, in: StuB, 6. Jg., 2004, H. 12, S. 529-536.

**Swoboda, Peter** (Finanzierung): Betriebliche Finanzierung, 2. Aufl., Heidelberg, Wien 1991.

**Tacke, Helmut R.** (Leasing): Leasing, 3. Aufl., Stuttgart 1999.

**Technomar GmbH Gesellschaft für Investitionsgütermarktforschung und Unternehmensberatung (Hrsg.)** (Baukostensenkung): Baukostensenkung und CO<sub>2</sub>-Minderung durch Wärme-Contracting – Hemmnisse und Lösungswege – Abschlußbericht, München 2000.

**Terhörne, Markus** (Bewertung). Die Bewertung von Unternehmen mit umfangreichem Immobilienbesitz – Dargestellt am Beispiel von Einzelhandelsunternehmen, in: Bischoff, Johannes Georg/Kellermann, Alfred/Sieben, Günter/Herzig, Norbert (Hrsg.): Reihe: Steuern, Wirtschaft und Recht, Bd. 149, Lohmar, Köln 1998, zugl.: Köln, Univ., Diss., 1998.

**Taetzner, Tobias** (Bewertungskalkül): Das Bewertungskalkül des Shareholder Value-Ansatzes in kritischer Betrachtung, Frankfurt a. M. et. al. 2000, zugl.: Frankfurt a. M., Univ., Diss., 1999.

**Thomaschowski, Dieter/Rehkugler, Heinz/Nack, Ulrich** (Net Asset Value): Der Net Asset Value als Bewertungskonzept, in: Rehkugler, Heinz (Hrsg.): Die Immobilien-AG – Bewertung und Marktattraktivität, München, Wien 2003, S. 55-72.

**Thomas, Matthias/Leopoldsberger, Gerrit/Walbröhl, Victoria** (Immobilienbewertung): Immobilienbewertung, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, Bd. 1, 2. Aufl., München, Wien 2000, S. 381-448.

**Thieme, Werner** (Stellung): Die Stellung des Wohnungsgemeinnützigekeitsrechts im Rechtssystem, in: Jenkis, Helmut W. (Hrsg.): Kommentar zum Wohnungsgemeinnützigekeitsrecht, Hamburg 1988, S. IL-LXV.

**Tillmann, Albert** (Immobilienbewertung): Unternehmens- und Immobilienbewertung, in: BFuP, 55. Jg., 2003, H. 3, S. 329-345.

**Timmreck, Christian** (Eigenkapitalkosten): Bestimmung der Eigenkapitalkosten, in: Richter, Frank/Timmreck, Christian (Hrsg.): Unternehmensbewertung – Moderne Instrumente und Lösungsansätze, Stuttgart 2004, S. 61-74.

**Timmreck, Christian** (Beta-Faktoren): Beta-Faktoren - Anwendungsprobleme und Lösungsansätze, in: FB, 4. Jg., 2002, H. 5, S. 300-307.

**Vaaßen, Nicole** (Immobilienleasing): Gewerbliches Immobilienleasing – Die quantitative und qualitative Analyse aus Sicht des Leasingnehmers, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Bd. 10, Köln 1999, zugl.: Oestrich Winkel, European Business School Diss., 1998.

**Väth, Arno/Hoberg, Wenzel** (Qualitative Analyse): Qualitative Analyse von Immobilieninvestitionen, in: Schulte, Karl-Werner, Bone-Winkel, Stephan, Thomas, Matthias (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Investition, Köln 1998, S. 79-123.

**Väth, Arno** (REIT): Die Grundstücks-Investment-AG als Pendant zum REIT, in: Schulte, Karl-Werner/Achleitner, Ann-Kristin/Schäfers, Wolfgang/Knobloch, Bernd (Hrsg.): Handbuch Immobilien Banking: Von der traditionellen Immobilien-Finanzierung zum Immobilien-Investmentbanking, Köln 2002, S. 816-848.

**Vera, Antonio/Fries, Trutz** (Unternehmensbewertung): Unternehmensbewertung von Krankenhäusern, in: FB, o. Jg, 2004, H. 1, S. 49-57.

**Völker, Ewald/Enzenhofer, Gregor** (Aspekte): Bilanzielle Aspekte im Corporate Real Estate Management, in: Schulte, Karl-Werner/Schäfers, Wolfgang (Hrsg.): Handbuch Corporate Real Estate Management, 2. Aufl., Köln 2004, S. 309-326.

**Voelskow, Rudi** (Miete): Miete, Pacht in: Rebmann, Kurt/Säcker, Franz Jürgen (Hrsg.): Münchener Kommentar zu Bürgerlichen Gesetzbuch, Bd. 3, 3. Aufl., München 1995, S. 1177-1719.

**Vogels, Manfred** (Gebäudebewertung): Grundstücks- und Gebäudebewertung - marktrecht, 5. Aufl., Wiesbaden und Berlin, 1996.

**Voß, Elke** (Wohnimmobilie): Plädoyer für die Wohnimmobilie – Noch stehen deutsche Fondsgesellschaften Investitionen in Wohnimmobilien kritisch gegenüber – doch der Markt zwingt zum Umdenken, in: Immobilien Recht und Wirtschaft, o. Jg, 2004, H. 6, S. 24-28.

**Walbröhl, Viktoria** (Immobilienanlageentscheidungen): Die Immobilienanlageentscheidung im Rahmen des Kapitalanlagemanagements institutioneller Anleger – Eine Untersuchung am Beispiel deutscher Lebensversicherungsunternehmen und Pensionskassen, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Bd. 15, Köln 2001, zugl. Oestrich Winkel, European Business School, Diss., 2000.

**Wallmeier, Martin** (Kapitalkosten): Kapitalkosten und Finanzierungsprämisse, in ZfB, 69 Jg., 1999, H. 12, S. 1473-1490.

**Weber, Martin/Schiereck, Dirk** (Kapitalkosten): Marktbezogene Bestimmung der Kapitalkosten, in: Gebhardt, Günther/Gehrke, Wolfgang/Steiner, Manfred (Hrsg.): Handbuch Finanzmanagement – Instrumente und Märkte der Unternehmensfinanzierung, München 1993, S. 131-150.

**Weidenkaff, Walter** (Mietvertrag): Mietvertrag, Pachtvertrag, in: Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 62. Aufl., München 2003, S. 717-858.

**Weimar, Hans Peter** (Gewinn): Gewinn in der Wohnungswirtschaft, in: Wandersleb, Hermann (Hrsg.): Handwörterbuch des Städtebaus, Wohnungs- und Siedlungswesens, Bd. 2, Stuttgart 1959, S. 720-721.

**Westphalen, Friedrich Graf von** (Leasingvertrag): Der Leasingvertrag, 4. Aufl., Köln 1992.

**Wetekamp, Axel** (Mieterhöhung): Mieterhöhungen, in: Schmid, Michael J. (Hrsg.): Miete und Mietprozess – Handbuch für die anwaltliche und gerichtliche Praxis, 3. Aufl., München 2001, S. 161-202.

**White, Darron/Turner, John/Jenyon, Bruce/Lincoln, Nicole** (Bewertungsverfahren): Internationale Bewertungsverfahren für das Investment in Immobilien – Praktische Anwendung internationaler Bewertungsstandards, Wiesbaden 1999.

**Wilts, Rainer/Schaldt, Klaus/Nottmeier, Andreas/Klasen, Bernadette** (Rechtssprechung): Rechtsprechung zur Unternehmensbewertung, in: FB, 6. Jg., 2004, H. 7-8, S. 508-514.

**Wöhe, Günther/Bilstein, Jürgen** (Unternehmensfinanzierung): Grundzüge der Unternehmensfinanzierung, 7. Aufl., München 1994.

**Wöhe, Günther/Döring, Ulrich** (Betriebswirtschaftslehre): Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 21. Aufl., München 2002.

**Zettel, Wolfgang** (Organisation): Organisation zur Steigerung des Unternehmenswertes: Konzept und Methodik zur Wertorientierten Gestaltung, Aachen 1995, zugl.: St. Gallen, Hochschule, Diss., 1984.

**Zoller, Edgar/Kiesl, Benedikt** (Real Estate): Real Estate Structured Finance, in: Schulte, Karl-Werner/Achleitner, Ann-Kristin/Schäfers, Wolfgang/Knobloch, Bernd (Hrsg.): Handbuch Immobilien Banking: Von der traditionellen Immobilien-Finanzierung zum Immobilien-Investmentbanking, Köln 2002, S. 199-226.

**Gesetzesverzeichnis**

**Aktiengesetz** vom 6.9.1965, BGBl. I 1965 S. 1089, zuletzt geändert durch Gesetz vom 24.8.2004, BGBl. I 2004 S. 2198

**Gesetz zur Verbesserung der betrieblichen Altersversorgung (BetrAVG)** vom 19.12.1974, BGBl. I 1974 S. 3610, zuletzt geändert durch Gesetz vom 5.7.2004, BGBl. I 2004 S. 1427

**Bewertungsgesetz** vom 16.10.1934, RGBl. I 1934 S. 1035, zuletzt geändert durch Gesetz vom 20.12.2001, BGBl. I 2001 S. 3794

**Bürgerliches Gesetzbuch** vom 18.8.1896, RGBl. 1896 S. 195, neugefasst durch Bek. vom 2.1.2002, BGBl. I 2002 S. 42, zuletzt geändert durch Gesetz vom 5.5.2004, BGBl. I 2004 S. 718

**Gesetz über die Eröffnungsbilanz in Deutscher Mark und die Kapitalneufestsetzung (D-Markbilanzgesetz)** vom 23.9.1990, BGBl. II 1990 S. 885, zuletzt geändert durch Verordnung vom 25.11.2003, BGBl. I 2003 S. 2304

**Einkommensteuergesetz** vom 16.10.1934, RGBl. I 1934 S. 1005, neugefasst durch Bek. vom 19.10.2002 BGBl. I 2002 S. 4210, zuletzt geändert durch Gesetz vom 30.7.2004 BGBl. I 2004 S. 2013

**Eigenheimzulagegesetz** vom 15.12.1995, BGBl. I 1995 S. 1783, zuletzt geändert durch Gesetz vom 29.12.2003, BGBl. I 2003 S. 3076

**Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung** vom 20.4.1892, RGBl. 1892 S. 477, zuletzt geändert durch Gesetz vom 19.7.2002, BGBl. I 2002 S. 2681

**Gewerbesteuergesetz** vom 1.12.1936, RGBl. I 1936 S. 979, neugefasst durch Bek. vom 15.10.2002, BGBl. I 2002 S. 4167, zuletzt geändert durch Gesetz vom 29.12.2003, BGBl. I 2003 S. 3076

**Einführungsgesetz zum Handelsgesetzbuch** vom 10.5.1897, RGBl. 1897 S. 437, zuletzt geändert durch Gesetz vom 3.7.2004, BGBl. I 2004 S. 1410

**Handelsgesetzbuch** vom 10.5.1897, RGBl. 1897 S. 219, zuletzt geändert durch Gesetz vom 24.8.2004, BGBl. I 2004 S. 2198

**Körperschaftsteuergesetz** vom 31.8.1976, BGBl. I 1976 S. 2597, neugefasst durch Bek. vom 15.10.2002, BGBl. I 2002 S. 4144, zuletzt geändert durch Gesetz vom 29.12.2003, BGBl. I 2003 S. 3076

**Miethöhegesetz** vom 18.12.1974, BGBl. I 1974 S. 3603

**Treuhandgesetz** vom 17.6.1990, GBl. der DDR I 1990 S. 300

**Gesetz zur weiteren Vereinfachung des Wirtschaftsstrafrechts (Wirtschaftsstrafgesetz 1954)** vom 9.7.1954, BGBl. I 1954 S. 175, neugefasst durch Bek. vom 3.6.1975, BGBl. I 1975 S. 1313, zuletzt geändert durch Gesetz vom 13.12.2001, BGBl. I 2001 S. 3574

**Gesetz über das Wohnungseigentum und das Dauerwohnrecht (Wohnungseigentumsgesetz)** vom 15.3.1951, BGBl. I 1951 S. 175, zuletzt geändert durch Gesetz vom 5.5.2004, BGBl. I 2004 S. 718

**Gesetz über die Gemeinnützigkeit im Wohnungswesen (Wohnungsgemeinnützigekeitsgesetz)** vom 29.2.1940, RGBl. I 1940 S. 437

**Erstes Wohnungsbaugesetz** vom 24.4.1950, BGBl. I 1950 S. 83

**Gesetz zur Sicherung der Zweckbestimmung von Sozialwohnungen (WoBindG)** vom 24.8.1965, BGBl. I 1965 S. 954, neugefasst durch Bek. vom 13.9.2001, BGBl. I 2001 S. 2404

**Gesetz über die soziale Wohnraumförderung (WoFG)** vom 13.9. 2001, BGBl. I 2001 S. 2376, zuletzt geändert durch Gesetz vom 5.7.2004, BGBl. I 2004 S. 1427

**Zweites Wohnungsbaugesetz** vom 19.8.1994, BGBl. I 1994 S. 2137

**Erbbauverordnung** vom 15.1.1919, RGBl. 1919 S. 72, zuletzt geändert durch Gesetz vom 23.7.2002, BGBl. I 2002 S. 2850

**Verzeichnis der Verordnungen und Richtlinien**

**Allgemeine Verwaltungsvorschrift zur Anwendung des Einkommensteuerrechts  
(EStR 2003) vom 15.12.2003, BStBl. I 2003, Sondernummer 2/2003**

**Energiesparverordnung** vom 16.11.2001, BGBl. I 2001 S. 3085

**Verordnung über die Pflichten der Makler, Darlehens- und Anlagenvermittler, Bau-  
träger und Baubetreuer (Maklerbauträgerverordnung)** vom 20.6.1974, BGBl. I  
1974 S. 1314

**Neubaumietenverordnung** vom 21.2.1975, BGBl. I 1975 S. 594

**Wertermittlungsverordnung (WertV)** vom 6.12.1988, BGBl. I 1988 S. 2209

**Zweite Berechnungsverordnung** vom 5.4.1984, BGBl. I 1984 S. 553

**Verzeichnis der Mitteilungen der Finanzverwaltung**

BMF-Schreiben vom 20. Dezember 1994 („Teilwertschreiben“), IV B 2 - S 1900-147/94, abgedruckt in: BStBl I, S. 917

BMF-Schreiben vom 23. Dezember 1991 („Teilamortisationserlass“, IV B 2 – S 2170-115/91, abgedruckt in: DB, 45. Jg., 1992, S. 112-113.

BMF-Schreiben vom 30. März 1990 („Vereinfachungsregeln für der Ermittlung von Teilwerten“), IV B2 – S 2171 – 12/90, abgedruckt in: BStBl. I, S. 149

**Verzeichnis von Stellungnahme zur Rechnungslegung von Wohnungsbauunternehmen**

**Stellungnahme IDW RS WFA 1** vom 24.4.2002: IDW Stellungnahme zur Rechnungslegung: Berücksichtigung von strukturellem Leerstand bei zur Vermietung vorgesehenen Wohngebäuden abgedruckt in: WPg, 55. Jg., 2002, H. 12, S. 633-635.

**Stellungnahme WFA 1/1996:** Zur Abgrenzung von Erhaltungsaufwand und Herstellungs- aufwand bei Gebäuden, abgedruckt in: WPg, 50. Jg., 1997, H. 3, S. 103-104.

**Stellungnahme HFA 1/1984:** Bilanzierungsfragen bei Zuwendungen, dargestellt am Beispiel finanzielle Zuwendungen der öffentlichen Hand, abgedruckt in: WPg, 37. Jg., 1984, H. 22, S. 612-615.

**Stellungnahme WFA 1/1993:** Abschreibung von Wohngebäuden des Anlagevermögens in der Handelsbilanz von Wohnungsunternehmen, abgedruckt in: WPg, 46. Jg., 1993, H. 14, S. 450-451.

**Stellungnahme WFA 1/1992:** Zur Bilanzierung latenter Steuern bei ehemals gemeinnützigen Wohnungsunternehmen

**Stellungnahme WFA 1/1990:** Rückstellungen für Bauinstandhaltung von Wohngebäu- den, abgedruckt in: WPg, 43. Jg., 1990, H. 5, S. 149.

**Urteilsverzeichnis**

BFH Urteil vom 23. August 1990 – V B 22/89 -, abgedruckt in: BStBl. 1991, II, S. 33.

BGH Urteil vom 21. Februar 1986 – V ZR 195/84 -, abgedruckt in: BB 1986, S. 1184.

BGH Urteil vom 20. Dezember 1985 – V ZR 96/84 -, abgedruckt in: DWW 1986, S. 100.

BFH Urteil vom 18. März 1981 – II R 11/79, abgedruckt in: BStBl. II 1981, S. 532.

OLG München Urteil vom 15. Dezember 1964 – 11/38 – 40/60, abgedruckt in: DB 1965, S. 179