

**Band 30**

# **Schriften zur Immobilienökonomie**

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

Christoph Pitschke

## **Die Finanzierung gewerblicher Immobilien- Projektentwick- lungen unter Basel II**



EUROPEAN BUSINESS SCHOOL  
International University  
Schloß Reichartshausen  
Private Wissenschaftliche Hochschule



Rudolf Müller

Christoph Pitschke

**Die Finanzierung gewerblicher Immobilien-Projektentwicklungen**  
*unter besonderer Berücksichtigung*  
*der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung*



## **Geleitwort des Herausgebers**

Die Novellierung der geltenden Baseler Eigenkapitalvereinbarung wird seit Vorliegen des Zweiten Konsultationspapiers im Jahr 2001 kontrovers diskutiert. Die neuen Regelungen verändern nicht nur die aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen für die Kreditinstitute grundlegend. Sie betreffen vielmehr auch diejenigen Unternehmen, die stark auf die klassische Bankfinanzierung angewiesen sind. Viele mittelständische Unternehmen, insbesondere Immobilien-Projektentwickler, deren Geschäft fremdkapitalintensiv und risikoreich ist, erwarten durch die Neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung Finanzierungsnachteile. Die Untersuchung des aktuellen wirtschaftlichen Umfelds von Banken und Projektentwicklern verdeutlicht, dass Eigenkapital für beide Seiten einen strategischen Engpassfaktor darstellt. Zudem sehen sich beide Branchen erheblichen strukturellen und regulatorischen Veränderungen gegenüber.

Damit trägt Basel II maßgeblich zu einem Paradigmenwechsel von der klassischen zur strukturierten Finanzierung bei.

Hier setzt die vorliegende Arbeit von Herrn Dipl.-Kfm. Christoph Pitschke an, in der die für die Finanzierung von Gewerbeimmobilien relevanten Punkte der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung herausgearbeitet werden. Der Autor leitet die zu erwartenden Auswirkungen von Basel II ab und zeigt Handlungsoptionen für Projektentwickler auf. Dazu wird im Rahmen eines Fallbeispiels die Finanzierung der Projektentwicklung einer Büroimmobilie, wie es bisher typisch war, vorgestellt. Dieses Beispiel beleuchtet der Verfasser jeweils aus der Perspektive einer Bank und eines Projektentwicklungsunternehmens. Darauf folgt ceteris paribus dieselbe Betrachtung unter den Bedingungen von Basel II. Im Anschluss stellt diese Arbeit unter der Prämisse der Neuen Baseler Eigenkapitalvorschriften mögliche Strukturierungsvarianten mit innovativen Finanzierungsformen sowie Möglichkeiten eines aktiven Zinsmanagements vor.

Um die geschäftspolitischen Reaktionen der Banken vor dem Hintergrund der aktuellen Ertragskrise und Basel II erfassen zu können, hat der Verfasser an-



hand einer empirischen Studie die aktuellen Meinungen der Banken zu der Entwicklung in der gewerblichen Immobilienfinanzierung erhoben.

Mit der Arbeit, die von der EUROPEAN BUSINESS SCHOOL als Dissertation angenommen wurde, erfährt die aktuelle Diskussion über die künftigen Finanzierungsbedingungen unter den Richtlinien der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung wesentliche und neue Impulse. Damit bietet sie zum einen der Wissenschaft einen Erkenntnisgewinn zu Basel II und zum anderen Projektentwicklern und Banken für die Praxis interessante Ansatzpunkte. In diesem Sinne wünsche ich der Arbeit in Wissenschaft und Praxis eine 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

## Vorwort

Neben den strukturell und konjunkturell bedingten wirtschaftlichen Problemen in der Banken- und Projektentwicklungsbranche sorgt die Entwicklung der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung seit geraumer Zeit für großen Informationsbedarf und bietet Anlass für Spekulationen über die Zukunft der Immobilienfinanzierung. Es wird zunehmend deutlich, dass sich diese grundlegende regulatorische Veränderung auf das Kreditvergabeverhalten der Banken, insbesondere im Rahmen der Finanzierung von Gewerbeimmobilien, auswirkt. Trotz einer starken Präsenz des Themas Basel II in der allgemeinen Wirtschafts- und Tagespresse und zahlreicher Vermutungen über die zu erwartenden Konsequenzen, ist eine betriebswirtschaftliche Auseinandersetzung mit der Schnittstelle zwischen Immobilienfinanzierung und Basel II allerdings noch nicht vorhanden.

Hier setzt diese Arbeit an, indem auf Grundlage des Dritten Konsultationspapiers zunächst die für die Immobilienfinanzierung relevanten Punkte der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung dargestellt und deren Auswirkungen abgeleitet werden. Es werden Handlungsoptionen für Banken und Developer herausgearbeitet und es wird eine beispielhafte Immobilienprojektentwicklung aus der Perspektive von Bank und Projektentwicklungsunternehmen analysiert. Schließlich werden im Rahmen einer empirischen Studie die Meinungen der Kreditinstitute zur Entwicklung der gewerblichen Immobilienfinanzierung vor dem Hintergrund von Basel II erhoben.

Das Zustandekommen dieser Arbeit, die im März 2004 als Dissertation an der EUROPEAN BUSINESS SCHOOL eingereicht und angenommen wurde, wäre ohne die Unterstützung, die ich von mehreren Seiten beanspruchen durfte, in dieser Form nicht möglich gewesen.

An erster Stelle bedanke ich mich bei meinem akademischen Lehrer und Doktorvater, Herrn Professor Dr. Karl-Werner Schulte. Während meiner Assistententätigkeit an der **ebs** IMMOBILIENAKADEMIE gab er mir den nötigen akade-

mischen Freiraum sowie die Förderung zur thematischen Entwicklung meines Forschungsvorhabens. Zudem stellte er mich mit interessanten Aufgaben im akademischen Lehr- und Weiterbildungsbetrieb und der verantwortungsvollen Führung mehrerer Forschungs- und Beratungsprojekte vor abwechslungsreiche Herausforderungen, deren Bewältigung mich weit über die Promotion hinaus prägten.

Auch bei der gif Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung e.V. bedanke ich mich für die Förderung dieses Forschungsvorhabens.

Mein Dank gilt zudem Herrn Markus Kreuter und Herrn Toni Ilgner, die mir als Vertreter der Finanzierungspraxis trotz ihres knapp bemessenen Zeitbudgets im Rahmen von konstruktiven Diskussionen und Anregungen zur Seite standen. Diese über die Ehemaligenvereinigung *immoebis* e. V. zustande gekommenen Kontakte haben maßgeblich zu einem ausgeprägten Praxisbezug dieser Arbeit beigetragen.

Bei meiner Schwester, Franziska Pitschke, bedanke ich mich herzlich für ihren unermüdlichen Einsatz und ihren einmaligen Sinn für das Detail. Schließlich gilt mein großer Dank meinen Eltern, die mich während meines gesamten Studiums aufopferungsvoll gefördert haben. Ohne ihre vielfältige Unterstützung wäre mein Studium und die Erstellung dieser Arbeit nicht möglich gewesen. Deswegen sei ihnen diese Arbeit auch gewidmet.

Oestrich-Winkel, im Juli 2004

Christoph Pitschke

---

## Inhaltsübersicht

<b>1</b>	<b>Einleitung</b>	<b>1</b>
1.1	Problemstellung und Zielsetzung	1
1.2	Theoretischer Bezugsrahmen	5
1.3	Gang der Untersuchung	9
<b>2</b>	<b>Begriffliche und konzeptionelle Grundlagen</b>	<b>14</b>
2.1	Die geltende Baseler Eigenkapitalvereinbarung	14
2.2	Rating	22
2.3	Projektentwicklung von Gewerbeimmobilien	39
2.4	Zusammenfassung	70
<b>3</b>	<b>Finanzierungsumfeld von Gewerbeimmobilien</b>	<b>71</b>
3.1	Die Branchensituation von Kreditinstituten und Developern	71
3.2	Grundstruktur der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung	98
3.3	Auswirkungen auf die Finanzierung von Gewerbeimmobilien	131
3.4	Zusammenfassung	155
<b>4</b>	<b>Handlungsoptionen für Developer und Banken</b>	<b>157</b>
4.1	Handlungsoptionen in der Geschäftspolitik	157
4.2	Handlungsoptionen in der Finanzierung	167
4.3	Zinssicherungsinstrumente in der Projektentwicklung	237
4.4	Zusammenfassung	244
<b>5</b>	<b>Empirische Erhebung zur gewerblichen Immobilienfinanzierung</b>	<b>246</b>
5.1	Gegenstand und Umfang der empirischen Untersuchung	246
5.2	Ergebnisse der empirischen Untersuchung	253
5.3	Zusammenfassung	271
<b>6</b>	<b>Zusammenfassung und Ausblick</b>	<b>272</b>

## Inhaltsverzeichnis

<b>Abbildungsverzeichnis</b>	<b>XI</b>
<b>Tabellenverzeichnis</b>	<b>XIII</b>
<b>Abkürzungsverzeichnis</b>	<b>XV</b>
<b>1 Einleitung</b>	<b>1</b>
1.1 Problemstellung und Zielsetzung	1
1.2 Theoretischer Bezugsrahmen	5
1.2.1 Forschungsmethode	5
1.2.2 Forschungsobjekte	8
1.3 Gang der Untersuchung	9
<b>2 Begriffliche und konzeptionelle Grundlagen</b>	<b>14</b>
2.1 Die geltende Baseler Eigenkapitalvereinbarung	14
2.1.1 Funktion und historische Entwicklung	14
2.1.2 Ausgestaltung der Baseler Eigenkapitalvereinbarung	16
2.2 Rating	22
2.2.1 Definitorische Grundlagen	22
2.2.2 Agency-Problematik als Ausgangspunkt	23
2.2.3 Bestimmungsfaktoren des Ratings	26
2.2.3.1 Analytischer Rahmen	26
2.2.3.2 Länderrisiko	27
2.2.3.3 Branchenrisiko	28
2.2.3.4 Unternehmensrisiko	29
2.2.4 Externe Ratings	31
2.2.4.1 Begriffsabgrenzung	31
2.2.4.2 Korrelation zwischen Ratings und Kapitalkosten	34
2.2.5 Bankinterne Ratings	36
2.2.5.1 Begriffsabgrenzung	36
2.2.5.2 Korrelation zwischen Ratings und Kreditzins	37

---

2.3	Projektentwicklung von Gewerbeimmobilien	39
2.3.1	Definitorische Grundlagen	39
2.3.1.1	Begriff der Immobilien-Projektentwicklung	39
2.3.1.2	Begriff der Gewerbeimmobilie	45
2.3.2	Risiken im Projektentwicklungsprozess	47
2.3.3	Die Finanzierung von Projektentwicklungen	50
2.3.3.1	Klassische Finanzierung	50
2.3.3.2	Strukturierte Finanzierung	55
2.3.3.2.1	Basiskonzept der strukturierten Finanzierung	55
2.3.3.2.2	Partizipation am Projekterfolg	59
2.3.3.2.3	Covenants	60
2.3.4	Rating von Projektentwicklungen	61
2.3.4.1	Besonderheiten beim Rating von Projektentwicklungs- unternehmen	61
2.3.4.2	Rating der Bonität von Projektentwicklungsunternehmen	63
2.3.4.3	Rating der Immobilie	66
2.3.4.3.1	Marktanalyse	67
2.3.4.3.2	Standortanalyse	67
2.3.4.3.3	Objektkonzeption und -qualität	68
2.3.4.3.4	Beleihungswert	68
2.3.4.4	Rating der Cash-flow-Risiken	69
2.4	Zusammenfassung	70
<b>3</b>	<b>Finanzierungsumfeld von Gewerbeimmobilien</b>	<b>71</b>
3.1	Die Branchensituation von Kreditinstituten und Developern	71
3.1.1	Die Branche der Kreditinstitute	71
3.1.1.1	Die Struktur der Bankenbranche	71
3.1.1.2	Wettbewerbsanalyse	76
3.1.1.3	Die Ertragskrise im Kreditgeschäft	81
3.1.1.3.1	Die Ertragsentwicklung deutscher Banken	81
3.1.1.3.2	Kostensituation	84
3.1.1.3.3	Konjunkturelle Entwicklung	86
3.1.1.3.4	Unzureichende Risikomessung	89
3.1.1.3.5	Preisgestaltung der Kreditzinsen	91

---

3.1.2	Die Branche der Projektentwickler	92
3.1.2.1	Die Struktur der Projektentwicklerbranche	92
3.1.2.2	Wettbewerbsanalyse	92
3.1.2.3	Die Situation der Projektentwicklerbranche	96
3.2	Grundstruktur der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung	98
3.2.1	Anwendungsbereich des neuen Akkords	98
3.2.2	Mindesteigenkapitalanforderungen	103
3.2.2.1	Berechnung der Eigenkapitalanforderung nach Basel II	104
3.2.2.2	Modifizierter Standardansatz	106
3.2.2.2.1	Grundlagen des modifizierten Standardansatzes	106
3.2.2.2.2	Anrechnung von Kreditsicherheiten	108
3.2.2.3	Interner Ratingansatz	111
3.2.2.3.1	Grundlagen des internen Ratingansatzes	111
3.2.2.3.2	Ausgestaltung des internen Ratingansatzes	112
3.2.2.3.3	Basisansatz des IRB-Ansatzes	113
3.2.2.3.4	Fortgeschrittener IRB-Ansatz	117
3.2.2.3.5	Gewerbliche Immobilienfinanzierungen im IRB-Ansatz	119
3.2.2.3.6	Kreditsicherheiten im IRB-Ansatz	125
3.2.2.4	Operationelle Risiken	128
3.2.3	Aufsichtsrechtliches Überprüfungsverfahren	129
3.2.4	Marktdisziplin	130
3.3	Auswirkungen auf die Finanzierung von Gewerbeimmobilien	131
3.3.1	Spreizung der Kreditkonditionen	131
3.3.1.1	Determinanten der Kreditkonditionen	131
3.3.1.2	Eigenkapitalkostenanteil	133
3.3.1.3	Standardrisikokostenanteil	137
3.3.1.4	Betriebs- und Verwaltungskostenanteil	138
3.3.1.5	Kosten der Ratings	140
3.3.2	Differenziertes Kreditvergabeverhalten	141
3.3.2.1	Geschäftspolitisches Verhalten der Banken	141
3.3.2.2	Prozyklizität der Kreditvergabe	144
3.3.2.3	Relativierung des Leverage-Effekts	148
3.3.2.4	Rückwirkungen auf den Immobilienmarkt	152

---

3.3.2.5	Höhere Anforderungen an die Eigenkapitalausstattung	154
3.4	Zusammenfassung	155
<b>4</b>	<b>Handlungsoptionen für Developer und Banken</b>	<b>157</b>
4.1	Handlungsoptionen in der Geschäftspolitik	157
4.1.1	Transparenz und Unternehmensdarstellung	157
4.1.2	Verbesserung des Risikomanagements	160
4.1.3	Allianzen zwischen Investor und Developer	165
4.2	Handlungsoptionen in der Finanzierung	167
4.2.1	Ausgangssituation	167
4.2.2	Beispielhafte Betrachtung einer Projektentwicklung	168
4.2.3	Klassische Finanzierung nach dem Status Quo	174
4.2.3.1	Perspektive des Kreditinstituts	174
4.2.3.2	Perspektive des Projektentwicklers	177
4.2.3.3	Fazit	184
4.2.4	Klassische Finanzierung nach Einführung von Basel II	186
4.2.4.1	Perspektive des Kreditinstituts	186
4.2.4.2	Perspektive des Projektentwicklers	190
4.2.4.3	Fazit	192
4.2.5	Finanzierung mit Mezzanine-Nachrangdarlehen	193
4.2.5.1	Abgrenzung des „Mezzanine“-Begriffes	194
4.2.5.2	Perspektive des Kreditinstitutes	201
4.2.5.3	Perspektive des Projektentwicklers	203
4.2.5.4	Fazit	205
4.2.6	Joint Venture-Finanzierung mit einer Bank	206
4.2.6.1	Abgrenzung des Joint-Venture-Begriffes	206
4.2.6.2	Perspektive der Joint Venture-Bank	212
4.2.6.3	Perspektive des Projektentwicklers	215
4.2.6.4	Fazit	217
4.2.7	Finanzierung mit Real Estate Private Equity	218
4.2.7.1	Abgrenzung des Private Equity-Begriffes	218
4.2.7.2	Perspektive des Kreditinstitutes	227
4.2.7.3	Perspektive des Projektentwicklers	228
4.2.7.4	Perspektive des Private Equity-Partners	230



---

4.2.7.5	Fazit	230
4.2.8	Zusammenfassende Betrachtung	231
4.3	Zinssicherungsinstrumente in der Projektentwicklung	237
4.3.1	Zins-Caps	237
4.3.2	Collars	240
4.3.3	Forward Rate Agreements	241
4.3.4	Fortschreitende kurzfristige Festsatzfinanzierung	243
4.3.5	Fazit	244
4.4	Zusammenfassung	244
<b>5</b>	<b>Empirische Erhebung zur gewerblichen Immobilienfinanzierung</b>	<b>246</b>
5.1	Gegenstand und Umfang der empirischen Untersuchung	246
5.1.1	Zielsetzung der Studie	246
5.1.2	Design der Datenerhebung	247
5.1.3	Design der Datenauswertung	251
5.2	Ergebnisse der empirischen Untersuchung	253
5.3	Zusammenfassung	271
<b>6</b>	<b>Zusammenfassung und Ausblick</b>	<b>272</b>
	<b>Beispielverzeichnis</b>	<b>279</b>
	<b>Literaturverzeichnis</b>	<b>286</b>
	<b>Interviewverzeichnis</b>	<b>323</b>
	<b>Gesetzesverzeichnis</b>	<b>327</b>
	<b>Anhang</b>	<b>328</b>

**Abbildungsverzeichnis**

Abbildung 1: Das Haus der Immobilienökonomie	7
Abbildung 2: Aufbau und Gang der Untersuchung	13
Abbildung 3: Analytischer Rahmen eines Ratings	27
Abbildung 4: Risikoprämien nach Ratingstufen	35
Abbildung 5: Bestandteile des Kreditzinssatzes	37
Abbildung 6: Ausgangssituationen der Projektentwicklung	41
Abbildung 7: Phasenmodell der Projektentwicklung	42
Abbildung 8: Klassifizierung von Projektentwicklungsunternehmen	44
Abbildung 9: Systematisierung von Gewerbeimmobilien	46
Abbildung 10: Klassische Finanzierung einer Gewerbeimmobilie	51
Abbildung 11: Mögliche Bausteine einer strukturierten Finanzierung	59
Abbildung 12: Rating von gewerblichen Immobilienfinanzierungen	62
Abbildung 13: Das Geschäftsbankensystem in Deutschland	72
Abbildung 14: Wettbewerbskräfte in der Bankenbranche	77
Abbildung 15: Zinserträge und Zinsaufwendungen im Zinszyklus	82
Abbildung 16: Eigenkapitalverzinsung europäischer Banken	83
Abbildung 17: Aufwands-Ertrags-Relationen 2002	84
Abbildung 18: Konjunkturelle Entwicklung in Deutschland	87
Abbildung 19: Unternehmensinsolvenzen in Deutschland	88
Abbildung 20: Risikovorsorge der deutschen Kreditinstitute	91
Abbildung 21: Wettbewerbskräfte der Projektentwicklerbranche	93
Abbildung 22: Entwicklung der deutschen Büroimmobilienmärkte	97
Abbildung 23: Chronologie der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung	101
Abbildung 24: Drei Säulen der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung	102
Abbildung 25: Ratingverfahren nach Basel II	105
Abbildung 26: Baseler Ratingansätze für Kreditrisiken	112
Abbildung 27: Forderungsklassen im IRB-Ansatz	120
Abbildung 28: Spreizung der Kreditkonditionen durch Basel II	132
Abbildung 29: Größenanpassung in der Risikogewichtungsfunktion	135
Abbildung 30: Wirkung des positiven Leverage-Effekts	151
Abbildung 31: Wirkung des negativen Leverage-Effekts	151

Abbildung 32: Auswirkungen auf den Immobilienmarkt	153
Abbildung 33: Schritte des Risikomanagements	162
Abbildung 34: Der Risiko-Ertrags-Charakter von Mezzanine-Kapital	195
Abbildung 35: Finanzierungsstruktur mit Mezzanine-Nachrangdarlehen	198
Abbildung 36: Finanzierungsstruktur einer Joint Venture-Finanzierung	207
Abbildung 37: Private Equity und verwandte Finanzierungsarten	219
Abbildung 38: Konzeption eines Projektentwicklungsfonds	223
Abbildung 39: Finanzierungsstruktur mit Private Equity-Tranche	225
Abbildung 40: Die Finanzierungsfälle im Überblick	232
Abbildung 41: Zinssicherung mit Cap	239
Abbildung 42: Zinssicherung mit FRA	242
Abbildung 43: Fortschreitende kurzfristige Festsatzfinanzierung	243
Abbildung 44: Struktur der Stichprobe nach Art des Institutes	249
Abbildung 45: Struktur der Stichprobe nach Unternehmensgröße	250
Abbildung 46: Anteil der gewerblichen Immobilienfinanzierung am Gesamtkreditvolumen	251
Abbildung 47: Aktivität in der gewerblichen Immobilienfinanzierung	251
Abbildung 48: Vorbereitungsstand bei der Einführung von Ratingsystemen	254
Abbildung 49: Wahl des Ratingsansatzes	255
Abbildung 50: Grundhaltung der Banken zu Basel II	256
Abbildung 51: Bereitschaft zu einer höheren Risiko-Rendite-Relation	256
Abbildung 52: Bereitschaft zur Finanzierung von Projektentwicklungen	257
Abbildung 53: Anforderungen an die Kreditnehmer	258
Abbildung 54: Aufbau von Risiko-Managementsystemen	259
Abbildung 55: Erwartung eines prozyklischen Kreditvergabe Verhaltens	259
Abbildung 56: Angebot von innovativen Finanzierungsinstrumenten	261
Abbildung 57: Gesamtkreditvolumen für innovative Finanzierungsformen	261
Abbildung 58: Verwendung von Finanzierungsinstrumenten	262
Abbildung 59: Bereitschaft zur Beteiligungsfinanzierung zusätzlich zur erst-rangigen Kreditvergabe	263
Abbildung 60: Verhaltensgruppen der Institute	264
Abbildung 61: Verhaltenscluster der befragten Kreditinstitute	265

**Tabellenverzeichnis**

Tabelle 1: Rating-Notationen	33
Tabelle 2: Kosten externer Ratings	34
Tabelle 3: Bestand an gewerblichen Immobiliendarlehen	75
Tabelle 4: Entwicklung der Neuansfragen und Spitzenmieten	97
Tabelle 5: Risikogewichte im Standardansatz	107
Tabelle 6: IPRE-Risikogewichte	123
Tabelle 7: HVCRE-Risikogewichte	123
Tabelle 8: Rating-Äquivalente zum Elementaransatz	123
Tabelle 9: LGD für den besicherten Teil von vorrangigen Forderungen	126
Tabelle 10: Rahmendaten der Beispiel-Projektentwicklung	170
Tabelle 11: Gesamtinvestitionskosten der Beispiel-Projektentwicklung	171
Tabelle 12: Finanzierung der Beispiel-Projektentwicklung im Status Quo	174
Tabelle 13: Interne Kreditkosten der Bank im Status Quo	175
Tabelle 14: Rentabilitätsbetrachtung der Bank	176
Tabelle 15: Rentabilitätsbetrachtung des Projektentwicklers	178
Tabelle 16: VoFi der Beispiel-Projektentwicklung im Status Quo	182
Tabelle 17: Iterative Ermittlung der einheitlichen VoFi-Vergleichsrendite bei mehreren Eigenkapitaleinsatzzeitpunkten	183
Tabelle 18: Finanzierungskosten der Beispiel-Projektentwicklung nach Basel II	188
Tabelle 19: Interne Kreditkosten nach Basel II	189
Tabelle 20: Rentabilitätsbetrachtung der Bank nach Basel II	189
Tabelle 21: Rentabilitätsbetrachtung des Projektentwicklers nach Basel II	190
Tabelle 22: VoFi der Beispiel-Projektentwicklung unter Basel II	191
Tabelle 23: Finanzierungskosten im Mezzanine-Fall	199
Tabelle 24: Gesamtinvestitionskosten im Mezzanine-Fall	199
Tabelle 25: Interne Kreditkosten der Bank im Mezzanine-Fall	200
Tabelle 26: Rentabilitätsbetrachtung der Bank im Mezzanine-Fall	201
Tabelle 27: Rentabilitätsbetrachtung des Developers im Mezzanine-Fall	203
Tabelle 28: VoFi der Beispiel-Projektentwicklung mit Mezzanine-Tranche	204
Tabelle 29: Gesamtinvestitionskosten im Joint-Venture-Fall	209

---

Tabelle 30: Darstellung der Joint Venture-Finanzierung	210
Tabelle 31: Zahlungsflüsse der Joint Venture-Bank	213
Tabelle 32: Rentabilitätsbetrachtung der Joint Venture-Bank	215
Tabelle 33: Rentabilitätsbetrachtung des Projektentwicklers im JV-Fall	215
Tabelle 34: VoFi der Beispiel-Projektentwicklung im Joint Venture-Fall	216
Tabelle 35: Immobilien-Fondsspektrum für Private Equity	221
Tabelle 36: Darstellung der Finanzierung mit Private Equity-Tranche	226
Tabelle 37: Gesamtinvestitionskosten im Private Equity-Fall	227
Tabelle 38: Trading Profit und Rendite im Private Equity Fall	228
Tabelle 39: VoFi der Beispiel-Projektentwicklung mit Private Equity-Tranche	229
Tabelle 40: Interner Zinsfuß des Private Equity-Partners	230
Tabelle 41: Finanzierungs- und Renditekennzahlen im Überblick	236
Tabelle 42: Varianzen der Stichprobe und der Grundgesamtheit	266
Tabelle 43: F-Werte der drei Verhaltenscluster	266
Tabelle 44: Zusammenhang zwischen den Größenkriterien und den Verhaltensclustern	267
Tabelle 45: Verhaltensgruppen in Bezug auf den Aufbau von Risikomanagementsystemen	267
Tabelle 46: Verhaltensgruppen in Bezug auf den Einsatz innovativer Finanzierungsformen	269
Tabelle 47: Verhaltensgruppen in Bezug auf den Einsatz externer Controller	270
Tabelle 48: Verhaltensgruppen in Bezug auf den Einsatz innovativer Vergütungsformen	271

---

**Abkürzungsverzeichnis**

<b>A</b>	= Angebot
<b>AG</b>	= Aktiengesellschaft
<b>B</b>	= Restlaufzeitanpassung
<b>BaFin</b>	= Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
<b>BaKred</b>	= Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen
<b>BAnz</b>	= Bundesanzeiger
<b>BdB</b>	= Bundesverband deutscher Banken
<b>BGF</b>	= Brutto-Grundfläche
<b>BIZ</b>	= Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
<b>BP</b>	= Basispunkte
<b>C</b>	= Sicherheit
<b>CF</b>	= Cash-flow
<b>CRE</b>	= Commercial Real Estate
<b>DB</b>	= Deckungsbeitrag
<b>DSCR</b>	= Debt Service Coverage Ratio
<b>E</b>	= Nominalbetrag des Kredits (Exposure)
<b>EAD</b>	= Exposure at Default
<b>ECAI</b>	= External Credit Assessment Institution
<b>ED</b>	= Edition
<b>EDV</b>	= Elektronische Datenverarbeitung
<b>EK</b>	= Eigenkapital
<b>EU</b>	= Europäische Union
<b>EURIBOR</b>	= Euro Interbank Offered Rate
<b>EWR</b>	= Europäischer Wirtschaftsraum
<b>FRA</b>	= Forward Rate Agreement
<b>gif</b>	= Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung e.V.
<b>GuG</b>	= Grundstücksmarkt und Grundstückswert
<b>HBG</b>	= Hypothekendarlehenbankgesetz

---

<b>HVRCE</b>	= High Volatility Commercial Real Estate
<b>i</b>	= Interest Rate
<b>IASB</b>	= International Accounting Standards Board
<b>ICR</b>	= Interest Coverage Ratio
<b>IFO</b>	= Institut für Wirtschaftsforschung
<b>IFRS</b>	= International Financial Reporting Standards
<b>IPRE</b>	= Income Producing Real Estate
<b>IRB</b>	= Internal Ratings-Based Approach
<b>IRR</b>	= Internal Rate of Return (Interner Zinsfuß)
<b>K</b>	= Eigenkapitalanforderung
<b>k. A.</b>	= keine Angabe
<b>KAG</b>	= Kapitalanlagegesellschaft
<b>KfW</b>	= Kreditanstalt für Wiederaufbau
<b>KG</b>	= Kommanditgesellschaft
<b>KMU</b>	= Kleine mittelständische Unternehmen
<b>KonTrag</b>	= Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
<b>KR</b>	= Kreditrisiken
<b>KWG</b>	= Kreditwesengesetz
<b>LGD</b>	= Loss given Default
<b>M</b>	= Maturity
<b>MaBV</b>	= Makler- und Bauträgerverordnung
<b>MaIR</b>	= Mindestanforderungen an die interne Revision
<b>MaK</b>	= Mindestanforderungen an das Kreditgeschäft
<b>MF</b>	= Mietfläche
<b>MM</b>	= Monatsmieten
<b>MR</b>	= Marktrisiken
<b>N</b>	= Nachfrage
<b>NRSRO</b>	= Nationally Recognized Statistical Rating Organization
<b>OECD</b>	= Organisation for Economic Co-operation and Development
<b>OF</b>	= Objektfinanzierung

---

<b>OR</b>	= Operationelles Risiko
<b>PD</b>	= Probability of Default
<b>PF</b>	= Projektfinanzierung
<b>QIS 3</b>	= Quantitative Auswirkungsstudie 3
<b>R</b>	= Korrelation
<b>rEK</b>	= Eigenkapitalrentabilität
<b>REVC</b>	= Real Estate Venture Capital
<b>rGK</b>	= Gesamtkapitalrentabilität
<b>RRE</b>	= Residential Real Estate
<b>RW</b>	= Risikogewicht
<b>S</b>	= Jahresumsatz
<b>S &amp; P</b>	= Standard and Poor's
<b>SEC</b>	= Securities and Exchange Commission
<b>SL</b>	= Specialised Lending
<b>SolvRL</b>	= Eigenmittel- und Solvabilitätsrichtlinie
<b>SPC</b>	= Special Purpose Company
<b>V</b>	= Verschuldungsgrad
<b>VDH</b>	= Verband Deutscher Hypothekenbanken
<b>VoFi</b>	= Vollständiger Finanzplan
<b>VWD</b>	= Vereinigte Wirtschaftsdienste
<b>WertR</b>	= Wertermittlungsrichtlinien
<b>WertV</b>	= Wertermittlungsverordnung
<b>ZfB</b>	= Zeitschrift für Betriebswirtschaft
<b>ZKA</b>	= Zentraler Kreditausschuss





## 1 Einleitung

### 1.1 Problemstellung und Zielsetzung

Im Rahmen der Überarbeitung der geltenden Baseler Eigenkapitalvereinbarung (Basel I) hat der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht im Mai 2003 das so genannte Dritte Konsultationspapier veröffentlicht, welches als Diskussionsgrundlage für die Neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung (Basel II) dient.<sup>1</sup> Mit der Revidierung von Basel I sollen die regulatorischen Eigenmittelanforderungen der Banken stärker an den tatsächlichen ökonomischen Risiken des Bankgeschäfts orientiert werden, um somit die Stabilität des Bankensystems zu stärken.<sup>2</sup> Die bisher pauschale Bewertung von Kreditrisiken wird einer risiko-adäquaten Bewertung gemäß der Bonität der Kreditnehmer weichen.<sup>3</sup> Dazu sollen Kreditinstitute künftig auf Ratings zurückgreifen, wobei ihnen zur Wahl gestellt wird, Agentur-Ratings zu verwenden oder bankinterne Ratings durchzuführen.<sup>4</sup>

Die avisierten Änderungen werden nicht nur die aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen für die Kreditinstitute grundlegend verändern. Sie werden vielmehr die Kredit nachfragenden Unternehmen betreffen, die stark auf die klassische Bankfinanzierung angewiesen sind.<sup>5</sup> Viele mittelständische Unternehmen, insbesondere Immobilien-Projektentwickler, deren Geschäft fremdkapitalintensiv und risikoreich ist, befürchten durch eine Umsetzung der Neuen Baseler Eigen-

---

<sup>1</sup> Die im zweiten Konsultationspapier enthaltenen Vorschläge des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht sind auf große Kritik gestoßen, die nach Ablauf der Konsultationsphase Ende Mai 2001 ihren Ausdruck in über 250 Stellungnahmen aus aller Welt fand. Siehe hierzu ausführlich Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Pressemitteilung, S. 1-5. Dies war der Anlaß für eine weitere, dritte Konsultationsrunde. Nach Ablauf der dritten Konsultationsphase im Juli 2003 gab es abermals erhebliche Kritik, die zu einer Verzögerung des bereits revidierten Zeitplans führte. Zur Entwicklung von Basel II und zum Zeitplan siehe Abschnitt 3.2. Ende Juni 2004 wurde schließlich die Neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung veröffentlicht. Siehe hierzu Basel Committee for Banking Supervision, Capital Measurement. Die vorliegende Arbeit wurde auf Grundlage des dritten Konsultationspapiers verfasst. Auf Unterschiede der finalen Baseler Eigenkapitalvereinbarung zum dritten, dieser Arbeit zugrunde liegenden Konsultationspapier, wird in den Fußnoten hingewiesen.

<sup>2</sup> Vgl. Heinke, Basel II, S. 174; Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Erläuternde Angaben, S. 2.

<sup>3</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 6 ff.; Spicka, Eigenkapitalregelungen, S. 721 ff.

<sup>4</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Erläuternde Angaben, S. 2 ff.

<sup>5</sup> Vgl. Arnold/Boos, Basel II, S. 712.

kapitalvereinbarung Finanzierungsnachteile.<sup>6</sup> Die Untersuchung des wirtschaftlichen Umfelds von Banken und Projektentwicklern verdeutlicht dabei, dass Eigenkapital für beide Seiten den strategischen Engpassfaktor darstellt.<sup>7</sup>

Deutschlands Kreditinstitute befinden sich in einem umfassenden Umstrukturierungsprozess.<sup>8</sup> Sie werden in einem sehr wettbewerbsintensiven Markt mit hohen Kosten und geringen Margen konfrontiert.<sup>9</sup> Neben massiven Rentabilitätsproblemen auf der Gesamtbankebene ist auch das Kreditgeschäft stark betroffen. Auf dem deutschen Markt, der zu den am stärksten „overbanked“ geltenden Märkten Europas zählt,<sup>10</sup> haben sich Banken über lange Zeit wegen geringer Margen einen Wettbewerb um Volumen geliefert. Dies erfolgte unter zu geringer Betrachtung der Bonität der Kreditnehmer sowie unzureichender Differenzierung in der Preisgestaltung.<sup>11</sup> Als Konsequenz haben viele Banken in den letzten Jahrzehnten am gewerblichen Kreditgeschäft wenig oder gar kein Geld verdient.<sup>12</sup> Die Zinsmarge ist hier innerhalb der letzten Jahre stark gesunken.<sup>13</sup> Eine Rentabilität im Kreditgeschäft auf dem Niveau der Jahre 2001/2002 ist für die Banken langfristig nicht tragbar und erfordert ein konsequentes Umdenken und die zügige Implementierung von Ansätzen, die zu einer nachhaltigen Verbesserung der Ertragssituation im Kreditgeschäft beitragen.<sup>14</sup> Neben Ertragsproblemen sieht sich das Kreditgewerbe neuen aufsichtsrechtlichen Herausforderungen durch Basel II gegenüber. Im Mittelpunkt dieser Richtlinien steht die Unterlegung von Krediten mit dem für Banken wichtigen regulatorischen Eigenkapital.<sup>15</sup> Kreditinstitute sind zur Sicherung der ihnen anvertrauten Vermögenswerte dazu verpflichtet, ihre Aktiva mit einem angemessenen Eigen-

---

<sup>6</sup> Vgl. Schulte, Basel II, S. 53; Völker, Rating, S. 5.

<sup>7</sup> Vgl. Plessner, Entwicklungen, S. 669.

<sup>8</sup> Vgl. Weber, Strukturwandel, S. 398.

<sup>9</sup> Vgl. Heismann et al., Zinsvorteil, S. 20; Weber, Bankenmarkt, S. 457.

<sup>10</sup> Vgl. Interview mit Herrn Toni Ilgner; Weber, Banken, S. 514 ff. Siehe hierzu ausführlich Punkt 3.1.1.2.

<sup>11</sup> Vgl. Plessner, Entwicklungen, S. 668.

<sup>12</sup> Die Informationsrevolution und verbesserte Controlling-Instrumente haben diesen Zusammenhang aber erst in jüngster Zeit transparent gemacht. Vgl. Stur, Ratings, S. 401.

<sup>13</sup> Vgl. o. V., Bank, S. 25; Vgl. Bundesverband deutscher Banken, Banken, S. 32.

<sup>14</sup> Vgl. Lebert, Ertragskrise, S. 19; Weber, Strukturwandel, S. 398.

<sup>15</sup> Vgl. Bergmann, Basel II, S. 7; Paul, Bankenaufsicht, S. 136.

kapital zu unterlegen.<sup>16</sup> Dieses zur Kreditsicherung vorgehaltene Kapital bindet im Durchschnitt mehr als 90% der bankeigenen Mittel.<sup>17</sup> Für Kreditinstitute ist Eigenkapital daher eine knappe und geschäftsbegrenzende Ressource.<sup>18</sup>

Die Konsequenzen der Ertragskrise und die von Basel II ausgehenden Auswirkungen auf die Kreditvergabe sind zum heutigen Zeitpunkt noch nicht vollständig geklärt.<sup>19</sup> Sowohl die Banken auf der Kreditgeber- als auch die Unternehmen auf der Kreditnehmerseite agieren zurückhaltend angesichts der noch nicht endgültigen Eigenkapitalvorschriften. Davon ist als Kreditnehmer im Firmenkundengeschäft insbesondere der deutsche Mittelstand betroffen, der etwa 99% aller deutschen Unternehmen ausmacht und den Kern des Firmenkundenkreditgeschäfts der Banken bildet.<sup>20</sup> Resultierend aus der oft geringen Unternehmensgröße mittelständischer Unternehmen kommt eine Finanzierung über den Kapitalmarkt zumeist nicht in Frage.<sup>21</sup> Die Unternehmensfinanzierung in der fast ausschließlich mittelständisch geprägten Branche der Projektentwicklungsunternehmen bleibt daher auch zukünftig stark von Bankkrediten abhängig.<sup>22</sup>

In der tendenziell unterkapitalisierten<sup>23</sup> Projektentwicklungsbranche hat sich die Konkurrenzsituation in den letzten Jahren ebenfalls erheblich verschärft<sup>24</sup> und „...im Windschatten spektakulärer Insolvenzen von Projektentwicklungs-

---

<sup>16</sup> Siehe hierzu ausführlich Rösler/Pohl, Kreditgeschäft, S. 70 ff. Die Hauptbedeutung des Eigenkapitals eines Kreditinstitutes liegt wie bei jedem Unternehmen in seiner Funktion als Risikopuffer und Garantiefonds für die Gläubiger bzw. Einleger.

<sup>17</sup> Vgl. Artopoeus, Erfahrungen, S. 142.

<sup>18</sup> Eine ausreichende Eigenkapitaldecke mindert das Insolvenzrisiko der einzelnen Kreditinstitute und trägt damit zur Stabilität des Bankensystems bei. Zugleich begrenzt das gehaltene Eigenkapital den Umfang risikobehafteter Geschäfte. Eine Bank, die an der Kapazitätsgrenze ihres Eigenkapitals operiert, kann Wachstum demnach nur erreichen, wenn sie eine Kapitalerhöhung vornimmt oder in risikoarme bzw. risikolose Aktiva investiert. Vgl. Deutsche Bundesbank, Kreditinstitute, S. 41; Pape, Unternehmens-Rating, S. 245; Süchting/Paul, Bankmanagement, S. 482 f.

<sup>19</sup> Vgl. Heinke, Basel II, S. 174.

<sup>20</sup> „Nach der in Deutschland üblichen Abgrenzung gab es im Jahr 2001 rund 3,3 Mio. mittelständische Unternehmen mit 20 Mio. Beschäftigten. 99,7% aller umsatzsteuerpflichtigen Unternehmen sind hiernach dem Mittelstand zuzurechnen.“ Holzkämper, Finanzierungsalternative, S. 9. Siehe hierzu auch Bundesverband deutscher Banken, Banken, S. 33. Bei der Verwendung des Begriffes „Mittelstand“ orientiert sich diese Arbeit an den Abgrenzungskriterien des Instituts für Mittelstandsforschung in Bonn.

<sup>21</sup> Die wenigsten Projektentwicklungsunternehmen haben einen direkten Zugang zum Kapitalmarkt. Die Erschließung von Finanzierungsmitteln, beispielsweise durch Anleihe-Emissionen oder Kapitalerhöhungen, ist ihnen damit nicht möglich.

<sup>22</sup> Vgl. Speyer, Kapitalmarktfinanzierung, S. 201.

<sup>23</sup> Siehe hierzu ausführlich Vornholz/Berhorst, Perspektiven, S. 219.

<sup>24</sup> Vgl. Isenhöfer, Strategisches Management, S. 46.

unternehmen und hoher Wertberichtigungen der Banken vollzieht sich derzeit ein tiefgreifender Strukturwandel in der deutschen Projektentwicklungslandschaft.“<sup>25</sup>

Aufgrund der in der Hochphase zu Beginn der neunziger Jahre aufgebauten Kapazitäten - besonders in den neuen Bundesländern - liegt die Kapazitätsauslastung im Baugewerbe mit rund 50 Prozent auf einem niedrigen Niveau.<sup>26</sup> Durch die Erweiterung der Europäischen Union werden zudem weitere Wettbewerber auf den inländischen Markt drängen, wodurch die bereits hohe Wettbewerbsintensität tendenziell steigen wird. Dabei ist zu bedenken, dass der Bauwirtschaft und der Immobilien-Projektentwicklung eine große volkswirtschaftliche Bedeutung beizumessen ist. Das Baugewerbe hat einen Anteil von rund zwölf Prozent am Bruttoinlandsprodukt der Bundesrepublik Deutschland und stellte in 2001 rund 2,4 Millionen Arbeitsplätze zur Verfügung.<sup>27</sup>

Vor dem Hintergrund krisenhafter Situationen sowohl in der Banken- als auch in der Projektentwicklerbranche sind die beabsichtigten Änderungen der bankenaufsichtlichen Vorschriften für Banken unmittelbar und für Projektentwickler mittelbar von existenzieller Bedeutung. Die durch die Neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung induzierten Änderungen sind allerdings aufgrund der Komplexität des neuen Regelwerks nicht ohne eine fundierte Analyse einschätzbar.<sup>28</sup>

Das Ziel der vorliegenden Arbeit ist es daher, einen Beitrag zur Schließung der vorhandenen Lücke in der wissenschaftlichen Untersuchung der Auswirkungen von Basel II auf die Finanzierung gewerblicher Immobilien-Projektentwicklungen zu leisten. Aus der Perspektive von Projektentwicklungsunternehmen<sup>29</sup> und Banken sollen Erkenntnisse über die Konsequenzen der zukünftigen Rahmenbedingungen in der Finanzierung gewonnen werden. Zur Erreichung dieser Zielsetzung ist es notwendig, die Unterschiede zwischen Basel I und Basel II

---

<sup>25</sup> Bone-Winkel, Transparenz, S. 10.

<sup>26</sup> Vgl. Vornholz/Berhorst, Bauwirtschaft, S. 217 ff.

<sup>27</sup> Jede Erhöhung der Baunachfrage um einen Euro bewirkt über die dadurch angeregte Wirtschaftstätigkeit eine gesamtwirtschaftliche Produktionszunahme von etwa 2,3 Euro. Vgl. Wagner/Mielicki, Rating, S. 221.

<sup>28</sup> Vgl. Arnold, Kreditvergabe, S. 169.

<sup>29</sup> Dabei werden insbesondere die sich ergebenden Konsequenzen für mittelständische Immobilien-Projektentwicklungsunternehmen analysiert.

unter besonderer Berücksichtigung der für die Projektentwicklung von Gewerbeimmobilien relevanten Fragestellungen herauszuarbeiten. Darauf basierend werden schließlich Handlungsoptionen für die Geschäftspolitik der Projektentwicklungsunternehmen und mögliche Alternativen für die Finanzierung von Projektentwicklungen untersucht. Mögliche Finanzierungsvarianten von gewerblichen Immobilienprojekten werden aus Banken- und Projektentwicklersicht exemplarisch betrachtet. Unter Berücksichtigung der neuen bankenaufsichtsrechtlichen Richtlinien soll die künftige Realisierbarkeit und Wirtschaftlichkeit der verschiedenen Finanzierungsalternativen in der Projektentwicklung geprüft und Handlungsalternativen für Banken und Developer aufgezeigt werden.

## 1.2 Theoretischer Bezugsrahmen

### 1.2.1 Forschungsmethode

Zur Bearbeitung der in Abschnitt 1.1 aufgezeigten Problemstellung liegt dieser Arbeit ein Wissenschaftsverständnis im Sinne einer anwendungsorientierten Sozialwissenschaft zugrunde.<sup>30</sup> Diese Sichtweise zeichnet sich nach *Hans Ulrich* insbesondere durch folgende Kriterien aus:<sup>31</sup>

**Problemherkunft:** Die Probleme der anwendungsorientierten Forschung - und auch dieser Arbeit - entstammen der Praxis, d. h. sie entstehen außerhalb der Wissenschaft. Nicht die alleinige Gültigkeit von Hypothesen, Gesetzmäßigkeiten und einer Theorie bezeichnen das zentrale Problem, sondern die konkrete Anwendbarkeit von Handlungsoptionen und Modellen für ein wissenschaftsgeleitetes Handeln in der Praxis.

**Nutzen der Forschung:** In der anwendungsorientierten Wissenschaft geht es darum, Erkenntnisse sowie Gestaltungsmodelle und -regeln zu schaffen, die für die Praxis einen Nutzen haben.<sup>32</sup> Diese Arbeit leistet einen Beitrag für die Praxis, indem die Komplexität der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung redu-

---

<sup>30</sup> Vgl. Ulrich, Anwendungsorientierte Wissenschaft, S. 1 ff.; Ulrich, Sozialwissenschaft, S. 5.

<sup>31</sup> Vgl. zum Folgenden insbesondere Ulrich, Anwendungsorientierte Wissenschaft, S. 1-10; Ulrich, Sozialwissenschaft, S. 1-25. Siehe außerdem die Anmerkungen bei Sachs/Hauser, Forschung, S. 27-29.

<sup>32</sup> Vgl. Hahmann, Managementdiskurse, S. 177; Ulrich, Sozialwissenschaft, S. 15-25.

ziert und die daraus resultierenden Auswirkungen auf die Finanzierung von Immobilien-Projektentwicklungen abgeleitet werden.

**Wertbezogenheit der Forschung:** Die Sozialwissenschaft ist für *Ulrich* notwendigerweise mit dem Problem der Wertbezogenheit ihrer Disziplin konfrontiert. Forschungsanleitende Nutzenkriterien stellen immer Werturteile des Forschers dar, die er während seiner Arbeit ständig anwendet. Diese Arbeit enthält demnach, wie jede wissenschaftliche Untersuchung, untrennbar normative Elemente, weil sie vom Menschen durchgeführt wird.<sup>33</sup>

**Interdisziplinarität:** Die Probleme der handelnden Menschen sind adisziplinär und richten sich nicht nach der Einteilung der Wissenschaft in Disziplinen aus. Angewandte Forschung ist daher ihrem Wesen nach interdisziplinär auszurichten.<sup>34</sup> Diese Arbeit folgt dieser Sichtweise, da sie auf eine soziologische Theorie sowie betriebswirtschaftliche Erkenntnisse aus der Immobilienökonomie zurückgreift.<sup>35</sup>

Die Wissenschaftsdisziplin der Immobilienökonomie<sup>36</sup>, die den Forschungsrahmen für diese Arbeit darstellt, basiert auf einem breiten, interdisziplinären Ansatz. Im Mittelpunkt der Immobilienökonomie steht die Erklärung und Gestaltung realer Entscheidungen von mit Immobilien befassten Wirtschaftssubjekten sowie die Öffnung der Immobilienökonomie zu anderen Forschungsdisziplinen.<sup>37</sup> Zwar bildet die Betriebswirtschaftslehre das Fundament der Im-

---

<sup>33</sup> Vgl. Ulrich, Sozialwissenschaft, S. 1-25.

<sup>34</sup> Vgl. Ulrich, Anwendungsorientierte Wissenschaft, S. 1-4.

<sup>35</sup> Würde man sich lediglich einzelner Theoriepositionen bedienen, beraubte man sich beträchtlicher Möglichkeiten zur Weiterentwicklung der Forschung. Durch die Kombination der Erkenntnisse unterschiedlicher Forschungsgebiete, d. h. Interdisziplinarität, können sowohl eine Weiterentwicklung traditioneller theoretischer Konzepte gelingen als auch Erkenntniszuwächse für die Praxis gewonnen werden. Siehe hierzu ausführlich Picot/Dietl/Franck, Organisation, S. 34; Scherer, Theoriepluralismus, S. 55-97; Scherer, Pluralismus, S. 172-180. Im Hinblick auf die Interdisziplinarität gibt Scherer allerdings Folgendes zu bedenken: Oftmals bleiben die Grundannahmen und Traditionen verschiedener Theorien inkommensurabel, d. h. unvereinbar. Dies führt dazu, dass die Theorien bei der Analyse des gleichen Erkenntnisobjekts zu nicht vergleichbaren Lösungen gelangen. Zur Inkommensurabilitätsproblematik vgl. Scherer, Organisation, S. 1-37.

<sup>36</sup> Begründer dieses Lehr- und Forschungskonzeptes in Deutschland ist Prof. Dr. Karl-Werner Schulte, HonRICS, der am Department of Real Estate der European Business School, Schloß Reichartshausen, Oestrich-Winkel bzw. an der **ebs** IMMOBILIENAKADEMIE die Immobilienökonomie als wissenschaftliche Disziplin konstruiert und in Forschung und Lehre etabliert hat. Siehe hierzu ausführlich Schulte, Lehr- und Forschungskonzept, S. 36 ff.; Schulte/Schäfers, Disziplin, S. 99 ff.

<sup>37</sup> Vgl. Schulte et al., Immobilienökonomie, S. 15 ff.; Schulte, Lehr- und Forschungskonzept, S. 36 ff.; Graaskamp, Feasibility, S. 513 ff.

mobilenökonomie, doch nur durch die Einbeziehung der Volkswirtschaftslehre, der Rechtswissenschaft, der Raumplanung, der Architektur und des Ingenieurwesens lassen sich immobilienökonomische Sachverhalte in ihrer Vielsimensionalität hinreichend erfassen. In diesem Zusammenhang ist nicht davon auszugehen, dass die in diesem Fachgebiet erarbeiteten Erkenntnisse problemlos übernommen werden können; vielmehr ist eine eigenständige Auseinandersetzung mit den Forschungsergebnissen dieser Fachrichtungen notwendig. Umgekehrt kann selbstverständlich auch die Immobilienökonomie entsprechende wissenschaftliche Bemühungen in den Nachbar-Disziplinen auslösen und Beiträge zu diesen Disziplinen leisten.

Zur Veranschaulichung des neu begründeten Wissenschaftskonzeptes wurde 1993 als Rahmengerüst für das Forschungsgebiet der Immobilienökonomie das „Haus der Immobilienökonomie“ errichtet.

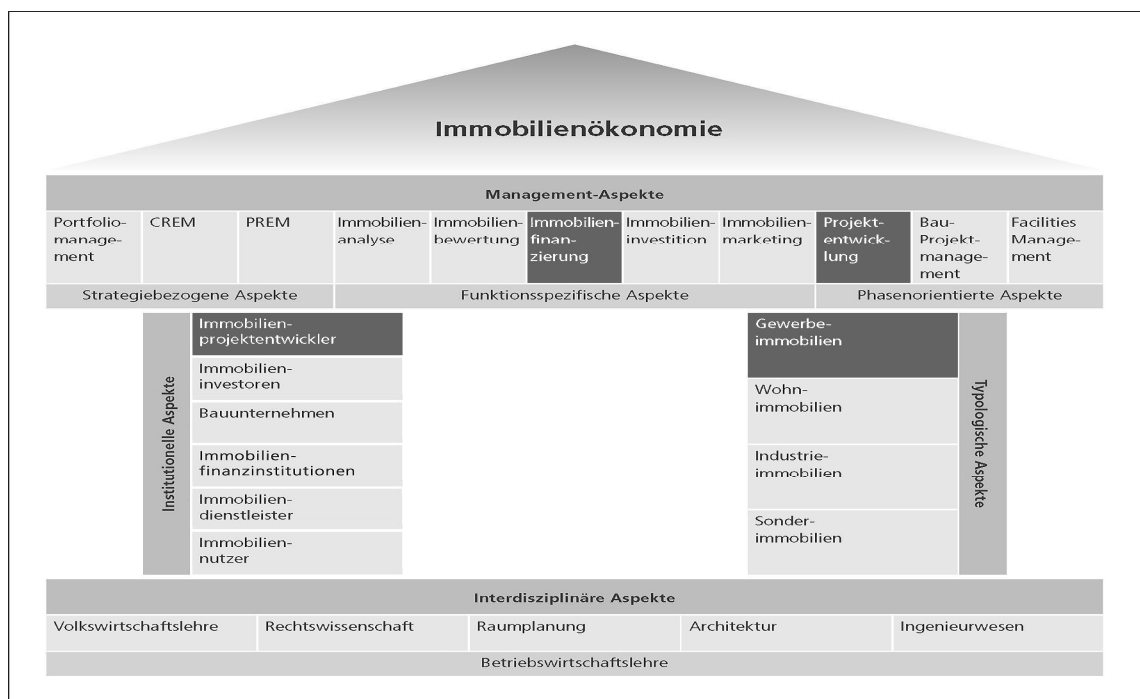


Abbildung 1: Das Haus der Immobilienökonomie<sup>38</sup>

Ziel des wissenschaftlichen Bemühens der Immobilienökonomie ist es, diese Entscheidungsprozesse zu unterstützen und durch anwendungsorientierte Lösungshilfen zu deren Verbesserung beizutragen. Mithin untersucht die Immobilienökonomie in problemorientierter Sichtweise die tatsächlichen Prämissen

<sup>38</sup> In Anlehnung an Schulte/Schäfers, Disziplin, S. 110.



und Bedingungen, unter denen Institutionen, Objekte, Funktionen und Prozesse in immobilienbezogenen Fragestellungen zusammenwirken.<sup>39</sup> Dabei erfüllt sie eine praktisch-angewandte Funktion, indem sie ihre Aussagen nicht als bloße Information über die Realität begreift, sondern auf die Umsetzung ihrer Empfehlungen in konkretes Managementhandeln drängt.<sup>40</sup> Die Immobilienökonomie befasst sich mit allen Arten von Immobilien (Wohn-, Gewerbe-, Industrie- und Sonderimmobilien) über ihren gesamten Lebenszyklus. In dieser Arbeit steht allerdings die Projektentwicklung von Gewerbeimmobilien im Vordergrund.

Nach der wissenschaftlichen Aufarbeitung der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung in Kapitel 3 werden generelle Erkenntnisse über deren Auswirkungen auf die Finanzierung von gewerblichen Immobilien-Projektentwicklungen durch denklogisches Vorgehen abgeleitet. Diese Erkenntnisse werden schließlich mittels einer empirischen Befragung von 205 Kreditinstituten und anhand von Experteninterviews in der Realität überprüft. Außerdem werden konkrete Handlungsempfehlungen entwickelt, wie sich Projektentwicklungsunternehmen und Kreditinstitute vor diesem Hintergrund verhalten sollen.

Diese Verfahrensweise wissenschaftlicher Erkenntnisgewinnung verdeutlicht, dass in dieser Arbeit der deduktive Forschungsansatz angewendet wird, d. h. der Prozess der Erkenntnisgewinnung erfolgt von der Theorie zur Empirie.<sup>41</sup>

### 1.2.2 Forschungsobjekte

Immobilien-Projektentwicklungsunternehmen und ihre Vorgehensweise bei der Finanzierung von gewerblichen Immobilien-Projektentwicklungen stellen dabei ein Erfahrungsobjekt dieser Arbeit dar. Das zweite Erfahrungsobjekt ist das

---

<sup>39</sup> Vgl. Schulte, Lehr- und Forschungskonzept, S. 37.

<sup>40</sup> Vgl. Schulte/Schäfers, Disziplin, S. 108.

<sup>41</sup> Das wahrheitserhaltende Schließen einer Menge von Prämissen-Sätzen auf einen Konklusionssatz wird als Deduktion bezeichnet. Deduktive Methoden sind Methoden logischen Schließens. Beim deduktiven Vorgehen erfolgt der Prozess der Erkenntnisgewinnung von der Theorie zur Empirie. Ausgangspunkt sind durch denklogisches Vorgehen gewonnene generelle wissenschaftliche Aussagen (Theorie), die in der Realität überprüft werden (Empirie). Vgl. Sachs/Hauser, Forschung, S. 40 f.; Czayka, Wissenschaftsphilosophie, S. 112 f. Zum Sinn der empirischen Forschung in der angewandten Betriebswirtschaftslehre siehe Kirsch, Empirische Forschung, S. 189 ff.

komplexe Regelwerk der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung und die Verhaltensweise der Banken bei der Kreditvergabe in der gewerblichen Immobilienfinanzierung. Nach Sachs/Hauser „beleuchtet das Erkenntnisobjekt wie ein Scheinwerfer<sup>42</sup> denjenigen Aspekt der Erfahrungsobjekte, den man genau untersuchen will.“<sup>43</sup> Das Erkenntnisobjekt dieser Arbeit sind die Auswirkungen der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung auf die Finanzierung von Immobilienprojektentwicklungen. Damit geht das Erkenntnisobjekt aus der Schnittstelle beider Erfahrungsobjekte hervor. Zusammenfassend bleibt festzuhalten:

Die folgende Arbeit liefert auf der Basis eines anwendungsorientierten Wissenschaftsverständnisses einen konzeptionellen Beitrag zur Ableitung der Konsequenzen der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung für die Finanzierung von gewerblichen Immobilien-Projektentwicklungen. Die anwendungsorientierte Wissenschaft nimmt vor diesem Hintergrund eine Schnittstellenfunktion zwischen theoretischer Grundlagenforschung und der Praxis ein.<sup>44</sup> Das dieser Arbeit zugrunde gelegte Verfahren der wissenschaftlichen Erkenntnisgewinnung ist dabei die deduktive Forschung.

### 1.3 Gang der Untersuchung

Ausgehend von dem zugrunde liegenden anwendungsorientierten Wissenschaftsverständnis erfolgt die Bearbeitung der Arbeit etwa hälftig im Rahmen eines deskriptiven und eines normativ-präskriptiven Teils.

Im Anschluss an diese Einleitung wird eine Bestimmung der begrifflichen und konzeptionellen Grundlagen erarbeitet. In ihr erfolgt zunächst eine Darstellung der zur Zeit gültigen Baseler Eigenkapitalvereinbarung sowie eine Erläuterung der Funktion des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht.

---

<sup>42</sup> Sachs/Hauser vergleichen die eingeschränkte Sichtweise einzelner Theorierichtungen mit einem Scheinwerfer, der ein Erfahrungsobjekt (hier z. B. die Neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung) zwar erhellt, aber immer nur in der Lage ist, einen Ausschnitt des gesamten Objekts in Licht zu tauchen. Egal welchen Ansatz man wählt, es bleiben immer Stellen im Dunkel. Einen Scheinwerfer, der alles erhellt, gibt es (noch) nicht. Um das Erfahrungsobjekt näher zu beleuchten, erscheint es aber möglich, die Scheinwerferposition zu verändern, um mehr Licht in das „Dunkel“ zu bringen.

<sup>43</sup> Sachs/Hauser, Forschung, S. 33.

<sup>44</sup> Vgl. Bassen, Corporate Governance, S. 6; Ulrich, Managementlehre, S. 220.

Aufgrund der besonderen Rolle, die dem Analyse-Instrument Rating durch die Neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung für die zukünftige Kreditvergabepraxis zukommt, wird es nachfolgend in seiner Grundstruktur vorgestellt und in den Zusammenhang eingeordnet. Da die Projektentwicklung von Gewerbeimmobilien der Untersuchungsgegenstand dieser Arbeit ist, folgt in Abschnitt 2.3 eine begriffliche Klärung der Immobilien-Projektentwicklung. Die mit dieser unternehmerischen Tätigkeit verbundenen Risiken und die traditionelle Finanzierung von Immobilien-Projektentwicklungen werden anschließend erläutert. Da ein Zusammenhang zwischen Risiken und Ratingergebnissen besteht, wodurch die Finanzierungskosten von Projektentwicklungsunternehmen determiniert werden, wird hier auf die Risiken im Rahmen der Immobilien-Projektentwicklung eingegangen. Bei der anschließenden Erläuterung der Finanzierung von Gewerbeimmobilien wird eine Gegenüberstellung der klassischen und der strukturierten Finanzierung vorgenommen. Auf den Betrachtungen des Ratings und der Immobilien-Projektentwicklung aufbauend, folgt schließlich die Betrachtung des Ratings von Immobilien-Projektentwicklungen, wobei insbesondere die hier anzutreffenden Probleme erläutert werden.

Das Ziel des dritten Kapitels ist es, das Erkenntnisobjekt der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung vorzustellen und dessen Auswirkungen zu untersuchen. Dazu wird zunächst in Abschnitt 3.1 aufgezeigt, in welcher Ausgangssituation sich Banken und Projektentwicklungsunternehmen derzeit befinden. Dazu wird die Branche der Kreditinstitute sowie die Branche der Projektentwicklungsunternehmen vorgestellt. Schließlich wird deren Wettbewerbssituation auf Basis von Branchenstrukturanalysen systematisch analysiert, um die Wettbewerbskräfte zu identifizieren, denen die Marktteilnehmer dieser Branchen ausgesetzt sind.

Abschnitt 3.2 stellt die Neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung vor und legt die Unterschiede zu der eingangs erläuterten geltenden Baseler Eigenkapitalvereinbarung offen. Insbesondere die für die Finanzierung von Gewerbeimmobilien relevanten Punkte werden in diesem Kapitel erläutert, um ein Verständnis der Auswirkungen von Basel II auf die Finanzierung von gewerblichen Immobilien-Projektentwicklungen zu gewährleisten.

Im Anschluss an die Darstellung der aktuellen Situation der deutschen Kreditinstitute und Projektentwicklungsunternehmen sowie der Erläuterung der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung werden in Abschnitt 3.3 die Implikationen von Basel II abgeleitet. Dabei stehen schwerpunktmäßig das Kreditvergabeverhalten der Banken und die künftige Spreizung der Kreditkonditionen im Mittelpunkt.

Vor dem Hintergrund der abgeleiteten Auswirkungen werden in Kapitel 4 schließlich Handlungsoptionen für die Geschäftspolitik von Projektentwicklungsunternehmen sowie Alternativen für Banken und Developer<sup>45</sup> in der Finanzierung von gewerblichen Projektentwicklungen dargestellt. Dazu wird unter Punkt 4.2.3 zunächst beispielhaft eine klassische Projektentwicklung und deren Finanzierung dargestellt, wie sie bisher typischerweise gestaltet wurde.

Auf der Grundlage dieses Ausgangsfalltes folgt unter Punkt 4.2.4 die Betrachtung der gleichen Projektentwicklung unter den Finanzierungsbedingungen von Basel II.

Darauf aufbauend wird unter Punkt 4.2.5 *ceteris paribus* die Betrachtung der gleichen Projektentwicklung unter der Variation der Finanzierungsstruktur vorgenommen. Diese wird in ein erstrangiges Darlehen, ein Mezzanine-Nachrangdarlehen und in eine Eigenkapitaltranche aufgeteilt.

Es folgt unter Punkt 4.2.6 die Betrachtung dieser Projektentwicklung unter Einbeziehung einer Bank als Joint Venture-Partner zur Finanzierung einer nachrangigen Finanzierungstranche.

Abschließend wird unter Punkt 4.2.7 angenommen, dass die nachrangige Finanzierungstranche durch einen Private Equity-Partner bzw. durch einen Projektentwicklungsfonds im Rahmen einer atypischen stillen Beteiligung bereitgestellt wird.

In Abschnitt 4.3 wird erläutert, welchen Beitrag ein aktives Zinsmanagement zur Absicherung der Finanzierungsbedingungen leisten kann. Dazu wird auf das Finanzierungsbeispiel aus Punkt 4.2.2 zurückgegriffen, um exemplarisch dar-

---

<sup>45</sup> Die Begriffe „Projektentwickler“ und „Developer“ werden im Folgenden synonym verwendet.

stellen zu können, wie Zinssicherungsinstrumente in der Praxis eingesetzt werden können.

Obgleich die vorliegende Arbeit grundsätzlich einer deduktiven Vorgehensweise folgt, erscheint es sinnvoll, empirische Daten in die Untersuchung einzubeziehen. Da vor dem Hintergrund von Basel II noch keine Informationen zu Einschätzungen und zu dem Verhalten von Marktteilnehmern in der gewerblichen Immobilienfinanzierung vorliegen, hat der Verfasser die relevanten Fragestellungen im Rahmen einer empirischen Untersuchung erhoben. Hierzu wurden 205 Kreditinstitute angeschrieben und gebeten, einen Fragebogen zur gewerblichen Immobilienfinanzierung auszufüllen. Die Ergebnisse dieser Umfrage werden im fünften Kapitel dargestellt und interpretiert. Einleitend dazu wird das gewählte Vorgehen sowie das Design der Datenerhebung und -auswertung vorgestellt. Daran schließt sich die Diskussion der empirischen Befunde an.

Die Arbeit endet im sechsten Kapitel mit einer Zusammenfassung, in der die Erkenntnisse der gesamten Untersuchung abschließend gewürdigt werden und ein Ausblick auf zukünftige Forschungsfelder gegeben wird.

Abbildung 2 stellt den Aufbau und Gang der Untersuchung graphisch dar.



Abbildung 2: Aufbau und Gang der Untersuchung

## 2 Begriffliche und konzeptionelle Grundlagen

### 2.1 Die geltende Baseler Eigenkapitalvereinbarung

#### 2.1.1 Funktion und historische Entwicklung

Kreditinstitute spielen eine besondere Rolle in modernen Volkswirtschaften und ihnen kommt eine zentrale Stellung im Wirtschaftskreislauf zu.<sup>46</sup> Sie sind nicht nur Mittler zwischen Kreditnehmern und Einlegern, sondern dienen darüber hinaus der Bundesbank bzw. der Europäischen Zentralbank zur Durchsetzung währungspolitischer Maßnahmen. Banken sind Liquiditätshalter der Wirtschaftssubjekte, Sammelstellen für Ersparnisse, Kreditgeber der Wirtschaft und Träger des inländischen und des internationalen Geld- und Kapitalverkehrs.<sup>47</sup> Die Insolvenz von Kreditinstituten hat eine große Breitenwirkung und kann erhebliche volkswirtschaftliche Schäden nach sich ziehen. Es ist daher das Ziel der nationalen Bankenaufsichtsbehörden, das Insolvenzrisiko von Kreditinstituten zu begrenzen, das Bank- und Finanzsystem intakt zu halten und dessen Solidität zu verbessern.<sup>48</sup> In diesem Kontext sind vor allem die Regelungen zur Höhe der Eigenkapitalausstattung von Kreditinstituten von entscheidender Bedeutung, da diese maßgeblich die Höhe des tragbaren Risikos und die wirtschaftliche Stabilität von Kreditinstituten determinieren.<sup>49</sup>

Als Reaktion auf die Banken- und Weltwirtschaftskrise setzte 1934 mit der Einrichtung des Aufsichtsamtes für das Kreditwesen und dem Erlass des Reichsgesetzes über das Kreditwesen die besondere Regulierung des Bankensektors in Deutschland ein. Das 1962 in Kraft getretene Gesetz über das Kreditwesen (KWG)<sup>50</sup> enthielt bereits das bis heute geltende Grundgerüst der quantitativen

---

<sup>46</sup> Vgl. Adrian/Heidorn, Bankbetrieb, S. 4, 590.

<sup>47</sup> Vgl. Süchting/Paul, Bankmanagement, S. 3 ff.

<sup>48</sup> Vgl. Grill/Perczynski, Wirtschaftslehre, S. 55.

<sup>49</sup> Vgl. Meister/Hohl, Anforderungen, S. 4.

<sup>50</sup> Wichtigste Rechtsgrundlage des Bankenwesens in der Bundesrepublik Deutschland ist das Gesetz über das Kreditwesen (KWG). Das KWG legt fest, welche Unternehmen Kreditinstitute sind, und umschreibt die Bankgeschäfte. Das KWG unterstellt alle Kreditinstitute einer staatlichen Aufsicht (Bankenaufsicht), die durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) in Zusammenarbeit mit der Deutschen Bundesbank ausgeübt wird. § 7 KWG sieht eine enge Zusammenarbeit zwischen BaFin und der Deutschen Bundesbank vor. Vgl. Burghof/Rudolph, Bankenaufsicht, S. 202 ff.; Adrian/Heidorn, Bankbetrieb, S. 592; Grill/Perczynski, Wirtschaftslehre, S. 53 ff.; Rösler/Pohl, Kreditgeschäft, S. 57 ff.

Eigenkapitalbelastungsregeln der deutschen Bankenaufsicht, kodifiziert in Grundsatz I.<sup>51</sup>

Vor dem Hintergrund zunehmender Insolvenzen von Kreditinstituten in Deutschland<sup>52</sup> und einer Bankenkrise von internationalem Ausmaß zu Beginn der 1970er Jahre wurde jedoch zunehmend deutlich, dass es dringend einer Harmonisierung der durch erhebliche Unterschiede gekennzeichneten Aufsichtsnormen zumindest in den bedeutenden Wirtschaftsnationen bedurfte, um Regulierungsarbitragen<sup>53</sup> einzudämmen.<sup>54</sup> Aus diesem Grunde und zur Stabilisierung des internationalen Finanzsystems erfolgten bankenaufsichtliche Bemühungen erstmals auf internationaler Ebene und es kam zur Gründung des Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht.

Der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht wurde 1974 durch die Notenbankgouverneure der G-10 Staaten sowie der Schweiz und Luxemburg gegründet und setzt sich aus Repräsentanten der Bundesaufsichtsbehörden und Zentralbanken der Mitgliedsländer zusammen.<sup>55</sup> Der Ausschuss tagt i. d. R. alle drei Monate bei der Bank für internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) in Basel, wo sich auch sein ständiges Sekretariat befindet. Das erklärte Ziel des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht ist die Stabilisierung des internationalen Finanzsystems.<sup>56</sup> Dazu wurde im Mai 1988 eine Vereinbarung beschlossen, die als erster Baseler Akkord, bzw. Basel I bekannt wurde.<sup>57</sup> Diese Empfehlung zielte auf eine einheitliche Begrenzung der Risiken insbesondere aus dem Ak-

---

<sup>51</sup> In §10 KWG hat der Gesetzgeber die Forderung nach einem angemessenen haftenden Eigenkapital aufgestellt und diese Norm insbesondere im Grundsatz I als Eigenkapitalbelastungsregel konkretisiert. Siehe hierzu Abschnitt 2.1.2; Vgl. Süchting/Paul, Bankmanagement, S. 470 ff; Burghof/Rudolph, Bankenaufsicht, S. 202 ff.

<sup>52</sup> Beispielhaft sei an dieser Stelle der Zusammenbruch des Kölner Privatbankhauses Herstatt im Juni 1974 nach Verlusten aus Devisentermingeschäften genannt. Siehe hierzu Rösler/Pohl, Kreditgeschäft, S. 57 f; Süchting/Paul, Bankmanagement, S. 470 ff.

<sup>53</sup> Es sollte verhindert werden, dass Geschäfte dort abgewickelt wurden, wo sie den schwächsten Kontrollvorschriften unterlagen.

<sup>54</sup> Vgl. Paul, Bankenaufsicht, S. 136 f.

<sup>55</sup> Der Ausschuss setzt sich aus hochrangigen Vertretern der Bankenaufsicht von Belgien, Deutschland, Frankreich, Italien, Japan, Kanada, der Schweiz, Luxemburg, der Niederlande, Schweden, der USA und Großbritannien zusammen.

<sup>56</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank, Eigenkapitalvereinbarung, S. 17.

<sup>57</sup> Nach einer Gemeinschaftsaktion von Großbritannien und den Vereinigten Staaten wurden im Jahre 1987 die Empfehlungen des in der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich arbeitenden Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht den nationalen Bankverbänden zugeleitet und als offizielle Empfehlung „International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards“ verabschiedet. Vgl. Süchting/Paul, Bankmanagement, S. 471.



tivgeschäft der Kreditinstitute durch Anbindung an ihre haftenden Eigenkapitalmittel.<sup>58</sup> Sie bildete die Grundlage für die Harmonisierung des Bankrechts in Europa und wurde durch die so genannte Eigenmittel- und Solvabilitätsrichtlinie (SolvRL) in Europäisches Gemeinschaftsrecht transformiert. Auf dieser Basis trat die Eigenmittelrichtlinie in Deutschland durch die 4. Novelle des KWG zum 1. Januar 1993 in Kraft.<sup>59</sup> Die Implementierung der Solvabilitätsrichtlinie übertrug der deutsche Gesetzgeber weitgehend der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht – BaFin (früher: Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen (BAKred)). Dieser obliegt es gemäß §10 Abs. 1 KWG, Grundsätze aufzustellen, nach denen die Angemessenheit<sup>60</sup> der Eigenmittel von Finanzinstituten überprüft werden können.

### 2.1.2 Ausgestaltung der Baseler Eigenkapitalvereinbarung

Nach §10 und §10a des Kreditwesengesetzes sind Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie Instituts- und Finanzholding-Gruppen verpflichtet, angemessene Eigenmittel im Interesse der Erfüllung ihrer Verpflichtungen gegenüber ihren Kunden vorzuhalten. Diese Regelungen gründen auf der geltenden Baseler Eigenkapitalvereinbarung von 1988. Das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen hat im Einvernehmen mit der Deutschen Bundesbank Grundsätze zur Solvabilität (Grundsatz I) und zur Liquidität (Grundsatz II) aufgestellt, die quantitative Anforderungen an die Institute mit dem Ziel stellen, die Sicherheit der ihnen anvertrauten Vermögenswerte zu gewährleisten.<sup>61</sup> Grundsatz I gilt sowohl auf Ebene des Einzelinstitutes als auch für Instituts- und Finanzholding-Gruppen auf konsolidierter Basis. Gemäß Grundsatz I<sup>62</sup> dürfen die risikobehaf-

---

<sup>58</sup> Die Regelungen des Baseler Ausschuss haben Empfehlungscharakter. Zu ihrem Inkrafttreten ist es daher notwendig, dass sie von nationalen, im Falle der Europäischen Union von supranationalen Gesetzgebern, verabschiedet oder durch Verwaltungserlass umgesetzt werden. Vgl. Burghof/Rudolph, Bankenaufsicht, S. 202 ff.; Tholen, Mittelstand, S. 49.

<sup>59</sup> Vgl. Rösler/Pohl, Kreditgeschäft, S. 59; Süchting/Paul, Bankmanagement, S. 470.

<sup>60</sup> Wann die Eigenmittel als angemessen angesehen werden können, bestimmt sich nach §2 Grundsatz I. Diese Norm konkretisiert i. S. d. §10 Abs. 1 Satz 2 KWG den Begriff der „Angemessenheit“ aus § 10 Abs. 1 Satz 1 KWG; Vgl. Deutsche Bundesbank, Grundsatz I, S. 25 ff; Egbers/Jahns, Bankenaufsicht, S. 30 ff.

<sup>61</sup> Vgl. Achleitner, Investment Banking, S. 415.

<sup>62</sup> Nach den Vorschriften des Grundsatzes I müssen die Institute ihre Adressenausfallrisiken sowie ihre Marktrisiken quantifizieren und mit Eigenmitteln unterlegen. In §10 KWG und im Grundsatz I sind die in der Bankenrechtsrichtlinie (2000/12/EG) und der Kapitaladäquanz-

teten Aktiva (abzüglich der Wertberichtigungen) generell das 12,5 fache des haftenden Eigenkapitals nicht überschreiten (Solvabilitätskoeffizient).<sup>63</sup> Generell sind danach gewichtete Risikoaktiva eines Kreditinstituts mit 8% haftendem Eigenkapital zu unterlegen.<sup>64</sup> Der Grundsatz I ist täglich zum Geschäftsschluss von den Instituten einzuhalten. Die Grundsatz I-Meldung der Institute an die Bankenaufsicht erfolgt monatlich und in detaillierterer Form vierteljährlich. Bezüglich der haftenden Eigenmittel wird zwischen Kernkapital<sup>65</sup> und Ergänzungskapital<sup>66</sup> differenziert. Die Eigenkapitalunterlegung der Banken soll sicherstellen, dass ein Institut aus Gläubiger- und Systemschutzgründen über genügend Eigenkapital verfügt. Diese Mindestvorschriften sollen dafür sorgen, dass Banken im Verhältnis zu den eingegangenen Risiken genug Eigenkapital vorhalten.<sup>67</sup> Das Eigenkapital hat damit die Funktion eines Puffers, der Verluste durch

---

richtlinie (93/6/EWG) vorgegebenen europäischen Mindesteigenkapitalstandards in nationales Recht umgesetzt. Dabei haben auch die Regelungen der Baseler Eigenkapitalempfehlung von 1988 weitgehend Eingang gefunden. Vgl. Deutsche Bundesbank, Grundsatz I, S. 25 ff.

<sup>63</sup> Diese Vorschrift gilt gemäß des §10a KWG auch für Kreditinstitutsgruppen auf der Basis einer (quoten-)konsolidierten Bilanz. Vgl. Süchting/Paul, Bankmanagement, S. 482, 511 ff.

<sup>64</sup> Im Grundsatz I wird zwischen Adressausfallrisiken (Kreditrisiken) und Marktpreisrisiken unterschieden. Das Marktpreisrisiko setzt sich aus dem Fremdwährungsrisiko sowie dem Risiko aus Zins-, Aktien- und Optionsgeschäften zusammen. Adressausfallrisiken des Anlagebuches müssen mit haftendem Eigenkapital unterlegt werden. Marktpreisrisiken und Adressausfallrisiken des Handelsbuches können darüber hinaus auch in begrenztem Ausmaß mit Drittrangmitteln unterlegt werden. Vgl. Deutsche Bundesbank, Eigenkapitalvereinbarung, S. 17; Egbers/Jahns, Eigenkapitalanforderungen, S. 415.

<sup>65</sup> Das Kernkapital (netto) muss mindestens die Hälfte des haftenden Eigenkapitals bzw. 4% der gewichteten Risikoaktiva ausmachen. Es handelt sich um solches Kapital, das den Kreditinstituten uneingeschränkt und sogleich für die Risiko- und Verlustabdeckung zur Verfügung steht, sobald sich diese Risiken bzw. Verluste ergeben (Z. B. Eingehaltene Gewinne, eingezahltes Kapital der Gesellschafter). Diese 4% ergeben sich aus Grundsatz I §2 Abs. 1 i. V. m. §10 Abs. 2b. Zu den Bestandteilen des Kernkapitals siehe Rösler/Pohl, Kreditgeschäft, S. 70; Sauter, Grundlagen, S. 297.

<sup>66</sup> Das Ergänzungskapital darf das Kernkapital nicht überschreiten. Es handelt sich dabei um Kapital, das den Anforderungen an Kernkapital nicht genügt, weil es z. B. nicht in der Bilanz ausgewiesen ist oder nur nachrangig haftet. Darunter werden beispielsweise folgende Positionen subsummiert: Vorsorgereserven nach §340f. HGB, Vorzugsaktien, Rücklagen nach § 6b des Einkommensteuergesetzes in Höhe von 45 vom Hundert, soweit diese Rücklagen durch die Einstellung von Gewinnen aus der Veräußerung von Grundstücken, grundstücksgleichen Rechten und Gebäuden entstanden sind. Siehe hierzu ausführlich §10 KWG; Rösler/Pohl, Kreditgeschäft, S. 71.

<sup>67</sup> Banken sind bankenaufsichtlich verpflichtet, das haftende Eigenkapital so anzulegen, dass jederzeit eine ausreichende Zahlungsbereitschaft gewährleistet ist. Vgl. §11 KWG; Siehe hierzu auch Rösler/Pohl, Kreditgeschäft, S. 70.

Kreditabschreibungen bzw. Wertberichtigungen abfedern soll, um die finanzielle Stabilität einer Bank zu gewährleisten.<sup>68</sup>

Dieser Zusammenhang zeigt deutlich, wie zwecks Erhaltung einer als erwünscht angesehenen Gesamtrisikoposition eine gegebene Eigenkapitalbasis die Struktur der Bankanlagen beeinflussen und wie umgekehrt eine bestimmte Investitionspolitik der Bank einen mehr oder minder großen Zwang auf eine Verstärkung der Eigenkapitalbasis ausüben kann. Man kann den Grundsatz I daher so interpretieren, dass der Gesetzgeber die Kreditinstitute zu einer Politik der Risikokompensation zwingen will.<sup>69</sup> Das Verständnis dieses Sachverhaltes erlaubt es, Rückschlüsse auf das Kreditvergabeverhalten von Banken abzuleiten:

- Steigt das Investitionsrisiko einer Bank, weil sich als Folge einer Verlagerung der Aktiva in schlechte Risikoklassen über zunehmende Abschreibungen der Ertragswert der Anlagenrendite ermäßigt, so ist das Kapitalstrukturrisiko durch Erhöhung des Eigenkapitalanteils zu senken.
- Erhöht sich das Kapitalstrukturrisiko, weil der Eigenkapitalanteil im Verhältnis zum Wachstum des Gesamtkapitals zurückbleibt, so ist eine Umstrukturierung der Bankanlagen in diejenigen Risikoklassen anzustreben, die weniger Eigenkapital verbrauchen.<sup>70</sup>

Um dem unterschiedlichen Risikogehalt der zu finanzierenden Vermögenswerte sowie der Bonität des Schuldners Rechnung zu tragen, werden gemäß Grundsatz I Risikogewichtsklassen von 0, 20, 50 und 100% unterschieden.<sup>71</sup> Der Ge-

---

<sup>68</sup> Vgl. Rösler/Pohl, Kreditgeschäft, S. 59; Süchting/Paul, Bankmanagement, S. 482.

<sup>69</sup> Vgl. Süchting/Paul, Bankmanagement, S. 483 ff. Da seit einigen Jahren der absolute Schwerpunkt bei der Erfolgsmessung einer Bank beim so genannten RoE (Return on Equity bzw. Eigenkapitalrentabilität) liegt, unterstellt die Bankenaufsicht beim Bankmanagement einen gewissen Interessenskonflikt. Aus der Interessenslage des Shareholder Value ist die Eigenkapitalbindung durch einzelne Geschäfte so gering wie möglich zu halten. Aus Risikosicht muss das Eigenkapital jedoch ein ausreichendes Polster bilden, um das Insolvenzrisiko zu minimieren. Vgl. Doetsch, Rating, S. 35 f.

<sup>70</sup> Die Analogie der Verstärkung/Abschwächung des Kapitalstrukturrisikos einer Unternehmung zu der Verstärkung/Abschwächung ihres Marktrisikos ist offensichtlich. Vgl. dazu Hempel/Simonson/Coleman, Bank Management, S. 88 ff.

<sup>71</sup> Die Bestimmung der Eigenkapitalunterlegung für Adressenausfallrisiken erfolgt anhand vorgegebener Standardverfahren. Zur Berechnung der Eigenmittelunterlegung für Marktpreisrisiken können die Institute auch neben den vorgegebenen standardisierten Verfahren nach vorheriger Genehmigung durch die Bankenaufsicht interne Risikosteuerungsmodelle verwenden.

wichtungsfaktor gibt in Abhängigkeit vom entsprechenden Risiko an, ob zur Bestimmung des regulatorisch notwendigen Eigenkapitals ein Kredit nominal (Gewichtung 100%), hälftig (Gewichtung 50%), zu einem Fünftel (Gewichtung 20%) oder gar nicht (Gewichtung 0%) mit Eigenkapital unterlegt werden muss.<sup>72</sup> Den Gewichtungen entsprechend ergeben sich bezogen auf den Nominalbetrag eines Kredits Eigenkapitalanforderungen von 8 / 4 / 1,6 und 0%.

Für die Risikobemessung von Kreditengagements mit Unternehmen bzw. mit dem privaten Nichtbankensektor gilt pauschal eine 100%ige Risikogewichtung.<sup>73</sup> Dies bedeutet, dass ein Kreditinstitut für Kredite an Unternehmen generell 8% eines Kreditengagements mit haftendem Eigenkapital unterlegen muss. Da es sich um einen pauschalen Eigenkapitalunterlegungssatz handelt, findet keine Orientierung an den tatsächlichen Ausfallwahrscheinlichkeiten eines Kreditengagements statt.<sup>74</sup>

Für die Immobilienfinanzierung sieht Basel I vor, dass Kredite, die zur Finanzierung von Gebäuden, die Wohnzwecken dienen, zu 50% gewichtet werden bzw. mit 4% Eigenkapital zu unterlegen sind.<sup>75</sup> Kredite auf gewerbliche Immobilien dagegen werden mit 100% gewichtet, was insbesondere für Immobilien in der Bauphase gilt. Lediglich eine Fußnote in den Empfehlungen des Baseler Ausschusses weist darauf hin, dass der Vertreter eines Landes die Auffassung vertritt, dass auch diese Kredite hälftig bzw. mit 50% zu gewichten sein sollten. Es handelt sich dabei um die Auffassung der deutschen Delegation. Auf europäischer Ebene konnte schließlich erreicht werden, dass Kredite zur Finanzie-

---

<sup>72</sup> Für diese Risikogewichtung gilt die folgende Einteilung: Kredite an Unternehmen und Private sind mit 100%, hypothekarisch gesicherte Wohnungsbaukredite mit 50%, Interbankenforderungen mit 20% und Kredite an die öffentliche Hand im OECD-Raum mit 0% anzurechnen. Siehe hierzu umfassend Süchting/Paul, Bankmanagement, S. 497.

<sup>73</sup> Vgl. Süchting/Paul, Bankmanagement, S. 497. Der Fokus dieser Arbeit liegt auf der Kreditbeziehung zu Unternehmen.

<sup>74</sup> Es wird vielmehr von einer durchschnittlichen Ausfallwahrscheinlichkeit von 8% ausgegangen.

<sup>75</sup> Mit der Richtlinie 98/32/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22. Juni 1998 zur Änderung der Richtlinie 89/647/EWG des Rates über einen Solvabilitätskoeffizienten für Kreditinstitute (auch Hypothekendarlehen RL bezeichnet), die am 21. Juli 1998 in Kraft getreten ist, hat die EU rechtliche Regeln für die Gewichtung des gewerblichen Realkredits mit 50% geschaffen. Hierfür wurde Artikel 11 Abs. 4 der Solvabilitätsrichtlinie geändert. Diese Regelung bzw. Privilegierung gilt bis zum 31. Dezember 2006 für Ausleihungen, die durch Grundpfandrechte auf gewerblich genutzte Grundstücke gesichert sind und den Erfordernissen des § 12 Abs. 1 und 2 des Hypothekendarlehensgesetzes entsprechen. Für Immobilien in der Erstellungs- bzw. Bauphase ist eine Eigenkapitalentlastung jedoch ausgeschlossen. Vgl. Hagen/Marburger, Auswirkungen, S. 70; Knobloch, Immobilien-Banking, S. 56.

rung von Büros und vielseitig nutzbaren Geschäftsräumen in Deutschland, Dänemark, Italien, Griechenland und Österreich zunächst bis 1996 hälftig gewichtet werden konnten.<sup>76</sup> Diese auf europäischer Ebene gültige Tätigkeitsrichtlinie für Banken (2000/12/EG) gilt bis 2006, wobei es im Ermessen der nationalen Aufsichtsbehörden steht, diese günstigere Gewichtung seinen beaufsichtigten Kreditinstituten zuzugestehen oder nicht. In Deutschland und sieben anderen Mitgliedstaaten wurde von dieser Möglichkeit Gebrauch gemacht.<sup>77</sup>

Die gesetzlich vorgeschriebene Unterlegung von Risiken mit Eigenkapital der Banken stellt insbesondere in Zeiten großen Ertragsdrucks und hoher Shareholder-Value-Erwartungen einen bedeutenden Kostenfaktor bei der Kreditvergabe dar. Die den Kreditinstituten entstehenden Kosten durch die Unterlegung der risikogewichteten Aktiva mit regulatorischem Eigenkapital werden in die Kreditzinsen einkalkuliert, worauf unter Punkt 2.2.5.2 näher eingegangen wird. Daher wirken sich die Eigenkapitalunterlegungspflichten unmittelbar auf die Finanzierungsbedingungen aus.

Der Baseler Akkord hat sich im Laufe seines Bestehens als stabilisierend für das internationale Finanzsystem erwiesen und sich im Grundsatz als erfolgreich bewährt.<sup>78</sup> In den neunziger Jahren wurde er zum international akzeptierten Standard, der heute in über 100 Ländern im Bankwesen Anwendung findet.<sup>79</sup> Gleichwohl haben Marktteilnehmer, deren Interessenvertreter, aber auch die Aufsichtsorgane selbst in den vergangenen Jahren verstärkt Kritik an den bestehenden Regelungen geübt, und die Erkenntnis hat sich durchgesetzt, dass die geltende Eigenkapitalvereinbarung nicht mehr zeitgemäß ist.<sup>80</sup>

Zu den wesentlichen Kritikpunkten zählen:

- dass die Kapitalanforderungen nicht in realistischer Beziehung zum tatsächlichen Risikoprofil eines Kreditinstituts stehen, d. h., dass die von Seiten der

---

<sup>76</sup> Vgl. Dübel et al., Eigenkapitalanforderungen, S. 21 ff.; Steiner, Immobilienfinanzierung, S. 14 f.

<sup>77</sup> Die Anwendung der begünstigten Anrechnung auf Bauträgerdarlehen schließt die Hypothekendarlehenrichtlinie ausdrücklich aus. Von der Privilegierung ebenso ausgenommen sind die im Rahmen von Projektfinanzierungen ausgereichten Darlehen. Vgl. Deutsche Bundesbank, Grundsatz I, S. 264; Dübel et al., Eigenkapitalanforderungen, S. 21 ff.

<sup>78</sup> Vgl. Europäische Zentralbank, Eigenkapitalvereinbarung, S. 66.

<sup>79</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank, Eigenkapitalvereinbarung, S. 16.

<sup>80</sup> Vgl. Heinke, Basel II, S. 174.

Bankenaufsicht vorgegebene standardisierte Berechnung von Kreditrisiken die ökonomischen Risiken der Institute nur ungenau abbildet und den gestiegenen Anforderungen an das Kreditrisikomanagement nicht mehr gerecht wird;<sup>81</sup>

- dass vor allem die Beschränkung auf die o. g. vierstufige Bonitätsgewichtung nur eine unzureichende Differenzierung der Risikoklassen ermöglicht und innerhalb der jeweiligen Risikoklassen keine Differenzierung möglich ist;
- dass durch die Beschränkung auf Kreditrisiken das operationelle Risiko nicht berücksichtigt wird;<sup>82</sup>
- dass Diversifizierungseffekte und Risiko reduzierende Geschäfte nicht hinreichend berücksichtigt und die Anwendung moderner Risikomanagement-techniken nicht gefördert wird.

Aus diesen Gründen soll mit der Reform des geltenden Baseler Akkords eine Regelung geschaffen werden, welche die aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalanforderungen besser auf die zugrunde liegenden Risiken abstimmt. Ziel bei der Weiterentwicklung von Basel I ist zudem die Förderung der Sicherheit und Solidität des internationalen Finanzwesens und die Verbesserung der Chancengleichheit im globalen Wettbewerb der Kreditinstitute.<sup>83</sup> Die Einschätzung der Bonität der Kreditnehmer und die darauf basierende Erfassung der Kreditrisiken soll im Rahmen der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung auf der Grundlage interner und externer Ratings erfolgen.<sup>84</sup>

---

<sup>81</sup> Das ökonomische Eigenkapital umfasst im Gegensatz zu den regulatorischen Mindesteigenkapitalanforderungen alle relevanten Risiken des Bankgeschäfts. Die Festsetzung richtet sich ausschließlich nach bankinternen risikospezifischen Aspekten und ist insofern unabhängig von regulatorischen Auflagen. Vgl. Deutsche Bundesbank, Eigenkapitalvereinbarung, S. 16 f. Diese Arbeit befasst sich ausschließlich mit den regulatorischen Eigenmittelanforderungen.

<sup>82</sup> Das operationelle Risiko ist als die Gefahr von Verlusten, die infolge der Unangemessenheit oder des Versagens von internen Verfahren, Menschen und Systemen oder von externen Ereignissen eintreten, definiert. Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 120. Siehe hierzu auch Abschnitt 3.2 dieser Arbeit.

<sup>83</sup> Die Schaffung gleicher Wettbewerbsbedingungen für Banken im internationalen Wettbewerb ist ein zentrales Anliegen des Baseler Ausschuss. So sollen identische Geschäfte und Risiken international für alle Banken regulatorisch und aufsichtsrechtlich nach dem angloamerikanischen Grundsatz eines so genannten „Level Playing Field“ („same Business, same Risks, same Rules“) gleich behandelt werden. Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Überblick, S. 15; Varnholt/Zimmermann, „Level Playing Field“-Diskussion, S. 33 ff.

<sup>84</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 6 f.

## 2.2 Rating

Die Thematik der vorliegenden Arbeit ist durch den Begriff des „Rating“ maßgeblich geprägt, der seinen Ursprung im angloamerikanischen Sprachraum hat, wo zu Beginn des 20. Jahrhunderts die ersten Rating-Agenturen gegründet wurden. Dieser Begriff erfreut sich seit geraumer Zeit einer überaus großen Beliebtheit, was nicht unbedingt zur Begriffseindeutigkeit beigetragen hat.<sup>85</sup> Vielmehr herrscht eine kaum noch überschaubare Vielfalt, so dass eine sorgfältige Klärung und Ermittlung der Begriffsmerkmale notwendig ist.<sup>86</sup> Dies geschieht im Folgenden zum einen durch die Definition des Begriffes und zum anderen durch die Differenzierung zwischen externen und internen Ratings.

### 2.2.1 Definitiorische Grundlagen

„Ein Rating ist die durch Symbole einer festgelegten, ordinalen Skala ausgedrückte Meinung über zukünftige Fähigkeit eines Unternehmens zur vollständigen und termingerechten Zahlung der Tilgung und Verzinsung seiner Schulden.“<sup>87</sup> Durch Symbole einer Ratingskala oder durch eine semantische Verknüpfung dieser Symbole werden die komplexen Zusammenhänge der Bonitätsbeurteilung verdichtet.<sup>88</sup> Die Einteilung von Unternehmen in Ratingklassen erlaubt Rückschlüsse auf das Insolvenzrisiko, was dem Ratingadressaten ermöglicht, den erwarteten Verlust (EL) besser abschätzen zu können.<sup>89</sup>

Anhand des Ratingurteils und der Laufzeit des Kredites wird eine Wahrscheinlichkeit für einen Zahlungsausfall (PD) zugeordnet, die mit der erwarteten Forderungshöhe bei Ausfall (EAD) multipliziert wird. Das Produkt dieser Berechnung wird dann mit der voraussichtlichen Verlustquote (LGD) multipliziert, d. h.

---

<sup>85</sup> Siehe hierzu Sultze, Zukunftsperspektiven, S. 31 f.; Sönnichsen, Ratingsysteme, S. 431. So findet der Begriff Rating in mannigfaltigen Zusammenhängen Anwendung. Insbesondere die Begriffe „Rating“ und „Ranking“ werden häufig verwechselt, die inhaltlich völlig verschieden sind. Entscheidend ist dabei, dass ein Rating kein absolutes Urteil fällt, sondern den Rating-Interessenten durch die Einordnung in Klassen Anhaltspunkte und Entscheidungshilfen für die Zukunft bietet. Innerhalb der Klassen wird keine Rangfolge hergestellt. Beim Ranking hingegen handelt es sich um die Einordnung vergleichbarer Elemente in eine bestimmte Reihenfolge auf der Grundlage vergangener Leistungsmerkmale.

<sup>86</sup> Vgl. Doetsch, Rating, S. 36; Liebchen, Rating Babylon, S. 5.

<sup>87</sup> Berblinger, Rating, S. 31.

<sup>88</sup> Vgl. Müller, Rating, S. 329.

<sup>89</sup> Vgl. von Reden, Rating, S. 652.

mit dem Prozentsatz, mit dem es zu einem tatsächlichen Verlust kommt, unter Berücksichtigung des Ranges der Forderung, einer etwaigen Besicherung und dem Erlös der Verwertung. Damit stellt sich das durch Rating erfasste Problem mathematisch wie folgt dar:<sup>90</sup>

$$EL (\text{€}) = PD (\%) \times EAD (\text{€}) \times LGD (\%) \quad (1)$$

Ziel des Ratings ist somit eine klare, umfassende Klassifizierung des Risikogehalts eines Finanztitels oder eines Kreditengagements als Basis für eine Verringerung der Risiken im Kreditgeschäft und einer differenzierteren Preiskalkulation bei Krediten.<sup>91</sup>

Die Hauptfunktion des Ratings liegt darin, Transparenz und Informationsoffenlegung für Investoren zu schaffen und somit Vergleichbarkeit für Investoren und Gläubiger hinsichtlich des mit einem Investment verbundenen Risikos herzustellen.<sup>92</sup>

### 2.2.2 Agency-Problematik als Ausgangspunkt

Rating findet vor dem Hintergrund einer potenziellen oder bestehenden Vertragsbeziehung zwischen Kapitalgeber und Kapitalnehmer statt.<sup>93</sup> Dabei überlässt der Kapitalgeber dem Kapitalnehmer Zahlungsmittel und erhält dafür im Gegenzug Anwartschaften auf künftige Zahlungen in Form verbriefter Zahlungsverprechen. Um Rating als Lösungsmöglichkeit für real existierende Probleme solcher Vertragsbeziehungen zu beurteilen, müssen diese Probleme in einem geeigneten theoretischen Ansatz beschrieben werden.<sup>94</sup> Die neoklassische Finanzierungstheorie mit ihren Annahmen friktions- und kostenlos funktionierender Märkte und symmetrischer Informationsverteilung ist hierzu wenig hilfreich.<sup>95</sup> Es sind theoretische Ansätze erforderlich, die sich von der neoklassischen Finanzierungstheorie unterscheiden, indem sie die Auswirkungen

<sup>90</sup> Vgl. Stur, Ratings, S. 400 f.; Kley/Everling, Ratingagenturen, S. 172.

<sup>91</sup> Vgl. Grunwald/Grunwald, Bonitätsanalyse, S. 138; Everling, Rating, S. 1.

<sup>92</sup> Vgl. Holzkämper/Fischer, Rating Advisory, S. 147.

<sup>93</sup> Vgl. Steiner/Heinke, Finanzierungstheorie, S. 584.

<sup>94</sup> Vgl. Steiner/Heinke, Finanzierungstheorie, S. 607.

<sup>95</sup> Die neoklassischen Finanzierungstheorien unterstellen einen vollkommenen Kapitalmarkt mit vollständiger und kostenloser Information für alle Marktteilnehmer. Siehe hierzu ausführlich Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 19 ff.; Richter/Furubotn, Institutionenökonomik, S. 10 ff.; Feess, Mikroökonomie, S. 297 ff.



ungleich verteilter Informationen und opportunistischer Handlungsspielräume der Vertragspartner explizit betrachten.<sup>96</sup> Dies berücksichtigt die neo-institutionalistische Finanzierungstheorie, in der unterstellt wird, dass finanzielle Transaktionen nicht reibungslos funktionieren, sondern Kosten verursachen, die durch die Wahl einer bestimmten institutionellen Ausgestaltung der Transaktion beeinflussbar sind.<sup>97</sup> Damit liefert sie einen Erklärungsansatz für die Existenz von Ratings und Ratingagenturen.<sup>98</sup>

Sicherlich gibt es - mit fortschreitender Entwicklung der Informations- und Kommunikationstechnologien - Teilmärkte, die idealen Marktverhältnissen im Sinne der Neoklassik sehr nahe kommen. Dennoch bleibt unbestritten, dass der Kapitalmarkt insgesamt nach wie vor als unvollkommen zu bezeichnen ist.<sup>99</sup> Hinzu kommt die Existenz von zahlreichen Finanzintermediären, deren Geschäft auf dem Ausgleich von Marktunvollkommenheiten beruht. Die Schaffung solcher Institutionen kann nur darin begründet sein, dass mit ihnen die Märkte besser funktionieren als ohne sie. Mit den Kosten der Unterhaltung und Einrichtung von Institutionen wird zwar ein Wohlfahrtsverlust in Kauf genommen, jedoch reduzieren Beherrschungs- und Überwachungssysteme die Agency-Kosten induzierende Informationsasymmetrie, auf die im Folgenden eingegangen wird. Diese kann dazu führen, dass Informationsvorsprünge zu Lasten der Gegenpartei ausgenutzt werden.<sup>100</sup>

---

<sup>96</sup> Die restriktiven Prämissen der Neoklassik haben die Entwicklung differenzierter quantitativer Modelle mit eindeutigen Aussagen ermöglicht. Gleichzeitig beschränkt sie jedoch aufgrund der oftmals als realitätsfern kritisierten Annahmen den Erklärungsgehalt der abgeleiteten Systeme. Im Gegensatz dazu beruht der Neoinstitutionalismus auf einer expliziten Einbeziehung von Marktunvollkommenheiten zur Beschreibung, Erklärung und Prognose von Interaktionsbeziehungen am Kapitalmarkt. Zu den neoinstitutionalistischen Ansätzen zählt unter anderem die Agency-Theorie, die die Entstehung von Kosten, welche durch die Existenz von Informationsasymmetrie und Unsicherheit sowie durch die Möglichkeit opportunistischen Verhaltens der Marktteilnehmer entstehen, thematisiert. Vgl. Achleitner, *Investment Banking*, S. 47; Perridon/Steiner, *Finanzwirtschaft*, S. 24 f.; Franke/Hax, *Finanzwirtschaft*, S. 410 ff.

<sup>97</sup> Siehe hierzu ausführlich Williamson, *Institutionen*, S. 92 ff.; Perridon/Steiner, *Finanzwirtschaft*, S. 520 ff.

<sup>98</sup> Vgl. Steiner/Heinke, *Finanzierungstheorie*, S. 607.

<sup>99</sup> Vgl. Achleitner, *Investment Banking*, S. 44 ff.

<sup>100</sup> Zwischen Kapitalgeber (Prinzipal) und Kapitalnehmer (Agent) besteht eine asymmetrische Informationsverteilung. Die Kapitalgeber unternehmen daher Anstrengungen zur Überwachung der Kapitalnehmer. Die mögliche Schädigung des Prinzipals durch Handlungen des Agenten verursacht Überwachungskosten, die im Rahmen der Prinzipal-Agenten-Theorie als „Agency-Kosten“ bezeichnet werden. Vgl. Jensen/Meckling, *Theory of the Firm*, S. 309; Paul, *Finanzmarketing*, S. 384 ff.; Steiner/Heinke, *Finanzierungstheorie*, S. 607 ff.; Perridon/Steiner, *Finanzwirtschaft*, S. 24 f.; Feess, *Mikroökonomie*, S. 642 ff.

Der Kapitalgeber (Prinzipal) muss mit Verhaltensweisen des Kapitalnehmers (Agent) rechnen, die ggf. seinen Kredit oder seine Kapitalbeteiligung entwerten. Etwa kann es im Anschluss an die Finanzierungsmaßnahme seitens des Kapitalnehmers zu Investitionsentscheidungen kommen, die das Finanzierungsrisiko der Kapitalgeber unvorhersehbar und vertragswidrig erhöhen. Oder aber der Agent spricht sich Vergünstigungen - beispielsweise in Form unangemessener Büroausstattung, Firmenwagen und Gehaltsleistungen - zu, über die er vom Unternehmen unverhältnismäßig mehr profitiert als die risikotragenden Kapitalgeber. Um diese Möglichkeit des Agenten, den Prinzipal zu schädigen, einzuschränken, sind Schutzmechanismen notwendig. So wird der Kapitalgeber Aufwendungen zur Überwachung des Agenten (Monitoring Costs) auf sich nehmen, während dieser seinerseits bemüht sein wird, den Prinzipal von seiner Vertrauenswürdigkeit zu überzeugen (Signaling). Ein Rating kann Wahrnehmungslücken, Informationsdefizite und Informationsasymmetrien verringern, die in der Finanzierungsbeziehung zwischen Kapitalgeber und Kapitalnehmer bestehen.<sup>101</sup> Ein Rating schafft somit Transparenz, reduziert Agency-Kosten und fördert die Effizienz der Finanz- und Kapitalmärkte.<sup>102</sup>

Als Grund für eine Ratingbeantragung wird von Unternehmen an erster Stelle das Argument der Kapitalkostenreduktion angeführt, da mit dem Rating ein Offenlegungs- und Zertifizierungswert bezüglich der Bonität des Emittenten verbunden wird.<sup>103</sup> Kapitalnehmer mit überdurchschnittlich guter Bonität haben dabei gegenüber Kapitalnehmern mit unterdurchschnittlicher Bonität einen Anreiz, sich durch die Ratingbeantragung und Offenlegung ihrer finanziellen Leistungskraft von den übrigen Kapitalnehmern abzuheben und ihre Kreditkosten damit zu senken. Das Rating erhält dadurch die Funktion der Informationsübertragung und Bonitätsoffenlegung.

---

<sup>101</sup> Vgl. Heinke, Zertifizierungswert, S. 315; Everling/Heinke, Credit Ratings, S.11.

<sup>102</sup> Vgl. Kley/Everling, Ratingagenturen, S. 173. Die Vermeidung oder Verminderung von Agency-Kosten erklärt somit die Existenz von Finanzintermediären und Ratingagenturen. Siehe hierzu ausführlich Achleitner, Investment Banking, S. 49 ff.

<sup>103</sup> Als Grund für eine Ratingbeantragung geben deutsche Emittenten von Anleihen in erster Linie die Verbesserung der Preisfindung (Pricing) einer Anleiheemission, eine breitere internationale Akzeptanz und eine allgemeine Imageverbesserung an. (Im Gegensatz zu den USA liegen in Deutschland zu dieser Diskussion bislang keine empirischen Studien vor.) Damit ist die Erwartung verbunden, dass Ratings neben diversen anleger- und emittenten-gerichteten Funktionen vor allem eine Offenlegungs- und Zertifizierungsfunktion erfüllen. Siehe hierzu ausführlich Heinke, Zertifizierungswert, S. 314 ff.

Die reine Informationsübermittlung könnte hingegen auch durch andere Quellen, wie z. B. Pressemitteilungen oder Investor-Relations-Maßnahmen des Unternehmens, geschehen. Unter der Prämisse, dass es sich bei der Ratingagentur um eine legitimierte und glaubwürdige Drittinstanz handelt, wird die Bonität nicht nur publiziert, sondern zugleich hinsichtlich ihres Wahrheitsgehaltes und ihrer Vertrauenswürdigkeit zertifiziert. Aus Prinzipal-Agententheoretischer Perspektive kann also der Agent durch die Signalisierung seiner guten Bonität mittels eines zertifizierten Ratings gegenüber dem Prinzipal versuchen, zum Abbau von Misstrauens- bzw. Risikozuschlägen in den Finanzierungskosten beizutragen wodurch Agency-Kosten reduziert werden.<sup>104</sup> Antizipiert der Agent hingegen vor der Ratingbeantragung ein unterdurchschnittliches Ratingurteil, so wäre vor dem oben dargestellten Zusammenhang die Beantragung eines Ratings ökonomisch irrational.

### 2.2.3 Bestimmungsfaktoren des Ratings

#### 2.2.3.1 Analytischer Rahmen

Da nach der oben angeführten Definition ein Rating die Meinung eines Ratinganalysten über die Bonität des Unternehmens darstellt, sollte ein kapitalsuchendes Unternehmen dem Kapitalgeber bzw. dem Ratinganalysten zur Meinungsbildung alle verfügbaren Informationen zur Verfügung stellen. Diese Informationen werden aufbereitet und meist über automatisierte Methoden nach objektiven Maßstäben ausgewertet. Für eine zuverlässige Einschätzung einer Ratingnotation ist ein weit gefasster Rahmen erforderlich. Die Bestimmungsfaktoren eines Ratings sind in verschiedene aufeinander aufbauende Analysestufen gegliedert.<sup>105</sup> Die im Rahmen eines Ratings maßgeblichen Bestimmungsfaktoren sind die Länder-, Branchen- und Unternehmensrisiken.

---

<sup>104</sup> Durch eine solche Signalgebung (Signaling), die beim Prinzipal Erwartungen bezüglich der Qualität der Vertragserfüllung hervorrufen soll, wird der Informationsstand des Prinzipals vor Eingehen der Vertragsbeziehung vom Agent freiwillig angehoben. Siehe hierzu erstmals Akerlof, Lemons, S. 488 ff.; Paul, Finanzmarketing, S. 398; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 522; Richter/Furubotn, Institutionenökonomik, S. 273 f. Ratings können daher bei Vorliegen eines positiven Ratingurteils als Marketinginstrument eingesetzt werden, um externen Adressaten die eigene Bonität zu kommunizieren, insbesondere Eigentümern, Lieferanten, der Belegschaft, Behörden und der Öffentlichkeit.

<sup>105</sup> Vgl. Berblinger, Rating, S. 21 ff.

Abbildung 3 stellt den analytischen Bezugsrahmen eines Ratings dar, aus der der Zusammenhang zwischen Länder-, Branchen- und Unternehmensrating hervorgeht.

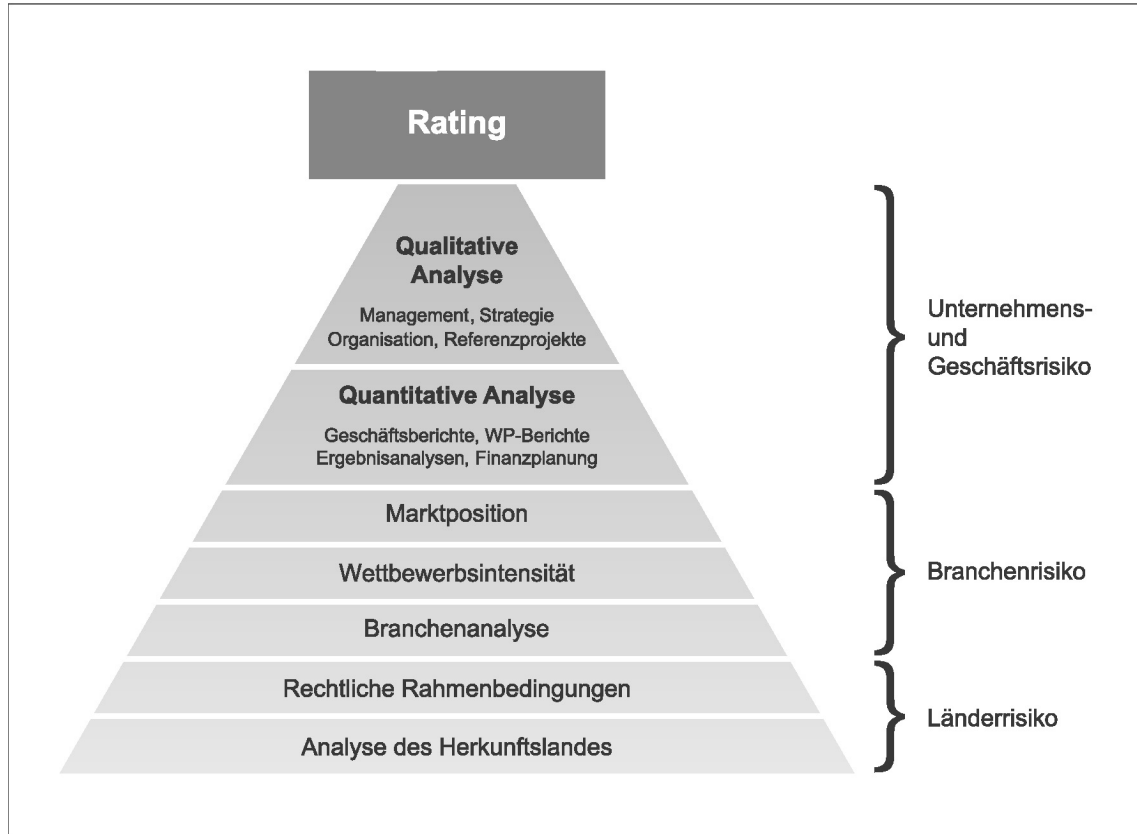


Abbildung 3: Analytischer Rahmen eines Ratings<sup>106</sup>

Es ist dabei zu beachten, dass die Ergebnisse der unteren Stufe die Obergrenze der nächsten Stufe beeinflussen. Das Rating des Herkunftslandes und das der jeweiligen Branche geben der weiteren Bestimmung des Unternehmensratings einen engen Spielraum vor.<sup>107</sup>

#### 2.2.3.2 Länderrisiko

Die Länderanalyse ist der Ausgangspunkt der Ratinganalyse. Die Bewertung des jeweiligen Herkunftslandes stellt i. d. R. die Obergrenze für das Rating des einzelnen Unternehmens dar. Damit werden das politische Risiko, wie bei-

<sup>106</sup> In Anlehnung an Berblinger, Rating, S. 64.

<sup>107</sup> Vgl. Berblinger, Rating, S. 64 ff.; Wambach/Rödl, Rating, S. 161 f.

spielsweise Verstaatlichungen und Instabilitäten, sowie vor allem das Transfer- und Konvertibilitätsrisiko berücksichtigt.<sup>108</sup>

Auch wenn andere Faktoren für die bessere Bewertung einer Unternehmung sprechen, so gilt dennoch der Grundsatz, dass das Rating einer Unternehmung durch das Länderrating, das so genannte „Sovereign Ceiling“, beschränkt wird.<sup>109</sup> Die so ermittelte Obergrenze stellt damit die Höchstgrenze für das Gesamtrating dar. Möglichkeiten für solche Unternehmen, ein besseres Rating zu erhalten, bestehen darin, entweder eine neue, finanziell gut ausgestattete und rechtlich eigenständige Tochtergesellschaft außerhalb des Herkunftslandes zu gründen oder Sicherheiten zu stellen, die nicht mit dem Risiko des Herkunftslandes zusammenhängen.

### 2.2.3.3 Branchenrisiko

Nächster Schritt ist die Analyse der gesamten Branche, innerhalb der ein Unternehmen tätig ist. Dies ist notwendig, da eine isolierte Untersuchung des Unternehmens unvollständige Ergebnisse hervorbrächte.<sup>110</sup>

Die Stellung des Unternehmens auf dem Markt im Vergleich zu seinen Wettbewerbern ist ein wichtiges Beurteilungskriterium und wird durch die zunehmende Globalisierung ein immer umfangreicheres Untersuchungsobjekt. Hierbei müssen die Analysten weitreichende Kenntnisse über Daten, Strategien und das Management der Branche besitzen. Zur besseren Einschätzung des Risikos werden in diesem Bereich Spezialisten zur Beurteilung der jeweiligen Branche eingesetzt. Die wichtigsten Einflussfaktoren zur Beurteilung des Branchenrisikos sind:

- Konjunkturabhängigkeit der Branche;

---

<sup>108</sup> Der Transfer bzw. Währungsumtausch der Zahlungen eines Schuldners an einen ausländischen Gläubiger unterliegt der Hoheitsgewalt seines Herkunfts- bzw. Sitzlandes und kann somit durch staatliche Stellen beschränkt werden. Daher kann durch das so entstehende Transfer- bzw. Konvertierungsrisiko das Rating eines Unternehmens nicht besser ausfallen als das seines Herkunftslandes. Vgl. Achleitner, Investment Banking, S. 550 f.

<sup>109</sup> „The country rating acts in virtually all cases as a ‚sovereign ceiling‘ or cap on ratings of foreign currency denominated securities of any entity that falls under the political control of particular sovereign. In other words, in a country with an Aa2 sovereign ceiling, foreign currency issues of a top-quality corporate issuer would be rated Aa2, even if the issuer’s domestic-currency bonds are rated Aaa.“ Moody’s Investor Services, Credit Ratings, S. 158; Leffers, Rating, S. 358; Lehner, Rating, S. 369.

<sup>110</sup> Vgl. Garrn, Rating, S. 280; Berblinger, Rating, S. 65.

- Wachstumsmöglichkeiten;
- Marktzugangsbeschränkungen;
- Technologischer Entwicklungsstand;
- Wirtschaftspolitische Interventionsmöglichkeiten des Staates.

Durch diese Faktoren werden die Situation und die Zukunftsperspektive eines Unternehmens wesentlich beeinflusst.

#### 2.2.3.4 Unternehmensrisiko

Aufbauend auf dem Länder- und Unternehmensrating wird das Unternehmensrisiko analysiert. Das Unternehmensrisiko ist durch die individuelle Analyse des jeweiligen Unternehmens bestimmt.<sup>111</sup> Die Unternehmensanalyse bildet die Endstufe der Bonitätsbeurteilung und lässt sich in zwei Bereiche unterteilen:

- Quantitative Analyse: Hierbei werden quantitative, d. h. zahlenmäßig darstellbare Faktoren analysiert. Hauptsächlich sind dies betriebswirtschaftliche Kennzahlen, die aus öffentlich zugänglichen Quellen, wie dem Jahresabschluss des Unternehmens, stammen und Aussagen z. B. über die Kapitalstruktur bzw. den Verschuldungsgrad, die Bilanzsumme, den Umsatz und das Jahresergebnis, die Selbstfinanzierungskraft (Cash-flow), sowie die Gesamtkapital- und Eigenkapitalrentabilität eines Unternehmens erlauben. Quantifizierbar sind aber beispielsweise auch Daten zur Beschaffungs- und Absatzsituation und zur Marktstellung des Unternehmens.
- Qualitative Analyse: Hierbei werden qualitative, d. h. zahlenmäßig nicht oder nur unzureichend darstellbare Faktoren analysiert. Die Bewertung basiert praktisch ausschließlich auf unternehmensinternen Informationen, z. B. aus den Bereichen Management, Unternehmensplanung sowie betriebliche Aufbau- bzw. Ablauforganisation. Der Aussagewert einer Analyse wird durch die

---

<sup>111</sup> Latente Unternehmensrisiken weisen immer wieder darauf hin, dass die Unternehmensführung, insbesondere mittelständischer Betriebe, nicht immer hinreichend für die Risiken der Geschäftstätigkeit sensibilisiert ist. Das in großen Teilen 1998 verpflichtend in Kraft getretene Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) fordert von den Vorständen, sich umfassend über die Risiken der Unternehmung zu informieren und ein Risikomanagementsystem einzuführen. Ein Rating kann genutzt werden, um Risiken zu prüfen und um sie über ein Bewertungsraster einzuordnen. Vgl. Wambach/Rödl, Rating, S. 71; Garm, Rating, S. 270.

Verwendung qualitativer Faktoren gegenüber einer rein quantitativen Analyse wesentlich erhöht. In der Praxis werden die wesentlichen Bereiche zur Ermittlung des Unternehmensrisikos meist sowohl durch quantitative als auch durch qualitative Faktoren bestimmt. Zu nennen sind insbesondere:

- Wettbewerbliche und betriebswirtschaftliche Risiken (z. B. relativer Marktanteil, Grad der Diversifizierung, Umsatz, Kosten- und Ergebnissituation, Absatz- und Beschaffungssituation);
- Finanzwirtschaftliche Risiken, dargestellt anhand der finanziellen Flexibilität des Unternehmens;
- Unternehmensstruktur und rechtliche Risiken, z. B. Rechtsbeziehungen innerhalb eines Konzerns;
- Managementqualität. Obwohl dieser Faktor schwer quantifizierbar ist, ist die Managementqualität ein Schlüsselement zur Beurteilung eines Unternehmens. Die Stabilität eines Unternehmens und somit auch seine Klassifizierung im Rahmen eines Ratings ist stark abhängig von der Leistungsfähigkeit und Flexibilität der Führungsebene. Beurteilungsschwerpunkte sind dabei
  - strategische und operative Planung;
  - Erfahrungen des Managements bei der Bewältigung von Problemsituationen;
  - Nachfolgeregelungen;
  - Kontrollmechanismen.
- Eine effiziente Corporate Governance.<sup>112</sup> Eine effiziente und intakte Überwachung der Führungsgremien und Kontrollorgane eines Unternehmens ist entscheidend für den Unternehmenserfolg. Daher hat die eine gut funktio-

---

<sup>112</sup> Vgl. Bassen, Corporate Governance, S. 6. Die Insolvenz Philipp Holzmanns und die Schieflage der Bankgesellschaft Berlin haben deutlich gemacht, dass das Thema Corporate Governance auch oder gerade für die deutsche Immobilienwirtschaft von großer Relevanz ist. Die Initiative Corporate Governance der Deutschen Immobilienwirtschaft e.V. hat sich zum Ziel gesetzt, die Corporate Governance deutscher Immobilienunternehmen zu verbessern. Sie setzt sich schwerpunktmäßig mit der Vermeidung von Interessenskonflikten bei der Arbeit von Vorständen und Aufsichtsräten sowie mit der fachlichen Qualifikation der Mitglieder beider Führungsgremien auseinander. Insbesondere werden verhaltensethische Fragen und Fragen der Immobilienbewertung beleuchtet. Zur Bedeutung der Corporate Governance für die Immobilienbranche siehe Schulte, Corporate Governance, S. 41.

nierende Corporate Governance positive Auswirkungen auf das Ratingergebnis und vice versa.<sup>113</sup>

## 2.2.4 Externe Ratings

### 2.2.4.1 Begriffsabgrenzung

Bei Bonitätseinschätzungen durch Ratingagenturen handelt es sich um unabhängige Ratings. Ratingagenturen sind von ihren Auftraggebern unabhängige Institutionen, die unternehmensinterne Informationen zur Verfügung gestellt bekommen, um daraus ein umfassendes Urteil über die Zukunftsfähigkeit und die finanzielle Lage eines Unternehmens abzuleiten.<sup>114</sup> Externe Ratings haben eine hohe Fungibilität.<sup>115</sup> Sie können veröffentlicht werden, wenn das beurteilte Unternehmen dies wünscht. Sehr gute und gute Ratings eignen sich daher als Finanzmarketing- bzw. Investor Relations-Instrument, mit dem der Rating-Emittent gegenüber seinen Stakeholdern<sup>116</sup> ein gutes finanzielles Standing kommunizieren kann.<sup>117</sup> Externe Ratings sind allerdings mit erheblichen Kosten für ein Unternehmen verbunden, und sie werden vor allem für die Aufnahme von Eigen- und Fremdkapital am Kapitalmarkt durchgeführt.<sup>118</sup>

In den USA ist der Markt für externe Ratings bereits stark ausgeprägt und es besteht aufgrund des weit entwickelten Kapitalmarktes eine funktionierende Ratingkultur. Im Gegensatz dazu sind in der Bundesrepublik nur sehr wenige Unternehmen extern geratet.<sup>119</sup>

Das vor allem im Anleihenbereich bekannte Rating wird durch unabhängige Ratingagenturen durchgeführt. Moody's Investors Service, Fitch und Standard

---

<sup>113</sup> Vgl. Interview mit Dr. Oliver Everling.

<sup>114</sup> Vgl. Behrenwald, Rating, S. 291 ff.

<sup>115</sup> Vgl. Claussen/Klein, Transparenz, S. 12 f.

<sup>116</sup> Die Umwelt des Unternehmens ist zum einen dadurch gekennzeichnet, dass sie sich aus verschiedenen Gruppen zusammensetzt, mit deren Ansprüchen und Erwartungen sich das Unternehmen auseinanderzusetzen hat. Diese werden deshalb oft als „Stakeholder“ bzw. Anspruchsgruppen bezeichnet. Eingeschlossen werden alle Gruppen und Organisationen, die mit dem Unternehmen direkt oder auch nur indirekt, gegenwärtig oder zukünftig in irgendeiner Beziehung stehen. Vgl. Thommen/Achleitner, Betriebswirtschaftslehre, S. 46.

<sup>117</sup> Vgl. Heinke, Bonitätsrisiko, S. 202.

<sup>118</sup> Vgl. Berblinger, Rating, 44. Wambach/Rödl, Rating, S. 93.

<sup>119</sup> Vgl. Natusch, Ratingkultur, S. 410.



& Poor's sind die international führenden Ratingagenturen, deren Ratings von Investoren als Qualitätsurteil anerkannt werden.<sup>120</sup> Dementsprechend werden sie von der Securities and Exchange Commission (SEC) als Nationally Recognized Statistical Rating Organizations (NRSRO) geführt.<sup>121</sup>

Beim externen Rating wird das untersuchte Unternehmen nicht nur zu einem bestimmten Zeitpunkt betrachtet, sondern es wird auch die zukünftige Entwicklung analysiert. Die Ratingagentur untersucht dabei, ob das Unternehmen während seines zukünftigen Lebenszyklus zu jeder Zeit in der Lage ist, seine Verbindlichkeiten zu bedienen.

Die unterschiedlichen Ratings erhalten verschiedene Ratingsymbole, die abhängig von der Ratingagentur in der Regel von „AAA“ bis „C“ bzw. „D“ reichen. „AAA“ steht hierbei für höchste Qualität und geringstes Ausfallrisiko und „C“/„D“ entsprechend für geringste Qualität und höchstes Ausfallrisiko<sup>122</sup> oder Zahlungsverzug<sup>123</sup>. Diese Ratingklassen werden dann nochmals durch das Hinzufügen von Zahlen bzw. Plus- oder Minus-Zeichen in Unterkategorien unterteilt. Die Ratingagenturen unterteilen sämtliche Ratings außerdem in den Investment Bereich, der synonym auch „Investment Grade“ genannt wird, und in den spekulativen Bereich, der auch als „Speculative Grade“ bzw. „Non-Investment Grade“<sup>124</sup> bezeichnet wird.<sup>125</sup>

Tabelle 1 zeigt die verschiedenen Ratingklassen der Agenturen Standard & Poor's, Moody's Investors Service und Fitch. Der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht folgt in seinen Veröffentlichungen bei Ratingsymbolen exemplarisch der Notation von Standard & Poor's.<sup>126</sup>

---

<sup>120</sup> Vgl. Everling, Ratingagenturen, S. 5.

<sup>121</sup> Vgl. Achleitner, Investment Banking, S. 550.

<sup>122</sup> Vgl. Wambach/Rödl, Rating, S. 59.

<sup>123</sup> Vgl. von Ranke, Basel II, S. 48.

<sup>124</sup> Eine ebenfalls geläufige Bezeichnung für Finanztitel im spekulativen Bereich ist „High-Yield“. Vgl. Achleitner, Investment Banking, S. 525.

<sup>125</sup> Vgl. Wambach/Rödl, Rating, S. 59.

<sup>126</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 8.

	S&P	Moody's	Fitch	Risikokategorie
Investment Grade	AAA	Aaa	AAA	höchste Bonität, geringstes Ausfallrisiko
	AA+ AA AA-	Aa1 Aa2 Aa3-	AA+ AA AA-	hohe Bonität, kaum höheres Risiko
	A+ A A-	A1 A2 A3	A+ A A-	überdurchschnittliche Bonität, etwas höheres Risiko
	BBB+ BBB BBB-	Baa1 Baa2 Baa3	BBB+ BBB BBB-	mittlere Bonität, stärkere Anfälligkeit bei negativen Entwicklungen im Unternehmensumfeld
Speculative Grade	BB+ BB BB-	Ba1 Ba2 Ba3-	BB+ BB BB-	spekulativ, Zins- und Tilgungszahlungen bei negativen Entwicklungen gefährdet
	B+ B B-	B1 B2 B3	B+ B B-	geringe Bonität, relativ hohes Ausfallrisiko
	CCC+ CCC CCC- CC C	Caa1 Caa2 Caa3 Ca C	CCC+ CCC CCC- CC C	geringste Bonität, höchstes Ausfallrisiko, in akuter Gefahr eines Zahlungsverzuges, bei Moody's auch bereits im Zahlungsverzug
	SD oder D - -	- - -	DDD DD D	Schuldner bereits in Zahlungsverzug oder Konkurs, bei Fitch IBCA mit unterschiedlichen Erwartungen für die Rückzahlungsquoten (100-90%, 90-50%, unter 50%)

Tabelle 1: Rating-Notationen<sup>127</sup>

Das externe Rating hat gegenüber dem bankinternen Rating den Vorteil, dass durch die Möglichkeit der Veröffentlichung die Bonität eines Unternehmens transparent nach außen kommuniziert werden kann. Dadurch kann die eigene Position z. B. gegenüber Eigentümern, Kunden, Lieferanten oder Behörden verbessert werden. Für Kreditinstitute kann ein Agentur-Rating als Unterstützung in der Kreditwürdigkeitsprüfung dienen.<sup>128</sup>

Gerade für mittelständische Unternehmen ist ein externes Rating häufig nicht wirtschaftlich sinnvoll.<sup>129</sup> Tabelle 2 zeigt auf dem deutschen Markt agierende Ratingagenturen.<sup>130</sup>

<sup>127</sup> In Anlehnung an Achleitner, Investment Banking, S. 550; Füsler/Gleißner, Rating, S. 16; von Ranke, Basel II, S. 48.

<sup>128</sup> Vgl. Stur, Ratings, S. 402 ff.

<sup>129</sup> Vgl. Füsler/Gleißner, Rating, S. 15.

<sup>130</sup> In den vergangenen Jahren sind neben den international agierenden großen Agenturen auch Ratingagenturen entstanden, die sich primär auf mittelständische Kunden konzentrieren.

Ratingagentur	Kosten in € p. a.	Gründungsjahr
Creditreform Rating AG	ca. 5.200 - 20.000	2000
Euler Hermes Rating GmbH	ab 20.000	2001
Fitch Deutschland GmbH	ca. 50.000	1999
GDUR AG Mittelstandsrating AG	ca. 6.000 - 35.000	2000
Moody's Deutschland GmbH	ca. 70.000	1991
RS Rating Services AG	ca. 9.000 - 30.000	1999
Standard & Poor's Deutschland	ca. 65.000	1992
URA AG	ab ca. 18.000	1998

*Tabelle 2: Kosten externer Ratings*<sup>131</sup>

In Abhängigkeit von der Unternehmensgröße und vom analytischen Aufwand kostet ein Erstrating zwischen 5.200 und 70.000 €. <sup>132</sup> Erst ab einer kritischen Unternehmensgröße und Finanzierungskapazität ist ein externes Rating daher sinnvoll. <sup>133</sup> Ein externes Rating kann von Unternehmen in vielerlei Hinsicht genutzt werden:

Eine unabhängige, um Objektivität bemühte Analyse durch externe Branchenspezialisten ist zunächst ein wichtiger Punkt, mit dem eine Beratung einhergeht. Viele Unternehmen nutzen diese Möglichkeit zur Feststellung eigener Stärken und Schwächen, um daraus Verbesserungsmaßnahmen abzuleiten.

Zudem begünstigen Ratings Unternehmen bei der Aufnahme von Fremdmitteln. Als klassische Form sind sie Grundvoraussetzung für die Emission von verbrieften Fremdmitteln. Sie können auch genutzt werden, um die eigene Position bei der Diskussion mit Banken über deren bankinterne Ratings zu verbessern. Diese Beeinflussung bankinterner Ratings kann Zugang und Preis der Kreditaufnahme mitbestimmen. Ferner können geratete Unternehmen von einer Erweiterung des Kreises der Hausbanken, bzw. von einem Bankenwechsel profitieren.

#### 2.2.4.2 Korrelation zwischen Ratings und Kapitalkosten

Agentur-Ratings stiften für alle Teilnehmer am Kapitalmarkt einen hohen Nutzen. Vor dem Hintergrund einer Vielzahl von Investitionsalternativen in verschiedenen Branchen, Ländern und den verschiedenen Wertpapierarten ist

<sup>131</sup> In Anlehnung an Wambach/Rödl, Rating, S. 94 ff.

<sup>132</sup> Vgl. Knobloch, Immobilien-Banking, S. 56, Del Mestre, Rating, S. 59.

<sup>133</sup> Vgl. Stur, Ratings, S. 403.

selbst ein sehr gut ausgebildeter und informierter Investor kaum in der Lage, alle Optionen analytisch zu durchdringen. Die vorgestellten Ratingkategorien sind für Investoren gut verständlich und einfach zu nutzen. Sie ermöglichen einen schnellen Vergleich der Bonitätsrisiken mehrerer zur Entscheidung stehender Investitionsalternativen. Dabei werden Ratings als Indikatoren zur Ermittlung von Renditezuschlägen auf Wertpapier- bzw. Anleiheemissionen eingesetzt. Die Zuschläge sind eine Kompensation für erwartete Ausfallrisiken dieser Papiere. Im Markt lassen sich diese Risikoprämien in Abhängigkeit vom Rating beobachten. Hierbei werden Renditeunterschiede zwischen einer weitgehend risikofreien Bezugsgröße, wie beispielsweise US-Staatsanleihen, und den übrigen Anleihen berechnet. Je schlechter das Ratingergebnis ausfällt, desto höher ist der Risikoaufschlag in Basispunkten.<sup>134</sup> Dementsprechend verlangen Investoren höhere Renditen als Kompensation für die eingegangenen Bonitätsrisiken.<sup>135</sup> Es besteht eine negative Korrelation zwischen Ratingklasse und Risikoaufschlägen. Gemäß dem klassischen Risiko-Rendite-Zielkonflikt<sup>136</sup> erhöht sich der Risikoaufschlag mit abnehmendem Rating eines Titels. Abbildung 4 zeigt solche Renditeunterschiede beispielhaft für den amerikanischen Markt.

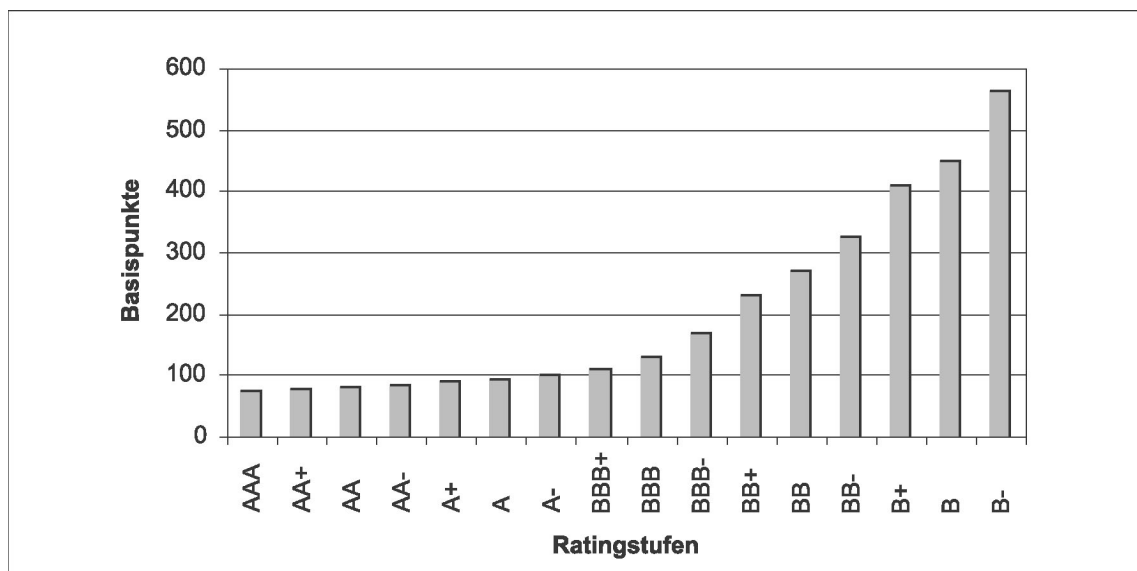


Abbildung 4: Risikoprämien nach Ratingstufen<sup>137</sup>

<sup>134</sup> Ein Basispunkt entspricht einem Hundertstel eines Prozentpunktes.

<sup>135</sup> Vgl. Berblinger, Rating, S. 45 ff.

<sup>136</sup> Vgl. Brealey/Myers, Corporate Finance, S. 187 ff.; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 504.

<sup>137</sup> In Anlehnung an Berblinger, Rating, S. 47.

Erkennbar ist, dass ein Zusammenhang zwischen dem Risiko und dem Anleihepreis besteht.

## 2.2.5 Bankinterne Ratings

### 2.2.5.1 Begriffsabgrenzung

Im Gegensatz zum externen Rating geht beim internen Rating die Initiative zur Beurteilung der Unternehmen vom Kreditinstitut aus.<sup>138</sup> Bankinterne Ratingssysteme stellen i. d. R. die Grundlage des Entscheidungsprozesses in der Kreditvergabe dar. Im Rahmen der Entwicklung unterschiedlicher Kreditkulturen in der Bankpraxis hat sich ein breites Spektrum unterschiedlicher bankinterner Ratingsysteme herausgebildet, die auf §18 KWG basieren. Das KWG knüpft eine Kreditgewährung über 250.000 € an die Offenlegung der wirtschaftlichen Verhältnisse des Kreditnehmers.<sup>139</sup> So schaffen sich die Kreditinstitute ein Bild über die rechtlichen, persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse eines Kreditnehmers, um daraus dessen Ausfallwahrscheinlichkeit abzuleiten.<sup>140</sup>

Im Unterschied zu externen Ratings liegt bei bankinternen Ratings kein expliziter Auftrag des kreditsuchenden Unternehmens vor.<sup>141</sup> Wie auch beim Rating durch Ratingagenturen sind intensive Informationsaktivitäten seitens des zu beurteilenden Unternehmens erforderlich. Während Ratingagenturen allerdings ihre Kosten durch die Gebührenzahlungen der Unternehmen decken, stellen die Banken die Kosten der Bonitätsprüfung nicht gesondert in Rechnung. Die Kosten der Bonitätsbeurteilung werden indirekt über die Kreditkonditionengestaltung berücksichtigt.<sup>142</sup>

---

<sup>138</sup> Ein Agentur-Rating ersetzt weder die Einzelkreditentscheidung noch die für jeden Einzelfall zu erstellende ausführliche Kreditvorlage einer Bank. Vgl. Doetsch, Rating, S. 34.

<sup>139</sup> Vgl. §18 Kreditwesengesetz; Rösler/Pohl, Kreditgeschäft, S. 434 ff. Mit der Offenlegungspflicht gemäß §18 KWG will der Gesetzgeber verhindern, dass die Kreditinstitute aus Wettbewerbsgründen auf den Bilanzeinblick verzichten und damit unvertretbare Kreditrisiken eingehen.

<sup>140</sup> In diesem Rahmen wird insbesondere von den großen Privatbanken seit Jahren eine auf der Rating-Methodik beruhende standardisierte Bonitätsbeurteilung vorgenommen. Zudem sind Kreditinstitute im Rahmen des Kredit-Monitorings verpflichtet, sich mindestens einmal jährlich die wirtschaftlichen Verhältnisse ihrer Kreditnehmer offen legen zu lassen.

<sup>141</sup> Vgl. Munsch/Weiß, Finanzdienstleistung, S. 34.

<sup>142</sup> Vgl. Müller, Rating, S. 330.

Von Banken und Ratingagenturen durchgeführte Ratings sind nicht gegensätzlicher Natur. Sie können sich vielmehr zum Nutzen von Unternehmen und Investoren ergänzen, wenn die internen Ratings einem gemeinsamen Standard folgen.<sup>143</sup> Ein wesentlicher Unterschied zwischen internen und externen Ratings besteht bezüglich des Zeitraums, für den eine Ratingeinstufung erfolgt. Bei internen Bankratings beläuft sich der Zeithorizont aufgrund der bereits erwähnten gesetzlichen Vorgaben i. d. R. auf ein Jahr („point-in-time“).<sup>144</sup> Obwohl bei externen Ratings ebenfalls eine jährliche Überprüfung in Form von Ratingupdates vorgesehen ist, besteht hier explizit die Zielsetzung, durch die relevanten Geschäftszyklen „hindurch zu raten“ („through the cycle“) um damit den Investoren eine langfristige Entscheidungsbasis zu liefern.<sup>145</sup>

#### 2.2.5.2 Korrelation zwischen Ratings und Kreditzins

Das Ratingergebnis aus Formel 1 repräsentiert die Standardrisikokosten eines Kredits, die als Risikoaufschlag in die Kalkulation des Kreditzinses eingehen. Abbildung 5 zeigt die Bestandteile und die Zusammensetzung des Kreditzinses.

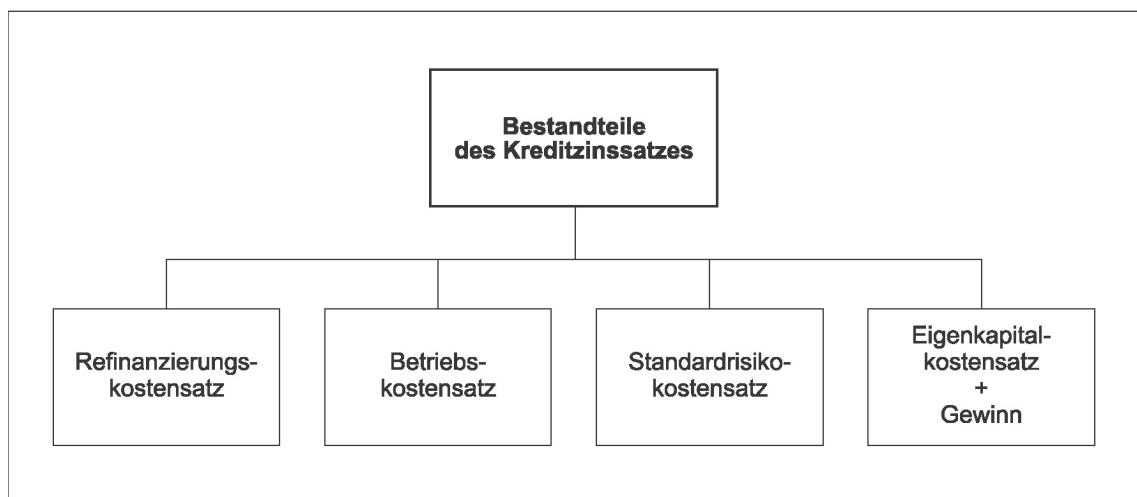


Abbildung 5: Bestandteile des Kreditzinssatzes<sup>146</sup>

<sup>143</sup> Vgl. Del Mestre, Rating-Leitfaden, S. 10.

<sup>144</sup> Auch der Baseler Ausschuss sieht in der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung grundsätzlich einen Einjahreszeitraum vor. Siehe hierzu Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 96.

<sup>145</sup> Vgl. Berblinger, Rating, S. 57.

<sup>146</sup> Vgl. Grunert/Kleff/Norden/Weber, Mittelstand, S. 1047.

Dieser setzt sich aus vier Komponenten zusammen: Refinanzierungskosten, Betriebskosten, Standardrisikokosten und Eigenkapitalkosten.<sup>147</sup> Durch die verlangten Konditionen versucht die Bank, diese vier Kostenblöcke abzudecken.

Die Refinanzierungskosten der Bank, die auch als Markteinstandszins bezeichnet werden, ergeben sich aus dem Zinssatz, zu dem die Bank sich Kapital einkaufen bzw. sich refinanzieren kann. Dieser ist abhängig vom Rating des Kreditinstituts und von der Zinsbindungslaufzeit bei normal verlaufender Zinsstrukturkurve.<sup>148</sup>

Die Betriebskosten enthalten sämtliche dem Kreditinstitut entstehenden Kosten, die in der Kreditbearbeitung und -verwaltung begründet sind.<sup>149</sup> Sie sind damit abhängig von der Effizienz der Bank. Die Standardrisikokosten bilden das von der Bank wahrgenommene Risiko eines Kreditengagements durch einen Risikoaufschlag auf den risikofreien Zins bzw. Refinanzierungskostensatz ab.

Die Eigenkapitalkosten basieren auf der gewünschten Eigenkapitalverzinsung der Eigenkapitalgeber des jeweiligen Kreditinstituts. In dieser Position werden Kosten an die Kreditnehmer weitergegeben, die im Rahmen der Eigenkapitalunterlegung von Krediten nach Grundsatz I entstehen.<sup>150</sup> Da das regulatorische Eigenkapital risikolos und niedrigverzinslich vorgehalten werden muss, entstehen einem Kreditinstitut Opportunitätskosten.<sup>151</sup> Zudem wird eine reine Gewinnmarge in den Zinssatz eingepreist.

Das Ratingergebnis beeinflusst folglich die zugrunde gelegten Kreditkosten in zweifacher Weise: Zum einen über die Kalkulation der Standardrisikokosten bzw. Risikoprämie und über die Eigenkapitalunterlegungserfordernisse. Im Zuge der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung kommt den Eigenkapital-

---

<sup>147</sup> Vgl. Hagen, Basel II, S. 44.

<sup>148</sup> Bei einer normal verlaufenden Zinsstrukturkurve nehmen die Zinsen mit ansteigender Laufzeit zu, d. h. die kurzfristigen Zinsen liegen unterhalb der langfristigen Zinsen. Zur Zinsstrukturkurve mit normalem, flachem und inversem Verlauf siehe Wöhe, Betriebswirtschaftslehre, S. 902; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 186. Siehe hierzu auch Abschnitt 4.3.

<sup>149</sup> Dies sind im Rahmen der Kreditsachbearbeitung die Kosten für die Kreditwürdigkeitsprüfung und Kreditüberwachung.

<sup>150</sup> Vgl. Bundesverband deutscher Banken, Mittelstandsfinanzierung, S. 16.

<sup>151</sup> Unter Opportunitätskosten versteht man den Nutzenentgang, der sich daraus ergibt, dass die höchstbewertete Alternative aus den zur Verfügung stehenden Handlungsmöglichkeiten nicht gewählt wurde bzw. nicht gewählt werden konnte. Siehe hierzu Thommen/Achleitner, Betriebswirtschaftslehre, S. 134; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 89.

unterlegungserfordernissen im Rahmen der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung eine besondere Rolle zu, worauf in Kapitel 3.2 detailliert eingegangen wird.<sup>152</sup> Eine Korrelation zwischen dem Ratingurteil und dem von der Bank verlangten Zinssatz geht aus diesem Sachverhalt hervor. Je schlechter ein Ratingurteil ausfällt, desto höher wird künftig der von einem Kreditinstitut verlangte Kreditzins sein und vice versa.

## 2.3 Projektentwicklung von Gewerbeimmobilien

### 2.3.1 Definitorische Grundlagen

#### 2.3.1.1 Begriff der Immobilien-Projektentwicklung

Hinsichtlich des Begriffs und der Funktion der Projektentwicklung bestehen in der Immobilienwirtschaft sehr unterschiedliche und teilweise unklare Vorstellungen.<sup>153</sup> „Der Begriff Immobilien-Projektentwicklung ist weder gesetzlich definiert, noch hat sich in der Praxis eine einheitliche Begriffsdefinition durchgesetzt.“<sup>154</sup>

Im deutschsprachigen Raum wird häufig die Definition von Diederichs verwendet, welche Projektentwicklung folgendermaßen beschreibt: „Durch Projektentwicklung sind die Faktoren Standort, Projektidee und Kapital so miteinander zu kombinieren, dass einzelwirtschaftlich wettbewerbsfähige, arbeitsplatzschaffende und -sichernde sowie gesamtwirtschaftlich, sozial- und umweltverträgliche Immobilienobjekte geschaffen und dauerhaft rentabel genutzt werden können.“<sup>155</sup> Grundsätzlich geht es um die Schaffung eines Wertes für den potenziellen Nutzer und Abnehmer der Projektentwicklung, der in allen Projektphasen im Mittelpunkt der Betrachtung steht. Dieser Wert kann durch die Neubebauung eines Grundstückes oder durch die Revitalisierung einer vorhande-

---

<sup>152</sup> Vgl. Stur, Ratings, S. 401; Nagel/Stadler, Rating, S. 19; Hagen/Holter, Auswirkungen, S. 53 ff.

<sup>153</sup> Vgl. Schulte, Bone-Winkel/Rottke, Grundlagen der Projektentwicklung, S. 32.

<sup>154</sup> Bone-Winkel, Projektentwicklung, S. 40; Schulte, Bone-Winkel/Rottke, Grundlagen der Projektentwicklung, S. 32.

<sup>155</sup> Diederichs, Grundlagen, S. 46. Diederichs differenziert zwischen der Projektentwicklung im engeren und im weiteren Sinne. Die Projektentwicklung im engeren Sinne umfasst die Phase vom Projektanstoß bis zur Entscheidung über das weitere Vorgehen im Rahmen der Konzeption. Die Betrachtung im weiteren Sinne berücksichtigt zudem noch die Planungs- und Bauphase, Nutzungsphase sowie ggf. die Umwidmungsphase einer Immobilie.



nen Fläche entstehen.<sup>156</sup> Bei der Immobilien-Projektentwicklung sind für Developer drei verschiedene Ausgangssituationen zu unterscheiden:

- Projektentwicklung zur Anlage von Kapital, bei noch zu beschaffendem Standort und zu entwickelnder Projektidee,
- Projektentwicklung zur Realisierung einer Projektidee oder eines konkreten Nutzerbedarfes für einen noch zu beschaffenden Standort oder
- Projektentwicklung bei gegebenem Standort mit zu entwickelnder Projektidee.

Damit stellen die Produktionsfaktoren „Projektidee, Standort und Kapital die notwendige Bedingung für eine Projektentwicklung dar.“<sup>157</sup> Der Faktor Projektidee reflektiert das Ergebnis der Markt-, Standort- und Wettbewerbskenntnis des Projektentwicklers, welches sich in dem entwickelten Nutzungs- bzw. Vermietungskonzept widerspiegelt.<sup>158</sup> Die geplante Nutzung stellt somit die Basis für eine erfolgreiche Projektentwicklung dar. Bei prozessualer Betrachtungsweise<sup>159</sup> der Projektentwicklung ist neben diesen Ausgangsgrößen noch der Faktor „Zeit“ zu berücksichtigen.<sup>160</sup> Nur bei optimaler Berücksichtigung dieses Faktors ist eine erfolgreiche Projektentwicklung zu realisieren. Der Faktor Zeit ist somit eine hinreichende Bedingung für eine erfolgreiche Projektentwicklung. Abbildung 6 verdeutlicht die Beziehungen zwischen den einzelnen Faktoren und zeigt, dass kein Faktor isoliert von den anderen betrachtet werden kann.

---

<sup>156</sup> Vgl. Bone-Winkel, Wertschöpfung, S. 429.

<sup>157</sup> Miles hat dieses Verständnis folgendermaßen umschrieben: „Land, labor, capital, management, and entrepreneurship are needed to transform an idea into reality.“ Vgl. Miles, Development, S. 4.

<sup>158</sup> Dieser Sichtweise der Projektentwicklung entspricht auch Malizias Verständnis des Projektentwicklers: „Developers may be viewed as the risk-taking entrepreneurs who combine land, labour and capital to plan, manage and market facilities which they believe will provide services demanded by space users.“ Malizia, Framework, S. 643.

<sup>159</sup> Zur prozessualen Betrachtungsweise der Projektentwicklung siehe Healey, Process, S. 36.

<sup>160</sup> Vgl. Phyrri/Cooper et al., Real Estate Investment, S. 4. Dieser Zusammenhang wird von Phyrri, Cooper et al. sehr anschaulich formuliert: „Real estate is space and money over time“. So werden aus „Raum-Zeit-Einheiten“ schließlich „Geld-Zeit-Einheiten“. Analog bestimmt Graaskamp Immobilien als „Space delineated by man, relative to a fixed geography, intended to contain an activity for a specific period of time“. Siehe dazu auch Graaskamp, Fundamentals, S. 620.

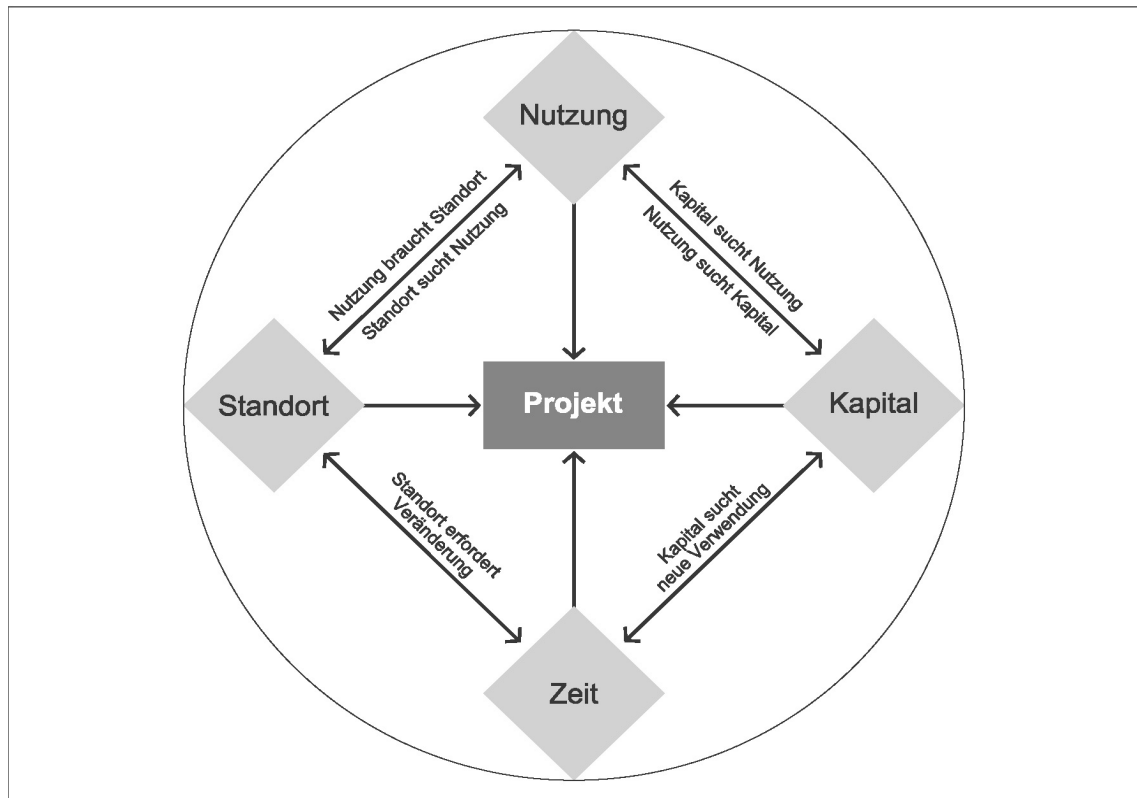


Abbildung 6: Ausgangssituationen der Projektentwicklung<sup>161</sup>

Die theoretische Herausforderung einer erfolgreichen Projektentwicklung besteht demnach darin, unter besonderer Berücksichtigung der Zeit die Kombination der drei Faktoren Standort, Idee und Kapital kreativ zu optimieren.<sup>162</sup> Das unternehmerische Ziel der Projektentwicklung ist es, durch die Bündelung der Immobilienmanagement-Aktivitäten und durch die Übernahme von Risiken Development-Gewinne aus der Verwertung des Projektes zu erzielen.<sup>163</sup> Der Projektentwicklungsprozess kann aufbauend auf einer unternehmerischen Strategie

<sup>161</sup> In Anlehnung an Diederichs, Grundlagen der Projektentwicklung, S. 46.

<sup>162</sup> Der Faktor „Zeit“ spiegelt sich in dieser Betrachtungsweise in den drei Dimensionen Immobilienmarktzyklus, projektspezifischer Entwicklungszyklus und Projektlebenszyklus wider. Vgl. Schulte/Bone-Winkel/Rottke, Grundlagen der Projektentwicklung, S. 51. Diese drei Ausprägungen der Zeit sind ebenfalls nicht isoliert voneinander zu betrachten, sondern erfordern eine Gesamtberücksichtigung. Das richtige „Timing“ entscheidet über Erfolg und Misserfolg einer Projektentwicklung. So ist der optimale Zeitpunkt des Markteinstiegs zum einen abhängig von der Marktsituation und vom Marktzyklus. Siehe hierzu Peiser/Schwanke, Development, S. 12; Downs, Cycles, S. 26.

<sup>163</sup> Der so genannte Trading Profit ist nicht als eine „Jahresverzinsung“ sondern vielmehr als „dimensionslose Größe“ bzw. Marge zu verstehen, die sich aus der Differenz zwischen dem geplanten Verkaufserlös und der Gesamtinvestitionssumme errechnet. Ein Trading Profit von ca. 15% stellt meist den Mindestgewinn bei spekulativen Immobilienprojekten dar, der in dieser Höhe i. d. R. nicht nur vom Entwickler, sondern auch von Eigen- und Fremdkapitalpartnern erwartet wird. Je nach Risikolage des Projektes kann hier jedoch deutlich nach oben oder unten abgewichen werden. Siehe hierzu Schulte, Rentabilitätsanalyse, S. 247 ff.; Schulte et al., Grundlagen, S. 39.

gie in die Phasen Projektinitiierung, Projektkonzeption, Projektkonkretisierung und Projektmanagement<sup>164</sup> gegliedert werden.<sup>165</sup>

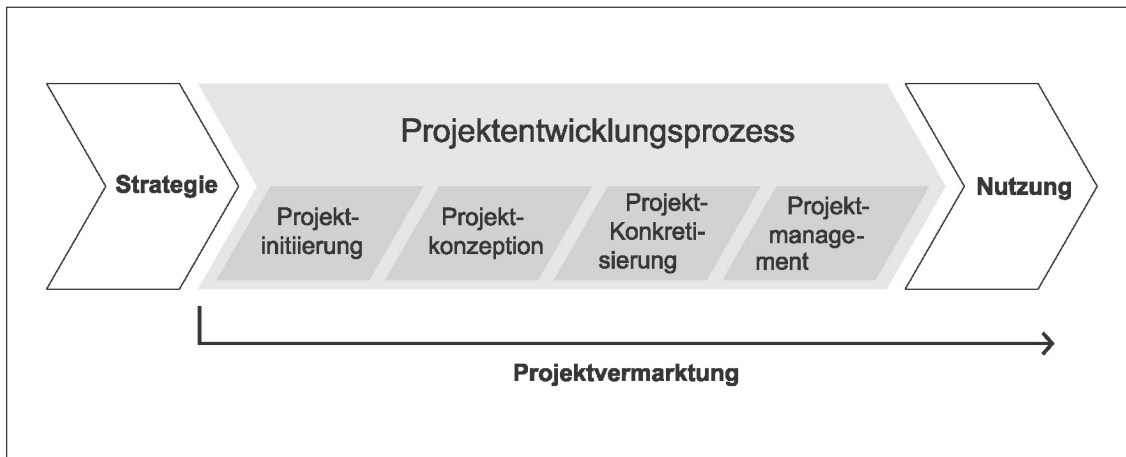


Abbildung 7: Phasenmodell der Projektentwicklung<sup>166</sup>

Die Nutzungsphase schließt sich an die Phase des Projektentwicklungsprozesses an, was aus Abbildung 7 hervorgeht.

Sowohl der Projektentwicklungsprozess als auch das Facilities Management werden dauerhaft von der Phase der Projektvermarktung begleitet, um damit zur Sicherung des Cash-flows der Immobilie beizutragen. Phasenmodelle sind gut dazu geeignet, die Komplexität und Dynamik des Projektentwicklungsprozesses zu erfassen.<sup>167</sup> Dabei durchlaufen Development-Projekte eine so genannte „Development Pipeline“ mit wechselnder Geschwindigkeit, abhängig von Standort, baulichen Faktoren und den Fähigkeiten und Zielen der Projektbeteiligten.<sup>168</sup> Die interdisziplinäre Zusammenarbeit vieler Akteure ist typisch für die Immobilien-Projektentwicklung. Die Aufgabe des Projektentwicklers besteht in der Konzeption, Steuerung und Koordination des Entwicklungsprozesses.<sup>169</sup>

<sup>164</sup> Nach der DIN 69901 versteht man unter Projektmanagement die Gesamtheit von Führungsaufgaben, -organisationen, -techniken und -mitteln für die Abwicklung eines Projektes. Das Projektmanagement umfasst dabei sowohl Projektleitungs- als auch Projektsteuerungsaufgaben. Siehe hierzu Schäfer/Conzen, Projektentwicklung, S. 3.

<sup>165</sup> Vgl. Isenhöfer, Strategisches Management, S. 36.

<sup>166</sup> Das vorliegende Modell baut auf dem Phasenmodell der School for Advanced Urban Studies der University of Bristol auf. Daraus entwickelte Bone-Winkel ein ursprünglich vierphasiges Modell, das durch die Einbeziehung der Projektvermarktung in jüngster Zeit zu einem fünfphasigen Modell verfeinert wurde. Siehe hierzu ausführlich Schulte/Bone-Winkel/Rottke, Grundlagen der Projektentwicklung, S. 41 ff.

<sup>167</sup> Vgl. Schulte/Bone-Winkel/Rottke, Grundlagen der Projektentwicklung, S. 39.

<sup>168</sup> Die mittlere Durchlaufzeit einer Projektentwicklung in Deutschland beträgt ca. drei bis fünf Jahre. Vgl. Schulte/Bone-Winkel/Rottke, Grundlagen der Projektentwicklung, S. 39.

<sup>169</sup> Vgl. Isenhöfer, Strategisches Management, S. 37 f.

Projektentwicklungsunternehmen<sup>170</sup> können durch Developer-Typ, Projektart und Aktionsradius nach drei Dimensionen klassifiziert werden, wobei die erste Dimension den Developer-Typ bezeichnet. Ein Projektentwicklungsunternehmen kann in der Regel den Kategorien Service-, Trader- oder Investor-Developer zugeordnet werden.

In der deutschen Projektentwicklungspraxis stellt der so genannte Service Developer noch eher die Ausnahme dar. Er erbringt eine reine Dienstleistung im Sinne der Entwicklung eines Projektkonzeptes bis zur Planungsreife bzw. Baufreigabe mit anschließendem Projekt-Management und ggf. Übernahme von Marketing, Vermietung und Verwertung.<sup>171</sup> Im Normalfall handeln Projektentwicklungsunternehmen in Deutschland als Trader-Developer, die eine Projektentwicklung von der Initiierung bis zur Fertigstellung auf eigene Rechnung mit dem Ziel der Realisierung eines Projektentwicklungsgewinns (Trading Profit) durch die Veräußerung an einen Endinvestor entwickeln.<sup>172</sup> Die vorliegende Arbeit konzentriert sich auf Trader-Developer bzw. auf Projektentwickler, die nach dem Bauträgermodell<sup>173</sup> als Bauherren auf eigenen Namen und auf eigene Rechnung die schlüsselfertige Errichtung von Immobilien auf einem eigenen bzw. für den Erwerb gesichteten Grundstück durchführen.<sup>174</sup>

Der Investor-Developer unterscheidet sich vom Trader Developer lediglich dadurch, dass sein Ziel nicht im Verkauf der Projektentwicklung besteht, sondern darin, das fertiggestellte Objekt in den eigenen Bestand zu übernehmen.

Die zweite Dimension bezeichnet den Aktionsradius von Projektentwicklungsunternehmen. Aufgrund limitierter personeller und finanzieller Ressourcen be-

---

<sup>170</sup> Als Projektentwicklungsunternehmen können solche Unternehmen bezeichnet werden, deren wesentliche Geschäftstätigkeit in der Entwicklung und Revitalisierung von Grundstücken und Gebäuden besteht. Vgl. Interview mit Stephan Bone-Winkel.

<sup>171</sup> Diese Form des Projektentwicklers ist in Deutschland aufgrund des fehlenden Leistungsbildes und der geringeren Markttransparenz noch wenig verbreitet. Vgl. Schulte/Bone-Winkel/Rottke, Grundlagen der Projektentwicklung, S. 62.

<sup>172</sup> Für die Projektentwicklung von Wohnimmobilien ist die Makler- und Bauträgerverordnung (MaBV) maßgeblich. Da in dieser Arbeit jedoch lediglich Gewerbeimmobilien betrachtet werden, wird auf die MaBV nicht eingegangen.

<sup>173</sup> Bei diesem Modell erwirbt der Initiator im eigenen Namen und auf eigene Rechnung ein Grundstück und plant bzw. beginnt das spekulative Bauvorhaben. Vgl. Rösler/Pohl, Kreditgeschäft, S. 277.

<sup>174</sup> Die meisten deutschen Projektentwickler sind Trader-Developer, die entweder verschiedene Projektarten oder eine bestimmte Projektart entwickeln und in der Regel regional oder national tätig sind. Siehe hierzu ausführlich Isenhöfer, Strategisches Management, S. 44 f.

schränkt sich der Aktionsradius der meisten Projektentwicklungsunternehmen auf die regionale Ebene. Mit zunehmender Unternehmensgröße geraten Projektentwicklungsunternehmen zunehmend in die Lage, ihre Leistungen auf nationaler Ebene anbieten zu können. International spielen nur wenige Projektentwicklungsunternehmen eine Rolle, weshalb sich diese Arbeit auf die relevante Gruppe regional und national agierender mittelständischer Projektentwicklungsunternehmen konzentriert.

Die dritte Dimension der Klassifizierung bezeichnet die Projektart. Hierbei basiert die Entscheidung des Projektentwicklungsunternehmens, sowohl Wohn-Gewerbe- als auch Spezialimmobilien anzubieten, oder sich auf eine Projektart zu fokussieren, in erster Linie auf der zugrunde gelegten Unternehmensstrategie und den vorhandenen Ressourcen und Kompetenzen.

Bezugnehmend auf diese drei Dimensionen der Klassifizierung von Projektentwicklungsunternehmen verdeutlicht Abbildung 8 den Fokus dieser Arbeit, in der die Projektentwicklung von Gewerbeimmobilien durch Trader Developer auf regionaler und nationaler Ebene untersucht wird.

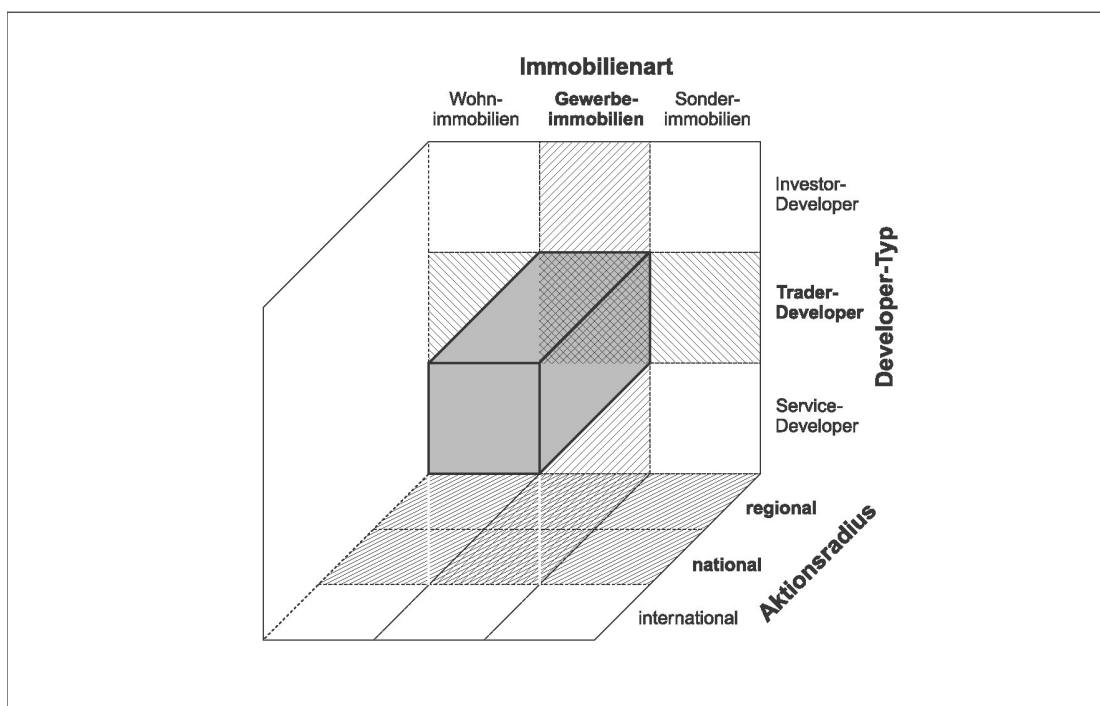


Abbildung 8: Klassifizierung von Projektentwicklungsunternehmen<sup>175</sup>

<sup>175</sup> In Anlehnung an Isenhöfer/Väth, Projektentwicklung, S. 161; Isenhöfer, Strategisches Management, S. 45.

### 2.3.1.2 Begriff der Gewerbeimmobilie

Um eine geeignete Definition für den Begriff „Gewerbeimmobilie“<sup>176</sup> zu schaffen, wird unter Berücksichtigung der Charakteristika der Gewerbeimmobilie als Wirtschaftsgut<sup>177</sup> deren wirtschaftlicher Nutzen betrachtet. Dieser resultiert nicht aus dem Vermögensgegenstand Immobilie selbst, sondern aus dem Zahlungsstrom, der über die wirtschaftliche Nutzungsdauer einer Immobilie aus deren entgeltlicher Überlassung generiert wird.<sup>178</sup>

Zunächst empfiehlt sich eine negative Abgrenzung zu Wohnimmobilien. Im deutschen Rechtskreis ist die Überlassung wohnwirtschaftlich genutzten Raumangebots aufgrund zivilrechtlicher Normen zum sozialen Mieterschutz<sup>179</sup> deutlich strenger reglementiert als für gewerbliche Mieträume.<sup>180</sup> Da unterschiedliche Freiheitsgrade in Vertragsbereichen quantifizierbare, wirtschaftliche Implikationen haben, ist diese negative Abgrenzung der „Gewerbeimmobilie“ zur „Wohnimmobilie“ sinnvoll.<sup>181</sup> Ob die Vermietung von Räumlichkeiten die Ausübung einer gewerblichen Tätigkeit darstellt oder nicht, ist dabei kein maßgebliches Kriterium für die Unterscheidung.<sup>182</sup>

Da unterschiedliche Branchen in der Regel verschiedene Mietpreiselastizitäten aufweisen, bietet sich eine Systematisierung der Gewerbeimmobilien in wirtschaftliche Nutzungsarten an, die in der Abbildung 9 dargestellt sind.<sup>183</sup> Grundsätzlich können vier Nutzergruppen unterschieden werden, die den durch Immobilien geschaffenen Raum für ihre gewerbliche Tätigkeit benötigen: Produzierendes Gewerbe, Dienstleistungsgewerbe, Handelsunternehmen sowie Organisationen ohne Erwerbscharakter.

---

<sup>176</sup> Für den Begriff „Gewerbeimmobilie“ wird im Rahmen dieser Arbeit auch der Begriff „gewerbliche Immobilie“ synonym verwendet.

<sup>177</sup> Siehe hierzu ausführlich Bone-Winkel, Projektentwicklung, S. 27; Schulte et al., Immobilienökonomie, S. 18.

<sup>178</sup> Vgl. Schulte et al., Immobilienökonomie, S. 17; Bone-Winkel, Projektentwicklung, S. 27.

<sup>179</sup> Bspw. ist die Miethöhe durch das Wohnraummietrecht gesetzlich reguliert.

<sup>180</sup> Vgl. Stellmann, Wohn- und Gewerberaummierte, S. 179.

<sup>181</sup> Zu Beurteilungskriterien von Gewerbeimmobilien siehe Falk, Gewerbe-Immobilien, S. 401 ff.

<sup>182</sup> Vgl. Ropeter, Gewerbeimmobilien, S. 70.

<sup>183</sup> Vgl. Sotelo, Projektentwickler, S. 708; S. 401 ff; Schmitz-Morkramer, Gewerbeimmobilien, S. 416.



Abbildung 9: Systematisierung von Gewerbeimmobilien<sup>184</sup>

Für jede dieser Nutzergruppen lassen sich nutzungsspezifische Immobilientypen feststellen, wobei die einzelnen Nutzergruppen jeweils noch feiner segmentiert werden können. Demnach ist beispielsweise die Gruppe der Dienstleistungsunternehmen weiterführend nach Branchenzugehörigkeit, Umsatzvolumen, Mitarbeiterzahl, etc. segmentierbar. Ergebnis dieser Betrachtung ist die Herausstellung von nutzergruppenspezifischen Anforderungen an ihre Immobilie und damit die Möglichkeit der Separierung verschiedener Immobilientypen. Neben der Spezialisierung einzelner Immobilientypen auf bestimmte Nutzergruppen<sup>185</sup> existieren allerdings auch Immobilientypen mit sektorenübergreifenden Nutzungen. Hier sind z. B. Gewerbeparks, die das produzierende- und das Dienstleistungsgewerbe vereinen, oder multifunktional genutzte Immobilien,<sup>186</sup> in denen etwa Einzelhandelsflächen mit Büroflächen sowie Wohnflächen kombiniert werden, zu nennen.

<sup>184</sup> Abbildung in Anlehnung an Schmitz-Morkramer, Gewerbeimmobilien, S. 416. Siehe hierzu auch die Übersicht bei Messner/Schreiber/Lyon/Ward, Marketing, S. 14 f.

<sup>185</sup> In diesem Zusammenhang kann auch von „monofunktionalen Immobilien“ gesprochen werden. Vgl. Kretschmer, Gewerbe-Immobilien, S. 233.

<sup>186</sup> Oftmals findet auch der Begriff „gemischt-genutzte Immobilie“ Verwendung. Dieser kennzeichnet jedoch in erster Linie die Kombination von Wohn- und Gewerbeflächen und ist nach §75 BewG dann zu verwenden, wenn weder der Wohnanteil noch der gewerbliche Anteil 80% der Jahresrohmiete der Immobilie übersteigt. Vgl. auch Laux/Ohl, Grundstücksinvestment, S. 37.

Abgesehen von dem genannten Merkmal können weitere Systematisierungsmerkmale als sekundäre Kriterien herangezogen werden. So etwa die Unterscheidung nach dem Entwicklungsstand der Immobilie, dem Alter, dem baulichen Zustand und der Objektgröße.<sup>187</sup>

### 2.3.2 Risiken im Projektentwicklungsprozess

Im Rahmen der Projektentwicklung von Gewerbeimmobilien sind zahlreiche Risiken zu berücksichtigen, die sich über den gesamten Projektentwicklungsprozess erstrecken.<sup>188</sup> Im Mittelpunkt steht die Tatsache, dass häufig kein oder nur wenig Eigenkapital durch den Initiator eingebracht wird und die Bonität der Projektentwicklungsunternehmen vielfach schwach ausgeprägt ist, so dass die objektbezogene Finanzierung dominiert.<sup>189</sup> Sieht man von Situationen ab, bei denen schon zu Beginn des Entwicklungsprozesses der Endnutzer oder Investor vertraglich feststeht, so zählt die Immobilien-Projektentwicklung zu einer der risikoreichsten unternehmerischen Aktivitäten.<sup>190</sup> Sie erfordert hohe Kapitalbeträge für die Erstellung von Produkten, die i. d. R. einen relativ kleinen Markt bedienen und die in Bezug auf Zeit und Raum fixiert sind.<sup>191</sup> Über die Nachfrage der zu erstellenden Immobilie besteht vor der Projektinitiierung große Unsicherheit, denn sie ist von zahlreichen exogenen Faktoren, wie bspw. von Nutzerpräferenzen, Immobilienzyklen und technologischem Wandel abhängig.<sup>192</sup>

Die Identifizierung von Risiken ist sowohl für das Projektentwicklungsunternehmen als auch für das finanzierende Kreditinstitut im Rahmen des Kreditratings entscheidend zur Abschätzung des jeweiligen unternehmerischen Risikos, das ggf. eingegangen wird. So sind die identifizierten Risiken maßgeb-

---

<sup>187</sup> Vgl. Bone-Winkel, Projektentwicklung, S. 34.

<sup>188</sup> Als Standard zur systematischen Identifizierung von Immobilienrisiken hat die Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung e.V. (gif) im September 2001 die Broschüre „Empfehlung zur Analyse von Immobilienrisiken“ herausgegeben. Es handelt sich dabei um einen Fragenkatalog zur Risikoidentifizierung, der aus dem Arbeitskreis Risikomanagement der gif e. V. hervorgegangen ist. Siehe hierzu Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung, Immobilienrisiken, S. 3.

<sup>189</sup> Vgl. Nahlik, Immobilien-Developments, S. 392; Coenen, Immobiliengeschäft, S. 116.

<sup>190</sup> Siehe hierzu Isenhöfer/Väth, Projektentwicklung, S. 175.

<sup>191</sup> Vgl. Isenhöfer, Strategisches Management, S. 92; Isenhöfer/Väth, Projektentwicklung, S. 175. Schulte/Bone-Winkel/Rottke, Grundlagen der Projektentwicklung, S. 49 ff.

<sup>192</sup> Vgl. Rottke/Wernecke, Exogene Einflüsse, S. 10.



lich für die Ableitung eines Kreditratings und determinieren damit die Kreditkonditionen bzw. die Fremdkapitalkosten (siehe Punkt 2.2.5.1).

Die Phasen einer Projektentwicklung zeichnen sich im Vergleich zur Nutznießung der Gewerbeimmobilie als Bestandsobjekt durch ein deutlich höheres Risikoniveau aus.<sup>193</sup> Im Verlauf des Projektentwicklungsprozesses treten verschiedene Risikoarten auf, die in Dauer und Intensität variieren.<sup>194</sup> In der Phase der Projektinitiierung unterliegen Projektentwicklungen grundsätzlich der Genehmigungserfordernis durch die zuständige Bauaufsichtsbehörde. Das Risiko für den Projektentwickler besteht dabei zum einen darin, dass ggf. die Baugenehmigung verweigert wird.<sup>195</sup> Zum anderen kann es durch Ermessens- und Entscheidungsspielräume der Bauaufsichtsbehörde sowie durch Einwände seitens der Nachbarn, betroffener Dritter oder durch die Denkmalschutzbehörde zu erheblichen Verzögerungen im Rahmen der Projektinitiierungsphase kommen. So können Auflagen und langwierige Genehmigungsverfahren die Wirtschaftlichkeit eines Projektes in Frage stellen.<sup>196</sup>

Das Genehmigungsrisiko ist eng mit dem Zeitrisko verknüpft. So zählt die Zeit zu den größten Risikofaktoren innerhalb des Projektentwicklungsprozesses. Die Überschreitung der geplanten Entwicklungsdauer und/oder Vermarktungsdauer resultiert wegen des bei den meisten Projekten hohen Fremdkapitalanteils in einer zusätzlichen Zinsbelastung, die den kalkulierten Gewinn des Projektentwicklers sehr schnell aufzehren kann.<sup>197</sup> Das Finanzierungsrisiko ist daher wesentlich mit dem Zeitrisko verbunden.

Aufgrund der i. d. R. knappen Eigenkapitalausstattung der Projektentwicklungsunternehmen ist die Durchführung von Projektentwicklungen an die Bereitstel-

---

<sup>193</sup> Vgl. Raum, Kreditrating, S. 10.

<sup>194</sup> In diesem Zusammenhang spielt die Tatsache, dass im Verlauf des Projektentwicklungsprozesses die Gewissheit über den wahrscheinlichen Erfolg oder Misserfolg zwar steigt, gleichzeitig aber die Manövrierfähigkeit sinkt, eine große Rolle. D. h. am Anfang des Prozesses besitzt der Projektentwickler bei maximaler Unsicherheit die maximale Manövrierfähigkeit, am Ende des Prozesses hingegen die maximale Sicherheit ohne die ggf. für die Anpassungen notwendige Manövrierfähigkeit. Siehe hierzu Byrne/Cadman, Risk, S. 5; Schulte/Bone-Winkel/Rottke, Grundlagen der Projektentwicklung, S. 50.

<sup>195</sup> Hierfür muss das Projekt öffentlich-rechtlichen Vorschriften entgegenstehen.

<sup>196</sup> Zu Risiken einer Baufinanzierung siehe ausführlich Lauer, Baufinanzierung, S. 63 ff.

<sup>197</sup> Dabei können die Gründe für Abweichungen von den zeitlichen Vorgaben sowohl interner Natur, etwa durch die mangelhafte Organisation des Projekt-Teams, als auch externer Natur sein, etwa durch langfristige Genehmigungsverfahren. Vgl. Miles et al., Development, S. 361; Schulte/Bone-Winkel/Rottke, Grundlagen der Projektentwicklung, S. 51.

lung erheblicher Fremdmittel geknüpft.<sup>198</sup> Mit dem hohen Fremdkapitalanteil an der Gesamtinvestitionssumme setzt sich der Projektentwickler einem außerhalb seines Einflusses liegenden Zinsänderungsrisikos aus.<sup>199</sup> Dies trifft insbesondere auf Vor- und Zwischenfinanzierungskredite mit variablem Zinssatz zu.<sup>200</sup> Im Fall von Baukostenüberschreitungen kommt dem Nachfinanzierungsrisiko eine große Bedeutung zu, da die auftretende Finanzierungslücke meist unbesichert durch teure Zwischenfinanzierungsdarlehen geschlossen werden muss. Der wesentlichste Aspekt des Finanzierungsrisikos ist allerdings die Tatsache, dass unabhängig vom Erfolg der Projektentwicklung der Kapitaldienst für das aufgenommene Fremdkapital zu zahlen ist,<sup>201</sup> so dass sich jede Verzögerung in der Projektrealisierung und der Projektvermarktung unter sonst gleichen Bedingungen negativ auf den Developergewinn auswirkt.<sup>202</sup> Denn insbesondere die Kostenrisiken, die unmittelbar mit einer Vielzahl anderer Risikofaktoren, wie z. B. den Fertigstellungsrisiken, zusammenhängen, steigen mit zunehmender Projektlänge bzw. -Verzögerung erheblich an und haben direkte Auswirkungen auf die Absatzchancen und auf die Rentabilität des Projekts.<sup>203</sup>

---

<sup>198</sup> Vgl. Völker, Rating, S. 5.

<sup>199</sup> In diesem Zusammenhang ist anzumerken, dass steigende Zinsen oft einen Niedergang der Werte von Immobilien zur Folge haben, so dass die Rentabilität des Projektes neben höheren Finanzierungskosten zusätzlich durch einen niedrigeren Verkaufswert belastet wird. Vgl. Sorenson, Projects, S. 8; Isenhöfer/Väth, Projektentwicklung, S. 178.

<sup>200</sup> Das Zinsänderungsrisiko kann durch den Einsatz derivativer Finanzinstrumente bzw. durch ein aktives Zinsmanagement reduziert werden. Siehe hierzu ausführlich Abschnitt 4.3. Vgl. Cameron/Holme/Rapoport, Interest, S. 57; Schulte/Bone-Winkel/Rottke, Grundlagen der Projektentwicklung, S. 53, Spitzkopf, Finanzierung, S. 280.

<sup>201</sup> Vgl. Whipple, Development, S. 113; Schulte/Bone-Winkel/Rottke, Grundlagen der Projektentwicklung, S. 53.

<sup>202</sup> Das Maß des Risikos wird an einer einfachen Rechnung deutlich. Wenn der durchschnittliche Gewinn des Projektentwicklers (Trading Profit) bei ca. 15% liegt, dann genügt dieser Ertrag in den meisten Fällen, um anderthalb bis zwei Jahre Leerstand zu finanzieren. Zieht man von dem Bruttoertrag die eigenen Kosten des Projektentwicklers und auch einen Eigenkapitalverzinsungsbetrag ab, dann dürfte lediglich eine Jahresmiete abzudecken sein. In der Praxis genügt dieser Deckungsbeitrag häufig nicht, um für alle Risiken aus der Projektentwicklung aufzukommen. Vgl. Schulte/Bone-Winkel/Rottke, Grundlagen der Projektentwicklung, S. 50; Isenhöfer, Strategisches Management, S. 122.

<sup>203</sup> So können bspw. Bauverzögerungen oder außerplanmäßige zusätzliche Baukosten eine Nachfinanzierung notwendig machen, die den laufenden Kapitaldienst erhöht und die Eigenkapitalrendite des Projektentwicklers schmälert. Vgl. Schulte/Bone-Winkel/Rottke, Grundlagen der Projektentwicklung, S. 34; Coenen, Immobiliengeschäft, S. 116.

### 2.3.3 Die Finanzierung von Projektentwicklungen

Das skizzierte Finanzierungsrisiko macht deutlich, dass der Finanzierung eines geplanten Immobilienprojektes eine besondere Bedeutung zukommt. Im Rahmen der Finanzierung eines Projektes sind der Finanzierungsbedarf, das Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital, die Finanzierungsbedingungen, sowie die Stellung von Sicherheiten zu klären.<sup>204</sup> Aufgrund des erheblichen Kapitalbedarfs zur Finanzierung von Bauprojekten ist ein Projektentwicklungsunternehmen i. d. R. bestrebt, wenig Eigenkapital einzusetzen.<sup>205</sup> Developer sind somit gezwungen, sorgsam mit dem Faktor Eigenkapital umzugehen. Der hohe Anteil an Fremdkapital wird i. d. R. durch Bankkredite und Käuferanzahlungen beschafft, wobei Bankkredite die wichtigste Finanzierungsquelle darstellen.<sup>206</sup>

#### 2.3.3.1 Klassische Finanzierung

Im Vergleich zur langfristigen Finanzierung einer bereits erstellten Gewerbeimmobilie geht der Kreditgeber bei der Finanzierung des Bauvorhabens einer Gewerbeimmobilie deutlich höhere Risiken ein, da das zu erstellende Objekt in der Regel noch nicht vermietet ist und/oder noch kein Endinvestor feststeht.<sup>207</sup> Zwar findet auch bei der Finanzierung eines Projektes eine grundpfandrechtliche Besicherung statt, allerdings ist bei einer Besicherung durch die zu entwickelnde Immobilie deren Werthaltigkeit aufgrund des ungewissen Entwicklungserfolges schwer bestimmbar.<sup>208</sup>

Entsprechend der Fristenkongruenz der Finanzierung ist bei der Baufinanzierung zwischen der Dauerfinanzierung und der Zwischenfinanzierung zu unterscheiden.<sup>209</sup>

Dauerfinanzierungsmittel werden einerseits in Form von erstrangig besicherten, langfristigen Darlehen zur Endfinanzierung entsprechend der Langfristigkeit des

---

<sup>204</sup> Vgl. Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 451 ff.

<sup>205</sup> Vgl. Follak, Immobilien-Projektfinanzierung, S. 100.

<sup>206</sup> Vgl. Nahlik, Immobilien-Developments, S. 391.

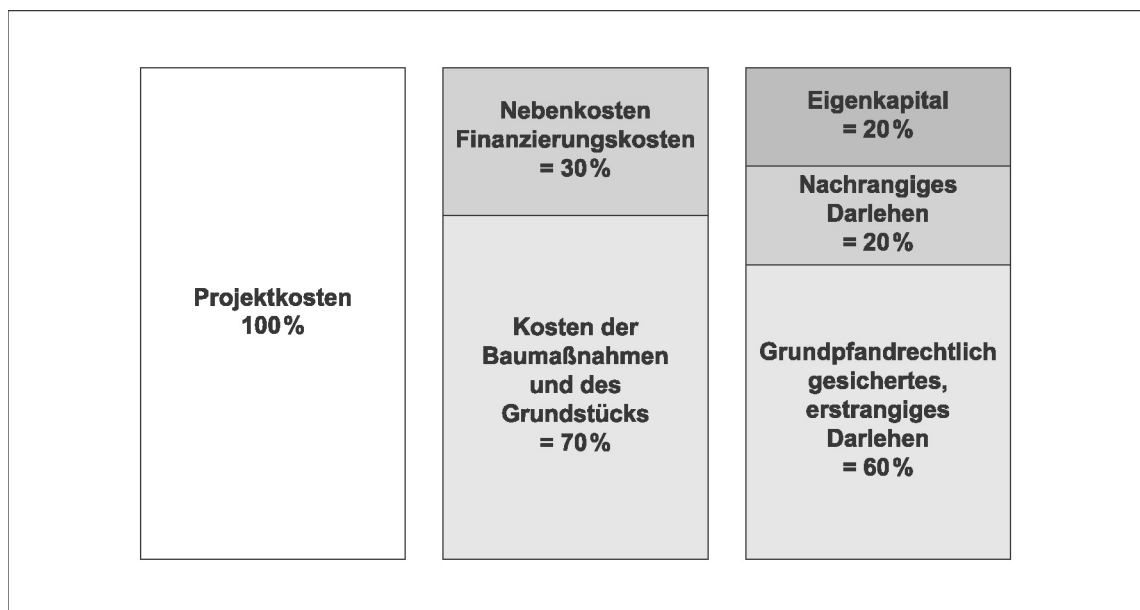
<sup>207</sup> Die Finanzierung von Objekten mit Fertigstellungs- und/oder Vermarktungsrisiken gilt dann als vertretbar, wenn die ordnungsgemäße Kreditrückführung entweder aus dem Abverkauf oder aus den laufenden Erträgen des fertig gestellten Projektes gewährleistet erscheint. Vgl. Paschedag, Darlehens- und Hypothekenfinanzierung, S. 71.

<sup>208</sup> Vgl. Kohler, Baukreditsicherungsrecht, S. 611 ff.

<sup>209</sup> Vgl. Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 452 ff.

Kapitalumschlags in der Immobiliennutzung eingesetzt. Andererseits bilden die kurzfristigen Bauzwischenkredite die wichtigste Finanzierungsquelle für Projektentwickler während der Zeit der Projektentwicklung.<sup>210</sup>

Da es hinsichtlich der Vermarktung der Projektentwicklung förderlich ist, die Endfinanzierung des Projektes auf die individuellen Verhältnisse des Erwerbers abzustellen, besteht seitens des Developers i. d. R. wenig Interesse, für das Gesamtobjekt bereits Dauerfinanzierungsmittel einzusetzen, welche später anteilmäßig von den Erwerbern übernommen werden müssen.<sup>211</sup> Developer sind daher zur Finanzierung ihrer Projekte im Wesentlichen auf Bauzwischenfinanzierungskredite fixiert, welche im Regelfall über erstrangige Grundschulden dinglich gesichert und im Zuge der Projektentwicklung gemäß Baufortschritt valutiert werden.<sup>212</sup> Typischerweise ist die traditionelle Finanzierung von Gewerbeimmobilien, wie in Abbildung 10 dargestellt, durch erst- und nachrangige Darlehen der Höhe nach auf etwa 70-75% der Projektkosten limitiert.



*Abbildung 10: Klassische Finanzierung einer Gewerbeimmobilie*<sup>213</sup>

Die Philosophie der „Finanzierung aus einer Hand“<sup>214</sup> führte in Deutschland dazu, dass fast alle Kreditinstitute sich so organisierten,<sup>215</sup> dass gewerblichen

<sup>210</sup> Vgl. Miles et al., Development, S. 72.

<sup>211</sup> Vgl. Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 452 f.; Nahlik, Immobilien-Developments, S. 391.

<sup>212</sup> Vgl. Miles et al., Development, S. 76.

<sup>213</sup> In Anlehnung an Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 460.

Kunden oftmals ein höherer Kreditrahmen finanziert wurde. Die Höhe der Finanzierung erreichte häufig ein Niveau von 90 Prozent der Gesamtinvestitionskosten bzw. 100 Prozent des Beleihungswertes bis hin zur Vollfinanzierung.

Der Umfang dieser Finanzierung hat für die Kreditgeber eine Abhängigkeit vom unternehmerischen Erfolg des Projektentwicklers und ein erhöhtes Risiko zur Folge, da eine positive Korrelation zwischen der Beleihungshöhe und der Ausfallwahrscheinlichkeit besteht.<sup>216</sup> Projektentwickler konnten hingegen durch diese Finanzierungssituation die Ausnutzung des positiven Leverage-Effektes maximieren.

Da das zu erstellende Objekt während der Bauphase keine Zahlungsströme generiert, werden die so genannten Zwischenfinanzierungsmittel, die entsprechend dem Baufortschritt sukzessive valutiert werden, regelmäßig endfällig gestellt. Die für den Developer anfallenden Zinsen auf die Zwischenfinanzierungskredite werden i. d. R. während der Bauzeit thesauriert. Die gesamte Rückführung erfolgt entweder durch eine anschließende Langfristfinanzierung oder durch den Verkaufserlös des Objekts.

Aufgrund der hohen Risiken einer Projektentwicklung für alle Beteiligten erfolgt die Finanzierung größerer Immobilienobjekte oftmals in Form einer Projektfinanzierung.<sup>217</sup> Diese zeichnet sich dadurch aus, dass sie sich nicht auf den Projektentwickler selbst bezieht, sondern auf eine rechtlich selbstständige Pro-

---

<sup>214</sup> Vgl. Doetsch, Strukturierte Immobilienfinanzierung, S. 59.

<sup>215</sup> Neben den für alle Kreditinstitute geltenden Regelungen des Kreditwesengesetzes (KWG) bilden speziell die im Hypothekendarlehenbankgesetz (HBG) aus dem Jahre 1899 kodifizierten Vorschriften den ordnungspolitischen Rahmen für die deutschen Hypothekendarlehenbanken. Gemäß §12 HBG sind die Geschäftstätigkeiten von Hypothekendarlehenbanken auf den erstrangig besicherten Teil einer Finanzierung beschränkt. Eine weitergehende Finanzierung erfolgt jedoch i. d. R. in der Weise, dass eine meist dem gleichen Konzern angehörende Geschäftsbank den nachrangigen Teil der Finanzierung abdeckt. In der Vergangenheit wurden deshalb in der Praxis Immobilienprojekte oft mit bis über 90 Prozent und in Ausnahmefällen auch mit mehr nachrangigem Fremdkapital finanziert. Vgl. Follak, Immobilien-Projektfinanzierung, S. 100.

<sup>216</sup> Der signifikante Zusammenhang zwischen dem Ausfallrisiko und der Beleihungshöhe wird durch eine empirische Studie des Zentralen Kreditausschusses (ZKA) aus dem Jahr 1999 bestätigt. Diese Studie basiert auf einer Totalerhebung aus den Jahren 1988 bis 1998 und deckt ca. 80% des deutschen Hypothekendarlehenmarktes ab. Vgl. Hagen/Holter, Auswirkungen, S. 53 ff.; Mönke, Ausfallrisiken, S. 8 f.; Vgl. Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 460.

<sup>217</sup> Vgl. Zoller/Kiesl, Structured Finance, S. 201.

jektentwicklungsgesellschaft, die eigens für das Projekt gegründet wird.<sup>218</sup> Zur Beurteilung der Kapitaldienstfähigkeit stehen nicht dingliche Sicherheiten oder die Bonität des Schuldners im Vordergrund, sondern die wirtschaftliche Konzeption und Tragfähigkeit des nach Fertigstellung erwarteten Cash-flows aus dem Objekt.<sup>219</sup> In Abgrenzung zu sonstigen Unternehmenskrediten liegt ein höheres Risiko bei der Finanzierung vor, da eine positive Korrelation zwischen der Kapitaldienstfähigkeit und dem Verwertungserlös im Falle des Ausfalls besteht, weil beide primär von den laufenden Einnahmen aus einer Immobilie abhängen.<sup>220</sup> Die Neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung sieht aus diesem Grund für derartige Kredite besondere Bestimmungen vor, die im Abschnitt 3.2 erläutert werden. Die Kreditwürdigkeitsprüfung kann sich bei einer Projektfinanzierung nicht ausschließlich auf vergangenheitsorientierte Bilanzgrößen oder Wertermittlungsgutachten beziehen, sondern fokussiert sich auf die wirtschaftliche Prosperität des Projekts. Hierzu werden die Cash-flows aus dem Projekt im Rahmen einer Investitionsrechnung prognostiziert. Mit Hilfe einer Sensitivitätsanalyse bzw. der Szenario-Technik kann ein genaueres Profil über das Risiko eines geplanten Kreditengagements als Entscheidungsgrundlage für die Gläubiger erstellt werden.<sup>221</sup>

Der häufigste Fall der Projektfinanzierung ist das so genannte „Limited recourse financing“. Hier hat der Kreditgeber eingeschränkte Rückgriffsmöglichkeiten auf den Projektentwickler, der im Gegensatz zum „Non recourse financing“<sup>222</sup> zusätzlich zum eingebrachten Eigenkapital in die Projektgesellschaft auf Basis von Fertigstellungsgarantien und/oder Bürgschaften in eine weitergehende Haf-

---

<sup>218</sup> Vgl. Follak, Immobilien-Projektfinanzierung, S. 100.

<sup>219</sup> Vgl. Tytko, Projektfinanzierungen, S. 152; Achleitner, Investment Banking, S. 439.

<sup>220</sup> Vgl. Schniewind, Projektfinanzierung, S. 311; Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 47. Auf diesen Aspekt wird in Abschnitt 3.2.2.3.5 ausführlich eingegangen.

<sup>221</sup> Dazu werden die kritischen Inputvariablen, d. h. solche, die einen erheblichen Einfluss auf die Kapitaldienstfähigkeit des Projektes haben, EDV-gestützt variiert. Typische, kritische Inputparameter sind beispielsweise die Miethöhe, die jährliche Mietsteigerung oder die Zinssätze. Anhand mehrerer hypothetischer Alternativrechnungen lassen sich somit Rückschlüsse auf die Fähigkeit des Projekts, Zins- und Tilgungsleistungen über die Finanzierungslaufzeit zu bedienen, ableiten. Vgl. Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 464 ff.; Follak, Immobilien-Projektfinanzierung, S. 100 ff.

<sup>222</sup> Risikoträger ist das zu finanzierende Objekt, d.h. die Immobilie haftet mit ihren Erträgen und ihrer Substanz. Eine unmittelbare Haftung einer Person oder Gesellschaft mit Eigenbonität wird ausgeschlossen. Vgl. Brueggemann/Fisher, Finance, S. 494; Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 468; Spitzkopf, Finanzierung, S. 266; Nahlik, Immobilien-Developments, S. 391 ff.

tung einbezogen wird. Die Einzigartigkeit der Projektentwicklungsvorhaben erfordert eine individuell angepasste Projektfinanzierungsstruktur, damit die Risiken auf diejenigen Projektbeteiligten verteilt werden, die sie von der Kompetenz her am besten handhaben können.<sup>223</sup>

Derzeit wird das Kreditgewerbe durch mehrere Entwicklungen auf nachhaltig-prägnante Weise getroffen. Insbesondere im Geschäftsbereich der Finanzierung von Immobilien-Projektentwicklungen zeichnet sich bei den immobilienfinanzierenden Kreditinstituten ein gravierender Bewusstseins- und Verhaltenswandel ab. Vor diesem Hintergrund wird künftig eine klassische Finanzierung in der oben skizzierten Art kaum noch möglich sein. Zurückzuführen ist dies im Einzelnen auf folgende Faktoren:

- Die Erkenntnis, dass in der Vergangenheit die Risiko- und Ertragsaufteilung zwischen Projektentwicklungsunternehmen und finanzierender Bank insbesondere bei der Finanzierung spekulativer Immobilienprojekte oft ungleich verteilt war. Während Projektentwickler bei erfolgreicher Realisierung ihres Projektes Projektentwicklungsgewinne in erheblicher Höhe realisieren konnten, haben die Kreditinstitute mit klassischen Margengeschäften (Refinanzierungszins<sup>224</sup> + Marge) relativ zum eingegangenen Risiko zu wenig verdient.<sup>225</sup>
- Die in den Vordergrund rückende Einzelprojektsicht im Rahmen von Non-Recourse Konstruktionen.<sup>226</sup>
- Strukturelle Änderungen in der deutschen Kreditwirtschaft, d. h. die aktuelle Ertragskrise und der resultierende Druck zu ertragreichen Geschäften und zur Vermeidung von unüberschaubaren Risiken.<sup>227</sup>
- Das zunehmende Shareholder-Value-Denken bzw. die wertorientierte Unternehmensführung der Banken.<sup>228</sup> Diese führt dazu, dass nicht mehr absolute

---

<sup>223</sup> Vgl. Tytko, Projektfinanzierungen, S. 159; Schröder/Hallmann, Investment Banking, S. 274.

<sup>224</sup> Als Referenzzinssatz wird für die Zwischenfinanzierungskredite in der Immobilien-Projektentwicklung i. d. R. auf den Euribor (Euro Interbank Offered Rate) auf 1, 2, 3, 6 oder 12 monatiger Basis zurückgegriffen.

<sup>225</sup> Vgl. Bone-Winkel, Oligopol, S. 5. Siehe hierzu auch Lauer, Baufinanzierung, S. 64.

<sup>226</sup> Beispielhaft können Public Private Partnerships angeführt werden, bei denen kommunale Partner ein starkes Interesse daran haben, ihr finanzielles Engagement auf das konkrete Joint-Venture Projekt zu beschränken.

<sup>227</sup> Vgl. Spitzkopf, Finanzierung, S. 259.

Steigerungen bei Umsatz und Jahresüberschuss (Volumengeschäft bei geringer Zinsmarge), sondern vielmehr die Steigerung der Verzinsung des Eigenkapitals im Vordergrund stehen.<sup>229</sup>

- Die Neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung, die eine risikoorientierte Unterlegung von Krediten mit haftendem Eigenkapital gemäß der Bonität der Kreditnehmer bzw. gemäß der Qualität der Immobilien-Projekte vorschreiben wird.<sup>230</sup>

Aufgrund dieser Entwicklung sehen sich Developer tendenziell steigenden Kapitalkosten und einer abnehmenden Bereitschaft der Banken zur Finanzierung ihrer Bauvorhaben gegenüber.<sup>231</sup> Diese Entwicklung führt zu einem Paradigmenwechsel von der klassischen Finanzierung zur Arrangierung und Strukturierung der Finanzierung von Immobilien-Projektentwicklungen.<sup>232</sup>

### 2.3.3.2 Strukturierte Finanzierung

#### 2.3.3.2.1 Basiskonzept der strukturierten Finanzierung

Als strukturierte Finanzierung wird die Finanzierung einer wirtschaftlich und juristisch selbständigen Einheit bezeichnet, bei der die Bedienung des eingesetzten Kapitals aus dem zukünftig zu erwirtschaftenden Cash-flow des zu finanzierenden Projektes erfolgt.<sup>233</sup> Die Hauptunterschiede zur klassischen Finanzierung sind die anteilige Übernahme von Projektrisiken durch die Kreditinstitute und eine dynamische, zukunftsorientierte Betrachtung der Kredit-Engagements.<sup>234</sup> Im Gegensatz zu der oben erläuterten Praxis der Finanzierung hoher Beleihungsausläufe, womit die Bank de facto unternehmerisches Risiko mitträgt, wird dies hier explizit übernommen. Im Gegenzug erhält die

---

<sup>228</sup> Siehe hierzu ausführlich Rappaport, Shareholder Value; Knobloch, Immobilien-Banking, S. 55 ff.; Achleitner, Investment Banking, S. 149.

<sup>229</sup> Vgl. Rösler/Pohl, Kreditgeschäft, S. 642 ff.; Siehe hierzu ausführlich Abschnitt 3.1.

<sup>230</sup> Siehe hierzu ausführlich Abschnitt 3.2.

<sup>231</sup> Vgl. Doswald, Basel II, S. 65 ff.; Bone-Winkel, Transparenz, S. 14; Schulte, Basel II, S. 53.

<sup>232</sup> Vgl. Doetsch, Finanzierung, S. 54; Doetsch, Strukturierte Immobilienfinanzierung, S. 62 ff.

<sup>233</sup> Vgl. Schulte/Schäfers, Grundlagen, S. 36; Westrup, Real Estate Investment Banking, S. 32 ff.

<sup>234</sup> Vgl. Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 464.



Bank umfangreiche Kontrollrechte und partizipiert am Projekterfolg (siehe Punkt 2.3.3.2.2).

Deutsche Projektentwicklungsunternehmen haben bisher zu nachrangigem Kapital und vermitteltem Eigenkapital kaum Zugang gefunden.<sup>235</sup> Durch die Strukturierung von Finanzierungen mit Mezzanine-Kapital und Private-Equity bzw. Beteiligungskapital kann das Chancen-Risiko-Profil einer klassischen Finanzierung neu gestaltet werden.<sup>236</sup> Dies kann über die Zerlegung eines Kredites in Schichten unterschiedlichen Risikogehalts geschehen. Hierbei erfolgt eine risikoabhängige Differenzierung des Preises einzelner Risikotranchen in Form des Kreditzinses für die einzelnen Tranchen einer Finanzierung auf der Grundlage des internen Ratings der Bank. Mit dem Aufbau bzw. der Arrangierung einer Gesamtfinanzierung inklusive angemessenem Nachrang- und Eigenkapital haben die Kreditinstitute die Möglichkeit, zu einer langfristig interessanten Rentabilität des Kreditgeschäfts zu gelangen.<sup>237</sup> Eine beherrschbare Risikosteuerung und ein effizientes Risikomanagement ist hierfür eine notwendige Voraussetzung.

Um zu einer sinnvollen Auswahl und Kombination moderner Finanzierungsinstrumente zu gelangen, findet zunächst eine umfangreiche Analyse des Investitions- und Finanzierungsvorhabens statt. Zu den wichtigsten Analyse-kennzahlen zählt dabei die Zinsdeckungsrelation (Interest Coverage Ratio bzw. ICR) sowie die Kapitaldienstrelation (Debt Service Coverage Ratio bzw. DSCR). Sie soll anzeigen, ob die Kapitaldienstfähigkeit der Immobilie bzw. des Portfolios gewährleistet ist.<sup>238</sup> Ermittelt wird die Zinsdeckungsrelation ICR aus dem Verhältnis der erwarteten Nettomieteinnahmen zu den kalkulierten Zinszahlungen. Die DSCR stellt das Verhältnis von Nettomieteinnahmen zum gesamten Kapitaldienst dar, was folgende Formel veranschaulicht:

$$DSCR_t = \frac{(Nettomieteinnahmen)_t}{(Kapitaldienst)_t} \quad (2)$$

<sup>235</sup> Vgl. Doetsch, Strukturierte Immobilienfinanzierung, S. 55.

<sup>236</sup> Vgl. Spitzkopf, Finanzierung, S. 274 ff.; Stinner, Immobilienfinanzierung, S. 18 f.

<sup>237</sup> Vgl. Follak, Immobilien-Projektfinanzierung, S. 100 ff.; Doetsch, Finanzierung, S. 54.

<sup>238</sup> Vgl. Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 466; Doetsch, Finanzierung, S. 56.

Mit Hilfe von Sensitivitäts- und Szenarioanalysen können die erwarteten Cash-Flows aus dem Projekt durch Variation der kritischen Einflussgrößen - wie z. B. der Miethöhe - in verschiedene Risikotranchen strukturiert werden, denen unterschiedliche Finanzierungstranchen entsprechen. Sie reichen von risikoarmen und damit zinsgünstigen Teilen (Senior Loan)<sup>239</sup> über risikobehaftetere Tranchen (Junior Loan)<sup>240</sup> bis hin zu solchen Finanzierungsabschnitten, die ohne Zweifel unternehmerisches Risiko darstellen und nur durch die Einbeziehung von Beteiligungskapital zu lösen sind.<sup>241</sup>

Für jede dieser Finanzierungstranchen wird ein Kreditinstitut künftig entsprechend differenzierte Preise kalkulieren und verlangen. Dabei sind die Finanzierungsschichten so zu strukturieren, dass die Finanzierungsrisiken auf tragbare Weise auf die Initiatoren sowie die Kapitalgeber aufgeteilt werden. Tragbar bedeutet, dass die eingesetzten Instrumente dem jeweiligen Risikoprofil der Financiers entsprechen.<sup>242</sup>

Neben den finanziellen Aspekten des Projektentwicklers und des Finanzierungsvorhabens werden künftig verstärkt auch qualitative Aspekte, wie die Beurteilung der Managementkompetenz und der bisherigen Führung von Projekten, mit in die Risikobeurteilung einfließen.<sup>243</sup> Die Schaffung weitgehender Transparenz gegenüber Banken und anderen Financiers ist künftig essenzielle Voraussetzung, insbesondere für die Finanzierung risikoreicherer Tranchen.<sup>244</sup>

Außerhalb der für ein Unternehmen bzw. für ein Projekt gegebenen Verschuldungskapazität für Fremdkapital (Debt-Service Capacity) können die Banken Finanzierungstranchen in Form von Mezzanine-Kapital zur Verfügung stel-

---

<sup>239</sup> Erstrangiger Kredit, der durch ein sehr hohes Polster beim DSCR zu einer sehr geringen Ausfallwahrscheinlichkeit führt. Der Senior Loan kann regelmäßig „non-recourse“ bzw. ohne die unmittelbare Haftung einer Person oder Gesellschaft dargestellt werden. Vgl. Doetsch, Finanzierung, S. 56.

<sup>240</sup> Nachrangiger Projektkredit mit aus Projektsicht erhöhtem Risiko. Grundsätzlich ist er noch innerhalb der Kapaldienstdeckung abgesichert. Die DSCR liegt etwa bei 1,0, was bedeutet, dass bei einem Ausfall kein Risikopolster besteht. Zusätzlich ist daher bei einem Junior Loan auf die so genannte „Sponsoren-Bonität“ abzustellen. Idealerweise handelt es sich hierbei bspw. um die auf den Junior Loan limitierte Garantie (Bürgschaft oder Patronatserklärung) einer mit einem Rating versehenen Konzernmuttergesellschaft des Projektentwicklers. Vgl. Doetsch, Finanzierung, S. 56.

<sup>241</sup> Vgl. Pitschke/Pauser, Strukturen, S. 20; Del Mestre, Internes Rating, S. 51; Doetsch, Strukturierte Immobilienfinanzierung, S. 63.

<sup>242</sup> Vgl. Doetsch, Strukturierte Immobilienfinanzierung, S. 57 ff.

<sup>243</sup> Vgl. Spitzkopf, Finanzierung, S. 279; von Weichs, Private Equity, S. 61.

<sup>244</sup> Vgl. Weikamp/Kammermeier, Prozessoptimierung, S. 20; Holzkämper, Kreditzinsen, S. B2.

len. Dabei handelt es sich um eine zusätzliche nachrangige Finanzierungstranche der finanzierenden Bank, so dass insgesamt bis ca. 90% der Gesamtinvestitionskosten finanziert werden können.<sup>245</sup> Die gebräuchlichste Erscheinungsform von Mezzanine-Kapital in der gewerblichen Immobilienfinanzierung ist die Ausreichung von solchen Nachrangdarlehen. Die Vergütung der Bank besteht üblicherweise aus zwei Komponenten:<sup>246</sup>

Erstens aus einem nominalen Zinsanteil, der in Form einer Marge z. B. über dem Referenzzinssatz Euribor oder auch als Festzinssatz vereinbart werden kann. Aufgrund des mit der Nachrangigkeit verbundenen höheren Risikos erwarten die Kapitalgeber einen deutlich höheren Zinssatz als bei normalen Fremdmitteln. Die Tilgung des Darlehens erfolgt in der Regel endfällig aus dem Verkaufserlös.

Zweitens aus einem Entgelt am Ende der Vertragslaufzeit.

Die Abbildung 11 zeigt exemplarisch eine solche strukturierte bzw. arrangierte Finanzierung:<sup>247</sup>

---

<sup>245</sup> Bei der Mezzanine Finanzierung handelt es sich um ein Finanzierungsinstrument, das die Finanzierungslücke zwischen Fremdkapital und Eigenkapital schließt. Es weist dabei sowohl Eigen- als auch Fremdkapitalcharakter auf. Die zur Verfügung gestellten Mittel sind nachrangig gegenüber dem Fremdkapital, aber vorrangig gegenüber dem echten Eigenkapital. Steuerlich gesehen wird das Mezzanine Kapital jedoch als Fremdkapital behandelt, d.h. die Zinsen sind voll abzugsfähig. Außerdem ist das bereitgestellte Kapital zeitlich kürzer befristet als das vorrangige Fremdkapital. Die Mezzanine Finanzierung wird gewählt, wenn ein Immobilienprojekt ausreichend viel Cash-flow generiert, um die Forderungen der Kapitalgeber zu bedienen und wenn keine weiteren traditionellen Kredite erhältlich sind. Dem erhöhten Risiko einer nachrangigen Position entsprechend, muss die Rendite der Mezzanine-Kapitalgeber relativ hoch sein. Die Rendite besteht hierbei meist aus den zwei Komponenten: den Zinseinkünften und der Partizipation am Projektgewinn. Vgl. Follak, Immobilien-Projektfinanzierung, S. 100 ff.; Schäfer/Conzen, Projektentwicklung, S. 107; Spitzkopf, Finanzierung, S. 264. Siehe hierzu Punkt 4.2.5.

<sup>246</sup> Vgl. Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 461; Spitzkopf, Finanzierung, S. 264; Follak, Immobilien-Projektfinanzierung, S. 100.

<sup>247</sup> Weitergehende Ausführungen zu Mezzanine-Kapital und zur Strukturierung von Finanzierungen befinden sich in Abschnitt 4.2.

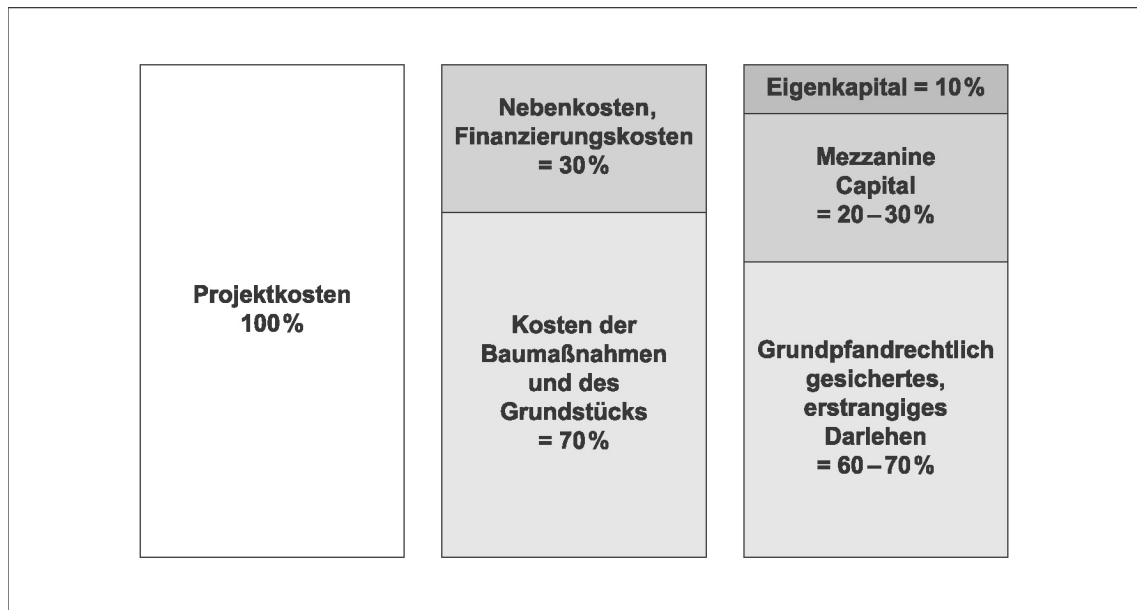


Abbildung 11: Mögliche Bausteine einer strukturierten Finanzierung<sup>248</sup>

#### 2.3.3.2.2 Partizipation am Projekterfolg

Beim klassischen Mezzanine-Kapital wird als Preis für den Kapitalgeber regelmäßig neben dem Zins ein so genannter „Equity-Kicker“ bzw. eine Risikoprovision vereinbart.<sup>249</sup> Es handelt sich hierbei um eine zusätzlich zur Marge fällige Provisionszahlung. Dabei erhält der Mezzanine-Gläubiger einen Risiko-Sonderzins („Zins-Kicker“), eine Gewinnbeteiligung oder die Option, eine direkte Beteiligung an dem zu finanzierenden Projekt zu vorher festgelegten Konditionen zu übernehmen („Equity-Kicker“).<sup>250</sup> Bei einer Projektentwicklung bietet sich als Entgelt für den Mezzanine-Gläubiger ein Anteil am Veräußerungsgewinn des Immobilien-Projektes an. Aus den wichtigsten Parametern einer Projektentwicklung ermittelt das Kreditinstitut die effektive Verzinsung bzw. Rendite.<sup>251</sup> Die Höhe der Provisionszahlung richtet sich nach einem als „base-case“ definierten Ausgangsszenario der Projektentwicklung. Sie variiert in ihrer Höhe je nach Eintreffen bestimmter Ereignisse, die über vertraglich vereinbarte Verpflichtungen bzw. Covenants vordefiniert werden.<sup>252</sup>

<sup>248</sup> In Anlehnung an Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 461; Spitzkopf, Finanzierung, S. 264.

<sup>249</sup> Vgl. Doetsch, Finanzierung, S. 59.

<sup>250</sup> Vgl. Holzkämper, Finanzierungsalternative, S. 21.

<sup>251</sup> Vgl. Follak, Immobilien-Projektfinanzierung, S. 100; Westrup, Real Estate Investment Banking, S. 34.

<sup>252</sup> Vgl. Schröder/Hallmann, Investment Banking, S. 271.

### 2.3.3.2.3 Covenants

Wie in jedem Kreditverhältnis werden auch bei der Arrangierung einer Finanzierung in der Beziehung zwischen Kreditnehmer und bspw. Mezzaninekapitalgeber Einzelheiten in diversen Verträgen geregelt.<sup>253</sup> Covenants sind dabei Vertragsbedingungen, die im Zusammenhang mit einer Finanzierungszusage stehen.<sup>254</sup> Durch solche vertraglich fixierten Auflagen werden Kreditnehmer von der Bank zur Erreichung bestimmter immobilien- und bilanzbezogener Kennzahlen verpflichtet.<sup>255</sup> Bei Nichteinhaltung der Covenants haben die Kapitalgeber abgestufte Reaktionsalternativen. Die Auswahl reicht von umfassenden Auskunftsrechten über die Möglichkeit zu vorher definierten Auswirkungen auf das operative Geschäft, z. B. über die Forderung eines Eigenkapitalnachsusses oder der Abschluss von Zinssicherungsinstrumenten. Auch der Zinssatz bzw. die Finanzierungskosten können im Zeitablauf variabel an das Erreichen bestimmter Deckungsrelationen geknüpft werden.<sup>256</sup>

Die Covenants bestehen nicht nur aus Verpflichtungen des Kreditnehmers, sondern gewähren ihm auch Vorteile, sofern sich das Projekt positiver entwickelt. In diesem Fall können frei werdende Teile des Cash-flows an den Kreditnehmer ausgeschüttet werden. Bei Wertsteigerungen der Immobilie oder des Portfolios können Teile des im Projekt gebundenen Eigenkapitals an den Kreditnehmer zurückfließen. Wenn vorzeitig ein bestimmter Vermietungs- oder Verkaufsstand erreicht ist, besteht die Möglichkeit der Reduzierung der Kreditmarge.

Der konsequente Einstieg in die Gesamtfinanzierung inklusive der Beschaffung von Mezzanine- und angemessenem Eigenkapital hat das Potenzial, die Kundenorientierung und auch die Ertragsmöglichkeiten der Kreditinstitute nachhaltig zu verbessern.<sup>257</sup> Voraussetzung dafür ist eine beherrschbare Risiko-Steuerung durch ein wertorientiertes und in die Zukunft gerichtetes Rating. Sie

---

<sup>253</sup> Allen Covenants ist gemein, dass sie dem Kreditnehmer eine Art Rahmen bzw. „Korsett“ geben, in dem er sich bewegen kann (und sollte). Verlässt der Kreditnehmer - meist unfreiwillig - diesen Rahmen, so kann dies zu vorab bestimmten Reaktionsmöglichkeiten des Kreditgebers führen. Vgl. Pitschke/Pauser, Strukturen, S. 20; Warnholtz, Mezzanine-Finanzierung, S. 298 ff.

<sup>254</sup> Vgl. Holzkämper, Finanzierungsalternative, S. 11.

<sup>255</sup> Vgl. Westrup, Real Estate Investment Banking, S. 33.

<sup>256</sup> Vgl. Fahrholz, Formen, S. 276 f.; Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 465 f.

<sup>257</sup> Vgl. Doetsch, Finanzierung, S. 56 ff.

verhilft dem Kunden zu einer interessanten Gesamtfinanzierung und der Bank zu einer langfristig interessanten Rentabilität des Kreditengagements.<sup>258</sup>

### 2.3.4 Rating von Projektentwicklungen

#### 2.3.4.1 Besonderheiten beim Rating von Projektentwicklungsunternehmen

Das Rating von gewerblichen Immobilienengagements stellt sich komplexer dar als das in Abschnitt 2.2 erläuterte Rating bzw. die Bonitätsbeurteilung von Unternehmen. Im Unterschied zum klassischen Firmenkundengeschäft, bei dem die Bonität des Kreditnehmers im Vordergrund steht, basiert das Immobilien-Kreditrating auf der Betrachtung der Immobilie als Hauptrisikoträger, da hier der Cash-flow primär aus einem bestimmten Objekt und nicht von einem Unternehmen generiert wird.<sup>259</sup> Eine rein finanzielle Bonitätsbeurteilung auf der Basis der Jahresabschlussinformationen eines Projektentwicklungsunternehmens reicht daher und aufgrund zahlreicher Imponderabilien<sup>260</sup> in der Immobilien-Projektentwicklung nicht aus.<sup>261</sup> Das Objektrisiko korreliert hier eng mit dem Bonitätsrisiko des Schuldners. Eine unerwartete Verschlechterung der Bedingungen auf dem Immobilienmarkt wirkt sich über das Vermietungs- und Absatzrisiko auf die Liquidität und möglicherweise auch Solvenz des Kreditnehmers aus. Die Kapitaldienstfähigkeit ist also in doppelter Hinsicht gefährdet.<sup>262</sup>

Insbesondere im Projektentwicklungsgeschäft kommt es aufgrund dieser spezifischen Risiken auf zahlreiche qualitative Faktoren, wie etwa die Qualität des Managements, detaillierte Marktkennntnis und Wissen, Referenzobjekte (Track

---

<sup>258</sup> Vgl. Pitschke/Kreuter, Win-Win-Situation, S. 14.

<sup>259</sup> In der Vergangenheit haben zahlreiche Immobilienfinanzierer bereits neben dem Firmen- oder Bonitätsrating auch ein Objektrating erstellt. Bei den Instituten, die mit einem solchen Rating gearbeitet haben, nimmt regelmäßig das Objektrating gegenüber dem Bonitätsrating die dominierende Rolle ein. Dies entspricht der Erfahrung, dass bei Immobilienfinanzierungen der Hauptrisikoträger die bestehende oder zu errichtende Immobilie ist. Siehe hierzu Nahlik, Immobilien-Developments, S. 391 ff.; Doetsch, Rating, S. 36; Lehner, Rating, S. 366; Coenen, Immobiliengeschäft, S. 116.

<sup>260</sup> Vgl. Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 451 ff.; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 525.

<sup>261</sup> Vgl. Holzkämper/Kausemann, Bauwirtschaft, S. 30.

<sup>262</sup> Vgl. Coenen, Immobiliengeschäft, S. 117.

Record) und auf die partnerschaftlichen Netzwerke mit anderen Projektentwicklungsakteuren an.<sup>263</sup>

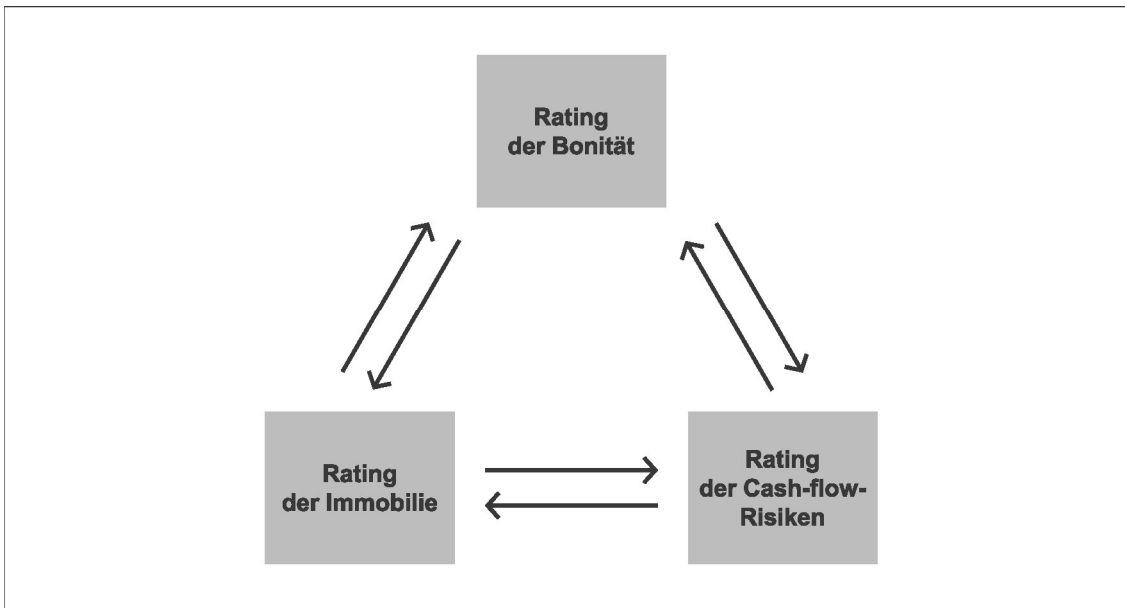


Abbildung 12: Rating von gewerblichen Immobilienfinanzierungen<sup>264</sup>

Der Umfang und die Modalitäten bei der Kreditvergabe in der Projektentwicklung hängen von vielfältigen unternehmens- und insbesondere immobilienbezogenen Merkmalen ab. Aussagen über zukünftige Erträge aus Immobilien lassen sich aus drei unterschiedlichen Eigenschaftsebenen gewinnen, die zunächst unabhängig voneinander untersucht und anschließend vernetzt betrachtet werden (vgl. Abbildung 12):<sup>265</sup>

- Rating der Bonität des Projektentwicklungsunternehmens;
- Rating der Immobilie;
- Rating der Cash-flow-Risiken.

<sup>263</sup> Vgl. Bone-Winkel, Wertschöpfung, S. 447.

<sup>264</sup> Eigene Darstellung.

<sup>265</sup> Die Vernetzung bzw. Aggregation der Ratingebenen „...sollte vorzugsweise durch Standards erfolgen, die Kreditnehmer und Kreditgeber gemeinsam entwickeln und im Rating nachweisen bzw. überprüfen. Soweit derzeitig erkennbar, geschieht dies jedoch nicht. Es ist vielmehr zu befürchten, dass jedes Kreditinstitut und jeder Projektentwickler - wenn überhaupt - eigene Standards entwickeln. Zu denken wäre demgegenüber an einen „Kanon“ oder eine Norm, vielleicht sogar eine DIN-Norm, die Grundlage des Ratings sein könnte.“ Kyrein, Ratingstandards, S. 44.

#### 2.3.4.2 Rating der Bonität von Projektentwicklungsunternehmen

Eine Bonitätsanalyse umfasst neben der rein quantitativen Analyse von Jahresabschlüssen und Planungen immer auch qualitative Komponenten.<sup>266</sup> Zu letzteren gehört insbesondere die Analyse der Branche. Projektentwicklungsunternehmen weisen gerade in diesem Analysefeld eine Reihe von Faktoren auf, die unter Bonitätsgesichtspunkten tendenziell negativ zu beurteilen sind. Der weitgehend gesättigte Markt und branchenimmanente Restriktionen haben dazu geführt, dass die Projektentwicklerbranche in der Bundesrepublik seit Jahren durch hohe Insolvenzquoten geprägt ist, die weit über dem Durchschnitt z. B. derer des verarbeitenden Gewerbes liegen.<sup>267</sup> Neben dem entsprechend hohen Branchenrisiko<sup>268</sup> der Projektentwicklungsunternehmen bestehen spezifische Besonderheiten, die eine aussagekräftige Bonitätsbeurteilung von Projektentwicklungsunternehmen erschweren. Die Jahresabschlüsse geben im Regelfall nur einen sehr begrenzten Einblick in die tatsächliche Vermögens-, Ertrags- und Finanzlage, so dass die traditionelle Kennzahlenanalyse zu Fehlschlüssen führen kann.<sup>269</sup>

Das Grundproblem einer fundierten Beurteilung der Vermögens- und Ertragslage von Projektentwicklungsunternehmen resultiert daraus, dass diese keinen konstanten Einkommensstrom generieren, sondern dass vielmehr volatile Ergebnissituationen vorliegen. Zudem weisen Projektentwicklungsunternehmen meist inhomogene Unternehmensstrukturen auf. Liegt eine unterschiedliche Haftungsbasis z. B. durch die Gründung einer Projektgesellschaft vor (fallweise mit Haftungseinbindung der Projektentwicklungs-Obergesellschaft, fallweise mit Haftungseinbindung der Privatinitiatoren) erschwert dies die maschinelle Auswertbarkeit von Unternehmenszahlen und Erstellung von Referenzwerten. Zu-

---

<sup>266</sup> Siehe hierzu Abschnitt 2.2.3.

<sup>267</sup> Vgl. Holzkämper/Kausemann, Bauwirtschaft, S. 30; Vornholz/Berhorst, Perspektiven, S. 219.

<sup>268</sup> Siehe hierzu Punkt 2.2.3.3. I. d. R. verfügen Kreditinstitute nicht über ausreichende Datenmengen bzw. Zeitreihen über Insolvenzen von Bau- und Projektentwicklungsunternehmen, um daraus zuverlässig Ausfallwahrscheinlichkeiten ableiten zu können. Die Institute werden daher mit Unsicherheiten in der Bestimmung branchenspezifischer Ratingfaktoren konfrontiert. Demgemäß wird weitgehend die Branchenzugehörigkeit als solche als Kriterium berücksichtigt, womit eine eventuell schlechte Brancheneinstufung jedes Unternehmen dieser Branche pauschal trifft. Vgl. Holzkämper/Kausemann, Bauwirtschaft, S. 30.

<sup>269</sup> Hinsichtlich des Geschäftsmodells eines Projektentwicklungsunternehmens ist bei einer Bonitätsbetrachtung zu klären, ob das Unternehmen auch Bauaufträge abwickelt oder ob dies sogar den Schwerpunkt des Unternehmensgegenstandes bildet (Bauunternehmen).



dem erstreckt sich die Bauwerkserstellung, dem Anlagenbau vergleichbar, häufig über mehrere Abrechnungsperioden, so dass die unfertige Bauleistung zum Bilanzstichtag zu bewerten ist. Die Position „Nicht abgerechnete Bauten“, die im Umlaufvermögen unter „Vorräte“ ausgewiesen wird, kann je nach Sparte und Auftragsstruktur 20 bis 50 Prozent der Bilanzsumme betragen.<sup>270</sup> Dies wirkt sich maßgeblich auf die Kennzahlen aus, die sich auf das Umlaufvermögen beziehungsweise auf die Bilanzsumme beziehen. Die mit der mehrperiodigen Leistungserstellung einhergehende große Bedeutung der unfertigen Bauleistungen, das zyklische Geschäft und über die Rechnungslegungsstichtage hinausgehende Baumaßnahmen, deren Aufwendungen nicht vollständig aktivierbar sind, führen zu erheblichen Volatilitäten in den Bilanzen, die deshalb oftmals kein tatsächliches Bild der wirtschaftlichen und finanziellen Verhältnisse eines Projektentwicklungsunternehmens darstellen. Verantwortlich sind hierfür einerseits die vom Gesetzgeber vorgesehenen Bewertungsspielräume bei den Herstellungskosten. Daraus folgt ein legales Potenzial der Ergebnisgestaltung wie kaum in einer anderen Branche. Eine stichhaltige Beurteilung bezüglich potenzieller Risiken ist für externe Bilanzadressaten kaum möglich.<sup>271</sup> Durch diese eingeschränkte Aussagekraft des Jahresabschlusses führt auch die klassische Kennzahlenanalyse nicht zu befriedigenden Ergebnissen, denn bei Projektentwicklungsunternehmen stellt sich die Auftragslage sowie der Erfolgs- und Finanzausweis entgegengesetzt dar:

- Ein stark wachsendes Projektentwicklungsunternehmen wird beispielsweise ein ansteigendes Bilanzvolumen infolge der erhaltenen Anzahlungen und dem zeitversetzten Anstieg der unfertigen Bauten ausweisen. Gleichzeitig steigen die kurzfristigen Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sowie die Rückstellungen. Der Gewinn aber wird, sofern keine Teilabnahmen vereinbart sind, handelsrechtlich wegen des Realisationsprinzips<sup>272</sup> erst mit der Endabnahme erfasst.<sup>273</sup> Durch diese späte Realisierung der Gewinne sinkt die Gesamtleistungs- und Eigenkapitalrendite, der Verschuldungsgrad des Unternehmens steigt an und die Eigenkapitalquote sinkt.

---

<sup>270</sup> Siehe hierzu Wagner/Mielicki, Rating, S. 222.

<sup>271</sup> Siehe hierzu §255 Abs. 2 und 3 HGB.

<sup>272</sup> Zum Realisationsprinzip siehe §252 Abs.1 Nr. 4 HGB.

<sup>273</sup> Vgl. Holzkämper/Kausemann, Bauwirtschaft, S. 31.

- Vice versa kann eine rückläufige Bautätigkeit aufgrund mangelnder Folgeaufträge vorübergehend zu einer erhöhten Umsatzrendite, einer verbesserten Eigenkapitalrendite und einem verbesserten Verschuldungsgrad führen. Eine zusätzliche Betrachtung des Auftragseingangs und Auftragsbestands ist somit erforderlich.

Auch ist die Aussagekraft des Cash-flows, einer zentralen Größe der Bonitätsanalyse, eingeschränkt. Durch die zeitliche Divergenz zwischen dem Entstehen der Kosten und der Fakturierung der Bauleistung ist der Cash-flow verzerrt.

Bei Liquiditätskennzahlen, die auf Jahresabschlusssdaten beruhen, ist zu berücksichtigen, dass einerseits Bauaufträge aufgrund des Saisoncharakters zum Ende des Jahres hin verstärkt abgerechnet werden, und andererseits bei öffentlichen Auftraggebern zum Ende des Jahres oft noch Beträge für Vorauszahlungen freigegeben werden.<sup>274</sup> Während am Ende des Jahres eventuell ein Liquiditätsüberschuss besteht, ist die unternehmerische Situation im Frühjahr unter Umständen dadurch gekennzeichnet, dass Kapitalmangel vorliegt, wenn neu anlaufende Projekte zunächst vorfinanziert werden müssen. Auch die Durchführung einzelner Bauaufträge in Arbeitsgemeinschaften hat Auswirkungen auf die Aussagekraft der Liquiditäts-Kennzahlen, da zum Ende des Jahres verstärkt Liquiditätsausschüttungen an die Gesellschafter der Arbeitsgemeinschaft erfolgen.

Die traditionelle Bonitätsbeurteilung von Projektentwicklungsunternehmen führt somit bestenfalls dann zu brauchbaren Ergebnissen, wenn mehrere Perioden betrachtet werden und diese in eine umfassende Gesamtanalyse des Unternehmens eingebettet sind. Hilfreich sind auf Projektentwicklungsunternehmen zugeschnittene Vergleichskennzahlen. Allerdings fehlt es an einer Standardisierung. Insbesondere die für die Bonitätsbetrachtung eines Developers essentiellen Dokumentationen wie vermarktete Referenzobjekte („Track Record“), Liquiditätsplanung, Kostenschätzung und - nachkalkulation reduzieren die Möglichkeit, Vergleichswerte und Benchmarks zu bilden, die für Agenturen eine

---

<sup>274</sup> Die in der Bauwirtschaft häufig vorkommende Inanspruchnahme von Lieferantenkrediten führt dazu, dass Verbindlichkeiten vorwiegend kurzfristigen Charakter haben und sich somit maßgeblich auf die Kennzahl auswirken. Vgl. Nahlik, Immobilien-Developments, S. 391 ff.

wichtige Plattform für die Nachvollziehbarkeit ihres Ratingergebnisses darstellen.<sup>275</sup>

Die oben genannten Aspekte zeigen, dass Ratings von Developern erheblichen Restriktionen unterliegen. Dies gilt insbesondere für Agentur-Ratings, denn der wesentlicher Faktor in der Risikoeinschätzung ist das finanzierte und i. d. R. als Sicherheit zur Verfügung stehende zu errichtende Objekt, das bei der Agentur-Ratingeinschätzung nicht berücksichtigt werden kann. Daher kann sich die Risikostruktur verschiedener Kredittranchen mit dem gleichen Kreditnehmer erheblich unterscheiden. Ein Objekt- bzw. Fazilitätenrating wäre unbedingt erforderlich. Ein solches Fazilitätenrating in Verbindung mit einem herkömmlichen Agentur-Rating wäre allerdings sehr kostenintensiv.

#### 2.3.4.3 Rating der Immobilie

Bei der Immobilienfinanzierung steht die Qualität des geplanten Projektes im Vordergrund. Daher werden im Vorfeld einer Projektentwicklung Machbarkeitsstudien<sup>276</sup> durchgeführt, die das geplante Projekt im Rahmen einer sorgfältigen Analyse hinsichtlich seiner rechtlichen, finanziellen und insbesondere wirtschaftlichen Tragfähigkeit prüfen.<sup>277</sup> Durch die tendenziell zunehmende Komplexität der Projekte wird auch die Prüfung vor der Kreditvergabe immer aufwendiger. Grundlage der Analyse sind sämtliche Informationen wie Genehmigungs-, Revisions- und Dokumentationsunterlagen. Darüber hinaus sind genauso Referenzunterlagen über Unternehmen von Interesse, die mit der Erstellung, dem Management oder der Nutzung des Objektes im Zusammenhang stehen.

---

<sup>275</sup> Vgl. Interview mit Herrn Toni Ilgner.

<sup>276</sup> Siehe hierzu Schulte/Bone-Winkel/Rottke, Grundlagen der Projektentwicklung, S. 44 ff. Lehner, Rating, S. 366 f.

<sup>277</sup> Graaskamp definiert die Machbarkeit bzw. "feasibility" einer Projektentwicklung wie folgt: „A real estate project is „feasible“ when the real estate analyst determines that there is a reasonable likelihood of satisfying explicit objectives when a selected course of action is tested for fit to a context of specific constraints and limited resources.“ Graaskamp, Feasibility, S. 515.

#### 2.3.4.3.1 Marktanalyse

Als Einflussfaktoren auf dieser Betrachtungsebene sind zum einen gesamtwirtschaftliche Aspekte, eventuell in Relation zu vergleichbaren Regionen, von Bedeutung. Des Weiteren sind je nach Immobilienteilmarkt die Altersstruktur der Bevölkerung, die Haushaltsstruktur, die Branchenstruktur der Beschäftigten und die Arbeitslosigkeit wichtig, um den Makrostandort einer Immobilie beurteilen zu können.<sup>278</sup> Neben der Untersuchung auf der Makroebene bildet die Untersuchung des Mikrostandortes eine wesentliche Grundlage für die Kreditentscheidung. Dabei werden die Fakten und Einflussfaktoren des weiteren Objektumfeldes auf der Stadt- und -Stadtteilebene ausgewertet.<sup>279</sup> Eine Untersuchung des Markt- und Absatzpotenzials klärt die Nachfrage und das bestehende Angebot in Bezug auf die geplante Nutzung. Wesentlich ist, ob Objekte in der Region überwiegend gemietet oder von Eigennutzern erworben werden. Die Kaufkraft am Standort - einschließlich der Wanderungsbilanz und des Einkaufsverhaltens - muss ebenso geprüft werden wie die Entwicklungspotenziale und -chancen der Region. Die infrastrukturelle Anbindung an das Verkehrsnetz kann in diesem Zusammenhang wertvolle Hinweise auf die Verfügbarkeit von Arbeitskräften sowie die Handelsströme geben.<sup>280</sup>

#### 2.3.4.3.2 Standortanalyse

Es liegt auf der Hand, dass die unmittelbare Lage ein entscheidender Erfolgsfaktor für ein Projekt ist. Für eine Gewerbeimmobilie (Büro- oder Einzelhandelsimmobilie) kann die räumliche Konzentration gleichartiger Nutzungskonzepte vorteilhaft sein (Agglomeration).<sup>281</sup> Nachbarschaftsbebauungen wie Industriebetriebe mit hohen Emissionswerten, Kläranlagen o. ä. beeinflussen den Wert und das Rating der künftigen Immobilie dagegen negativ. Die Anbindung an den öffentlichen Personennah- und fernverkehr sowie individuelle Zufahrts- und Zugangsmöglichkeiten spielen ebenfalls eine Rolle. Entscheidend ist die Lage zu den nutzerrelevanten Wohnquartieren bzw. zu den Konsumenten der in der Gewerbeimmobilie angebotenen Güter und Dienstleistungen. Dabei ist die tat-

---

<sup>278</sup> Vgl. Bulwien, Immobilienrating, S. 319.

<sup>279</sup> Zur Durchführung von Marktanalysen siehe Isenhöfer/Väth, Immobilienanalyse, S. 322 ff.

<sup>280</sup> Vgl. Isenhöfer/Väth, Projektentwicklung, S. 168 f.

<sup>281</sup> Zu "Economies of Agglomeration" siehe Eppli/Benjamin, Evolution, S. 7 ff.

sächliche Dauer der Anfahrt zu einem Objekt entscheidender als die räumliche Distanz. Die gesamte Infrastruktur des Standortes muss in Bezug zur geplanten Nutzung gesetzt und entsprechend bewertet werden. Dabei ist ebenfalls zu beachten, dass manche Standorte ein positives, manche Standorte ein negatives Image haben. Diese Beurteilung kann in die Gesamtbewertung einfließen.<sup>282</sup>

#### 2.3.4.3.3 Objektkonzeption und -qualität

Das Nutzungskonzept der geplanten Immobilie spielt für die Gesamtbeurteilung der Immobilie eine wesentliche Rolle. Bei der Bewertung von Büroimmobilien ist es wichtig, dass der Grundriss eine flexible Erschließung zulässt. Für Einzelhandelsimmobilien zum Beispiel ist der vorgesehene Nutzungs-Mix ein maßgebliches Kriterium. Der Kreativität des Projektentwicklers obliegt es, die Passantenströme bei optimaler Warenpräsentation durch das Objekt zu leiten und dabei den Raum effizient auszunutzen.<sup>283</sup> Eine gute Objektqualität sichert somit eine nachhaltige Attraktivität und Vermietbarkeit einer Immobilie. Sollte die vorgesehene Nutzung der Immobilie nicht mehr gefragt sein, so steht die Umnutzbarkeit bzw. Drittverwendungsfähigkeit im Vordergrund.

#### 2.3.4.3.4 Beleihungswert

Die Beleihungswertermittlung dient den Kreditinstituten dazu, die nachhaltige Werthaltigkeit des zur Sicherung eines Kredits vereinbarten Grundpfandrechtes festzustellen. Bis zu diesem Wert gehen Kreditinstitute i. d. R. Kreditrisiken ein. Erstrangige Hypothekendarlehen dürfen dabei bis zu 60% des Beleihungswertes ausmachen. Je höher der Beleihungsauslauf der Finanzierung ausfällt, desto mehr Risiko geht eine Bank ein. Dieses Risiko in Abhängigkeit von der Höhe des Beleihungsauslaufes wird durch ansteigende Kreditmargen einzelner Darlehenstranchen reflektiert. Das entsprechend wahrgenommene Risiko wird über das Ratingergebnis abgebildet.

---

<sup>282</sup> Zur Immobilienanalyse vgl. allgemein Isenhöfer/Väth, Immobilienanalyse, S. 319-379, speziell S. 322-324 u. S. 354-360.

<sup>283</sup> Vgl. Lehner, Rating, S. 367.

#### 2.3.4.4 Rating der Cash-flow-Risiken

„Der wirtschaftliche Charakter der Immobilie ergibt sich nicht nur aus ihrer physischen Produktion, sondern wird durch die Nutzung generiert.“<sup>284</sup> Entscheidend ist dabei, welche Honorierung die Nutzung durch den Markt erfährt.<sup>285</sup> Daher ist die Betrachtung der Wirtschaftlichkeit und Rentabilität im Rahmen einer Cash-flow-Analyse unerlässlich. Die Sicherheit des Miet-Cash-flows einer Immobilie ist dabei auf die Fähigkeit des Objektes zu untersuchen, den Kapitaldienst aus den eigenen Erträgen zu erwirtschaften.<sup>286</sup>

Bei der spekulativen Projektentwicklung durch Trader Developer spielen insbesondere die so genannten Vorvermietungsstände eine wichtige Rolle, da sie dem finanzierenden Institut als Sicherheit dienen.<sup>287</sup> Um die Nachhaltigkeit des Cash-flows festzustellen, werden künftig verstärkt die folgenden Punkte näher untersucht:

- Das Rating bzw. die Bonität der Mieter des geplanten Projekts. Hierbei wird insbesondere das Geschäftsmodell, die Unternehmensorganisation und auch die Branchen- und Wettbewerbssituation der Mieter analysiert, um auf die zukünftige Fähigkeit der termingerechten und vollständigen Mietzahlung schließen zu können.
- Die Dauer bzw. die durchschnittliche Laufzeit der Mietverträge.
- Die künftige Zinsdeckungs- und Kapitaldienstfähigkeit des Projekts.
- Die Tragfähigkeit des Nutzungskonzeptes.

Die Verdichtung der Ergebnisse der drei Teilebenen des Ratings gewerblicher Immobilienprojekte bildet die Grundlage für die Ableitung des Rating-

---

<sup>284</sup> Bone-Winkel, Projektentwicklung, S. 86.

<sup>285</sup> Vgl. Schulte et al., Immobilienökonomie, S. 18.

<sup>286</sup> Vgl. Doetsch, Rating, S. 39.

<sup>287</sup> In diesem Zusammenhang ist zu erwähnen, dass Banken immer häufiger als Sicherungsinstrument so genannte „Lockbox Agreements“ verwenden. Dabei handelt es sich um eine vertragliche Übereinkunft, dass die Mietzahlungen aus dem zu finanzierenden Objekt direkt auf ein Konto der finanzierenden Bank fließen. Die Verwendung der Mittel und die Reihenfolge der Zahlungsempfänger sind im Kreditvertrag festgelegt, wobei das Konto meist zugunsten des Kreditgebers verpfändet wird. Damit sichert sich das Kreditinstitut den Zugriff im Insolvenzfall. Vgl. Westrup, Investment Banking, S. 33; Pitschke/Pauser, Strukturen, S. 20; Lehner, Rating, S. 367.

Ergebnisses eines Kreditinstituts im Rahmen der Kreditvergabe.<sup>288</sup> Die Ergebnisse der drei Ebenen fließen zudem in die Einschätzung des Beleihungs- und Marktwertes der Immobilie ein und werden entsprechend berücksichtigt.

In diesem Zusammenhang stellt die Besonderheit der regional nicht immer symmetrisch verlaufenden Immobilienzyklen die Analysten von Ratingagenturen oder interne Kreditentscheider vor Herausforderungen, unter anderem, um konjunkturelle Wendepunkte quantitativ zu erfassen und um diese dann „markt- und strategiegerecht“ zu antizipieren.

## 2.4 Zusammenfassung

Zur Klärung der definitorischen und begrifflichen Grundlagen dieser Arbeit wird in Abschnitt 2.1 die geltende Baseler Eigenkapitalvereinbarung erläutert. Diese greift hinsichtlich der risikoorientierten Eigenkapitalunterlegung von Krediten zu kurz. Die hieraus erwachsende Notwendigkeit der Novellierung des Baseler Akkords macht den Einsatz von Ratings in der operativen Kreditvergabepraxis notwendig. Aufgrund der besonderen Rolle, die dem Analyseinstrument Rating durch die Neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung zukommt, wird sie in ihrer Grundstruktur vorgestellt (Abschnitt 2.2). Es folgt in Abschnitt 2.3 eine begriffliche Klärung der Immobilien-Projektentwicklung. Die mit dieser unternehmerischen Tätigkeit verbundenen Risiken und die traditionelle Finanzierung von Immobilien-Projektentwicklungen werden anschließend erläutert. Da ein Zusammenhang zwischen Risiken und Ratingergebnissen besteht, wodurch die Finanzierungskosten von Projektentwicklungsunternehmen determiniert werden, wird hier auf die Risiken im Rahmen der Immobilien-Projektentwicklung eingegangen. Bei der anschließenden Erläuterung der Finanzierung von Gewerbeimmobilien erfolgt eine Gegenüberstellung der klassischen und der strukturierten Finanzierung. Auf den definitorischen Grundlagen des Ratings und der Immobilien-Projektentwicklung aufbauend, folgt schließlich die Betrachtung des Ratings von Immobilien-Projektentwicklungen, wobei insbesondere die hier anzutreffenden Probleme erläutert werden.

---

<sup>288</sup> Vgl. Doetsch, Rating, S. 36.

### 3 Finanzierungsumfeld von Gewerbeimmobilien

#### 3.1 Die Branchensituation von Kreditinstituten und Developern

Die deutsche Kreditwirtschaft erschien über lange Zeit hinweg in sich gefestigt, mit weitgehend festgeschriebenen Marktanteilen der einzelnen Bankengruppen und relativ unempfindlich gegenüber Konjunkturschwankungen und Strukturveränderungen in anderen Sektoren der Wirtschaft.<sup>289</sup>

Das hat sich grundlegend geändert. Die Kreditinstitute in Deutschland befinden sich seit der ersten Hälfte der neunziger Jahre in einem umfassenden Umstrukturierungsprozess.<sup>290</sup> Der Markt für Bank- und Finanzdienstleistungen in Europa, vor allem aber in Deutschland ist seit vielen Jahren einem kontinuierlichen Wandel ausgesetzt.<sup>291</sup> Die zunehmende Globalisierung, der steigende Ertragsdruck für Bank- und Finanzdienstleister und die bankenaufsichtliche Regulierung durch Basel II wirken sich maßgeblich auf die Finanzierung von Immobilien-Projektentwicklungen aus.<sup>292</sup> Bevor in Kapitel 3.2 auf die Regelungen von Basel II und insbesondere auf die vorgeschriebenen Rating-Ansätze eingegangen wird, soll im Folgenden zunächst die aktuelle Situation sowohl des deutschen Kreditgewerbes als auch der Projektentwicklungsunternehmen dargestellt werden. Dies soll verdeutlichen, in welcher Ausgangssituation das neue Baseler Regelwerk beide Branchen trifft.

##### 3.1.1 Die Branche der Kreditinstitute

###### 3.1.1.1 Die Struktur der Bankenbranche

Unter dem Einfluss wirtschaftlicher, politischer, gesellschaftlicher und rechtlicher Entwicklungen haben sich im Laufe der Zeit verschiedene Arten von Kreditinstituten herausgebildet.<sup>293</sup> Bei der Unterteilung der deutschen Geschäftsbanken in verschiedene Bankengruppen ist die Orientierung an dem

---

<sup>289</sup> Vgl. Weber, Strukturwandel, S. 398.

<sup>290</sup> Vgl. Bonn, Banken, S. 38 f.

<sup>291</sup> Vgl. Weber, Bankenmarkt, S. 514 ff..

<sup>292</sup> Vgl. Plessner, Entwicklungen, S. 668.

<sup>293</sup> Vgl. Achleitner, Investment Banking, S. 5 ff.



statistischen Material der Bundesbank zweckmäßig. Wie Abbildung 13 zeigt, kann innerhalb des Geschäftsbankensystems unterschieden werden

- im Bereich der Universalinstitute nach:
  - Kreditbanken
  - Sparkassen und Girozentralen<sup>294</sup>
  - Kreditgenossenschaften und Genossenschaftlichen Zentralbanken;
- im Bereich der Spezialinstitute nach:
  - Realkreditinstituten
  - Bausparkassen
  - Kreditinstituten mit Sonderaufgaben
  - Sonstigen Bankengruppen.

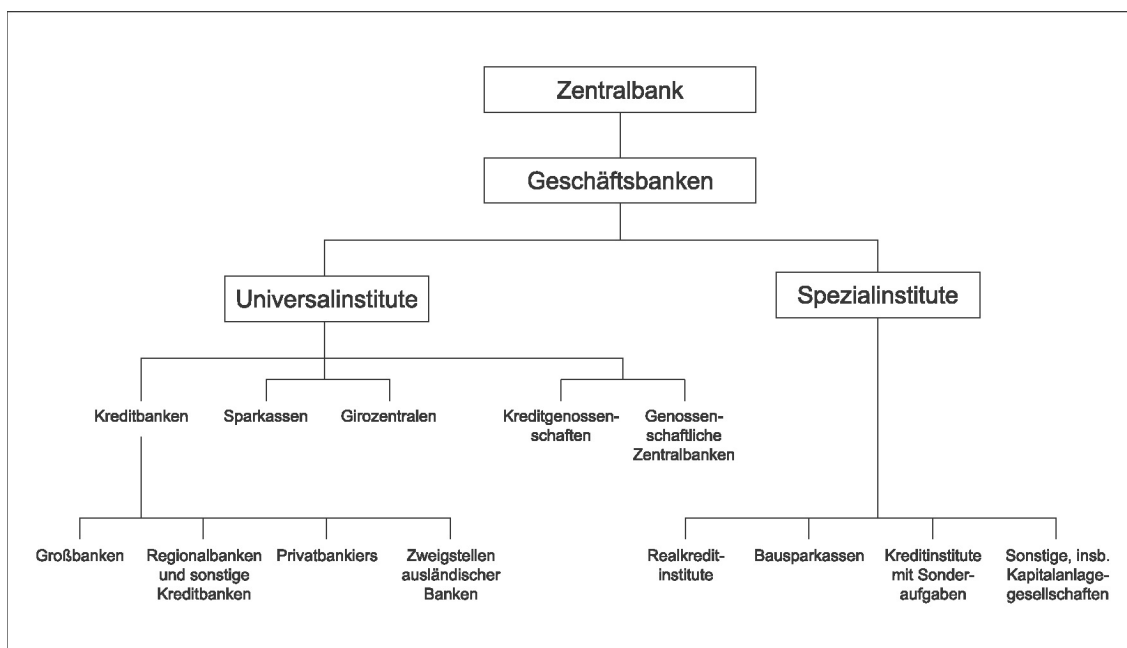


Abbildung 13: Das Geschäftsbankensystem in Deutschland<sup>295</sup>

Die Universalinstitute unterscheiden sich von den Spezialinstituten dadurch, dass sie die grundlegenden Definitionsanforderungen an die Bank erfüllen. Sie sind im Rahmen der Elementarfunktionen<sup>296</sup> kredit- und geldschöpfend tätig.

<sup>294</sup> Zu dieser Säule gehören auch die Landesbanken. Vgl. Frien/Lüdke, Bankenbefragung, S. 8.

<sup>295</sup> In Anlehnung an Süchting/Paul, Bankmanagement, S. 32.

<sup>296</sup> Sauter subsummiert hierunter die Vertrauens-, Ballungs-, und Fristenverlängerungsfunktion. Siehe hierzu ausführlich Sauter, Grundlagen, S. 24.

Die bedeutendsten Institute unter den privaten Kreditbanken sind die Großbanken. Dazu werden in der Statistik der Bundesbank und ganz allgemein die Deutsche Bank, die Dresdner Bank, die Commerzbank und die Bayerische Hypo- und Vereinsbank gezählt.<sup>297</sup> Die Großbanken operieren in der Rechtsform der AG mit einem national und international verbreiteten Filialnetz. Im Gegensatz dazu ist das Marktgebiet einer Regionalbank grundsätzlich auf eine Region beschränkt. Abhängig von der Struktur ihrer Kundschaft sind die Regionalbanken im Rahmen eines ausgebauten Filialnetzes oder mit nur wenigen Filialen tätig (z. B. Aareal Bank AG, Bankgesellschaft Berlin AG). Als Rechtsform dominiert auch in dieser Bankengruppe die AG. Die Rechtsform unterscheidet sie von den Privatbankiers, die unter Einsatz ihres Eigenkapitals und unter besonderer Berücksichtigung des persönlichen Moments Bankgeschäfte als Personengesellschaft betreiben.<sup>298</sup>

Im Zuge einer zunehmenden internationalen Wirtschaftsverflechtung haben sich in wachsendem Ausmaß auch Zweigstellen ausländischer Banken, insbesondere aus den USA, der EU und Japan, in den deutschen Finanz- und Handelszentren angesiedelt.<sup>299</sup> Sie beginnen ihr Geschäft häufig auf der Basis traditioneller Verbindungen zu multinationalen Unternehmen in ihrer Heimat, die mit Stützpunkten auch in der Bundesrepublik vertreten sind und versuchen von hier aus, das Geschäft auf deutsche Unternehmen und Banken auszudehnen.

Innerhalb der Universalinstitute haben die Sparkassen eine Sonderposition inne. Sie sind so genannte „kommunale juristische Personen öffentlichen Rechts“ und dem Gemeinnützigkeitsprinzip verpflichtet.<sup>300</sup> Das Verbundsystem der öffentlich-rechtlichen Sparkassen und Girozentralen ist auf Arbeitsteilung ausgerichtet. Auf der ersten Stufe operieren Sparkassen, deren Zweigstellennetze und damit der engere Marktbereich auf das Gebiet ihres jeweiligen Gewährträgers (Gemeinde, Kreisverband) begrenzt sind.<sup>301</sup> In Bezug auf den überregionalen Zahlungsverkehr und Geldausgleich, die Bedienung von Großkunden mit Krediten sowie bei besonders anspruchsvollen Geschäften arbeiten

---

<sup>297</sup> Vgl. Rösler/Pohl, Kreditgeschäft, S. 25, Adrian/Heidorn, Bankbetrieb, S. 29.

<sup>298</sup> Vgl. Süchting/Paul, Bankmanagement, S. 30.

<sup>299</sup> Vgl. Rösler/Pohl, Kreditgeschäft, S. 27.

<sup>300</sup> Vgl. Süchting/Paul, Bankmanagement, S. 32.

<sup>301</sup> Vgl. Grill/Perczynski, Wirtschaftslehre, S. 44.

sie auf der zweiten Stufe mit den Girozentralen zusammen. Diese sind als Landesbanken gleichzeitig „Hausbanken“ des jeweiligen Bundeslandes. Das dazugehörige Institut auf der dritten Ebene ist die Deka Bank Deutsche Girozentrale in Frankfurt. Wird von der unterschiedlichen Zielsetzung der Selbstständigkeit der öffentlich-rechtlichen Einheiten und damit der prinzipiell freien Willensbildung im Verbund abgesehen, so gleicht diese Arbeitsteilung derjenigen einer Großbank, die sich auf die Stufen der Zentrale, der Niederlassungen sowie der Filialen stützt.

Wie bei den Sparkassen besteht auch im Verbund der zahlreichen Kreditgenossenschaften mit ihren Zentralbanken und der Deutschen Genossenschaftsbank (DZ Bank) als Spezialinstitut eine Arbeitsteilung.<sup>302</sup> Gemäß ihrer ursprünglichen Zielsetzung sind die Genossenschaftsbanken Selbsthilfeeinrichtungen des gewerblichen und landwirtschaftlichen Mittelstandes mit über lange Jahre hinweg andauernder bewusster, später (bis 1973) gesetzlich erzwungener Beschränkung der Geschäftstätigkeit im Kreditgeschäft auf die Mitglieder. Das Bankgeschäft war traditionell eng mit dem Warengeschäft verbunden und ist es zum Teil heute noch.

Neben den Universalinstituten haben sich Spezialbanken entwickelt, die auf ganz bestimmte Geschäftszwecke konzentriert sind. Zu diesen Instituten gehören Hypothekenbanken, Bausparkassen, Kreditinstitute mit Sonderaufgaben und sonstige Banken, unter denen insbesondere Kapitalanlagegesellschaften subsummiert werden.<sup>303</sup> Unter den Spezialbanken kommt den Hypothekenbanken (bzw. Realkreditinstituten) die größte Bedeutung zu.<sup>304</sup> Sie haben sich auf die Vergabe langfristiger Kredite (Hypotheken und Kommunaldarlehen) spezialisiert. Kredite dieser Art werden vom Gesetzgeber als risikoarm angesehen, wenn sie entweder im Rahmen der Beleihungsgrenze (maximal 60% des Beleihungswertes<sup>305</sup>) besichert sind (Hypothekarkredite) oder an inländische

---

<sup>302</sup> Vgl. Adrian/Heidorn, Bankbetrieb, S. 26.

<sup>303</sup> Vgl. Rösler/Pohl, Kreditgeschäft, S. 31 ff.

<sup>304</sup> Vgl. Adrian/Heidorn, Bankbetrieb, S. 27.

<sup>305</sup> Insbesondere für die Vergabe von Hypothekendarlehen bestehen strenge Regulierungen bezüglich der Beleihungswertermittlung und der Beleihungsgrenzen. Eine Beleihung ist generell höchstens bis zu 100% des Verkaufswertes möglich (§12 HBG). Dieser entspricht keineswegs dem aktuell erzielbaren Marktpreis, sondern dem auf Basis einer langfristigen Prognose mit hinreichender Sicherheit zu erwartenden Sicherungswert der Immobilie. Dabei

Kommunen und Gebietskörperschaften mit Genehmigung der kommunalen Aufsichtsbehörde gegeben wurden (Kommunaldarlehen). Sie unterliegen den Vorschriften des Hypothekbankgesetzes (HBG). Hypothekbanken werden nach §1 HBG Nr. 1 definiert als „...privatrechtliche Kreditinstitute, deren Geschäftsbetrieb darauf ausgerichtet ist, inländische Grundstücke zu beleihen und auf Grund der erworbenen Hypotheken Schuldverschreibungen (Hypothekenspfandbriefe) auszugeben.“<sup>306</sup> Die Rechtsform der AG oder KGaA ist für sie zwingend vorgeschrieben. Das Kapital der privaten Institute ist überwiegend in den Händen von Kreditbanken, mit denen sie eng zusammenarbeiten.

Hypothekendarlehen sind nicht unbedingt nur eine Domäne der Hypothekbanken. Fast alle Arten von Banken bieten ihren Kunden Hypothekarkredite an.<sup>307</sup> Unterschiede ergeben sich allerdings, je nach Bankenart, in der Refinanzierung und in der festgelegten Beleihungsgrenze. Bei den gewerblichen Hypothekarkrediten haben die Hypothekbanken allerdings die wichtigste Position inne. Fast die Hälfte aller gewerblichen Hypothekarkredite wird über die Hypothekbanken finanziert.<sup>308</sup>

in Mio. €	2002	Anteil in %	2001	Anteil in %
Regionalbanken	11.124	4,8%	10.230	4,6%
Zweigstellen ausländischer Banken	114	0,0%	100	0,0%
Großbanken (ohne HVB)	13.834	5,9%	14.629	6,5%
Landesbanken	37.412	16,1%	36.518	16,3%
Sparkassen	44.608	19,2%	40.722	18,2%
Genossenschaftliche Zentralbanken	998	0,4%	1.206	0,5%
Kreditgenossenschaften	22.263	9,6%	18.839	8,4%
Hypothekbanken	101.835	43,8%	100.882	45,1%
Banken mit Sonderaufgaben	513	0,2%	468	0,2%
<b>Alle Bankengruppen</b>	<b>232.701</b>	<b>100,0%</b>	<b>223.594</b>	<b>100,0%</b>

*Tabelle 3: Bestand an gewerblichen Immobiliendarlehen*<sup>309</sup>

Die Marktanteile der beschriebenen Institute im Rahmen der gewerblichen Immobilienfinanzierung stellten sich in 2001 und 2002 wie in Tabelle 3 abgebildet dar. Demnach kam Hypothekbanken mit 43,8% der gesamten Kreditvergabe

beruht die Wertermittlung auf den dauerhaften Eigenschaften des Objektes sowie dem daraus nachhaltig erzielbaren Ertrag. Der so ermittelte Beleihungswert liegt also in aller Regel deutlich unterhalb des aktuellen Marktwertes. Vgl. Spitzkopf, Immobilienfinanzierung, S. 282.

<sup>306</sup> §1 HBG.

<sup>307</sup> Vgl. Rösler/Pohl, Kreditgeschäft, S. 31 ff.

<sup>308</sup> Vgl. Verband Deutscher Hypothekbanken, Kreditgeschäft, S. 38 ff.

<sup>309</sup> Quelle: Verband Deutscher Hypothekbanken, Kreditgeschäft, S. 43.

in 2002 vor den Sparkassen, Landesbanken und sonstigen Anbietern die größte Bedeutung zu.

Strukturverschiebungen im Finanzsektor und an den Finanzmärkten wurden hauptsächlich durch die Beseitigung oder flexiblere Gestaltung von Reglementierungen im Finanzsektor in Deutschland und anderen Industrieländern verursacht. Weitere Faktoren waren die Liberalisierung grenzüberschreitender Kapitalbewegungen, die Schaffung eines gemeinsamen Finanzmarktes Europa sowie die Einführung des Euro. Die rasanten Fortschritte im Bereich der elektronischen Datenverarbeitung und der Telekommunikation haben die Wirkungen dieser Liberalisierungsprozesse auf das Bankgeschäft beschleunigt und verschärft.<sup>310</sup> Das führte zu deutlichen Strukturverschiebungen in den Bankbilanzen und zu einer Verschlechterung der Ertragslage der Institute.<sup>311</sup> Diese Faktoren haben das Verhalten der Bankkunden in Finanzangelegenheiten, die Position der Banken im Geldkreislauf und die Wettbewerbssituation der deutschen Kreditinstitute erheblich verändert.

### 3.1.1.2 Wettbewerbsanalyse

Untersuchungen von Porter zeigen, dass die Struktur einer Branche<sup>312</sup> in erheblichem Maße sowohl die Spielregeln des Wettbewerbs als auch die Strategien, die einem Unternehmen zur Verfügung stehen, beeinflussen.<sup>313</sup> Deshalb ist es für ein Unternehmen wichtig, jene Einflussfaktoren zu erkennen, die die jeweilige Wettbewerbssituation charakterisieren. Damit wird es einem Unternehmen möglich, eine Wettbewerbsstrategie zu finden, mit der es sich am besten gegen bestimmte Wettbewerbskräfte schützen oder sie zu seinen Gunsten beeinflussen kann. Dies resultiert in einer höheren Ertragskraft im Vergleich zu vorhandenen oder potenziellen Wettbewerbern. Die Identifikation kritischer Erfolgs-

---

<sup>310</sup> Vgl. Weger, Bankenmarkt, S. 456; Weber, Strukturwandel, S. 399; Pitschke/Breidenbach, Banken, S. 20.

<sup>311</sup> Vgl. Weber, Strukturwandel, S. 398 ff.

<sup>312</sup> Als Branche wird eine Gruppe von Unternehmen bezeichnet, die Produkte herstellen oder anbieten, die sich gegenseitig nahezu ersetzen können. Vgl. Porter, Wettbewerbsstrategie, S. 26.

<sup>313</sup> Vgl. Thommen/Achleitner, Betriebswirtschaftslehre, S. 824.

faktoren und der Aufbau von Markteintrittsbarrieren sind für eine erfolgreiche Marktteilnahme entscheidend.

Porter unterscheidet in diesem Zusammenhang fünf wesentliche Einflussfaktoren bzw. Wettbewerbskräfte des Branchenwettbewerbs:

- Rivalität unter bestehenden Unternehmen;
- Bedrohung durch neue Konkurrenten;
- Bedrohung durch Ersatzprodukte und -dienste,
- Verhandlungsstärke der Lieferanten,
- Verhandlungsstärke der Abnehmer.

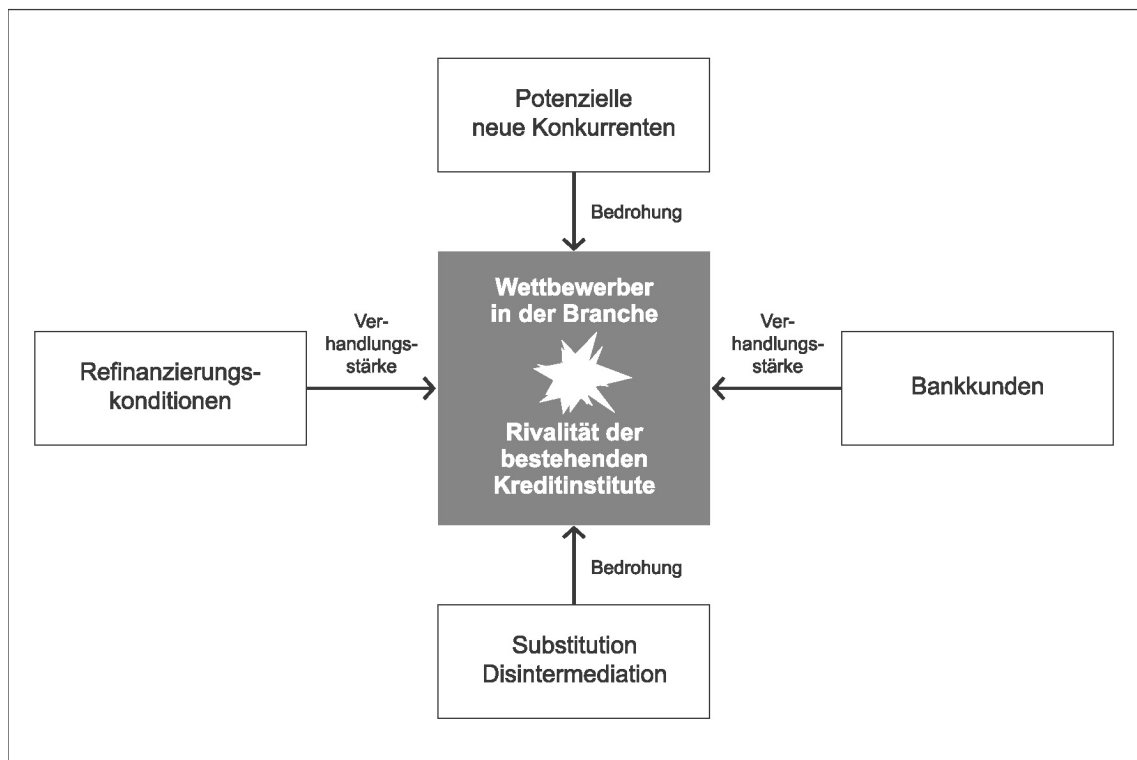


Abbildung 14: Wettbewerbskräfte in der Bankenbranche<sup>314</sup>

Porter's Erkenntnisse lassen sich auf das Kreditgewerbe bzw. auf die Bankenbranche übertragen. Abbildung 14 stellt die in der Bankenbranche wirkenden Wettbewerbskräfte dar, die die Wettbewerbsintensität und somit die Rentabilität der Branche der deutscher Kreditinstitute bestimmen.

<sup>314</sup> In Anlehnung an Porter, Wettbewerbsstrategie, S. 26 und Thommen/Achleitner, Betriebswirtschaftslehre, S. 824.

Diese stehen in einem direkten Konkurrenzverhältnis zueinander. Es wird um Kunden geworben, denen Bank- bzw. Finanzierungsprodukte angeboten werden. Das deutsche Kreditgewerbe ist dabei im internationalen Vergleich durch ein sehr dichtes Netz an Filialen und eine hohe Wettbewerbsintensität<sup>315</sup> gekennzeichnet. Ende 2001 gab es in Deutschland 2.596 Kreditinstitute.<sup>316</sup> Dies ist im europäischen Ländervergleich die höchste Zahl. Zum Vergleich hat Frankreich als Markt mit der zweithöchsten Anzahl lediglich 1.050 Institute.<sup>317</sup> Wichtig ist auch die hohe Zahl von 61.587 Zweigstellen in Deutschland.<sup>318</sup> Bei einer Gesamtbevölkerung von 82,33 Millionen<sup>319</sup> kommt eine Bankstelle auf ca. 1.450 Einwohner.<sup>320</sup> Auch wenn die Zahl der Zweigstellen in der Vergangenheit deutlich<sup>321</sup> zurückgegangen ist, besitzt Deutschland noch immer höchste Filialdichte in Europa.<sup>322</sup>

Eine solch ausgeprägte Segmentierung des Marktes gibt den Kunden eine starke Verhandlungsposition und verhindert eine hohe Rentabilität der Institute.<sup>323</sup> Die relativ homogenen Bankdienstleistungen und -produkte sind insbesondere aufgrund der großen Zahl der Anbieter leicht substituierbar, was zu einer erheblichen Stärke der Abnehmer bzw. Kunden führt.<sup>324</sup> Die zudem mit der Segmentierung einhergehenden niedrigen Marktanteile führen zu hohen Kosten, da die Kreditinstitute nicht in ausreichendem Maße von Skaleneffekten profitieren können. In den Zeiten einer haussierenden Börse und hohen Einnahmen im Investment Banking bis zum Jahr 2000 traten diese Probleme nicht so deutlich in den Vordergrund.<sup>325</sup>

---

<sup>315</sup> Vgl. Interview mit Herrn Toni Ilgner; Remsperger, Germany, S. 21.

<sup>316</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank, Bankenstatistik, S. 104; Siehe hierzu ausführlich Weber, Bankenmarkt, S. 515.

<sup>317</sup> Vgl. Ernst & Young, Banken, S. 7.

<sup>318</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank, Bankenstatistik, S. 104; Siehe hierzu ausführlich Weber, Bankenmarkt, S. 515.

<sup>319</sup> Vgl. Institut der deutschen Wirtschaft, Zahlen, S. 7.

<sup>320</sup> Vgl. Bundesverband deutscher Banken, Banken, S. 35.

<sup>321</sup> Die Zahl der gesamten Bankstellen in Deutschland ging von 61.714 in 1999 auf 53.931 in 2001 zurück. Vgl. Deutsche Bundesbank, Bankenstatistik, S. 104.

<sup>322</sup> Vgl. Bundesverband deutscher Banken, Banken, S. 35; Weber, Bankenmarkt, S. 515.

<sup>323</sup> Vgl. Weber, Perspektiven, S. 458.

<sup>324</sup> Wenn es möglich ist, die Produkte einer Branche durch Substitute zu ersetzen, wirkt sich dies negativ auf das Gewinnpotenzial der Branche aus, vor allem wenn die Substitute eine günstige Kosten-Nutzen-Relation aufweisen und die Neigung der Abnehmer zum Wechsel hoch ist. Vgl. Thommen/Achleitner, Betriebswirtschaftslehre, S. 825.

<sup>325</sup> Vgl. Hirschmann/Romeike, MaK, S. 11.

Zusätzlich zu der hohen Konkurrenz durch nationale Wettbewerber hat sich in den letzten Jahren die Situation durch das Eindringen ausländischer Institute in den deutschen Markt zusätzlich verschärft.<sup>326</sup> Hiervon ist bisher insbesondere das Geschäft mit Großkunden auf Unternehmensseite betroffen. Das Geschäft mit Privatkunden und mittelständischen Unternehmen wird bislang noch primär durch deutsche Kreditinstitute abgewickelt. Zukünftig wird sich aber auch in diesem Bereich ein gemeinsamer Markt entwickeln.<sup>327</sup> Durch die Erweiterung der EU im Mai 2004 ist mit einer Erhöhung der Wettbewerbsintensität im Bankensektor zu rechnen.

Neben der Substitution von Bankdienstleistungen durch in- und ausländische Konkurrenzbanken, trägt zur Verschärfung des Wettbewerbs auch der Prozess der so genannten Disintermediation<sup>328</sup> bei, d. h. die Tatsache, dass gute Kreditadressen die Möglichkeit haben, von ihnen benötigtes Kapital und auch kurzfristige Liquidität direkt an den Geld- und Kapitalmärkten zu beschaffen.<sup>329</sup> Im Rahmen dieser Disintermediation werden Finanzprodukte und Finanzdienstleistungen zunehmend von den Unternehmen selbst, ohne Einschaltung der Kreditinstitute, erstellt.<sup>330</sup>

Die Kosten der Kapitalbeschaffung bzw. die Refinanzierungskonditionen haben einen großen Einfluss auf die Wettbewerbssituation im deutschen Kreditgewerbe. Die Kapitalkosten eines Kreditinstituts sind maßgeblich abhängig vom

---

<sup>326</sup> Neue Marktteilnehmer erhöhen die Kapazität einer Branche und bringen finanzielle Mittel mit sich, welche die Preis- und Kostenstruktur einer Branche verändern können und somit auf die Rentabilität einen Einfluss haben. Die Wahrscheinlichkeit eines Markteintritts hängt im Wesentlichen von den erkennbaren Eintrittsbarrieren sowie den zu erwartenden Reaktionen der bereits etablierten Marktteilnehmer ab. Vgl. Thommen/Achleitner, Betriebswirtschaftslehre, S. 824.

<sup>327</sup> Vgl. Bundesverband deutscher Banken, Banken, S. 32.

<sup>328</sup> Hierbei werden Transformationsleistungen und Risikoübernahme klassischer Finanzintermediäre auf den Kapitalmarkt übertragen. Die Disintermediation ermöglicht es, wechselseitige Ansprüche aus Vertragsbeziehungen von den ursprünglichen Vertragsparteien abzukoppeln und am Kapitalmarkt fungibel zu machen. Die Banken übernehmen hierbei die Dienstleistungsfunktion und arrangieren die Konzeption und Platzierung der Kapitalmarktprodukte. Während der Grundgedanke nicht neu ist und beispielsweise Unternehmensanteile in Form von Aktien seit geraumer Zeit verbrieft werden, werden in zunehmendem Maße auch Ansprüche, die lange Zeit als nicht handelbar galten, verbrieft. Hierzu gehören u. a. Forderungen aus Immobilien und/oder mit ihnen verbundene Realkredite. Vgl. Schulte/Schäfers, Grundlagen, S. 33.

<sup>329</sup> Vgl. Rösler/Pohl, Kreditgeschäft, S. 637 f.

<sup>330</sup> Vgl. Sauter, Grundlagen, S. 405.



Rating eines Kreditinstituts.<sup>331</sup> Die Refinanzierungsbedingungen deutscher Kreditinstitute unterliegen allerdings wettbewerblichen Verzerrungen durch die Gewährträgerhaftung<sup>332</sup> und Anstaltslast<sup>333</sup> bei den öffentlich-rechtlichen Sparkassen und Landesbanken. Danach haften Körperschaften des öffentlichen Rechts, wie Städte, Gemeinden und Landkreise, unbeschränkt für Verbindlichkeiten dieser Institute. Zudem besitzen sie aufgrund der Anstaltslast eine faktische Bestandsgarantie.<sup>334</sup> Die Gewährträgerhaftung und Anstaltslast bei öffentlich-rechtlichen Sparkassen spiegelt sich in einem erstklassigen Rating dieser Institute und somit günstigen Refinanzierungskonditionen am Kapitalmarkt, insbesondere im Vergleich zu den Wettbewerbern, wider. Die dadurch induzierten Wettbewerbsverzerrungen<sup>335</sup> führen dazu, dass die Sparkassen und Landesbanken, auch heute noch, Kredite zu nicht risikoadjustierten Konditionen vergeben, da sie dazu nicht wie die anderen Institute gezwungen sind, und dies zum Teil sogar ganz bewusst tun - beispielsweise, um die Kreditkonditionen für Mittelständler gering zu halten.<sup>336</sup> Hieraus resultieren für die anderen Marktteilnehmer Probleme, da sie im Gegensatz zu den Sparkassen und Landesbanken zu profitablen Wirtschaften gezwungen sind. In diesen Bereichen können von

---

<sup>331</sup> Grobe Faustregel ist, dass eine gleichzeitige Herabstufung durch Moody's und Standard & Poor's die Refinanzierungskosten um 0,05% erhöht. Vgl. Fehr, Börsenwoche, S. 21. Siehe hierzu ausführlich Everling, Rating, S. 15 ff. Zu dem Zusammenhang zwischen Rating und Bankrenditen, siehe Everling, Bankrenditen, S. 35 ff.

<sup>332</sup> Die Gewährträgerhaftung ist eine vollwertige staatliche Garantie für sämtliche Verbindlichkeiten des öffentlich-rechtlichen Kreditinstituts. D. h. der Gewährträger (Gebietskörperschaft) haftet im Außenverhältnis unbeschränkt für alle Verbindlichkeiten der Sparkassen. Sie ist als Ausfallgarantie formuliert, d. h. Gläubiger der Bank können den Gewährträger erst dann in Anspruch nehmen, wenn eine Befriedigung aus dem Vermögen der Bank nicht möglich ist. Die Gewährträgerhaftung ist für die Sparkassen und Landesbanken in den entsprechenden landesrechtlichen Sparkassengesetzen und in den jeweiligen Satzungen konkretisiert. Vgl. Lüthje/Deckert, Banken, S. 459 f.; Adrian/Heidorn, Bankbetrieb, S. 27.

<sup>333</sup> Als Anstaltslast wird die Verpflichtung der Gebietskörperschaft verstanden, „die Anstalt für die gesamte Dauer ihres Bestehens funktionsfähig zu erhalten und etwaige Lücken (Unterbilanz) durch Zuschüsse oder auf andere geeignete Weise auszugleichen. D. h., dass der Gewährträger verpflichtet ist, die wirtschaftliche Funktionsfähigkeit der Sparkasse zu erhalten. Siehe hierzu ausführlich Rümker, Anstaltslast, S. 610; Lüthje/Deckert, Banken, S. 458 f.; Adrian/Heidorn, Bankbetrieb, S. 27.

<sup>334</sup> Vgl. Ernst & Young, Banken, S. 25.

<sup>335</sup> Aufgrund der hohen Sicherheit durch die Gewährträgerhaftung und die Anstaltslast gelten Sparkassen als mündelsichere Institute. Sie können aufgrund ihrer günstigen Refinanzierungskonditionen einen tieferen Preis bzw. Zins setzen als andere Kreditinstitute. Diese werden dadurch aber gezwungen, ihre Zinsen ebenfalls zu senken, wenn sie ihren Marktanteil halten wollen. Dies hat zur Folge, dass die Gewinnmargen für alle Kreditinstitute dieser Branche verkleinert sind und die Rentabilität gesunken ist. Siehe hierzu ausführlich Porter, Wettbewerbsstrategie; Siehe hierzu auch Thommen/Achleitner, Betriebswirtschaftslehre, S. 824; Ernst & Young, Banken, S. 25.

<sup>336</sup> Vgl. Rümker, Anstaltslast, S. 610 ff.

den anderen Marktteilnehmern häufig keine risikoadjustierten Konditionen durchgesetzt werden. Bedingt durch die faktische staatliche Subventionierung von Sparkassen und Landesbanken und bedingt durch die geschwächte Margensituation hat die Wahrnehmung deutscher Kreditinstitute an den internationalen Kapitalmärkten gelitten.<sup>337</sup> Aufgrund der daran angebrachten Kritik wird die Gewährträgerhaftung ab Juli 2005 entfallen und die Anstaltslast wird durch eine auf marktwirtschaftlichen Prinzipien basierende Eigentümerbeziehung ersetzt.<sup>338</sup> Die drei großen Gruppen des Kreditgewerbes werden somit mittelfristig den gleichen Refinanzierungsbedingungen unterliegen.<sup>339</sup>

#### 3.1.1.3 Die Ertragskrise im Kreditgeschäft

Die Betrachtung der Wettbewerbssituation und der Wettbewerbskräfte der Bankenbranche lässt eine krisenhafte Situation und Konsolidierungsdruck erkennen.<sup>340</sup> Die deutschen Banken sind in einem sehr wettbewerbsintensiven Markt mit hohen Kosten und geringen Margen konfrontiert.<sup>341</sup> Neben erheblichen Rentabilitätsproblemen auf Gesamtbankebene ist auch das Kreditgeschäft stark betroffen. So blieb die Ertragssituation der deutschen Kreditwirtschaft auch im Jahr 2003 angespannt. Sowohl das Betriebsergebnis als auch der Jahresüberschuss sind erneut niedriger als im Vorjahr ausgefallen.<sup>342</sup> Zwar konnten im operativen Geschäft ein deutlicher Anstieg des Zinsüberschusses und die spürbaren Einsparungen bei den Verwaltungskosten die rückläufigen Überschüsse aus dem Provisionsgeschäft weitgehend wettmachen.

##### 3.1.1.3.1 Die Ertragsentwicklung deutscher Banken

Der um mehr als ein Drittel gestiegene Aufwand der Wertberichtigungen und Risikovorsorge (siehe hierzu Punkt 3.1.1.3.4) führte aber letztlich zu einer Halbierung des Betriebsergebnisses im Vergleich zum Vorjahr. In Relation fiel es

---

<sup>337</sup> Vgl. Kretzer, Refinanzierungskosten, S. 21.

<sup>338</sup> Die privaten Banken haben sich bei der EU-Kommission in Brüssel über die Gewährträgerhaftung beschwert, weil sie darin einen unlauteren Wettbewerbsvorteil der öffentlichen Geldinstitute sehen. Diese hat den Kritikpunkt aufgegriffen. Am 17. Juli 2001 wurde ein Kompromiss in Brüssel über die Stufenweise Abschaffung der Gewährträgerhaftung beschlossen.

<sup>339</sup> Vgl. Ernst & Young, Banken, S. 25.

<sup>340</sup> Vgl. Bonn, Banken, S. 38.

<sup>341</sup> Vgl. Heismann et al., Zinsvorteil, S. 20.

<sup>342</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank, Ertragslage, S. 15.

damit auf den niedrigsten Wert der letzten zehn Jahre.<sup>343</sup> Die Zinsmarge hat sich in diesem Zeitraum für deutsche Banken stark rückläufig entwickelt und ist auf einem sehr geringen Niveau angelangt.<sup>344</sup> Abbildung 15 zeigt die Entwicklung der Zinsspanne von 1967 bis 2002.<sup>345</sup>

Hervorzuheben ist der starke Rückgang von ca. 1,9% Mitte der neunziger Jahre auf 1,12% in 2001 und 1,10% in 2002.<sup>346</sup> Vergleicht man den aktuellen Wert von etwa 1,15% mit der Zinsspanne von ca. 3,00% von Banken in Großbritannien, so ist eine erhebliche Diskrepanz festzustellen.<sup>347</sup>

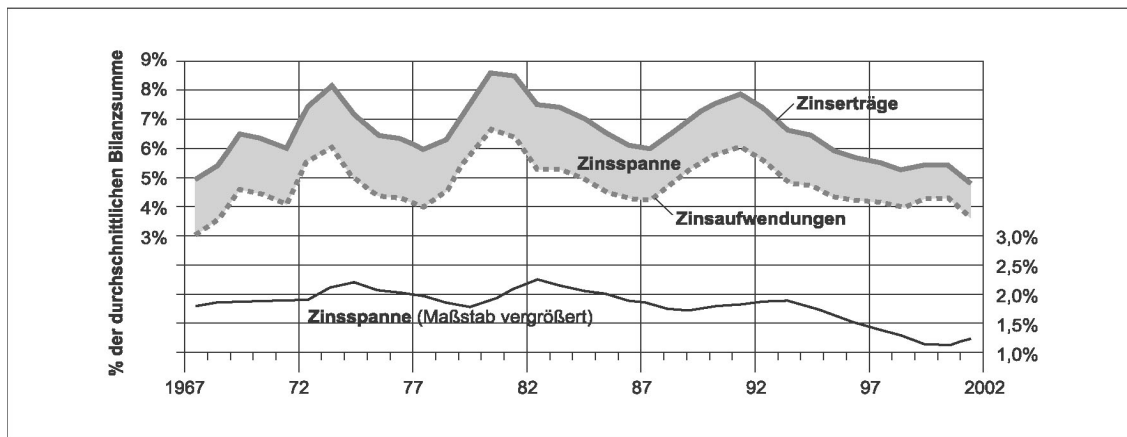


Abbildung 15: Zinserträge und Zinsaufwendungen im Zinszyklus<sup>348</sup>

Eine Rentabilität im Kreditgeschäft auf aktuellem Niveau ist für die deutschen Banken langfristig nicht tragbar<sup>349</sup> und erfordert ein konsequentes Umdenken und die zügige Implementierung von Ansätzen, die zu einer nachhaltigen Verbesserung der Ertragssituation im Kreditgeschäft beitragen.<sup>350</sup> Aufgrund der schwindenden Bedeutung von nationalen Grenzen insbesondere durch die Erweiterung der EU ist es für deutsche Banken entscheidend, auf Gesamtbankenbene mittel- bis langfristig Eigenkapitalrenditen<sup>351</sup> von etwa 15% nach Steuern zu erzielen, um international wettbewerbsfähig zu bleiben.<sup>352</sup> Im Jahr

<sup>343</sup> Vgl. o. V., Bank, S. 25.

<sup>344</sup> Vgl. Bundesverband deutscher Banken, Banken, S. 32.

<sup>345</sup> Vgl. Bundesverband deutscher Banken, Banken, S. 32.

<sup>346</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank, Ertragslage, S. 19.

<sup>347</sup> Vgl. Kretzer, Refinanzierungskosten, S. 21.

<sup>348</sup> In Anlehnung an Deutsche Bundesbank, Ertragslage, S. 19.

<sup>349</sup> Vgl. Lebert, Ertragskrise, S. 19.

<sup>350</sup> Vgl. Interview mit Herrn Toni Ilgner.

<sup>351</sup> Diese wird berechnet, indem der Gewinn mit 100 multipliziert und dann durch das Eigenkapital dividiert wird. Vgl. Achleitner/Thommen, Betriebswirtschaftslehre, S. 428.

<sup>352</sup> Vgl. Böhme, Risikomanagement, S. 52.

2001 konnten die Banken jedoch auf Gesamtbankebene lediglich eine Rendite von 5,1% erzielen, was im europäischen Vergleich nach Italien mit 4,2% den zweitschlechtesten Wert darstellt und mit den 21,2% von Spitzenreiter Großbritannien bei weitem nicht konkurrieren kann. Abbildung 16 zeigt die Eigenkapitalverzinsung deutscher Banken im Vergleich zu ihren europäischen Konkurrenten.

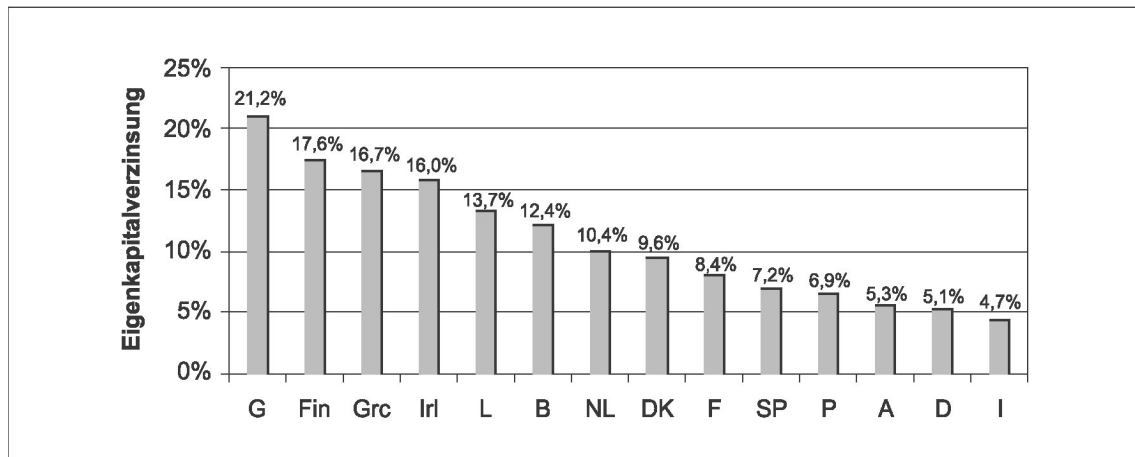


Abbildung 16: Eigenkapitalverzinsung europäischer Banken<sup>353</sup>

Aufgrund des in Abbildung 16 gezeigten hohen Rentabilitätsunterschieds deutscher und ausländischer Banken stellt sich die Frage nach den Ursachen und nach dem Unterschied der beiden Bankensysteme. Britische Banken gelten als führend in Bezug auf die Rentabilität. Die dortige Bankenlandschaft zeichnet sich durch ein Spezialbankensystem aus, bei dem sich einzelne Institute auf ein Geschäftsfeld spezialisieren. Deutschland hingegen verfügt über das bereits erwähnte Universalbankensystem.<sup>354</sup> Das Filialnetz in Großbritannien ist nicht so dicht wie in Deutschland. Der Wettbewerbsdruck ist dort ebenfalls wesentlich geringer,<sup>355</sup> da dort bereits vor 20 Jahren ein Konsolidierungsprozess begann, der zur Nutzung von Skaleneffekten beitrug. Insgesamt haben britische Kreditinstitute geringere Kosten und können zusätzlich höhere Preise durchsetzen, was die besseren Margen ermöglicht.<sup>356</sup> Die oben erwähnte niedrige Eigenkapitalverzinsung deutscher Kreditinstitute ist auf mannigfaltige Gründe zurück-

<sup>353</sup> In Anlehnung an Verband der Vereine Creditreform, Europa, S. 27.

<sup>354</sup> Vgl. Achleitner, Investment Banking, S. 5; Kütter/Pyle/Weigel, Banking, S. 29; Adrian/Heidorn, Bankbetrieb, S. 20.

<sup>355</sup> Vgl. Hirschmann/Romeike, MaK, S. 13.

<sup>356</sup> Vgl. Weber, Perspektiven, S. 459.

zuführen, die im Folgenden erläutert werden.

### 3.1.1.3.2 Kostensituation

Ein Grundproblem der deutschen Banken, das die Ertragslage negativ beeinflusst, resultiert aus den zu hohen Kosten.<sup>357</sup>

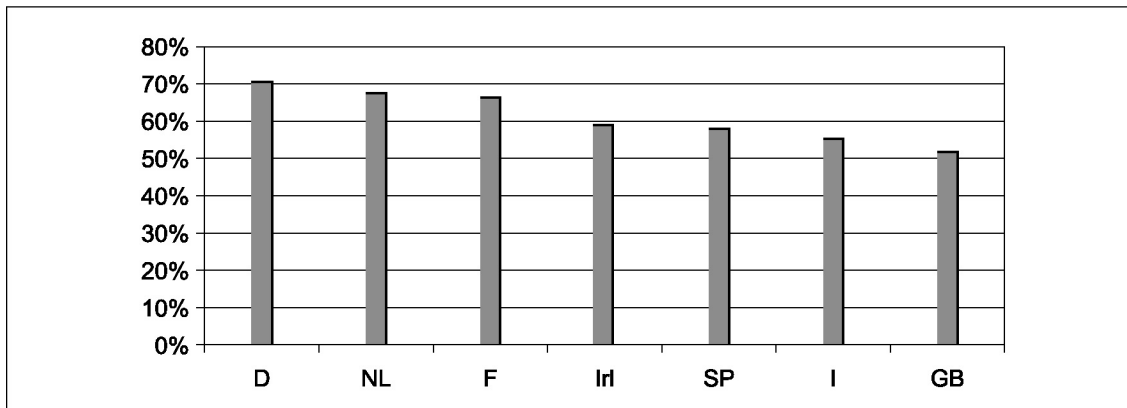


Abbildung 17: Aufwands-Ertrags-Relationen 2002<sup>358</sup>

Dies manifestiert sich in den Gewinn- und Verlustrechnungen der Banken durch hohe Aufwands-Ertrags-Relationen, die Abbildung 17 im Vergleich zu europäischen Wettbewerbern zeigt.

Ein wesentlicher Kostentreiber im Kreditgeschäft ist das oben beschriebene dichte Filialnetz in Deutschland.<sup>359</sup> Zudem wirken hohe Personalkosten im Kreditgewerbe verstärkend negativ auf die Kostensituation. Diese Kosten sind, zumindest teilweise, auf ineffiziente Organisationsstrukturen in den Instituten zurückzuführen.<sup>360</sup> Universalbanken versuchen häufig, die komplette Wertschöpfungskette im Kreditgeschäft abzudecken,<sup>361</sup> auch wenn sie in vielen Geschäftsfeldern keine Wettbewerbsvorteile besitzen.<sup>362</sup> Gerade in Bereichen wie der Abwicklungsseite werden nur geringe Skaleneffekte realisiert, was verhältnismäßig hohe Kosten verursacht. Die Kreditinstitute waren nicht in der Lage, die administrativen Kosten an die gesunkenen Erträge anzupassen, was zu einer stetigen Verschlechterung der beschriebenen Aufwands-Ertrags-Relation

<sup>357</sup> Vgl. Potthoff, Banken-Krise, S. 9.

<sup>358</sup> In Anlehnung an Bundesverband deutscher Banken, Banken, S. 30; Deutsche Bundesbank, Ertragslage, S. 25.

<sup>359</sup> Vgl. Knobloch, Immobilien-Banking, S. 58; Ernst & Young, Banken, S. 9.

<sup>360</sup> Vgl. Ernst & Young, Banken, S. 10.

<sup>361</sup> Vgl. Bundesverband deutscher Banken, Banken, S. 36.

<sup>362</sup> Vgl. Wanner, Geschäftsbereiche, S. 18.

führte.<sup>363</sup>

Ferner ist der Standardisierungsgrad von Produkten im deutschen Kreditgeschäft nicht sehr ausgeprägt. So machen im Geschäft mit mittelständischen Unternehmen die kostenintensiven maßgeschneiderten Kredite 80% des gesamten Kreditvolumens aus.<sup>364</sup>

Der Sachaufwand stieg seit Mitte der neunziger Jahre mit zweistelligen Wachstumsraten, nicht zuletzt verursacht durch die hohen IT-Investitionen, die Euro-Einführung 1999 und 2002 und durch den Jahrtausendwechsel.<sup>365</sup> Sprunghaft sind die administrativen Kosten durch regulatorisch bedingte Kostenbelastungen gestiegen, wie etwa durch die administrative Vorbereitung auf die Baseler Eigenkapitalvorschriften und durch die Erfüllung der Mindestanforderungen für das Kreditgeschäft (MaK).<sup>366</sup> Im Jahre 2000 mussten im Durchschnitt aller Kreditinstitute zwei Drittel der Erträge aus dem operativen Geschäft für den Verwaltungsaufwand aufgewendet werden. Das Betriebsergebnis vor Bewertung ist inzwischen bei allen Bankengruppen unter die Marke von 1% der durchschnittlichen Bilanzsumme gesunken, ein Niveau, das auf Dauer nicht ausreicht, um eine Bank erfolgreich zu führen, da der Puffer zur Abfederung von Risiken zu niedrig ist.<sup>367</sup> Dies ist insbesondere in den letzten Jahren vor dem Hintergrund hoher und zuletzt wieder deutlich steigender Insolvenzzahlen mehr als deutlich geworden. In der Konsequenz sind die Wertberichtigungen erheblich gestiegen. Im Einzelnen nahmen die Abschreibungen und Wertberichtigungen um 12,0 Mrd. € auf 34,5 Mrd. € deutlich zu.<sup>368</sup>

Banken stehen daher unter Druck, ihre Margen zu erhöhen, da die unzureichende Eigenkapitalrendite der Vergangenheit künftig in geringerem Maße toleriert und sich das Bankgeschäft nicht mehr am Kreditvolumen sondern an RoE-Kennzahlen bemisst.<sup>369</sup> Zudem sind die Refinanzierungskosten vieler Kre-

---

<sup>363</sup> Vgl. Bundesverband deutscher Banken, Banken, S. 32.

<sup>364</sup> Vgl. Simons, Kreditfabrik, S. 1.

<sup>365</sup> Vgl. Weber, Perspektiven, S. 457.

<sup>366</sup> Rechtsgrundlage für die MaK ist §25a KWG für besondere organisatorische Pflichten. Darin werden eine ordnungsgemäße Geschäftsorganisation sowie geeignete Regelungen zur Steuerung, Überwachung und Kontrolle der Risiken gefordert. Siehe hierzu ausführlich Groß, Mindestanforderungen, S. 94 ff.

<sup>367</sup> Vgl. Weber, Bankenmarkt, S. 457.

<sup>368</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank, Ertragslage, S. 26.

<sup>369</sup> Vgl. Plessner, Entwicklungen, S. 668.

ditinstitute aufgrund von durch die Rentabilitätskrise bedingte Herabstufungen des eigenen Ratings angestiegen.<sup>370</sup> Diese höheren Kosten werden tendenziell an die Kreditnehmer weitergegeben.<sup>371</sup> Durch die verbesserte Risikomessung und -einpreisung der jüngsten Vergangenheit konnten die Banken ihre Nettoszinsmarge von Mitte 2001 bis Ende 2003 um 0,25% bis 0,40% steigern<sup>372</sup>. Die jedoch immer noch unbefriedigende Margensituation bei der Kreditvergabe manifestiert sich sehr gut am Beispiel der Senkung des zentralen Leitzinses der Europäischen Zentralbank (EZB) um 0,50%<sup>373</sup> auf 2,75% am 5. Dezember 2002.<sup>374</sup> Bereits im Vorfeld kam es zu Spekulationen, dass die Kreditinstitute die geringeren Zinskosten nur zum Teil an ihre Kunden weitergeben würden<sup>375</sup>, um die eigene Marge zu erhöhen und somit die Ertragssituation zu verbessern.<sup>376</sup> Im Anschluss an die Entscheidung der EZB sagte Dr. Rolf-Ernst Breuer, Präsident des Bundesverbandes deutscher Banken (BdB), dass die deutschen Banken die Zinssenkung nicht an ihre Kunden weitergeben würden.<sup>377</sup> Lediglich eine verbesserte konjunkturelle Lage sowie weitere Leitzinssenkungen seitens der EZB generierten ausreichend Spielraum zur teilweisen oder kompletten Weitergabe der gesunkenen Refinanzierungskosten an die Kunden.<sup>378</sup> Entgegen dieser Aussage sehen sich viele Institute dennoch durch den Wettbewerb dazu genötigt, die Zinssenkung, zumindest partiell, weiterzugeben.<sup>379</sup>

### 3.1.1.3.3 Konjunkturelle Entwicklung

Die Geschäftslage der deutschen Kreditinstitute ist maßgeblich abhängig von der vorherrschenden konjunkturellen Lage.<sup>380</sup> So zeigt der Verlauf der Kurven des trendbereinigten BIP und der Ausreichung von Krediten an den privaten

---

<sup>370</sup> Vgl. Everling, Rating, S. 15; Everling, Bankrenditen, S. 35 ff.

<sup>371</sup> Vgl. Frieß/Lüdke, Bankenbefragung, S. 5.

<sup>372</sup> Vgl. Masarwah, Mittelstandsgeschäft, S. 7.

<sup>373</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank, Ertragslage, S. 23.

<sup>374</sup> Vgl. Deutsche Presse-Agentur, Zinsen, S. 25.

<sup>375</sup> Vgl. o. V., Zinsschritt, S. 23.

<sup>376</sup> Vgl. Fehr, Börsenwoche, S. 21.

<sup>377</sup> Vgl. Lebert, Zinssenkung, S. 22.

<sup>378</sup> Vgl. Deutsche Presse-Agentur, Zinsen, S. 25.

<sup>379</sup> Vgl. Heismann, Zinsschritt, S. 20.

<sup>380</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, S. 15 ff.

Sektor deutliche Parallelen.<sup>381</sup> Bereits seit zehn Jahren lässt sich in Deutschland ein relativ geringes Wirtschaftswachstum von durchschnittlich 1,5% jährlich beobachten. Höchstwerte wie zu Beginn der neunziger Jahre konnten seitdem nicht wieder erreicht werden. Abbildung 18 zeigt diese Entwicklung in graphischer Form.<sup>382</sup>

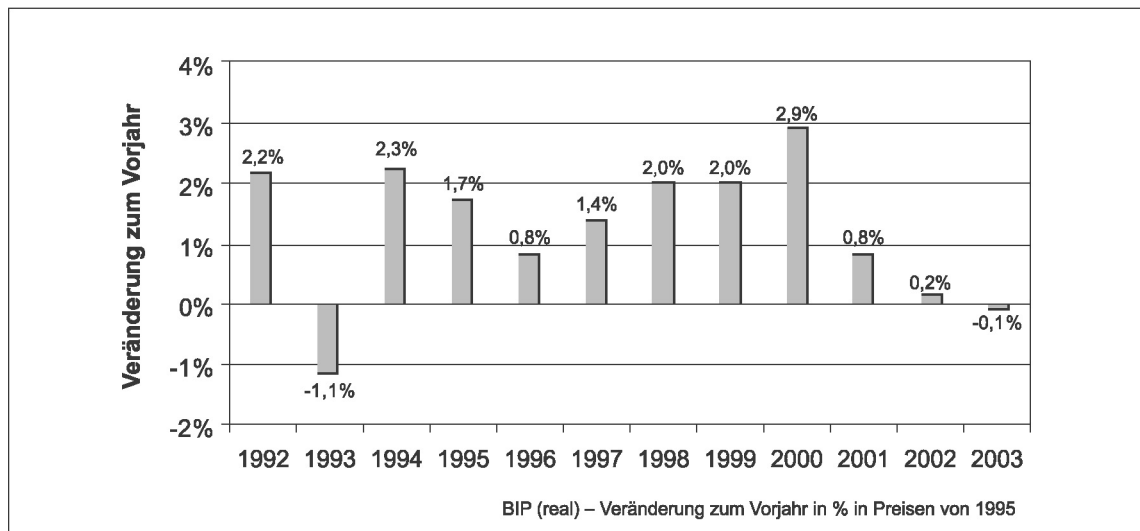


Abbildung 18: Konjunkturelle Entwicklung in Deutschland<sup>383</sup>

Seit etwa drei Jahren befindet sich die deutsche Wirtschaft in einer Stagnationsphase. In 2003 ging die gesamtwirtschaftliche Produktion sogar leicht zurück, und die Beschäftigung nahm weiter ab. Maßgeblich hierfür waren u. a. die ungünstigen außenwirtschaftlichen Rahmenbedingungen.<sup>384</sup> So dämpften die Unsicherheiten im Zusammenhang mit dem Konflikt im Irak und die anhaltende Aufwertung des Euro die Nachfrage aus dem Ausland und führten zu einem Einbruch bei der Ausfuhr.<sup>385</sup> Auch die Binnenkonjunktur war schwach. Bei fortgesetztem Rückgang der Beschäftigung nahmen die verfügbaren Einkommen nur geringfügig zu. Mit Ausnahme des ersten Quartals stagnierte der private Konsum und die Geschäftserwartungen der Unternehmen blieben verhalten.<sup>386</sup>

Vor diesem Hintergrund dieser Situation prognostizieren die führenden Wirt-

<sup>381</sup> Vgl. Verband der Vereine Creditreform, S. 27.

<sup>382</sup> Vgl. Böhme, Risikomanagement, S. 52.

<sup>383</sup> Quelle: Statistisches Bundesamt, Bruttoinlandsprodukt, S. 7.

<sup>384</sup> Vgl. Dullien/Krosta, Rezession, S. 1. Aufgrund der Wachstumsprobleme und der stabilen Entwicklung der Inflation wird auch mittelfristig mit tendenziell sinkenden Leitzinsen gerechnet. Vgl. Krosta/Major, Wachstumsprognose, S. 17.

<sup>385</sup> Vgl. Schieritz, Rezession, S. 9.

<sup>386</sup> Siehe hierzu ausführlich: Institut für Wirtschaftsforschung, Pressemitteilung.



schaftsforschungsinstitute der Bundesrepublik Deutschland, dass die gesamtwirtschaftliche Produktion im Durchschnitt des Jahres 2004 nur moderat zunehmen wird.<sup>387</sup>

Diese Wachstumsschwäche hat negative Auswirkungen auf die Ertragssituation der Banken und auf die Nachfrage nach Krediten. Zudem haben auch die Kreditrisiken signifikant zugenommen, was sich anhand der hohen Zahl von Insolvenzen manifestiert.<sup>388</sup>

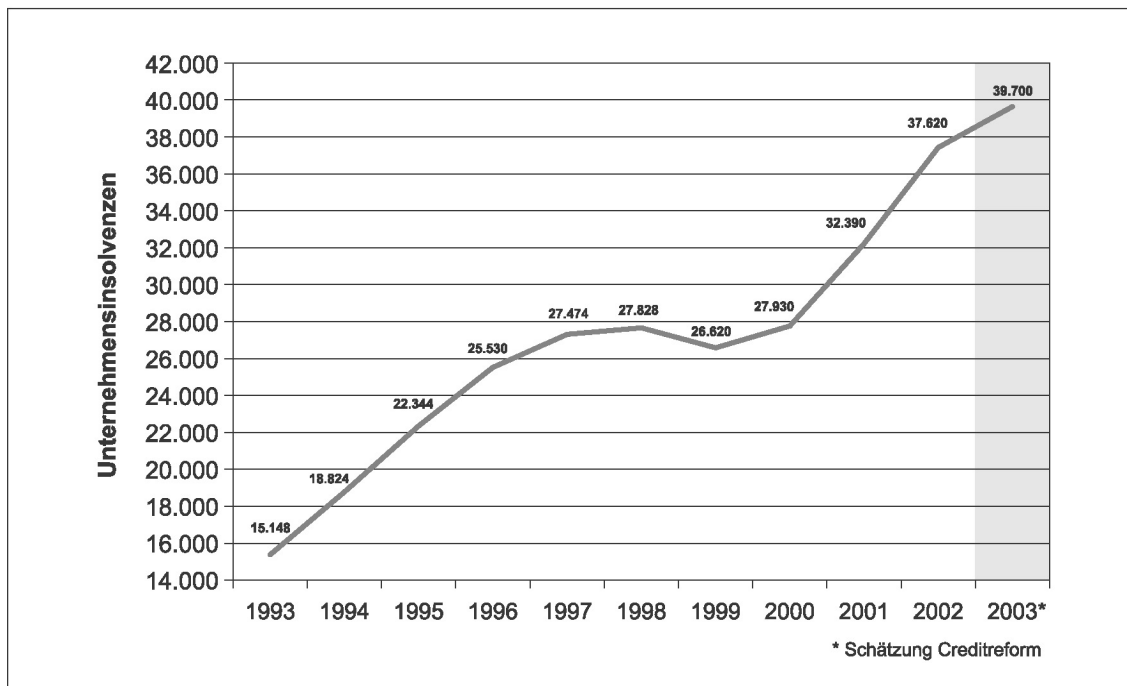


Abbildung 19: Unternehmensinsolvenzen in Deutschland<sup>389</sup>

Diese erfuhr einen nahezu kontinuierlichen Anstieg von 15.148 in 1993 auf 37.620 in 2002, was einem durchschnittlichen jährlichen Anstieg von 10,6% entspricht.<sup>390</sup> Im Vergleich zum Vorjahr mit 32.390 Fällen entspricht dies einem Anstieg von 16,15%.<sup>391</sup> Damit erreichte die Anzahl der Insolvenzen in 2002 einen neuen Höchststand, was aus Abbildung 19 hervorgeht. Für 2003 rechnet

<sup>387</sup> Vgl. Institut für Wirtschaftsforschung, Pressemitteilung, S. 2.

<sup>388</sup> Vgl. Bundesverband deutscher Banken, Banken, S.28.

<sup>389</sup> Quelle: Verband der Vereine Creditreform e. V.

<sup>390</sup> Geschätzter Wert von Verband der Vereine Creditreform e. V.

<sup>391</sup> Vgl. Bretz, Insolvenzen Jahr 2002, S. 39. Abbildung 19 zeigt den konstanten Anstieg der Insolvenzen in Deutschland seit 1991. Der sprunghafte Anstieg der Insolvenzen im Jahr 2002 ist zumindest teilweise auch auf rechtliche Abänderungen in der Insolvenzordnung zurückzuführen. Die Vereinfachung des Verbraucher-Insolvenzverfahrens führte zu einer erhöhten Zahl von Verbraucherinsolvenzen.

der Verband der Vereine Creditreform mit 39.700 Unternehmensinsolvenzen.<sup>392</sup>

Mit diesen Werten übertrifft Deutschland sowohl hinsichtlich der absoluten Gesamtzahl als auch hinsichtlich der Wachstumsrate der Insolvenzen die anderen Mitgliedsländer der Europäischen Union. Zudem befanden sich unter den zehn größten Unternehmensinsolvenzen 2002 innerhalb der Europäischen Union sieben deutsche Unternehmen.<sup>393</sup>

Das leicht zurückgehende Wachstum bei Kreditvergaben ist großteils<sup>394</sup> auf die aktuelle schlechte konjunkturelle Entwicklung und die daraus folgende schwächere Nachfrage nach Krediten zurückzuführen.<sup>395</sup> Auch die kontinuierlichen Leitzinssenkungen der Europäischen Zentralbank konnten diese Entwicklung bisher nicht verhindern.<sup>396</sup> Das langsame Wachstum der deutschen Wirtschaft wird ebenfalls durch das Erfordernis erhöhter Risikovorsorge bei der inländischen Kreditvergabe reflektiert.<sup>397</sup>

#### 3.1.1.3.4 Unzureichende Risikomessung

Ein wichtiger Faktor, der die Ertragskrise mitverursacht hat, ist, dass die Kreditvergabe in der Vergangenheit in einem zu geringen Maße am Risiko des Kreditnehmers orientiert war.<sup>398</sup> Häufig auftretende Probleme sind die nicht vorhandene Verbindung von Ratingurteilen und Ausfallwahrscheinlichkeiten sowie subjektive Bonitätsermittlungen.<sup>399</sup> Sowohl öffentlich-rechtliche Institute als auch private Großbanken basierten ihre Kreditvergabeentscheidungen zudem auf anderen Faktoren. Beispielsweise hatte für einige Bankvorstände die Bilanzsumme Vorrang vor dem riskobereinigten Gewinn, um Wachstum zu zeigen.<sup>400</sup> Kleinere Institute hatten in der Vergangenheit (und haben noch immer) zum Teil keine oder lediglich schlechte Ratingsysteme. Dies resultiert sowohl aus dem hohen Aufwand als auch aus dem zu geringen zur Verfügung stehen-

---

<sup>392</sup> Geschätzter Wert von Verband der Vereine Creditreform e.V.; Siehe o. V., Pleiten, S. 1.

<sup>393</sup> Vgl. o. V., Pleiten, S. 1.

<sup>394</sup> Aufgrund einer gestiegenen Zahl von Kreditausfällen in bestimmten Bereichen verlangen die Kreditinstitute jedoch zum Teil mehr Sicherheiten oder eine Adjustierung der Kreditkonditionen. Vgl. Meister, Aktuelle Aspekte, S. 4.

<sup>395</sup> Vgl. Meister, Aktuelle Aspekte, S. 3f.

<sup>396</sup> Vgl. Meister, Finanzierungsmöglichkeiten, S. 3.

<sup>397</sup> Vgl. Remsperger, Germany, S. 20 f.

<sup>398</sup> Vgl. Weber, Strukturwandel, S. 398 ff.

<sup>399</sup> Vgl. o. V., Banken, S. 26.

<sup>400</sup> Vgl. Roth, Bankkredit, S. 11.

den statistischen Datenbestand, der für ein funktionierendes System zwingende Grundvoraussetzung ist. Dies führte einerseits zu einer fehlerhaften Einschätzung von Kreditengagements und andererseits dazu, dass beispielsweise Klumpenrisiken unentdeckt blieben. Aber auch bei Großbanken kam es zu Problemen. Diese besaßen zwar in der Vergangenheit bereits Ratingsysteme, welche jedoch nicht immer optimal waren und nicht durchgängig nach derselben Praxis gehandhabt wurden. Zudem wurde die Kreditrisikosteuerung wegen mangelnder regulatorischen Notwendigkeit nur in unzureichendem Maße koordiniert. Andere Institute, wie Sparkassen und Genossenschaftsbanken, nutzen einfache Ratingsysteme, während kleine Institute noch immer keine Risikoprüfungssysteme implementiert haben.<sup>401</sup>

Die unzureichende Messung des Risikos der Vergangenheit und der Gegenwart führt gerade in einer wie der unter Punkt 3.1.1.3.3 beschriebenen konjunkturellen Baisse zu entsprechenden Rentabilitätsproblemen im Kreditgewerbe. Dies manifestiert sich darin, dass viele Kreditinstitute momentan ein hohes Kreditvolumen besitzen, für das - insbesondere vor dem Hintergrund der o. g. Insolvenzzahlen - eine hohe Risikovorsorge getroffen werden muss. Eine konstante Risikovorsorge wäre aufgrund der Defizite in den Ratingsystemen der Vergangenheit nicht ausreichend.<sup>402</sup> Daher weiteten die deutschen Banken die Risikovorsorge im Laufe des Jahres 2003 erneut kräftig aus.<sup>403</sup> Dabei nahm der Netto-Bewertungsaufwand im vergangenen Jahr außerordentlich zu. Abbildung 20 zeigt, dass er insgesamt 31,5 Mrd. € lag, was einem Anstieg um 11,7 Mrd. € oder 59,5% gegenüber 2001 entspricht.

---

<sup>401</sup> Vgl. Frien/Lüdke, Bankenbefragung, S. 12.

<sup>402</sup> Beispielsweise musste die Deutsche Bank ihre Risikovorsorge im dritten Quartal 2002 von 135 Millionen Euro auf 790 Millionen Euro erhöhen. Die HypoVereinsbank, die das größte Kreditportfolio aller deutschen Banken besitzt, musste ihre Vorsorge im gleichen Zeitraum sogar von 2,5 Milliarden Euro auf 3,3 Milliarden Euro erhöhen. Vgl. o. V., Banken, S. 26.

<sup>403</sup> Vgl. Otto/Schwarz/Storbeck, Bankenkrise, S. 22.

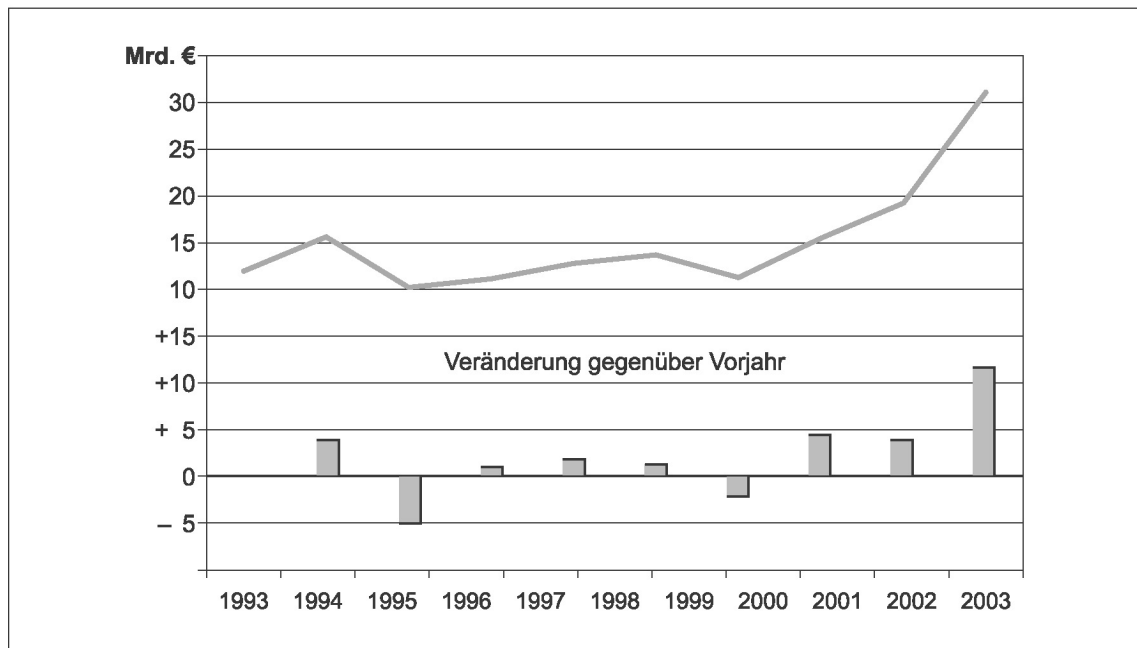


Abbildung 20: Risikovorsorge der deutschen Kreditinstitute<sup>404</sup>

Die gestiegene kreditbedingte Risikovorsorge belastet das Betriebsergebnis der Banken in erheblichem Maße.<sup>405</sup>

### 3.1.1.3.5 Preisgestaltung der Kreditzinsen

Im Hinblick auf das in Deutschland vorherrschende Universalbankprinzip<sup>406</sup> ist die Preisfindung bzw. die Gestaltung der Kreditzinssätze zu erwähnen. Die Grundintention der Institute ist eine risikoorientierte Preisfindung für den Kreditzins. Dazu berechnet ein Kreditinstitut eine Deckungsbeitragsvorgabe, wodurch der mindestens erforderliche Zinssatz für einen Kredit ermittelt wird.<sup>407</sup> Trotz der allgemeinen Margensituation wird dieser kostendeckende Zinssatz von einigen Kreditinstituten bewusst unterlaufen, um Kunden zu gewinnen. Diese Geschäftspolitik resultiert aus der Erwartung, mit dem Kreditnehmer durch „Cross-Selling“ ertragreiche Geschäfte über weitere Bankprodukte bzw. in anderen Geschäftsbereichen zu generieren. Somit erfolgt eine „Quersubventionierung“ innerhalb des Kreditinstituts. Diese wird exakt berechnet, damit sich jeder vergünstigte Kredit mittelfristig für die Bank rechnet und der Deckungsbeitrag eines

<sup>404</sup> In Anlehnung an Deutsche Bundesbank, Ertragslage, S. 26.

<sup>405</sup> Vgl. Oehler, Risikomanagement, o. S.

<sup>406</sup> Vgl. Bretz, Europa, S. 27.

<sup>407</sup> Zur Kalkulation eines Zinssatzes siehe Kapitel 2.2.5.2.

Kunden auf Gesamtbankebene zufriedenstellend ist.<sup>408</sup> Diese aggressive Preissetzung hat eine Verminderung der Rentabilität für alle Wettbewerber im Kreditgeschäft zur Folge, kann jedoch auf Gesamtbankebene einen positiven Einfluss auf die Eigenkapitalrentabilität ausüben. Das „Cross-Selling“ innerhalb eines Instituts wird auch in Zukunft eine wichtige Rolle spielen. Eine Befragung von Kreditinstituten, die insgesamt 70% des deutschen Marktes abdecken, ergab, dass sämtliche Institute mit einem Portfolio aus mehreren Produkten auch zukünftig aus „Cross-Selling“-Motiven Kreditmargen akzeptieren, die unterhalb der gewünschten Eigenkapitalrendite liegen.<sup>409</sup>

### 3.1.2 Die Branche der Projektentwickler

#### 3.1.2.1 Die Struktur der Projektentwicklerbranche

Die relativ hohe Zahl von etwa 600 Unternehmen, die bundesweit zur Projektentwicklerbranche gezählt werden können, lässt auf eine entsprechend hohe Rivalität unter den Wettbewerbern in Bezug auf entwicklungsfähige Grundstücke, das erforderliche Kapital und die potenziellen Mieter und Investoren schließen.<sup>410</sup> Diese These kann auch vor dem Hintergrund aufrechterhalten werden, dass sich die Unternehmen nicht sämtlich im Bereich der Projektentwicklung von Gewerbeimmobilien engagieren. Der überwiegende Anteil der zur Projektentwicklerbranche gehörenden Unternehmen wird durch kleine und mittelständische Bauträger repräsentiert.<sup>411</sup>

#### 3.1.2.2 Wettbewerbsanalyse

Branchenstrukturanalysen spielen im Rahmen des strategischen Managements von Projektentwicklungsunternehmen eine zentrale Rolle.<sup>412</sup> Eine Branchen-

---

<sup>408</sup> Vgl. Frie/Lüdke, Bankenbefragung, S. 28.

<sup>409</sup> Vgl. Frie/Lüdke, Bankenbefragung, S. 28.

<sup>410</sup> Vgl. Gop, Märkte, S. 22.

<sup>411</sup> Problematisch und gleichzeitig charakteristisch für diese Branche ist es, dass es praktisch keine verfügbaren Statistiken gibt. Dies betrifft die Anzahl der in Deutschland aktiven Projektentwicklungsunternehmen und insbesondere Daten und Erfolgskennzahlen dieser Unternehmen. In der Statistik des Statistischen Bundesamtes werde lediglich Zahlen zur Bauwirtschaft erhoben, die daher oftmals als Indikator für die Projektentwicklungsbranche verwendet werden.

<sup>412</sup> Siehe hierzu ausführlich Isenhöfer, Strategisches Management, S. 190 ff.

strukturanalyse in Anlehnung an Porter und Isenhöfer wird hier durchgeführt, um die aktuelle Wettbewerbssituation der Projektentwicklungsunternehmen in Deutschland besser darstellen und einschätzen zu können. Damit wird die Ausgangssituation erläutert, vor der die Neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung die Projektentwicklungsunternehmen betrifft.

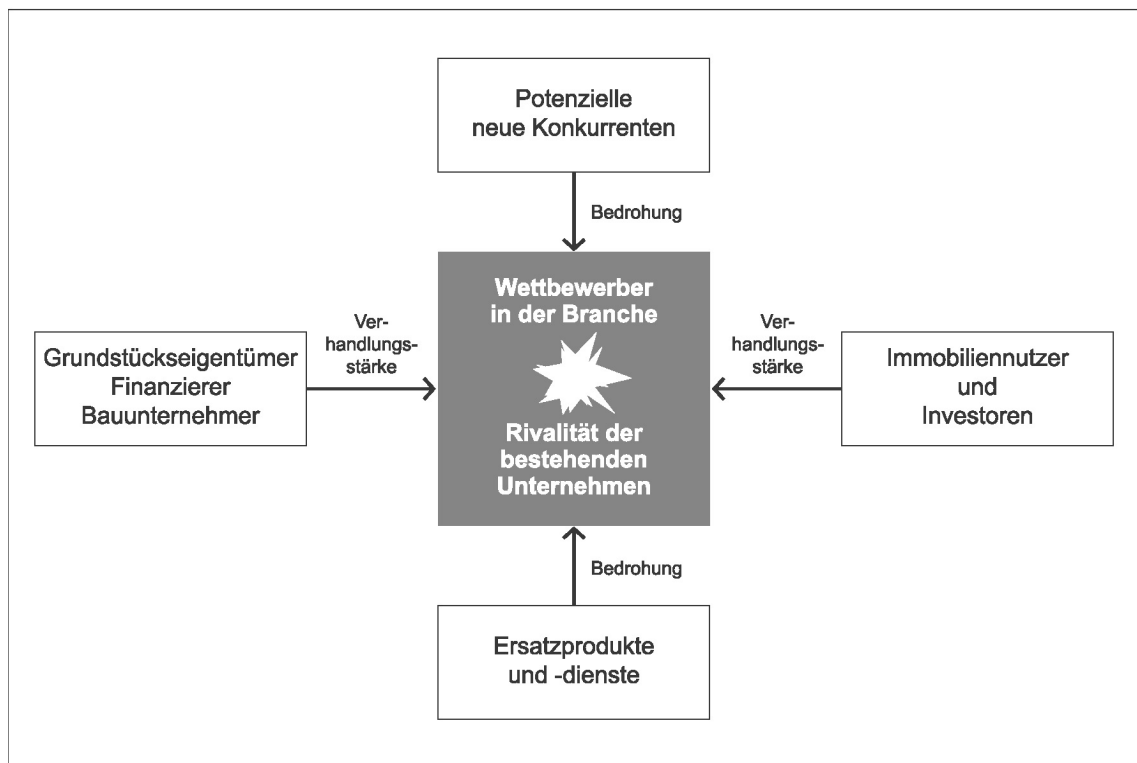


Abbildung 21: Wettbewerbskräfte der Projektentwicklerbranche<sup>413</sup>

In Anlehnung an Isenhöfer fasst Abbildung 21 die in der Projektentwicklerbranche wirkenden Wettbewerbskräfte zusammen, die im Folgenden vorgestellt werden. In der Branche der Projektentwicklungsunternehmen besteht eine hohe Wettbewerbsintensität. Das Ziel der Projektentwicklungsunternehmen, die als Trader Developer agieren und Projekte auf eigenen Namen und auf eigene Rechnung entwickeln, ist die Erstellung und Veräußerung von Projekten. Dabei stehen sie in starker Konkurrenz zueinander, denn sie bedienen einen relativ kleinen Markt mit der Erstellung von Produkten, die in Bezug auf Zeit und Raum fixiert sind und zudem den Einsatz hoher Kapitalbeträge erfordern.<sup>414</sup> Über die

<sup>413</sup> In Anlehnung an Porter, Wettbewerbsstrategie, S. 26 und Isenhöfer, Strategisches Management, S. 191.

<sup>414</sup> Vgl. Isenhöfer, Strategisches Management, S. 92; Isenhöfer/Väth, Projektentwicklung, S. 175. Schulte/Bone-Winkel/Rottke, Grundlagen der Projektentwicklung, S. 49 ff.

Nachfrage der projektierten Immobilie besteht dabei vor der Projektinitiierung große Unsicherheit, denn sie ist von zahlreichen exogenen Faktoren, wie der konjunkturellen Lage bzw. Immobilienzyklen, von Nutzerpräferenzen, technologischem Wandel u. ä. abhängig.

Projektentwicklungsunternehmen erwächst seit einigen Jahren verstärkt Konkurrenz durch Unternehmen, deren Kerngeschäft nicht die Projektentwicklung ansich ist. Hierbei handelt es sich beispielsweise um Baukonzerne, die im Zuge der Vorwärtsintegration eigene Tochterunternehmen für die Projektentwicklung gegründet haben, um auf diese Weise nicht zuletzt die vorhandenen Baukapazitäten besser auslasten zu können.<sup>415</sup> Darüber hinaus haben auch institutionelle Immobilieninvestoren, in erster Linie die offenen Immobilienfonds, im Zuge der Rückwärtsintegration eigene Projektentwicklungsabteilungen aufgebaut, um insbesondere dem Mangel an für Fonds geeigneten Immobilien decken zu können.<sup>416</sup>

Von einer Bedrohung durch Ersatzprodukte kann in der Projektentwicklerbranche nur begrenzt ausgegangen werden, da echte Substitute, die die gleichen Funktionen wie Immobilien erfüllen, nicht existieren. Daher wird es permanent einen Bedarf an Wohn-, Arbeits- und Einkaufsflächen geben. Vor dem Hintergrund steigender Leerstandsrate, die maßgeblich auf die in Punkt 3.1.1.3.3 erwähnte konjunkturelle Entwicklung zurückgehen, stellt sich aus der Perspektive der Projektentwicklungsunternehmen allerdings die Frage, in welchem Maße zur Deckung dieses Bedarfs neue Projektentwicklungen erforderlich sind. Hier liegt die Vermutung nahe, dass Revitalisierungen von Bestandsobjekten gegenüber Neubauten an Bedeutung gewinnen werden.<sup>417</sup> Unter Zugrundelegung der in Punkt 2.3.1 gewählten Projektentwicklungsdefinition stellen Revitalisierungen jedoch keine Substitute dar, sondern sie bedeuten eine Verlagerung des Aufgabenschwerpunktes der Unternehmen.

Substitutionseffekte im Bereich der Projektentwicklung von Gewerbeimmobilien sind vielmehr durch die erheblichen Änderungen in der Informations- und

---

<sup>415</sup> Vgl. Isenhöfer, Strategisches Management, S. 210; Gop, Bauriesen, S. 7 ff.

<sup>416</sup> Vgl. Holzner, Immobilienfonds, S. 7. Mit den Chancen und Risiken eines Engagements offener Immobilienfonds in der Projektentwicklung setzt sich Bone-Winkel (Projektentwicklung, S. 229 ff.) ausführlich auseinander.

<sup>417</sup> Vgl. Interview mit Herrn Stephan Bone-Winkel.

Kommunikationstechnologie zu erwarten. So stellt in einigen Branchen der eigene Büroarbeitsplatz durch die Zunahme von Heimarbeitsplätzen und Sharing-Konzepte längst keine Selbstverständlichkeit mehr dar. Auswirkungen haben diese Technologien auch auf Einzelhandelsimmobilien durch die rasante Zunahme des E-Commerce, d. h. durch den internetbasierten Verkauf von Gütern und Dienstleistungen, der tendenziell zu einem abnehmenden Flächenbedarf führt.<sup>418</sup> Wird sich diese Entwicklung so fortsetzen, kann in Verbindung mit langfristig sinkenden Bevölkerungszahlen in Deutschland mit einer abgeschwächten Nachfrage nach neuen Gewerbeflächen und den damit verbundenen Konsequenzen für das Projektentwicklungspotenzial gerechnet werden.<sup>419</sup>

Als „Lieferanten“ für Projektentwicklungsunternehmen können Grundstückseigentümer, die Öffentliche Hand, Immobilienfinanciers und Bauunternehmen betrachtet werden. Diese können über die Androhung von Preiserhöhungen oder durch Qualitätssenkungen Druck auf die Branche ausüben.<sup>420</sup> Ein hoher Konzentrationsgrad und/oder eine marktbeherrschende Stellung ist seitens der durch akuten Auftragsmangel gezeichneten Bauunternehmen und Baustofflieferanten grundsätzlich nicht feststellbar. Erforderliche Bauleistungen können Projektentwicklungsunternehmen von einer Vielzahl von Bauunternehmen beziehen. In Bezug auf die Finanzierung von gewerblichen Projektentwicklungen ist allerdings eine zunehmende Konzentration und ein restriktiveres Kreditvergabeverhalten zu beobachten, worauf ausführlich unter Punkt 3.3.2 eingegangen wird. Die tendenzielle Abnahme der Anzahl von Bankadressen in der gewerblichen Immobilienfinanzierung, führt seitens der verbleibenden Financiers zu größerer Verhandlungsmacht.<sup>421</sup>

Über eine ausgeprägte Verhandlungsstärke verfügen jedoch in Einzelfällen die Grundstückseigentümer. Grundstücke werden zwar durch eine Vielzahl verschiedener Anbieter - wie Kommunen, Unternehmen und Privaten - angeboten, jedoch machen die lagebedingten Charakteristika nur bestimmte Grundstücke

---

<sup>418</sup> Demgegenüber hat der Flächenbedarf nach Logistikimmobilien durch diese Entwicklung in den letzten Jahren stark zugenommen, da die Online-Anbieter zur Abwicklung des Warenumschlags über entsprechende Logistikzentren verfügen müssen.

<sup>419</sup> Vgl. Deutsche Bank Research, Demografie, S. 22.

<sup>420</sup> Vgl. Porter, Wettbewerbsstrategie, S. 54. Siehe hierzu ausführlich Isenhöfer, Strategisches Management, S. 202.

<sup>421</sup> Vgl. Bone-Winkel, Oligopol, S. 5. Siehe Kapitel 4.



für Projektentwicklungsunternehmen interessant, so dass um diese ein erheblicher Wettbewerb entstehen kann.<sup>422</sup>

Für Trader Developer, die den Verkauf einer zu entwickelnden Gewerbeimmobilie anstreben, kann der Kreis potenzieller Investoren begrenzt sein. Insbesondere bei großvolumigen Projektentwicklungen lassen sich häufig nur an eine kleine Zahl in Frage kommender Investoren veräußern, so dass in solchen Fällen von einer Verhandlungsmacht der Abnehmer ausgegangen werden kann. Vor dem Hintergrund der Zyklizität der Nachfrage, die in der Projektentwicklung wesentlich stärker ausgeprägt ist als in anderen Wirtschaftszweigen,<sup>423</sup> lässt sich ableiten, dass in schwachen Marktphasen eine überlegene Verhandlungsposition der Nachfrager von Projektentwicklungen zu beobachten ist.<sup>424</sup>

### 3.1.2.3 Die Situation der Projektentwicklerbranche

Aus der oben geschilderten Wettbewerbslage ist eine kritische Situation der Branche abzuleiten. Diese wird nachfragebedingt durch eine sinkende Flächen- nachfrage und in der Konsequenz durch einen geringeren Bedarf an Neubau- fläche allimentiert.

In den fünf deutschen Immobilienhochburgen war die Nettoabsorption an Büro- flächen im ersten Halbjahr 2003 negativ. Abbildung 22 zeigt die Entwicklung der Nettoabsorption, des Leerstandsvolumens und der Vermietungsumsätze für die fünf deutschen Immobilienhochburgen. Es wurden mehr Büroflächen freigesetzt als zusätzlich genutzt. Folglich hat sich das Leerstandsvolumen drastisch er- höht. In Summe stehen in den fünf deutschen Großstädten etwa 5 Mio. m<sup>2</sup> kurz- fristig zur Verfügung.<sup>425</sup>

---

<sup>422</sup> Die Attraktivität der Projektentwicklerbranche hängt auch von der Verhandlungsstärke der als Abnehmer agierenden Immobiliennutzer und -investoren ab, da diese über die Aushandlung der Vertragsmodalitäten Einfluss auf die Rentabilität einzelner Projektentwicklungsunternehmen und damit auch der Branche insgesamt nehmen. Siehe hierzu ausführlich Isenhöfer, Strategisches Management, S. 204.

<sup>423</sup> Siehe hierzu ausführlich Rottke/Wernecke, Projektentwicklung, S. 12.

<sup>424</sup> Es handelt sich hierbei jedoch um kein dauerhaftes Phänomen, da im Zuge einer Erholung des Marktes auch die Verhandlungsstärke der Projektentwickler wieder steigt.

<sup>425</sup> Vgl. Jones Lang LaSalle, Immobilienhochburgen, S. 4.

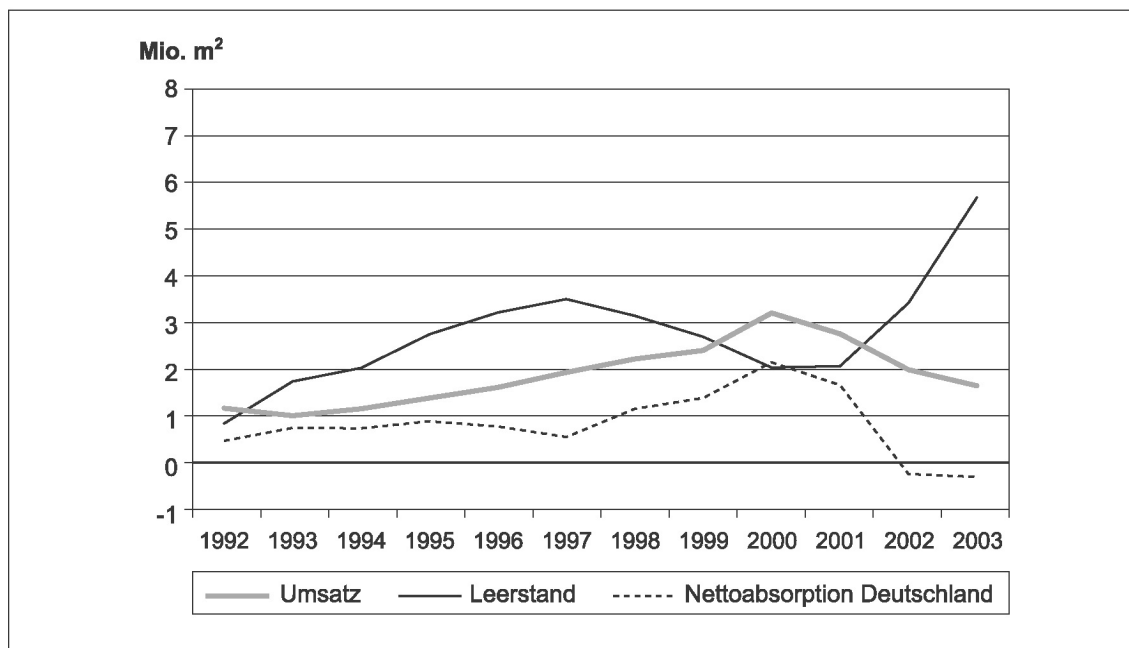


Abbildung 22: Entwicklung der deutschen Büroimmobilienmärkte<sup>426</sup>

Damit erhöhte sich das Leerstandsvolumen gegenüber dem Vorjahr um 66%. Diese Entwicklung geht einher mit fallenden Mieten. Tabelle 4 zeigt, dass die Entwicklung der Neuanfragen und der Spitzenmieten in allen fünf deutschen Großstädten negativ war.

	Neuanfragen (m²)				Spitzenmietpreis in 1A-Lagen (EUR/m²/Monat)			
	2002	Q1–3 2002	Q1–3 2003	%	2002	Q1–3 2002	Q1–3 2003	%
Berlin	330.200	269.700	172.900	–35,9	24,00	25,00	22,00	–12,0
Düsseldorf <sup>1)</sup>	247.400	211.500	219.200	3,6	23,00	23,00	22,00	–4,3
Frankfurt/Main <sup>2)</sup>	486.300	403.800	278.200	–31,1	42,50	42,50	36,00	–15,3
Hamburg	405.600	332.600	256.900	–22,8	20,50	20,50	20,00	–2,4
München Region	357.100	274.100	226.600	–17,3	31,50	32,00	30,00	–6,3

<sup>1)</sup> inkl. Ratingen, Neuss, Erkrath und Hilden    <sup>2)</sup> inkl. Eschborn und Kaiserlei

Tabelle 4: Entwicklung der Neuanfragen und Spitzenmieten<sup>427</sup>

Eine allgemeine Trendumkehr ist grundsätzlich noch nicht erkennbar. Hierzu wäre ein allgemeiner wirtschaftlicher Aufschwung nötig.<sup>428</sup> Die unter Punkt 3.1.1.3.3 beschriebene konjunkturelle Entwicklung rechtfertigt allerdings keine zu großen Erwartungen.

<sup>426</sup> In Anlehnung an Jones Lang LaSalle, Immobilienhochburgen.

<sup>427</sup> Quelle: Jones Lang LaSalle, Immobilienhochburgen, S. 4.

<sup>428</sup> Vgl. Jones Lang LaSalle, Immobilienhochburgen, S. 7.

Vor dem Hintergrund der krisenhaften Situationen der Bankenbranche und der Branche der Projektentwicklungsunternehmen betrifft die Neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung beide Branchen unmittelbar und mittelbar.<sup>429</sup> Ein spürbar zurückhaltendes Kreditvergabeverhalten der Kreditinstitute erschwert zudem den Zugang zu Fremdfinanzierungsmitteln.<sup>430</sup> In diesem Zusammenhang fällt immer wieder das Schlagwort „Basel II“. Im Folgenden werden die Struktur und die Inhalte der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung erläutert, wobei schwerpunktmäßig auf die für die Finanzierung von Gewerbeimmobilien relevanten Punkte eingegangen wird.

### 3.2 Grundstruktur der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung

#### 3.2.1 Anwendungsbereich des neuen Akkords<sup>431</sup>

Im Gegensatz zu Basel I, das konzeptionell ursprünglich auf international agierende Banken ausgelegt war, umfasst der Adressatenkreis von Basel II sämtliche „[...] bedeutenden Bank- und Finanzdienstleistungsinstitute.“<sup>432</sup> Hierdurch wird einerseits der Adressatenkreis von Banken auf sonstige Finanzdienstleistungsinstitute und Finanz- und Bankholdinggesellschaften ausgeweitet.<sup>433</sup> Andererseits tritt durch Basel II anstatt der internationalen Betätigung die Marktstellung eines Instituts in den Vordergrund. Auch rein national operierende Kreditinstitute werden den neuen Eigenkapitalrichtlinien unterworfen sein, da die EU-Kommission die Intention hat, die Regelungen von Basel II ohne Ände-

---

<sup>429</sup> Der Bankensektor ist durch Basel II unmittelbar betroffen. Projektentwicklungsunternehmen sind als Kreditnehmer bedingt durch die Auswirkungen von Basel II auf das Kreditvergabeverhalten der Banken indirekt bzw. mittelbar betroffen.

<sup>430</sup> Vgl. Interview mit Herrn Wolfgang Oepen.

<sup>431</sup> Die Neue Eigenkapitalvereinbarung soll in erster Linie für international tätige Banken gelten, wobei sich ihre Grundsätze aber auch für die Anwendung auf Banken unterschiedlicher Komplexität und unterschiedlich anspruchsvoller Tätigkeit eignen sollen. Der Anwendungsbereich des Akkords wird dahingehend erweitert, dass auf vollkonsolidierter Basis jede Holdinggesellschaft einbezogen wird, die innerhalb einer Bankgruppe den Status einer Muttergesellschaft hat. Dadurch soll sichergestellt werden, dass die Risiken der gesamten Bankengruppe erfasst werden. Bankengruppen sind vorwiegend im Bankgeschäft tätige Konzerne; in einigen Ländern kann eine Bankengruppe als einzelne Bank eingetragen sein. Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung S. 1.

<sup>432</sup> Laupenmühlen/Moschitz, Basel II, S. 9.

<sup>433</sup> Um sicherzustellen, dass Risiken im gesamten Bankkonzern berücksichtigt werden, wird die Neue Eigenkapitalvereinbarung auf konsolidierter Basis auch für die Holdinggesellschaften von Bankkonzernen gelten. Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Erläuternde Angaben, S. 3.

rungen<sup>434</sup> oder zumindest sehr ähnlich als EU-Vorschrift zu übernehmen.<sup>435</sup> Diese muss dann verpflichtend in die nationalen Gesetzgebungen übernommen werden.

Wie bereits nach Basel I sind die neuen Basel II-Richtlinien ebenfalls auf Konzernbasis anzuwenden. In den Konsolidierungskreis sind jedoch ausschließlich Tochtergesellschaften und nachgeordnete Unternehmen aus dem Banken- und Finanzsektor einzubeziehen.<sup>436</sup> Allerdings geriet das 1988 eingeführte Regelwerk auf Grund verschiedener Entwicklungen, die die Wirksamkeit der einfachen, regelgebundenen Methodik der Vereinbarung aushöhlen, unter Druck.

Erstens konnte die Eigenkapitalvereinbarung von 1988 nicht verhindern, dass Banken höhere Risiken eingingen, um ihre Gewinnmargen zu vergrößern, ohne jedoch gleichzeitig ihre Eigenkapitalquote zu erhöhen. Diese Art von Arbitrage dürfte besonders bei Unternehmenskrediten weit verbreitet sein, da alle Kredite an Unternehmen des privaten Sektors unabhängig vom zu Grunde liegenden Risiko unter eine einzige Risikogruppe (nämlich pauschal 100%) fallen.

Zweitens haben Finanzinnovationen dazu geführt, dass es nicht mehr angemessen erscheint, sich wie in der derzeit gültigen Eigenkapitalvereinbarung auf die traditionellen bilanziellen Kreditrisiken zu konzentrieren.<sup>437</sup>

Die neue Eigenmittelempfehlung des Baseler Ausschusses enthält wichtige Neuerungen, um die Schwächen der geltenden Eigenkapitalvereinbarung zu beseitigen und um die Stabilität des Bankensystems zu stärken.<sup>438</sup> Der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht legte daher im Juni 1999 einen Entwurf für ein neues Regelwerk vor, mit dem Ziel, die Eigenkapitalvereinbarung von 1988 zu ersetzen. Nach einem intensiven Gedankenaustausch mit Banken und Industrieverbänden wurde im Januar 2001 ein zweites umfassendes Konsultationspapier herausgegeben. Die im Zweiten Konsultationspapier enthaltenen Vorschläge sind seitens der Wirtschaft auf große Kritik gestoßen, die nach Ablauf der Konsultationsphase Ende Mai ihren Ausdruck in über 250 Stellungnahmen

---

<sup>434</sup> Vgl. Laupenmühlen/Moschitz, Basel II, S. 9.

<sup>435</sup> Vgl. Meister, Finanzierungsmöglichkeiten, S. 11.

<sup>436</sup> Vgl. Laupenmühlen/Moschitz, Basel II, S. 9.

<sup>437</sup> Deutsche Bundesbank, Eigenkapitalvereinbarung, S. 15 ff.

<sup>438</sup> Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Erläuternde Angaben, S. 2.

aus aller Welt fand.<sup>439</sup> Aufgrund dieser starken Opposition gegenüber dem Zweiten Konsultationspapier entschied sich der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht entgegen der ursprünglichen Planung zur Durchführung einer dritten quantitativen Auswirkungsstudie (QIS 3)<sup>440</sup> und zu einer daran anschließenden dritten Konsultationsphase.

Ende April 2003 wurde das Dritte Konsultationspapier veröffentlicht. Nach Ablauf der dritten Konsultationsphase im Juli 2003 gab es immer noch erhebliche Kritik von verschiedensten Institutionen. Die darauf folgende Diskussion, insbesondere mit der US-amerikanischen Delegation, resultierte in einer weiteren Verschiebung des Terminplans.<sup>441</sup> Die endgültige Verabschiedung der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung ist nunmehr im Juni 2004 erfolgt. Die Europäische Kommission plant die Verabschiedung der endgültigen Richtlinie im Dezember 2005, die dann innerhalb eines Jahres in die nationalen Gesetzgebungen der Mitgliedsstaaten übergeht<sup>442</sup> und sehr eng an den Regelungen von Basel II angelehnt sein wird.<sup>443</sup> Ab Januar 2006 sollen sowohl Basel I als

---

<sup>439</sup> Aufgrund der zahlreichen kritischen Stellungnahmen zum Zweiten Konsultationspapier hat der Baseler Ausschuss am 25. Juni 2001 den Zeitplan für die Implementierung der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung geändert. Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Pressemitteilung, S. 1.

<sup>440</sup> Vgl. dazu vertiefend: Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Auswirkungsstudie; Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Anleitung. Ziel der QIS 3 ist die Datengewinnung über die Auswirkungen der neuen Eigenkapitalvereinbarung (Basel II) auf die Eigenkapitalanforderungen der Kreditinstitute. Die daraus gewonnenen Erkenntnisse sind die Basis für die Feinkalibrierung des bisher ausgearbeiteten Entwurfs der Vereinbarung. Vom 1. Oktober bis zum 20. Dezember 2002 führte der Baseler Ausschuss die QIS 3 durch. Es beteiligten sich insgesamt ca. 300 Kreditinstitute aus 50 Ländern. Unter Berücksichtigung der neuen Regelungen des Dritten Konsultationspapiers und mit den im Rahmen der QIS 3 erhobenen Daten veröffentlichte der Baseler Ausschuss am 5. Mai 2003 die Ergebnisse. Siehe hierzu Schulte-Mattler, Konsultationspapier, S. 386; Meister, Finanzierungsmöglichkeiten, S. 9 f.

<sup>441</sup> Am 11. Oktober 2003 ist der Baseler Ausschuss in einer Zusammenkunft in Madrid zu einem Kompromiss gekommen, der insbesondere die künftige Behandlung von erwarteten und unerwarteten Verlusten betrifft. Damit wurde ein Scheitern der seit 1999 geführten internationalen Verhandlungen abgewendet. Alle Mitglieder des Ausschusses haben sich verpflichtet, die noch offenen Fragen bis spätestens Mitte 2004 zu klären. Bis zu der Zusammenkunft in Madrid hatte der Ausschuss geplant, die neuen Regeln spätestens Ende 2003 zu verabschieden. Nach dem Kompromiss mit der US-amerikanischen Delegation werden die Eigenkapitalanforderungen allein auf die „unerwarteten Verluste“ abgestellt, nicht aber, wie ursprünglich vorgesehen, auf die „erwarteten Verluste“. Vgl. Fehr, Kompromiss, S. 11; Fehr, Eigenkapitalbeschlüsse, S. 12.

<sup>442</sup> Vgl. Laupenmühlen/Moschitz, Basel II, S. 3, S. 8.

<sup>443</sup> Vgl. Meister, Finanzierungsmöglichkeiten, S. 11. Die Intention ist es, Basel II möglichst exakt in eine EU-Richtlinie zu übernehmen, damit es zu keiner Benachteiligung europäischer Großbanken im globalen Wettbewerb kommt. Diese Regelungen lassen sich jedoch nicht komplett für kleinere Kreditinstitute übernehmen. Aus diesem Grund wird es zu einer Anpassung der Regelungen für diese Institute, basierend auf ihrer Größe und Risikostruktur, kommen. Vgl. o. V., Banken, S. 26.

auch Basel II parallel angewendet werden, bevor Anfang 2007 vollständig zu Basel II übergegangen wird.<sup>444</sup> Abbildung 23 zeigt die wichtigsten Schritte des Entwicklungsprozesses von Basel I zu Basel II in chronologischer Reihenfolge.

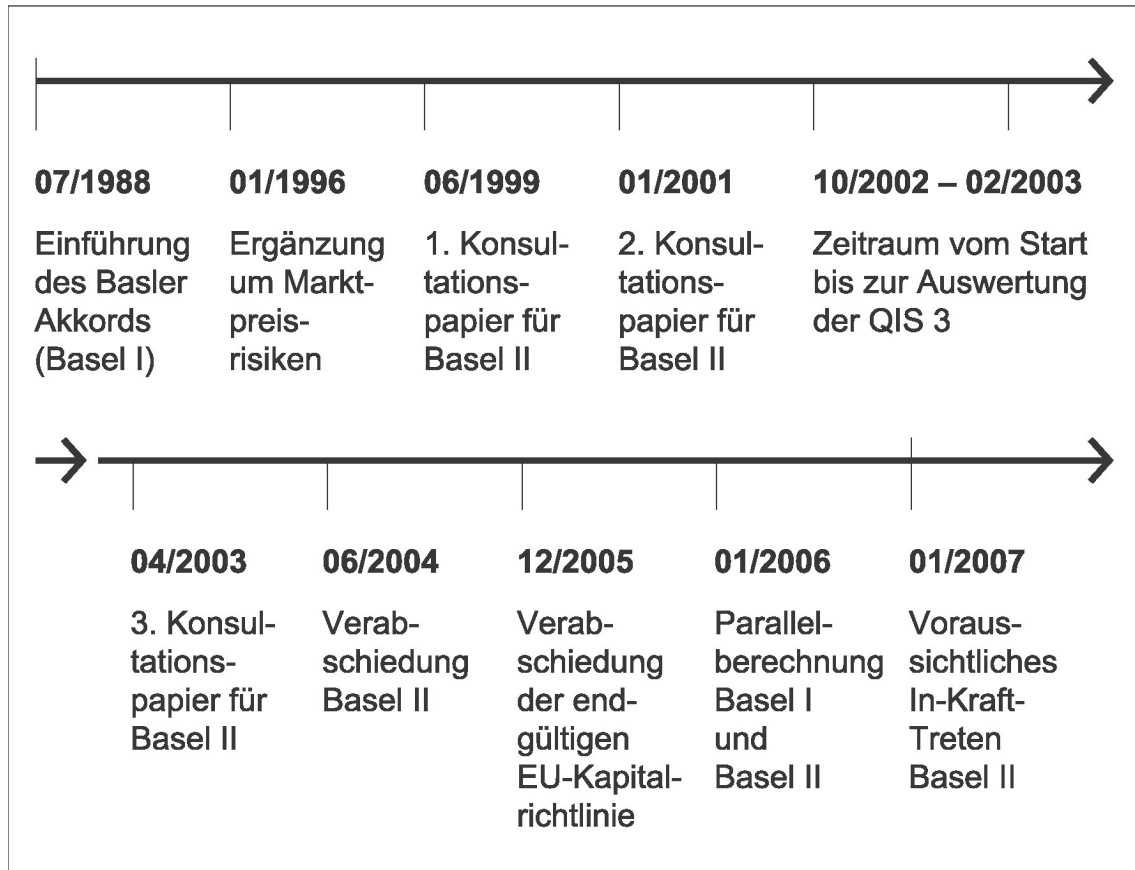


Abbildung 23: Chronologie der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung<sup>445</sup>

Die neue Eigenkapitalvereinbarung unterscheidet sich deutlich vom derzeit gültigen Regelwerk. Sie ist umfassender, risikosensitiver und zukunftsgerichteter. Zwar handelt es sich dabei um deutliche Verbesserungen, allerdings haben diese den unvermeidlichen Nachteil einer größeren Komplexität zur Folge. Neu sind, neben der zusätzlichen Berücksichtigung operationeller Risiken der Geschäftstätigkeit einer Bank,<sup>446</sup> in erster Linie die verschiedenen

<sup>444</sup> Vgl. Laupenmühlen/Moschitz, Basel II, S. 3, S. 8. Weitere Änderungen, wie beispielsweise die der Eigenkapitaldefinition und der Kreditrisiko-Modelle zur Berechnung des zu unterliegenden Eigenkapitals, sollen erst in die Vereinbarungen Basel III und Basel IV eingearbeitet werden. Vgl. Laupenmühlen/Moschitz, Basel II, S. 8.

<sup>445</sup> In Anlehnung an Pitschke/Pauser, Strukturen, S. 19.

<sup>446</sup> Wie z. B. die Verlustrisiken aus internen EDV-Fehlern oder unzureichender Dokumentation.

Verfahren, die zur differenzierten Berücksichtigung und Messung von Kreditrisiken innerhalb der Aktivpositionen einer Bank Verwendung finden können.<sup>447</sup>

Die Neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung stützt sich, wie aus Abbildung 24 ersichtlich, konzeptionell auf drei konstitutive „Säulen“. <sup>448</sup> Diese sollen zusammengekommen zu einer risikoadäquateren Eigenkapitalunterlegung der individuellen, ökonomischen Risiken der Banken und somit zur erhöhten Sicherheit und Solidität des internationalen Finanzsystems beitragen.<sup>449</sup>

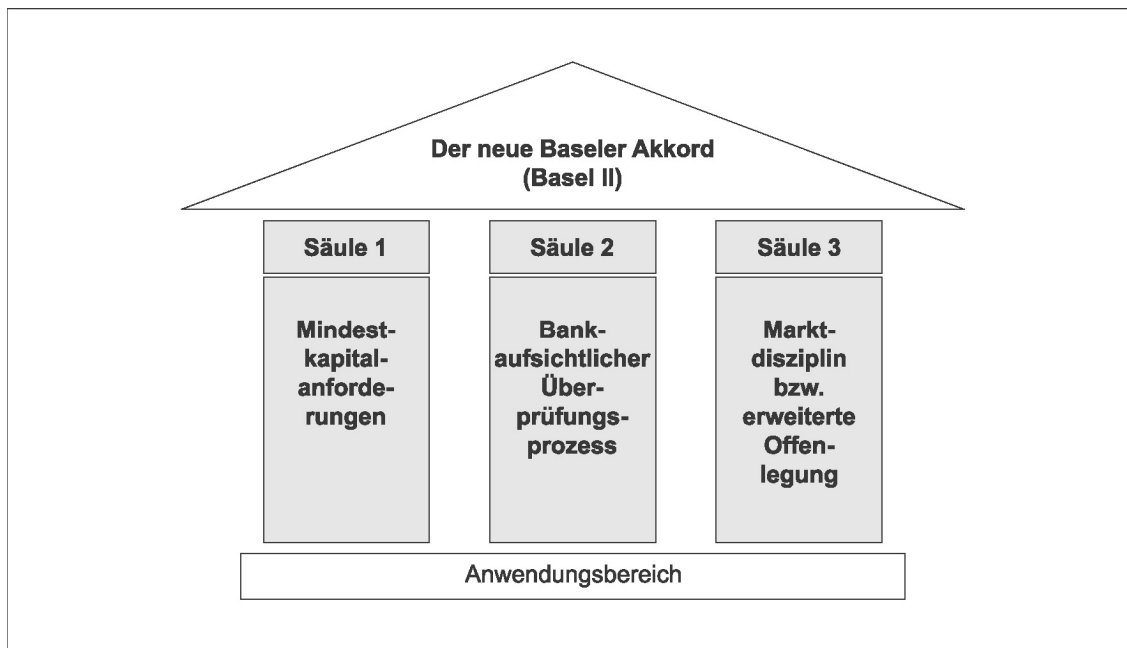


Abbildung 24: Drei Säulen der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung<sup>450</sup>

In der „ersten Säule“ werden Mindesteigenkapitalanforderungen formuliert.<sup>451</sup>

Die „zweite Säule“ steht für den bankenaufsichtlichen Überwachungsprozess,<sup>452</sup> mit welchem Aufsichtsinstanzen dafür sorgen müssen, dass jede Bank über

<sup>447</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 7.

<sup>448</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 7; Deutsche Bundesbank, Eigenkapitalvereinbarung, S. 20; Paul, Bankenaufsicht, S. 138.

<sup>449</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Erläuternde Angaben, S. 7; Hagen/Holter, Auswirkungen, S. 53.

<sup>450</sup> In Anlehnung an Deutsche Bundesbank, Eigenkapitalvereinbarung, S. 16; Deutsche Bundesbank, Eigenkapitalvereinbarung, S. 17.

<sup>451</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 7 ff.

<sup>452</sup> Die Bankenaufsicht soll sicherstellen, dass jede Bank solide interne Verfahren verwendet, mit denen die Angemessenheit ihres Eigenkapitals durch eine gründliche Bewertung ihrer Risiken beurteilt werden kann. Gegebenenfalls kann die Aufsicht verlangen, dass mehr Eigenkapital vorgehalten werden muss als nach den Standardangaben berechnet wurde. Die wesentlichsten Ziele des aufsichtlichen Überprüfungsverfahrens sind eine kontinuierliche Verbesserung zur Beurteilung der Angemessenheit einer Kreditgenehmigung, die Weiterentwicklung neuerer Methoden des Risikomanagements, die Abdeckung von Konjunktur-

solide interne Verfahren verfügt, um die Angemessenheit ihres Eigenkapitals beurteilen zu können.<sup>453</sup> Der individuelle Überprüfungsprozess durch die Bankenaufsicht soll ermöglichen, dass verstärkt das individuelle Risikoprofil einer Bank berücksichtigt wird.<sup>454</sup>

Die dritte Säule ist mit dem Stichwort „Marktdisziplin“ überschrieben. Sie soll eine Stärkung der Marktdisziplin und Transparenz erreichen, indem eine ausreichende Offenlegung sichergestellt wird. Die Marktteilnehmer sollen dadurch einen besseren Einblick in das Risikoprofil und die Angemessenheit der Eigenkapitalausstattung einer Bank erlangen.<sup>455</sup>

### 3.2.2 Mindesteigenkapitalanforderungen

Der Baseler Ausschuss konzentriert sich dabei auf eine bessere Berücksichtigung der tatsächlichen Risiken des Kreditgeschäftes durch eine stärkere Differenzierung zwischen den Risikokategorien. Auch wenn die Neue Eigenkapitalvereinbarung in vielen Punkten von der bestehenden Vereinbarung abweicht, ist es wichtig, solche Elemente zu identifizieren, die unverändert geblieben sind. Der geltende Baseler Akkord basiert auf dem Konzept einer Eigenkapitalquote. Hierbei ist der Zähler die Summe des verfügbaren Eigenkapitals einer Bank und der Nenner eine Messgröße der Risiken der Bank, die

---

entwicklungen und verschiedenen Risikobereichen (z. B. Zinsänderungsrisiken) sowie die Förderung des Dialogs zwischen Banken und Aufsehern. Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Erläuternde Angaben, S. 6.

<sup>453</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Erläuternde Angaben, S. 5.

<sup>454</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank, Eigenkapitalvereinbarung, S. 15 ff.

<sup>455</sup> Die Marktdisziplin wird gefördert, indem Banken den Marktteilnehmern Informationen über aussagekräftige Offenlegungsvorschriften und -empfehlungen liefern (Transparenzanforderungen). Um die Belastung der Institute möglichst gering zu halten, zielen die Offenlegungsempfehlungen grundsätzlich darauf ab, nur Informationen aus dem internen Rechnungswesen zu veröffentlichen. Der Baseler Ausschuss ist bemüht, seine gegenwärtigen Offenlegungsempfehlungen in den IFRS/IAS 30 („Disclosures in the Financial Statements of Banks and Similar Financial Institutions“) einzubringen. Damit soll eine möglichst weitgehende Übereinstimmung zwischen den bankaufsichtlichen Offenlegungen und den Offenlegungen im Rahmen des externen Rechnungswesens gewährleistet werden. Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Erläuternde Angaben, S. 6; Vgl. Deutsche Bundesbank, Eigenkapitalvereinbarung, S. 17. Mit den Auswirkungen der Internationalisierung der Rechnungslegung auf mittelständische Unternehmen setzen sich Küting/Kessler (Mittelstand) ausführlich auseinander.



als risikogewichtete Aktiva bezeichnet werden. Die daraus resultierende Eigenkapitalquote muss täglich zum Geschäftsschluss mindestens 8% betragen.<sup>456</sup>

### 3.2.2.1 Berechnung der Eigenkapitalanforderung nach Basel II

Die aktuelle Eigenkapitalvereinbarung deckt explizit nur zwei Arten von Risiken bei der Definition risikogewichteter Aktiva ab, nämlich das Kreditrisiko und das Marktrisiko (MR)<sup>457</sup>. Bei den sonstigen Risiken geht man davon aus, dass diese durch die Behandlung dieser beiden wichtigen Risiken implizit mit abgedeckt sind.

In der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung bleiben die Regelungen zur Bestimmung des Zählers der Eigenkapitalquote bzw. der Definition des regulatorischen Eigenkapitals unverändert. Auch die Eigenkapitalquote von 8% bleibt unberührt. Die Änderungen betreffen vielmehr den Nenner. Hier sind

1. grundlegende Änderungen hinsichtlich der Behandlung des Kreditrisikos (KR) sowie
2. die Einführung einer expliziten Behandlung des operationellen Risikos, die dazu führen wird, dass ein Anrechnungsbetrag für das operationelle Risiko<sup>458</sup> (OR) Eingang in den Nenner der Eigenkapitalquote der Banken findet

avisiert.

Die Bemessung der Mindesteigenkapitalausstattung einer Bank berechnet sich demnach wie folgt:<sup>459</sup>

$$\sum \frac{\text{Aufsichtliches Eigenkapital}}{\text{gew. Risikoaktiva KR} + 12,5 \times (\text{Eigenkapitalanforderung für MR} + \text{OR})} \quad ^{460} (3)$$

<sup>456</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 6.

<sup>457</sup> Unter Marktrisiko (MR) wird das Risiko verstanden, Verluste durch Schwankungen von Marktpreisen zu erleiden. Die Behandlung des Marktrisikos aus der Handelstätigkeit war Gegenstand der Änderung der Eigenkapitalvereinbarung durch den Ausschuss im Jahr 1996. Die Neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung sieht keine Änderungen an dieser Behandlung vor.

<sup>458</sup> Der Baseler Ausschuss ist der Ansicht, dass das operationelle Risiko einen wichtigen Risikofaktor für Banken darstellt und dass diese Eigenkapital halten müssen, um sich gegen daraus resultierende Verluste abzusichern. Das operationelle Risiko ist dabei definiert als Risiko von Verlusten infolge der Unangemessenheit oder des Versagens interner Verfahren, Menschen und Systemen oder externe Ereignisse. Siehe hierzu Abschnitt 3.2.2.4.

<sup>459</sup> Es handelt sich hier um die Berechnung der Mindesteigenkapitalquote eines Kreditinstituts. Für den weiteren Verlauf dieser Arbeit ist schwerpunktmäßig die Betrachtung des Kreditrisikos relevant. Vgl. Deutsche Bundesbank, Eigenkapitalvereinbarung, S. 17.

Die Banken haben, wie in Abbildung 25 dargestellt, zur Bestimmung der Eigenkapitalunterlegung ihrer Aktiva nach „Säule 1“, die Wahlmöglichkeit zwischen zwei alternativen Verfahren:

- dem auf bankinternen Ratings basierenden internen Ratingansatz (IRB-Ansatz),<sup>461</sup> der in einen Basisansatz und einen fortgeschrittenen Ansatz untergliedert ist, und
- dem auf externen Ratings beruhenden Modifizierten Standardansatz.

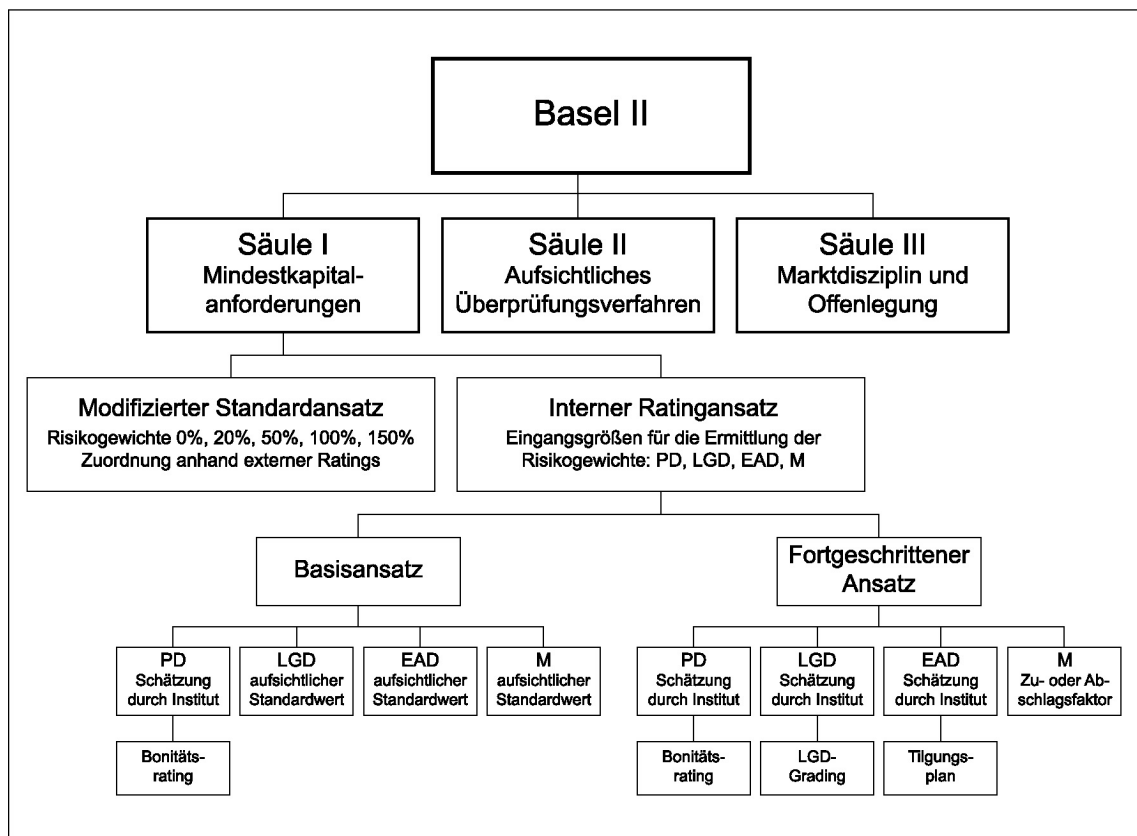


Abbildung 25: Ratingverfahren nach Basel II<sup>462</sup>

Eines der beiden Verfahren ist dabei einheitlich auf sämtliche Risikoaktiva der Bankengruppe anzuwenden, eine Mischung der beiden Verfahren (Partial Use)

<sup>460</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 7.

<sup>461</sup> Um den IRB-Ansatz anwenden zu dürfen, muss die Bank allerdings umfangreiche und sehr restriktive Mindestanforderungen z. B. in Bezug auf die Ausgestaltung des Ratingsystems nachweisen. Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 79 ff.

<sup>462</sup> In Anlehnung an Hagen, Basel II, S. 45.

ist nicht zulässig.<sup>463</sup> Die neuen Ratingansätze zur Berechnung der risikogewichteten Aktiva sollen zu einer verbesserten Einschätzung der Risiken durch die Banken führen und so die daraus resultierenden Eigenkapitalquoten risikoadäquater gestalten.

### 3.2.2.2 Modifizierter Standardansatz

#### 3.2.2.2.1 Grundlagen des modifizierten Standardansatzes

Im Modifizierten Standardansatz wird zur Berechnung der risikogewichteten Aktiva konzeptionell auf der bestehenden Konzeption von Basel I aufgebaut. Banken sind danach verpflichtet, in Abhängigkeit vom Risikogehalt sämtliche Aktiva (wie ihre Kreditengagements) in Risikokategorien einzuteilen, um diesen Risikogewichte zuzuweisen<sup>464</sup>.

Die Modifizierung bzw. der wesentliche Unterschied zu Basel I besteht darin, dass sich die Risikoanrechnung nicht mehr lediglich an bestimmten Risikogruppen (Staaten, Banken, Nichtbanken) orientiert. Um die Risikosensitivität gegenüber der derzeitigen Eigenkapitalvereinbarung zu verbessern, werden externe Ratings zur Risikoklassifizierung herangezogen.<sup>465</sup> Je besser die Bonitätseinstufung ausfällt, desto geringer darf das Risikogewicht für die Risikoaktiva gewählt werden.<sup>466</sup> Hierfür werden für Forderungen an Unternehmen vier Kategorien maßgeblich sein, 20%, 50% und 150%. Tabelle 5 stellt die Risikogewichte in Abhängigkeit vom Ratingurteil dar.<sup>467</sup>

---

<sup>463</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 6 ff.; Vgl. Hagen, Basel II, S. 44 f.; Eisele, Rating, S. 1.

<sup>464</sup> Ein Risikogewicht von 100% bedeutet, dass ein eingegangenes Risiko in der Berechnung der risikogewichteten Aktiva zum vollen Wert berücksichtigt wurde, und dies wiederum drückt sich in einer Eigenkapitalquote von 8% dieses Wertes aus. Analog führt ein Risikogewicht von 20% zu einer Eigenkapitalquote von 1,6% (d. h. ein Fünftel von 8%)

<sup>465</sup> Die Nutzung externer Ratings zur Beurteilung von Unternehmenskrediten ist allerdings für Kreditinstitute fakultativ. Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 7.

<sup>466</sup> Wenn zwei von verschiedenen Ratingagenturen durchgeführte Ratings vorliegen, die unterschiedlichen Risikogewichten entsprechen, soll das höhere Risikogewicht angewendet werden. Wenn es drei oder mehr Ratings mit unterschiedlichen Risikogewichten gibt, sollten die Ratings, die den beiden niedrigsten Risikogewichten entsprechen, berücksichtigt und das höhere dieser beiden Risikogewichte angewendet werden. Vgl. Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 18.

<sup>467</sup> Vgl. Hagen, Basel II, S. 45.

Rating	AAA bis AA-	A+ bis A-	BBB+ bis BB-	Unter BB-	Nicht beurteilt
Risikogewicht	20 %	50 %	100 %	150 %	100 %

*Tabelle 5: Risikogewichte im Standardansatz*<sup>468</sup>

Je geringer ein Risikogewicht in Abhängigkeit vom Rating ausfällt, desto weniger Eigenkapital muss eine Bank einem Kreditengagement unterlegen und vice versa.<sup>469</sup>

Beispiel 1 (siehe Beispielverzeichnis) illustriert diesen Sachverhalt.<sup>470</sup> In diesem Beispiel ist von einer Bank in Fall 2 für ein Projektentwicklungsunternehmen mit einem A- Rating entsprechend weniger Eigenkapital vorzuhalten, als in Fall 4 für ein mit B+ beurteiltes Unternehmen.<sup>471</sup> Für die einzelne Bank bedeutet eine Kreditvergabe an Unternehmen mit einem Rating unter BBB aufgrund der Geschäftsbegrenzungsfunktion des Eigenkapitals eine Einschränkung des Geschäftspotenzials.<sup>472</sup>

Forderungen an nicht geratete Unternehmen erhalten wie bisher ein Gewicht von 100%, d. h. es bleibt für solche Kreditengagements bei einem Eigenkapitalunterlegungssatz von 8%.<sup>473</sup>

Die nationalen Aufsichtsinstanzen können entscheiden, ein Risikogewicht von 150% oder höher anzuwenden, um den höheren Risiken zu entsprechen, die

<sup>468</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 12.

<sup>469</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Erläuternde Angaben, S. 4; Krämer-Eis, Finanzierungskosten, S. 27.

<sup>470</sup> Siehe Beispiel 1: Eigenkapitalunterlegung gemäß Standardansatz, S. 109.

<sup>471</sup> Die Ratingnotationen, die der Baseler Ausschuss beispielhaft verwendet, folgen der Methodik der Ratingagentur Standard & Poor's. Genauso können auch die Ratings anderer externer Bonitätsbeurteilungsinstitute verwendet werden, die als ECAI akkreditiert sind. Die verwendeten Ratings drücken daher keine Präferenzen oder Vorgaben für externe Ratingagenturen durch den Baseler Ausschuss aus.

<sup>472</sup> Vgl. Tholen, Mittelstand, S. 50.

<sup>473</sup> Nach nationalem Ermessen können es die Aufsichtsbehörden gestatten, dass die Banken alle Kredite an Unternehmen, ungeachtet eines externen Ratings, mit 100% gewichten. Wenn eine Aufsichtsbehörde dieses Wahlrecht einräumt, muss sichergestellt sein, dass die Banken einen konsistenten Ansatz wählen, d. h. entweder jedes erhältliche Rating verwenden oder durchgängig auf die Berücksichtigung externer Ratings verzichten. Um „Rosinenpickerei“ bei der Verwendung externer Ratings zu vermeiden, sollen die Banken die Genehmigung ihrer Aufsichtsbehörde einholen, bevor sie die Option ausüben, alle Unternehmenskredite ungeachtet eines externen Ratings mit 100% zu gewichten. Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 12; Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 15.

mit bestimmten anderen Finanzierungen wie beispielsweise Wagniskapital und Private Equity verbunden sind.<sup>474</sup>

Da der Standardansatz auf externen Ratings basiert, werden an die konsultierten Ratingagenturen hohe Anforderungen gestellt. Um gemäß des Baseler Ausschusses von Banken berücksichtigt werden zu dürfen, muss eine Ratingagentur von den nationalen Aufsichtsinstanzen als External Credit Assessment Institution (ECAI) anerkannt bzw. zertifiziert werden.<sup>475</sup> Der Baseler Ausschuss gibt einen Kriterienkatalog vor, anhand dessen die nationalen Aufsichtsinstanzen über die Anerkennung von Ratingagenturen als ECAI entscheiden sollen. Bei Erfüllung dieser Kriterien, gelten die Bonitätsbeurteilungen der entsprechenden Agentur als hinreichend objektiv und aussagekräftig, um im Rahmen des Standardansatzes eingesetzt werden zu dürfen.<sup>476</sup>

#### 3.2.2.2.2 Anrechnung von Kreditsicherheiten

Die Anerkennung von Sicherheiten kann im Standardansatz über den so genannten „einfachen Ansatz“ oder über den „umfassenden Ansatz“ erfolgen. Im „einfachen Ansatz“ wird das Risikogewicht des Kreditnehmers für den besicherten Teil des Kredites durch das Risikogewicht der Sicherheit ersetzt.<sup>477</sup> Im umfassenden Ansatz müssen die Banken den angepassten Wert der Forderung gegenüber dem Kreditnehmer verwenden, bei dem marktgerechte Sicherheitszu- oder abschlüsse („Haircuts“) vorgenommen werden.<sup>478</sup>

Der Baseler Ausschuss gibt im Standardansatz mehrere Möglichkeiten vor, um Forderungen zu besichern. Sind Ausleihungen vollständig durch Grundpfandrechte/Hypotheken auf Wohnimmobilien abgesichert und werden vom Kredit-

---

<sup>474</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 15. Siehe hierzu Punkt 4.2.6 und Punkt 4.2.7 dieser Arbeit.

<sup>475</sup> Demnach muss eine Ratingagentur jede der sechs Anforderungen erfüllen: Objektivität, Unabhängigkeit, internationaler Zugang auf die Ratingergebnisse und transparente Vorgehensweise beim Rating, Veröffentlichung von wesentlichen Informationen, Ausreichende Ressourcen, Glaubwürdigkeit. Siehe hierzu ausführlich Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 16.

<sup>476</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 17.

<sup>477</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 23.

<sup>478</sup> Durch die Verwendung von Sicherheitszu- oder -abschlüssen müssen die Banken sowohl den Betrag der Forderung gegenüber dem Kreditnehmer als auch den Wert der vom Kreditnehmer erhaltenen Sicherheiten anpassen, um den künftigen, durch Marktentwicklungen bedingten Wertveränderungen beider Seiten Rechnung zu tragen. Dies führt zu volatilitätsangepassten Beträgen für die Forderung und die Sicherheit.

nehmer bewohnt, in Zukunft bewohnt oder vermietet, erhalten die Kredite eine Risikogewichtung von 35%.<sup>479</sup> Können die Mindestanforderungen an die Sicherheiten nicht erfüllt werden, muss ein höheres Risikogewicht angewendet werden.

Für die Eigenkapitalunterlegung von Forderungen, die durch bestimmte Arten gewerblicher Immobilien<sup>480</sup> erstellig in Form einer Grundschuld oder einer Hypothek besichert sind, soll im Standardansatz auch weiterhin unter gewissen Voraussetzungen auf Länderebene eine Sondergewichtung von 50% ermöglicht werden. Diese in Fußnote 21, Absatz 47 des Dritten Konsultationspapiers angeführte Ausnahmeregelung zum gewerblichen Realkredit, dürfte die bis 2006 auf europäischer Ebene gültige Tätigkeitsrichtlinie für Banken (2000/12/EG) zur günstigeren, hälftigen Gewichtung derartiger Realkredite ablösen.<sup>481</sup> Die Sondergewichtung von 50% gilt auch nur eingeschränkt bis zum niedrigeren Wert aus 50% des Marktwerts der entsprechenden Gewerbeimmobilie bzw. 60% des Beleihungswerts.<sup>482</sup> Auf den diese Grenzen überschreitenden Anteil des Darlehens findet die Risikogewichtung von 100% Anwendung.<sup>483</sup> Der Baseler Ausschuss kommt mit dieser Festsetzung der in der Vergangenheit gehäuften Probleme im Bankensektor nach, die durch die Besicherung mit Grundpfandrechten oder Hypotheken auf gewerbliche Immobilien entstanden sind.

Diese Regelung wird für den deutschen Rechtsraum durch ein ergänzendes Dokument des Baseler Ausschusses spezifiziert.<sup>484</sup> In dieser Veröffentlichung

---

<sup>479</sup> Für die Projektentwicklung von Gewerbeimmobilien hat das Risikogewicht von 35% keine Relevanz, da es nur im Kontext von Wohnungsbaumaßnahmen Anwendung finden kann. Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 13.

<sup>480</sup> Unter dem Begriff „gewerbliche Immobilien“ sind im Rahmen des Standardansatzes Mehrzweck-Geschäftsgebäude sowie Büroimmobilien zu verstehen.

<sup>481</sup> Diese Ausnahmeregelung, die in dem Sonderpapier „BS/00/90“ geregelt ist, wurde auf Druck der deutschen Kreditwirtschaft gewährt, die einen Nachweis über das geringe Risikoniveau derartiger Kredite führte, vgl. Hagen/ Marburger, Auswirkungen, S. 70.

<sup>482</sup> Dieses ergänzende Dokument ist auf der Internet-Homepage der BaFin unter der Adresse: <<http://www.bafin.de>> in deutscher Übersetzung erhältlich. Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Kriterien, S. 1-3.

<sup>483</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 14. Zusätzlich müssen die zuvor genannten Hard Tests für jedes Jahr der Kreditlaufzeit bestanden sein, ansonsten gilt das höhere Risikogewicht: (1) Verluste aus gewerblichen Immobilienkrediten bis zum niedrigeren Wert von 50% des Marktwertes oder 60% des Beleihungsauslaufes dürfen nicht größer als 0,3% der ausstehenden Kredite in jedem Jahr sein. (2) die Gesamtverluste aus gewerblichen Immobilienkrediten dürfen in keinem Jahr 0,5% der ausstehenden Kredite übersteigen. Siehe hierzu auch Meister/Hohl, Anforderungen, S. 13.

<sup>484</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Kriterien, S. 1 ff.

werden Kriterien für die Ausnahmebehandlung gewerblicher Immobiliendarlehen festgelegt. Demnach wird die o. g. mögliche 50%ige Risikogewichtung auch vom Verwendungszweck des gewerblichen Immobiliendarlehens abhängig gemacht. Unter Punkt 4 dieses Dokuments wird eine bevorzugte Behandlung dann ausgeschlossen, wenn es sich um „spekulative Immobilienfinanzierungen“ bzw. Baufinanzierungen als Verwendungszweck handelt.<sup>485</sup> Projektentwicklungsunternehmen sind danach von der Ausnahmeregelung einer 50%igen Risikogewichtung ausgeschlossen.

Zudem werden auch geeignete finanzielle Sicherheiten, wie Bareinlagen bei der kreditgebenden Bank, Gold oder Wertpapiere als verpfändbare Sicherheiten anerkannt.<sup>486</sup> Eine Verringerung der Risikogewichte kann ebenfalls durch die Bereitstellung von Garantien bzw. Bürgschaften stattfinden. Dabei ist, wie in der geltenden Eigenkapitalvereinbarung, der so genannte Substitutionsansatz maßgeblich. Nach dem Substitutionsansatz wird der besicherte Teil der Forderung durch das Risikogewicht des Sicherungsgebers ersetzt, der verbleibende Teil erhält das Risikogewicht des Hauptschuldners.<sup>487</sup> Der Baseler Ausschuss erkennt als Sicherungsgeber für Kreditabsicherungen folgende Institutionen an:

- Staaten, sonstige staatliche Stellen, Banken und Wertpapierfirmen, die ein niedrigeres Risikogewicht aufweisen als der Schuldner;
- Unternehmen, die ein Rating von A- oder besser aufweisen, wobei auch Garantien von Mutterunternehmen für ihre Tochtergesellschaften berücksichtigt werden.<sup>488</sup>

Die Kreditgarantien müssen folgende Anforderungen erfüllen:

- Sie müssen unmittelbar sein, d. h., dass eine unmittelbare Forderung an den Sicherungsgeber vorliegen muss;
- Sie müssen ausdrücklich sein, d. h. sie müssen an bestimmte Kredite gebunden sein, so dass der Umfang der Absicherung klar und unstrittig ist;

---

<sup>485</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Kriterien, S. 2.

<sup>486</sup> Siehe hierzu ausführlich Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 26.

<sup>487</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 27 ff.

<sup>488</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 41.

- Sie müssen unwiderruflich sein, d. h., es darf in dem Absicherungsvertrag keine Klauseln geben, die dem Sicherungsgeber gestatten, die Kreditabsicherung einseitig zu kündigen oder die ihn davor schützen könnten, zeitnah zu zahlen.<sup>489</sup>

Für Developer bedeuten die o. g. Anforderungen, dass künftig nur selbstschuldnerische Bürgschaften ohne Einrede der Vorausklage durch einen qualifizierten Sicherungsgeber (mit einem Ratingurteil von mindestens A-) von Banken zur Kreditsicherung anerkannt werden und gegebenenfalls zu günstigeren Finanzierungskonditionen führen können.

### 3.2.2.3 Interner Ratingansatz

#### 3.2.2.3.1 Grundlagen des internen Ratingansatzes

Als Alternative zum Standardansatz schlägt der Baseler Ausschuss den Banken die Anwendung eines auf internen Ratings basierenden Ansatzes vor (IRB-Ansatz), von dem es zwei Varianten gibt: einen Basisansatz und einen fortgeschrittenen Ratingansatz.<sup>490</sup>

Der IRB-Ansatz unterscheidet sich stark vom Standardansatz, da statt eines Agentur-Ratings bankinterne Beurteilungen bzw. Ratings als Grundlage für die Berechnung des Eigenkapitals verwendet werden.<sup>491</sup> Da der Ansatz auf bankinternen Einschätzungen beruht, besteht hier ein größeres Potenzial für risikosensitive Eigenkapitalanforderungen.

Abbildung 26 zeigt, dass die Risikosensitivität in Abhängigkeit von der Wahl des Ratingansatzes vom Standardansatz über den Basisansatz des IRB-Ansatzes bis zur Anwendung des fortgeschrittenen Ansatzes steigt. Daher ist es aus Ei-

---

<sup>489</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 37.

<sup>490</sup> Banken, die den Basis- oder den Fortgeschrittenen Ansatz verwenden, werden verpflichtet, ihre Eigenkapitalanforderung in dem Jahr vor der Umsetzung der Neuen Eigenkapitalvereinbarung am Jahresende 2006 sowohl unter Verwendung dieser Ansätze als auch nach dem bestehenden Baseler Akkord zu berechnen. Die Übergangsperiode beginnt am Tag des Inkrafttretens des Neuen Akkords und endet drei Jahre nach diesem Datum. Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 56.

<sup>491</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank, Eigenkapitalvereinbarung, S. 23.



genkapitalunterlegungsmotiven für Kreditinstitute vorteilhaft, den fortgeschrittenen IRB-Ansatz zu wählen.

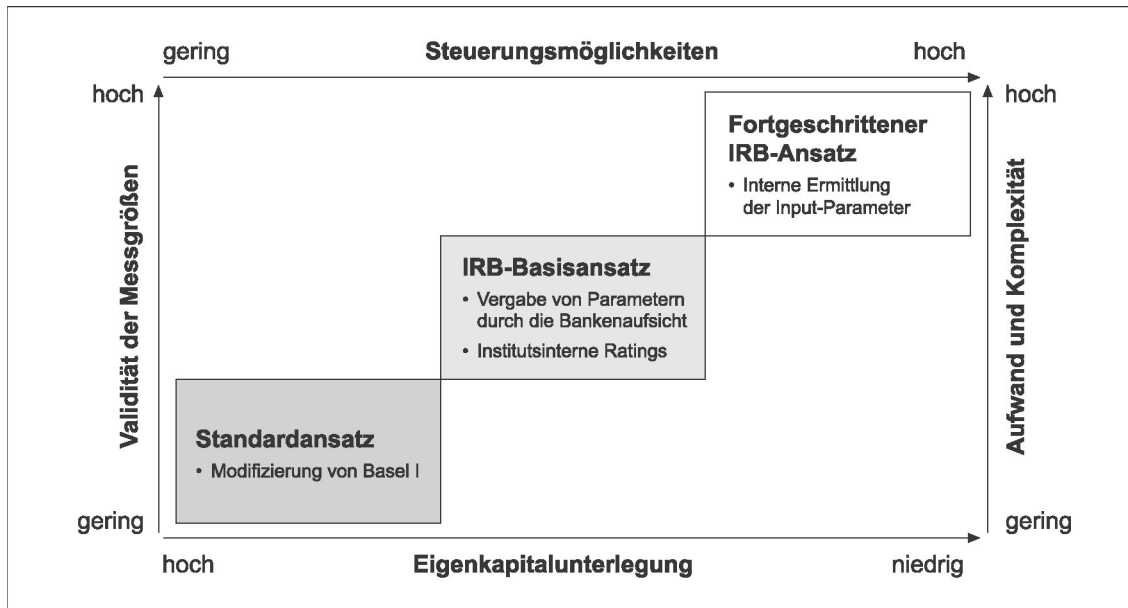


Abbildung 26: Baseler Ratingansätze für Kreditrisiken<sup>492</sup>

Die zunehmende Qualität der Risikomessung vom Standardansatz hin zum fortgeschrittenen IRB-Ansatz geht allerdings einher mit einer Zunahme des Aufwandes und der Komplexität.

Der IRB-Ansatz erlaubt es den Banken jedoch nicht, alle notwendigen Faktoren zur Ermittlung ihrer eigenen Kapitalanforderungen selbst festzulegen. Es werden vielmehr die Risikogewichtungen und damit die Eigenkapitalunterlegung auf der Grundlage einer Reihe von quantitativen Angaben der Bank und von Formeln, die der Baseler Ausschuss festgelegt hat, bestimmt. Mit den Formeln der Risikogewichtungsfunktionen lassen sich aus den Daten der Banken spezifische Eigenkapitalanforderungen berechnen. Sie basieren auf modernen Risikomanagement-Techniken, die eine statistische und damit quantitative Beurteilung des Risikos umfassen.<sup>493</sup>

### 3.2.2.3.2 Ausgestaltung des internen Ratingansatzes

Die grundsätzliche Bemessung der Eigenkapitalausstattung erfolgt im IRB-Ansatz - unabhängig davon, ob der Basis- oder der fortgeschrittene Ansatz

<sup>492</sup> In Anlehnung an KPMG, Eigenkapitalvereinbarung, S. 5.

<sup>493</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalanforderungen, S. 57 ff.

gewählt wird - weitgehend analog zum Modifizierten Standardansatz, denn das haftende Eigenkapital muss im Verhältnis zu den risikogewichteten Aktiva auf Gesamtbankebene mindestens 8% betragen.<sup>494</sup> Die gewichteten Risikoaktiva werden, wie in Abbildung 25 auf Seite 105 dargestellt, durch die Kombination folgender Faktoren ermittelt:

- Ausfallwahrscheinlichkeit (Probability of Default, PD);
- Verlustquote bei Ausfall (Loss Given Default, LGD);
- Effektive Restlaufzeit des Darlehens (Maturity, M);
- Erwartete Forderungshöhe bei Ausfall (Exposure at Default, EAD).

Diese Risikokomponenten, die im nächsten Abschnitt definiert und näher erläutert werden, dienen als Eingabegrößen zur Berechnung der Risikogewichte anhand der o. g. Risikogewichtungsfunktion.<sup>495</sup> Die Risikogewichtungsfunktion kann je nach der entsprechenden IRB-Forderungsklasse unterschiedlich aufgebaut sein. Der IRB-Ansatz sieht zur Kategorisierung die folgenden Forderungsklassen vor: Unternehmen, Staaten, Banken, Retail und Beteiligungen.<sup>496</sup> Für die Forderungsklassen Unternehmen, Staaten und Banken besteht eine gemeinsame Risikogewichtungsfunktion, die ebenfalls im nächsten Abschnitt vorgestellt wird.<sup>497</sup> Diese Funktion ist sowohl im Rahmen des Basis- als auch des fortgeschrittenen Ansatzes zur Ableitung der Risikogewichte im Rahmen der gewerblichen Immobilienfinanzierung zu verwenden.<sup>498</sup>

### 3.2.2.3.3 Basisansatz des IRB-Ansatzes

Beim IRB-Basisansatz beruht, wie in Abbildung 25 dargestellt, nur die Schätzung der Ausfallwahrscheinlichkeit<sup>499</sup> eines Engagements auf einer bank-

---

<sup>494</sup> Sobald eine Bank den Internen Ratingansatz für einen Teil ihrer Forderungen anwendet, wird erwartet, dass dieser auf die gesamte Bankengruppe ausgedehnt wird. Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 54.

<sup>495</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 57 f.

<sup>496</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 45.

<sup>497</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 57.

<sup>498</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 58.

<sup>499</sup> Zur bankenaufsichtlich anerkannten Fähigkeit der Schätzung von Ausfallwahrscheinlichkeiten gelten Mindestanforderungen, die zwingend einzuhalten sind, wenn Kreditinstitute nach dem Basisansatz oder gar dem fortgeschrittenen Ansatz verfahren möchten. Siehe hierzu ausführlich Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 79 ff.

internen Bonitätsbeurteilung, während die Größen LGD, EAD und M bankenaufsichtlich vorgegeben werden.<sup>500</sup>

Ein Schuldner gilt als ausgefallen, wenn mit hoher Wahrscheinlichkeit davon auszugehen ist, dass er seinen Kapitaldienstverpflichtungen (Zinsen, Tilgung, Gebühren) wahrscheinlich nicht in vollem Umfang nachkommen kann, ohne dass die Bank von Maßnahmen wie der Verwertung von Sicherheiten Gebrauch macht.<sup>501</sup> Die PD-Quote bezeichnet die Wahrscheinlichkeit, dass ein Kunde seinen vertraglichen Kapitaldienstverpflichtungen nicht nachkommen kann.<sup>502</sup> Die PD-Schätzungen müssen einen langfristigen Durchschnittswert der auf ein Kalenderjahr bezogenen, tatsächlichen Ausfallrate der Kreditnehmer in einer Risikoklasse darstellen und sie sollen für einen Prognosezeitraum von einem Jahr auf Basis historischer Erfahrungen und empirischer Datenerhebungen erfolgen.<sup>503</sup> Dabei gelten strenge Mindestanforderungen<sup>504</sup> in Bezug auf die Ausgestaltung und Zuverlässigkeit der Schätzungen, die maßgeblich dafür sind, welchen Ratingansatz eine Bank wählen darf. Ein Kreditinstitut kann zum einen auf bankinterne Ausfalldaten zurückgreifen. Diese müssen auf einer Beobachtungsperiode von mindestens fünf Jahren basieren. Zum anderen ist die Verwendung aggregierter bzw. „gepoolter“ Daten mehrerer Institute sowie der Rückgriff auf externe Daten möglich.<sup>505</sup> Bei diesem so genannten Mappingverfahren können Kreditinstitute ihre internen Ratingklassen mit denen externer Ratingagenturen hinsichtlich beobachteter Ausfallwahrscheinlichkeiten verbinden. Bei der Beurteilung eines gemeinsamen Kreditnehmers sind die zugrunde

---

<sup>500</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 53.

<sup>501</sup> Er gilt auch als ausgefallen, falls er mit Zahlungen über 90 Tage in Verzug ist oder Kreditlinien über diesen Zeitraum überschreitet. Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 93 f.

<sup>502</sup> Vgl. Hagen, Basel II, S. 48.

<sup>503</sup> Die PD eines Kredits an Unternehmen oder Banken ist die Ein-Jahres-PD der internen Ratingklasse, in die der Kreditnehmer eingeordnet ist, mindestens aber 0,03%. Die PD für Kredite an Staaten ist die Ein-Jahres-PD der internen Ratingklasse, welcher der Kreditnehmer zugeordnet ist. Die PD der Kreditnehmer, die in Übereinstimmung mit der Referenz-Ausfalldefinition der/den Ausfallklasse(n) zugeordnet werden, beträgt 100%. Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 60, 92.

<sup>504</sup> Siehe hierzu ausführlich Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 79 ff.

<sup>505</sup> Unabhängig davon, ob eine Bank externe, interne oder „gepoolte“ Datenquellen bzw. eine Kombination dieser drei für die Schätzung der Ausfallwahrscheinlichkeiten verwendet, muss die Länge der zugrunde liegenden Beobachtungsperiode von zumindest einer Datenquelle während der Übergangsperiode zwei und danach mindestens fünf Jahre betragen. Siehe hierzu Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 56, 96.

gelegten Ratingdefinitionen und Kriterien präzise anzugleichen. Bei der Schätzung der Ausfallwahrscheinlichkeit fließen neben historischen Daten zwingend zukunftsgerichtete Analysen und Informationen mit ein, z. B. in Bezug auf sich ändernde Marktgegebenheiten.<sup>506</sup>

Die Risikokomponente LGD bezeichnet die Verlustquote, der ein Kreditinstitut im Falle eines Kreditausfalls nach Verwertung vorhandener Sicherheiten gegenübersteht.<sup>507</sup> Die LGD hängt maßgeblich von den vorhandenen, anrechenbaren Sicherheiten eines Engagements ab und wird im Basisansatz, ebenso wie die Kennziffern EAD und M, bankenaufsichtlich vorgegeben.<sup>508</sup> Im IRB-Basisansatz gilt für unbesicherte, vorrangige Forderungen an Unternehmen, Staaten und Banken eine Verlustquote von 45%.<sup>509</sup> Für nachrangige, unbesicherte Forderungen gilt eine LGD von 75%.<sup>510</sup> Der Einfluss von Sicherheiten auf die LGD ist Gegenstand des Punktes 3.2.2.2.2.

Die Kennziffer EAD bezeichnet die erwartete Höhe des ausstehenden Kredits bei Ausfall und dient als Bemessungsgrundlage zur Berechnung der Eigenkapitalunterlegung in beiden IRB-Ansätzen.<sup>511</sup> Bei festen Tilgungsplänen eines Kreditengagements ist EAD unschwer zu ermitteln. Die Schätzung bei variablen Tilgungsplänen oder eingeräumten Kreditlinien ist komplexer und dem fortgeschrittenen Ratingansatz vorbehalten.

Der Berücksichtigung der Restlaufzeit eines Darlehens (Maturity, M) liegt der Gedanke zugrunde, dass die Wahrscheinlichkeit des Ausfalls eines Kredit-

---

<sup>506</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 56, S. 95.

<sup>507</sup> Die LGD-Schätzungen müssen auf historischen Erlösquoten beruhen und dürfen - sofern einschlägig - nicht allein auf den geschätzten Marktwerten der Sicherheiten beruhen. Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 98.

<sup>508</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 53; Naisbitt, Immobilienmarktprognosen, S. 75.

<sup>509</sup> Damit reagiert der Baseler Ausschuss auf frühere QIS-Erhebungen, durch die eine übermäßige Differenz zwischen dem Basis- und dem fortgeschrittenen Ansatz in der Eigenkapitalunterlegung festgestellt werden konnte. Somit wurden die meisten LGD-Werte im Basisansatz um 5 Prozentpunkte reduziert, z. B. für vorrangige, nicht besicherte Forderungen von 50 auf 45%, sowie die im Basisansatz veranschlagte Laufzeit von 3 auf 2,5 Jahre reduziert. Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 60.

<sup>510</sup> Nachrangige Forderungen sind laut des Baseler Ausschusses Forderungen, die gegenüber anderen Forderungen ausdrücklich nachrangig sind, wobei die endgültige Definition dieses Begriffes den nationalen Bankenaufsichtsbehörden überlassen wird. Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 60.

<sup>511</sup> Die EAD ist definiert als das erwartete Kreditvolumen zum Zeitpunkt des Ausfalls des Kreditnehmers. Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 99 f.; Gürtler, IRB-Ansatz, S. 450; Grunert/Kleff/Norden/Weber, Basel II, S. 15.

nehmers über einen langen Zeitraum höher ist als über eine kurze Periode.<sup>512</sup>  
Im IRB-Basisansatz wird unabhängig von der tatsächlichen Restlaufzeit des Kredits eine Laufzeit von 2,5 Jahren unterstellt.<sup>513</sup>

Die Berechnung des Risikogewichts (RW) eines Kredits erfolgt anhand der folgenden Formel:

$$RW = K \times 12,5 \times EAD \quad (4)$$

Als Eingabegröße für diese Formel ist zunächst die Eigenkapitalanforderung (K) zu wie folgt zu berechnen:<sup>514</sup>

$$K = LGD \times N \left( \frac{G(PD) + \sqrt{R} \times G(0,999)}{\sqrt{1-R}} \right) \times \left( \frac{1 + (M - 2,5) \times b(PD)}{1 - 1,5 \times b(PD)} \right) \quad (5)$$

Als weitere Größen zur Berechnung von K ist sowohl die Korrelation (R),<sup>515</sup>

$$R = 0,12 \times \left( \frac{1 - e^{-50 \times PD}}{1 - e^{-50}} \right) + 0,24 \times \left( 1 - \frac{1 - e^{-50 \times PD}}{1 - e^{-50}} \right) - 0,04 \times \left( 1 - \frac{(S - 5)}{45} \right) \quad (6)$$

als auch die Restlaufzeitanpassung (B)<sup>516</sup> zu berechnen:

<sup>512</sup> Vgl. Hagen, Basel II, S. 47.

<sup>513</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 67.

<sup>514</sup> N(x) bezeichnet die kumulative Verteilungsfunktion einer standardnormalverteilten Zufallsvariablen (d. h. die Wahrscheinlichkeit, dass eine normalverteilte Zufallsvariable mit dem Erwartungswert von Null und einer Standardabweichung von Eins kleiner oder gleich x ist.) G(x) bezeichnet die inverse kumulative Verteilungsfunktion einer standardnormalverteilten Zufallsvariablen (d. h. der Wert von x, so dass N(x) = z ist). Die kumulative Verteilungsfunktion der Normalverteilung und ihre Inverse sind beispielsweise in der deutschen Version von Microsoft Excel als Funktionen (STANDNORMVERT) und (STANDNORMINV) verfügbar. Die Formel für die Restlaufzeitanpassung wurde in der im Juni 2004 veröffentlichten finalen Version der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung gegenüber dem Dritten Konsultationspapier leicht modifiziert. Sie lautet nun:  $K = [LGD \times N[(1-R)^{0,5} \times G(PD) + (R/1-R)^{0,5} \times G(0,999)] - PD \times LGD] \times (1 - 1,5 \times b)^{-1} \times (1 + (M - 2,5) \times b)$ . Vgl. Basel Committee on Banking Supervision, Capital Measurement, S. 60. Die Berechnungen in dieser Arbeit basieren auf der Formel des Dritten Konsultationspapiers.

<sup>515</sup> Für kleine und mittlere Unternehmen mit einem konsolidierten Jahresumsatz S von weniger als 50 Mio. € findet eine Größenanpassung in Abhängigkeit vom Jahresumsatz statt, die mit in die Berechnung der Risikogewichtungsfunktion für Forderungen an KMU einfließt. In diesem Fall findet ein einheitlicher Abschlag bei der Korrelation von 0,04 statt. Ist der Jahresumsatz 50 Millionen Euro oder größer, entfällt der Korrekturfaktor. Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 58; Schulte-Mattler, Konsultationspapier, S. 390. Die Gestaltung dieser Formel zeigt, dass durch die pauschale Annahme der Restlaufzeit von 2,5 Jahren die Laufzeitkomponente (2,5) neutralisiert wird. Vgl. Hagen, Basel II, S. 47.

<sup>516</sup> Die Formel für die Restlaufzeitanpassung wurde in der im Juni 2004 veröffentlichten finalen Version der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung gegenüber dem Dritten Konsultationspapier leicht modifiziert. Sie lautet nun:  $B = (0,11852 - 0,05478 \times \ln(PD))^2$ . Vgl. Basel

$$B = (0,08451 - 0,05898 \times \ln(PD))^2 \quad (7)$$

Die resultierende Eigenkapitalunterlegung eines Kredits berechnet sich durch Multiplikation des Risikogewichts (RW) mit dem Kapitalkoeffizienten von 8%.<sup>517</sup>

$$EK = RW \times 8\% \quad (8)$$

#### 3.2.2.3.4 Fortgeschrittener IRB-Ansatz

Im fortgeschrittenen IRB-Ansatz darf die Bank für die Anwendung der o. a. Risikogewichtungsformel eigene Daten und Berechnungen zur Schätzung der Parameter LGD<sup>518</sup>, EAD und M verwenden.<sup>519</sup> Allerdings sind dabei hohe Mindestanforderungen zu erfüllen. So dürfen sich LGD-Schätzungen<sup>520</sup> nicht ausschließlich auf den vermuteten Marktwert einer Sicherheit beziehen, sondern müssen auf historischen, durchschnittlichen Erlösquoten eines Mindestbeobachtungszeitraums von 7 Jahren basieren.<sup>521</sup> Weiterhin sind eventuelle Abhängigkeiten zwischen dem Kreditnehmerrisiko und der Werthaltigkeit der Sicherheit sowie aus Konjunkturzyklen resultierende Schwankungen der LGD zu erfassen.<sup>522</sup>

Die Verfahren zur Abschätzung der erwarteten Forderungshöhe bei Ausfall (EAD) müssen auf überzeugende interne Analysen gestützt werden. Dabei sind

Committee on Banking Supervision, Capital Measurement, S. 60. Die Berechnungen in dieser Arbeit basieren auf der Formel des Dritten Konsultationspapiers.

<sup>517</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 58.

<sup>518</sup> Die im Verband deutscher Hypothekenbanken e. V. zusammengeschlossenen Institute haben gemeinsam ein Modell zur Ermittlung der Verlustquote aus Sicherheiten entwickelt (LGD-Grading). Damit wird ein wesentlicher Bestandteil des fortgeschrittenen Ratingansatzes erfüllt. Dieser gewährleistet, dass die hohe Werthaltigkeit des Grundpfandrechts, des Besicherungsinstruments der Immobilienfinanzierung, adäquat in der Eigenkapitalunterlegung zum Ausdruck kommt. Siehe hierzu ausführlich Hagen/Holter, Auswirkungen, S. 59. ff.

<sup>519</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 53.

<sup>520</sup> Der für die Zwecke der LGD-Schätzung verwendete Verlustbegriff entspricht dem ökonomischen Verlust. Bei der Messung des ökonomischen Verlustes müssen alle relevanten Faktoren berücksichtigt werden. Dies beinhaltet Diskontierungseffekte sowie wesentliche direkte und indirekte Kosten der Betreuung. Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 95.

<sup>521</sup> Die den LGD-Schätzungen zugrunde gelegten Daten müssen sich auf eine Mindestbeobachtungsperiode beziehen, die idealerweise wenigstens einen Konjunkturzyklus umfasst. Sie darf jedoch für mindestens eine Datenquelle auf keinen Fall kürzer als sieben Jahre sein. Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 98.

<sup>522</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 97 ff.

unter anderem Zuschläge sowohl für Fehlerbandbreiten als auch für zu erwartende, positive Korrelationen mit der Ausfallwahrscheinlichkeit (PD) vorzunehmen. Für die Schätzung der EAD ist ein Beobachtungszeitraum von einem Konjunkturzyklus (mind. 7 Jahre) nachzuweisen.<sup>523</sup> Für die Schätzung der PDs, der LGDs und der EADs sind von den Banken Verfahren zur regelmäßigen Validierung ihrer internen Ratingmethoden zu entwickeln.<sup>524</sup>

Für Restlaufzeiten von Krediten über 2,5 Jahre werden im fortgeschrittenen IRB-Ansatz Zuschläge und unter 2,5 Jahre Abschläge von der Eigenkapitalerfordernis vorgenommen. Die effektive Restlaufzeit  $M$  bewegt sich im fortgeschrittenen IRB-Ansatz in einer Bandbreite von einem bis fünf Jahren.<sup>525</sup> Sie ist im fortgeschrittenen IRB-Ansatz für Engagements mit festgelegten Zins- und Tilgungsplänen folgendermaßen zu berechnen:<sup>526</sup>

$$M = \sum_t t \times CF_t / \sum_t CF_t \quad (9)$$

$CF_t$  bezeichnet die Kapitaldienstleistungen in Form von Zinsen, Tilgung und Gebühren in der Periode  $t$ .<sup>527</sup> Diese werden entsprechend dem Konzept der Duration eines verzinslichen Schuldtitels mit den jeweiligen Zeiträumen bis zur Rückzahlung gewichtet.<sup>528</sup> Somit findet ausschließlich im fortgeschrittenen IRB-Ansatz eine explizite Berücksichtigung der tatsächlichen, durchschnittlichen Restlaufzeit eines Engagements statt. Nur hier wird adäquat der Tatsache Rechnung getragen, dass längere Laufzeiten mit höherem Risiko einhergehen, was mit Hilfe der Optionspreistheorie bewiesen werden kann.<sup>529</sup> Für die traditionell vorwiegend langfristig finanzierten mittelständischen Unternehmen in Deutschland hätte dies außerordentlich negative Konsequenzen, da die Banken im Rahmen des IRB-Ansatzes für langfristige Kredite mehr Eigenkapital vor-

<sup>523</sup> Die EAD-Schätzungen müssen auf einen Zeitraum gestützt werden, der idealerweise einen vollständigen Konjunkturzyklus umfasst, aber unter keinen Umständen kürzer als sieben Jahre sein darf. Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 99 ff.

<sup>524</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 105.

<sup>525</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 67.

<sup>526</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 67.

<sup>527</sup> Ist eine Bank nicht in der Lage,  $M$  entsprechend der obigen Definition zu berechnen, kann sie konservativere Messung von  $M$  vornehmen. Siehe hierzu ausführlich: Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 67.

<sup>528</sup> Vgl. Brigham/Houston, Financial Management, S. 368; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 191 ff.

<sup>529</sup> Vgl. Braun, Basel II, S. 1.

halten müssten. Auf Druck der deutschen Delegation in Basel konnte allerdings erreicht werden, dass Unternehmen mit einer konsolidierten Bilanzsumme und einem konsolidierten Jahresumsatz von weniger als 500 Mio. € von einer expliziten Laufzeitanpassung ausgenommen werden können.<sup>530</sup>

Der fortgeschrittene Ansatz kommt dem Ziel einer risikogerechteren Eigenkapitalunterlegung aufgrund der expliziten Berücksichtigung sämtlicher Risikokomponenten am nächsten. Aufgrund der hohen Anforderungen, z. B. in Bezug auf die Datenverfügbarkeit, ist für die meisten Banken eine zeitgleiche Einführung des fortgeschrittenen IRB-Ansatzes über durchweg alle Geschäftseinheiten und Forderungsklassen nicht realisierbar.<sup>531</sup> Innerhalb einer Bankengruppe kann daher eine abgestufte Integration des IRB-Ansatzes erfolgen. So kann der IRB-Ansatz zunächst für sämtliche Forderungsklassen einer Geschäftseinheit eingesetzt werden, sofern er später im Rahmen eines Umsetzungsplans auf alle Geschäftseinheiten innerhalb eines Bankkonzerns ausgedehnt wird. In der abschließenden Phase der Einführung soll eine Fortentwicklung vom Basis- zum fortgeschrittenen IRB-Ansatz erfolgen.<sup>532</sup>

### 3.2.2.3.5 Gewerbliche Immobilienfinanzierungen im IRB-Ansatz

Im Gegensatz zu Basel I, wo allein nach der Nutzungsart der Immobilie nach wohnungswirtschaftlichen und gewerblichen Hypothekarkrediten unterschieden wird, soll nach Basel II die Unterscheidung danach erfolgen, ob der Kreditnehmer als Privatperson (Retail) oder Unternehmen zu betrachten ist, unabhängig davon, ob das zu finanzierende Projekt eine Wohn- oder Gewerbeimmobilie ist. Nach Basel II wird somit nach privatem Wohnungsbau, d. h. Einordnung in den Retailbereich, und gewerblicher Immobilienfinanzierung, d. h. Einordnung in den Unternehmensbereich zu differenzieren sein, was für die Berechnung der Eigenkapitalunterlegung einen Unterschied bedeutet.<sup>533</sup> Wie

---

<sup>530</sup> Wird von dem Wahlrecht Gebrauch gemacht, ist bei allen Krediten an die entsprechend kleineren inländischen Unternehmen wie im IRB-Basisansatz eine effektive Restlaufzeit von 2,5 Jahren zu unterstellen. Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 67; Hagen/Marburger, Auswirkungen, S. 72; Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Auswirkungsstudie, S. 67.

<sup>531</sup> Siehe hierzu Abbildung 49, S. 109.

<sup>532</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 53 ff.

<sup>533</sup> Vgl. Hagen, Basel II, Basel II, S. 44.



bereits erwähnt, fällt die Finanzierung von Gewerbeimmobilien-Projektentwicklungen in die Forderungsklasse „Unternehmen“. <sup>534</sup> Innerhalb dieser Forderungsklasse werden, wie in Abbildung 27 dargestellt, fünf Unterklassen für Spezialfinanzierungen (SL) unterschieden: Projektfinanzierung, Objektfinanzierung, Finanzierung des Rohstoffhandels, Finanzierung von Mietimmobilien (Income-Producing Real Estate, IPRE) sowie die Finanzierung hochvolatiler, gewerblicher Realkredite (High-Volatility Commercial Real Estate, HVCRE). <sup>535</sup>

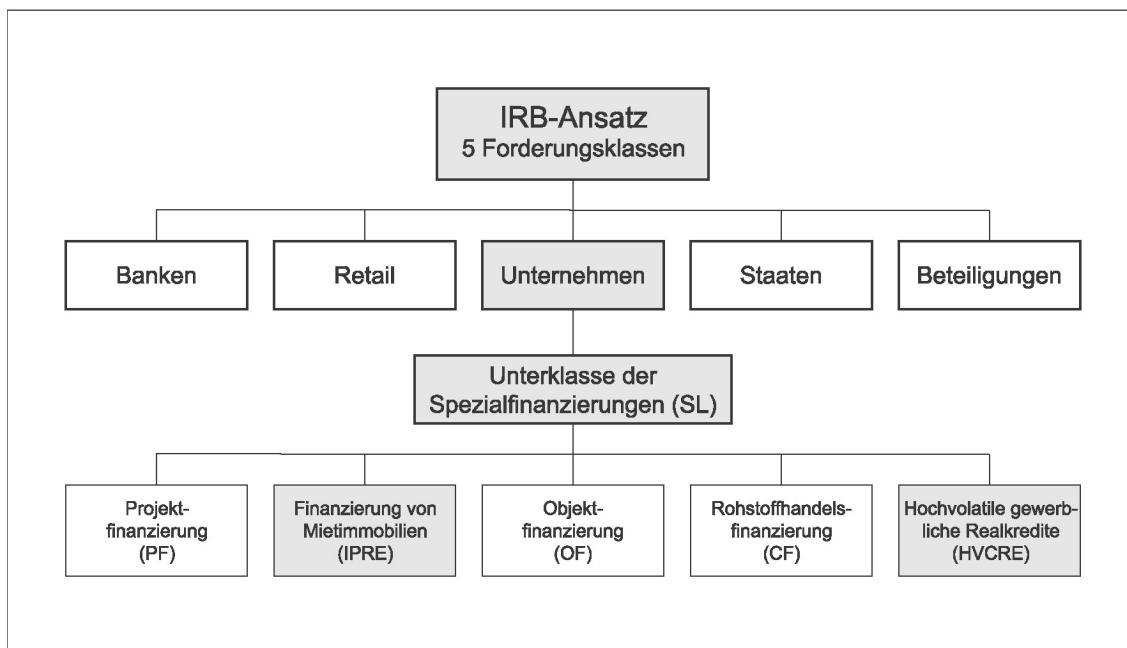


Abbildung 27: Forderungsklassen im IRB-Ansatz

Bei gewerblichen Immobilienprojekten handelt es sich definitionsgemäß um Kreditengagements, die Banken künftig als Spezialfinanzierungen im Rahmen der Forderungsklassen IPRE und HVCRE behandeln müssen, denn auf diese treffen die folgenden Voraussetzungen des Baseler Ausschusses zu:

- „Der Kreditnehmer ist eine Gesellschaft (oft eine Zweckgesellschaft, (SPC), die speziell zur Finanzierung und/oder Betrieb eines Objekts gegründet wurde;
- Die Gesellschaft hat nur wenige oder gar keine anderen wesentlichen Vermögensgegenstände oder betreibt kaum ein anderes wesentliches Geschäft

<sup>534</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 45.

<sup>535</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 46.

und ist deshalb kaum oder gar nicht in der Lage, außer aus den Einkünften aus dem finanzierten Objekt, die Verbindlichkeit zu begleichen;

- Die Ausgestaltung der Verbindlichkeit verschafft dem Kreditgeber einen wesentlichen Einfluss auf den finanzierten Vermögensgegenstand und die daraus erzielten Einkünfte.

Aus den obigen Punkten folgt, „dass die primäre Quelle für die Rückführung der Verbindlichkeit die Einkünfte aus dem finanzierten Objekt sind und weniger die davon unabhängige Zahlungsfähigkeit eines auf einem breiten Fundament agierenden Unternehmens.“<sup>536</sup> Die Zuordnung zu diesen Klassen erfolgt also, sofern die Kapitaldienstleistungen zur Rückführung des ausgereichten Darlehens in Form von Miet-, Leasing- oder Verkaufserlösen in erster Linie direkt aus dem Immobilienobjekt stammen. Darlehensnehmer ist dabei in der Regel eine Zweck-, Bauträger- oder Vermietungsgesellschaft. Die hier angeführten, gewerblichen Immobilienfinanzierungen zeichnen sich im Vergleich zu sonstigen, grundpfandrechtlich besicherten Unternehmensfinanzierungen dadurch aus, dass zwischen PD und LGD eine hohe positive Korrelation besteht, da sowohl die Werthaltigkeit des Objekts bei Ausfall als auch die fortlaufende Fähigkeit zur Leistung des Schuldendienstes primär von den erzielbaren Einnahmen der Immobilie abhängen.<sup>537</sup>

Die Finanzierung von Einkommen generierenden gewerblicher Immobilien (IPRE) orientiert sich an der Methode zur Finanzierung von Immobilien (wie z. B. für Vermietungszwecke erstellte Bürogebäude, Ladenlokale, Mehrfamilienhäuser, Industrie- und Lagerflächen und Hotels), bei der die Rückzahlung und der Verwertungserlös im Falle des Ausfalls primär auf den aus dem Objekt erzielten Einnahmen basiert.<sup>538</sup> Die Hauptquelle dieser Zahlungen sind Miet- und Leasingeinnahmen oder der Verkauf des Objekts. Der Kreditnehmer kann - muss aber nicht notwendigerweise - eine Projektgesellschaft bzw. Bauträger- oder Vermietungsgesellschaft oder eine Unternehmung sein, die auch aus anderen Quellen Einnahmen erzielt. Der grundlegende Unterschied einer solchen gewerblichen Immobilienfinanzierung und anderen, durch

---

<sup>536</sup> Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 45.

<sup>537</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 47.

<sup>538</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 47.

Grundpfandrechte besicherten Unternehmensfinanzierungen besteht darin, dass hier eine starke positive Korrelation zwischen der Begleichung der Forderung und dem Verwertungserlös im Falle des Ausfalls besteht, weil beide primär von den laufenden Einnahmen aus einer Immobilie abhängen.

Hochvolatile gewerbliche Realkredite (HVCRE) dienen der Finanzierung gewerblicher Immobilien, die gegenüber den oben beschriebenen Finanzierungen eine höhere Volatilität der Verlustrate (d. h. höhere Korrelation der Aktiva) aufweist.<sup>539</sup> Die Klassifizierung „HVCRE“ umfasst:

- Kredite zur Finanzierung der Grunderwerbs-, Erschließungs- und Bebauungsphase für Grundbesitz dieser Art in den entsprechenden Zuständigkeitsbereichen;
- Gewerbliche Immobilienfinanzierungen, die auch durch gewerbliche Immobilien besichert sind;
- Kredite zur Kaufpreisfinanzierung bzw. zur Finanzierung von Erschließungs- und Bebauungsmaßnahmen jedweden Grundbesitzes, bei denen die Quelle zur Rückzahlung zum Zeitpunkt der Finanzierung entweder der zukünftige unsichere Verkauf des Objekts oder zukünftige Zahlungen sind, die aus sehr unsicheren Quellen stammen (z. B. weil das Objekt noch nicht zu einem in dem jeweiligen regionalen Markt für den betreffenden Immobilientyp üblichen Preis vermietet wurde), es sei denn, der Kreditnehmer verfügt über eine erhebliche Eigenkapitalquote.

Für diese Klassen der Spezialfinanzierungen gibt es Ausnahmen von den oben beschriebenen generellen Regelungen des IRB-Basisansatzes und des fortgeschrittenen Ansatzes.<sup>540</sup> So müssen Kreditinstitute, die den Mindestanforderungen an die Schätzung von Ausfallwahrscheinlichkeiten im IRB-Basisansatz nicht gerecht werden, ihre internen Risikoklassen fünf aufsichtsrechtlich vorgegebenen Risikoklassen zuordnen, die jeweils mit einem spezifischen Risikogewicht versehen sind.<sup>541</sup> Diese Variante wird als auf „aufsicht-

---

<sup>539</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 47.

<sup>540</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 47, 53.

<sup>541</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 54.

lichen Zuordnungskriterien basierender Ansatz“ bzw. „Elementaransatz“ bezeichnet. Die in Tabelle 6 aufgeführten Risikogewichte sind den aufsichtlichen Kategorien in der Klasse IPRE zugeordnet.<sup>542</sup>

Sehr gut	Gut	Mittel	Schwach	Ausgefallen
75%	100%	150%	350%	625%

*Tabelle 6: IPRE-Risikogewichte*<sup>543</sup>

Die in Tabelle 7 aufgeführten Risikogewichte sind den aufsichtlichen Kategorien in der Klasse HVCRE zugeordnet:

Sehr gut	Gut	Mittel	Schwach	Ausgefallen
100%	125%	175%	350%	625%

*Tabelle 7: HVCRE-Risikogewichte*<sup>544</sup>

Beispiel 2 auf Seite 281 verdeutlicht die Ermittlung der Eigenkapitalunterlegung nach dem Elementaransatz für die Finanzierung von „hochvolatilen“ gewerblichen Realkrediten.

Dabei entspricht jede dieser Kategorien der im Folgenden dargestellten Bandbreite von externen Ratingklassen:

Sehr gut	Gut	Mittel	Schwach	Ausgefallen
BBB- oder besser	BB+ oder BB	BB- oder B+	B bis C-	Nicht anwendbar

*Tabelle 8: Rating-Äquivalente zum Elementaransatz*

Beispiel 3 auf Seite 282 illustriert die Ermittlung der Eigenkapitalunterlegung nach dem Elementaransatz für die Finanzierung von „hochvolatilen“ gewerblichen Realkrediten.

Die Zuordnung einer gewerblichen Immobilienfinanzierung zu einer bestimmten Kategorie (Sehr gut, gut, mittel, schwach, ausgefallen) erfolgt durch das Kredit-

<sup>542</sup> Vgl. Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 54, 59.

<sup>543</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 47, 59. In der finalen Version der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung stellen sich die Risikogewichte wie folgt dar: Sehr gut: 95%; Gut: 120%; Mittel: 140%; Schwach: 250%; Ausgefallen: 0%. Siehe hierzu Basel Committee for Banking Supervision, Capital Measurement, S. 61.

<sup>544</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 59. In der finalen Version der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung stellen sich die Risikogewichte wie folgt dar: Sehr gut: 70%; Gut: 90%; Mittel: 115%; Schwach: 250%; Ausgefallen: 0%. Siehe hierzu Basel Committee for Banking Supervision, Capital Measurement, S. 61.

institut mit Hilfe einer tabellarischen Beschreibung<sup>545</sup> der aufsichtsrechtlichen Ratingklassen, die sich im Anhang (Anhang 4) des Dritten Konsultationspapiers befindet.<sup>546</sup>

Kreditinstitute, die jedoch die Anforderungen zur Schätzung von Ausfallwahrscheinlichkeiten erfüllen, können den IRB-Basisansatz für Unternehmensforderungen zur Berechnung der Risikogewichte anwenden.<sup>547</sup> Forderungen, die in den Bereich der IPRE-Spezialfinanzierungen fallen, werden daher entsprechend dem regulären IRB-Basisansatz bzw. dem fortgeschrittenen IRB-Ansatz für Unternehmensforderungen behandelt. Somit werden (sofern das Kreditinstitut zur zuverlässigen Einschätzung der Ausfallwahrscheinlichkeiten in der Lage ist) die ermittelten Werte für PD, LGD, EAD und M ebenfalls in die gemeinsame Risikogewichtungsfunktion, die unter Punkt 3.2.2.3.3 vorgestellt wurde, eingesetzt.<sup>548</sup> Da die individuelle Ausfallwahrscheinlichkeit einer IPRE-Finanzierung, in der die Risikokomponente PD enthalten ist, findet eine Berücksichtigung der spezifischen Immobilienrisiken statt. Diese ist im fortgeschrittenen Ansatz jedoch präziser, da nur dort bankinterne Schätzungen für LGD, EAD und M verwendet werden dürfen. Banken sind beim IRB-Ansatz im Hinblick auf IPRE-Spezialfinanzierungen nicht zur Schätzung von Ausfallwahrscheinlichkeiten verpflichtet. Sie können auch die aufsichtsrechtlich vorgegebenen Kategorien, die in Tabelle 8 dargestellt sind, zur direkten Ermittlung der Risikogewichte verwenden.

Eine Ausnahme zu dieser Regelung gibt es für gewerbliche Immobilienfinanzierungen, die definitionsgemäß unter die HVCRE-Kategorie fallen. Banken, die die Anforderungen zur Schätzung der PDs erfüllen, können einen Basisansatz anwenden. Dieser Ansatz unterscheidet sich durch eine gesonderte

---

<sup>545</sup> Die vierseitige tabellarische Beschreibung der aufsichtsrechtlichen Ratingklassen für gewerbliche Immobilienfinanzierungen ist in Tabelle 2 des Anhang 4 im Dritten Konsultationspapier des Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht zu finden. Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 211 ff.

<sup>546</sup> Es liegt im nationalen Ermessen der Aufsichtsinstanzen, den Banken einzuräumen, bevorzugte Risikogewichte von 50% für starke und 75% für gute Forderungen festzusetzen. Dabei muss die Restlaufzeit weniger als 2,5 Jahre betragen, oder die Aufsicht muss festlegen, dass der Abschluss der Finanzierungen durch die Kreditinstitute und andere Risikomerkmale deutlich positiver zu beurteilen ist, als in den Einordnungskriterien der relevanten aufsichtlichen Risikokategorie vorgesehen. Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 59.

<sup>547</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 54.

<sup>548</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 59.

Formel für die Korrelation der Aktiva, basiert jedoch auf der gleichen Risikogewichtungsfunktion.

$$R = 0,12 \times \left( \frac{1 - e^{-50 \times PD}}{1 - e^{-50}} \right) + 0,30 \times \left( 1 - \frac{1 - e^{-50 \times PD}}{1 - e^{-50}} \right) - 0,04 \times \left( 1 - \frac{(S - 5)}{45} \right) \quad (10)$$

Der Unterschied zu Formel 6 besteht hier lediglich darin, dass als Obergrenze für den Korrelationswert statt der 0,24 ein Koeffizient von 0,30 gewählt wird, was der im HVCRE-Bereich bestehenden höheren Korrelation zwischen PD und LGD Rechnung tragen soll.<sup>549</sup>

### 3.2.2.3.6 Kreditsicherheiten im IRB-Ansatz

Im Internen Ratingansatz dient für besicherte Finanzierungsengagements als Eingabegröße für die Risikogewichtungsfunktion die LGD. Maßgeblich bei der Bestimmung der LGD-Kennziffer ist der Sicherheitenwert, denn die LGD bezeichnet den Verlust, den ein Kreditinstitut nach Verwertung von Sicherheiten hinzunehmen hat.<sup>550</sup>

Auch im Internen Ratingansatz werden Wohn- und Gewerbeimmobilien als Kreditsicherheiten anerkannt.<sup>551</sup> Die Prämisse dafür ist allerdings, „dass das Kreditnehmerrisiko nicht wesentlich von der Leistungsfähigkeit der zugrunde liegenden Immobilie oder des Projekts abhängig ist, sondern vielmehr von der Fähigkeit des Kreditnehmers zur Rückzahlung der Schulden aus anderen Quellen.“<sup>552</sup> Analog zum Modifizierten Standardansatz sind Erträge erzielende Im-

<sup>549</sup> Kreditinstitute, die die Anforderung an die Schätzung der PD erfüllen und deren Aufsichtsinstanz sich entschieden hat, einen Basis- oder fortgeschrittenen Ansatz für HVCRE-Forderungen einzurichten, nutzen dieselbe Formel zur Herleitung der Risikogewichte wie bei anderen SL. Abweichend hiervon ist allerdings die oben angeführte Formel für die Korrelation der Aktiva zu verwenden. Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 60; Schulte-Mattler, Konsultationspapier, S. 390.

<sup>550</sup> Vgl. Hagen, Basel II, S. 48.

<sup>551</sup> Weder in der QIS 3 noch im Dritten Konsultationspapier äußert sich der Baseler Ausschuss konkret zur Methodik der Anerkennung physischer Sicherheiten. Nur bei der Anerkennung finanzieller Sicherheiten wird auf die umfassende Methodik des Modifizierten Standardansatzes verwiesen. Eine Verwechslung der Methoden zur Anrechnung der Sicherheiten ist hier sehr naheliegend und soll durch den Hinweis vermieden werden. Zu den operationalen Anforderungen siehe Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 106 ff.

<sup>552</sup> Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 106.

mobilien, die unter die Kreditkategorie Spezialfinanzierungen fallen, von der Anerkennung als Sicherheiten für Unternehmenskredite ausgeschlossen.<sup>553</sup>

Bei Vorliegen von solchen nicht anerkannten Sicherheiten, wird vorrangigen Forderungen an Unternehmen im IRB-Basisansatz eine LGD in Höhe von 45% zugewiesen. Alle nachrangigen Forderungen an Unternehmen erhalten in diesem Ansatz eine LGD in Höhe von 75%.<sup>554</sup>

Die Methodik zur Bestimmung der effektiven LGD für den Fall, dass die Bank anerkennungsfähige IRB-Sicherheiten als Sicherheiten entgegengenommen hat, geht aus Tabelle 9 hervor und sieht im IRB-Basisansatz wie folgt aus:

	Mindest-LGD	Erforderlicher Mindest-besicherungsgrad der Forderung (C*)	Erforderlicher Übersicherungsgrad zur Anerkennung der LGD in voller Höhe (C**)
Anerkannte Finanzielle Sicherheiten	0%	0%	n.a.
Forderungsabtretungen	35%	0%	125%
CRE/RRE	35%	30%	140%
Sonstige Sicherheiten	40%	30%	140%

*Tabelle 9: LGD für den besicherten Teil von vorrangigen Forderungen*<sup>555</sup>

Forderungen, welche die Mindestanforderungen erfüllen, bei denen jedoch das Verhältnis des aktuellen Wertes der erhaltenen Sicherheiten (C) zum aktuellen Wert der Forderung (E) unter die Schwelle von C\* fällt (d. h. unter den vorgeschriebenen Mindestgrad der Besicherung der Forderungen), erhalten die LGD für unbesicherte Kredite bzw. für Kredite mit Besicherungen, die weder zugelassene finanzielle, noch zugelassene IRB-Sicherheiten sind (45%).

Forderungen, bei denen das Verhältnis von C und E die zweite Schwelle C\*\* übersteigt (d. h. die erforderliche Höhe der Übersicherung für die vollumfängliche Reduzierung der LGD) erhalten eine LGD gemäß Tabelle 9 (ggf. 35%).

<sup>553</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 106.

<sup>554</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 60.

<sup>555</sup> Quelle: Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 63.

Vorrangige Forderungen sind in einen voll besicherten und einen Blankoanteil aufzuspalten. Der Anteil der Forderung, der als vollständig besichert angesehen wird,  $C/C^{**}$ , erhält die der Sicherheit zugeordnete LGD. Der verbleibende Teil der Forderung wird als nicht besichert angesehen und erhält eine LGD in Höhe von 45%.<sup>556</sup>

Neben den anererkennungsfähigen Garantien und Garanten im Standardansatz werden im IRB-Basisansatz zusätzlich Garantien von intern gerateten Sicherungsgebern mit einem Rating von A- und besser akzeptiert. An die Stelle der bisherigen LGD des Kredits tritt für den besicherten Teil die LGD der Garantie. Diese wird anhand der PD des Sicherungsgebers und der für ihn maßgeblichen Risikogewichtsfunktion berechnet. Der verbleibende Teil des Kredits erhält die LGD des Hauptschuldners.<sup>557</sup> Der Wert dinglicher Sicherheiten wird mit dieser Regelung im IRB-Basisansatz nur unzureichend anerkannt. Dingliche Sicherheiten sind hier in ihrem Einfluss begrenzt und somit dem Wert anderer finanzieller Sicherheiten nicht gleichgestellt.

Banken, die den fortgeschrittenen IRB-Ansatz verwenden, berücksichtigen den risikomindernden Effekt von Grundpfandrechten und Garantien innerhalb ihrer internen Ratingklassen nach eigenen Schätzungen der Verlustquote LGD.<sup>558</sup> Der Immobilienfinanzierung wird der fortgeschrittene IRB-Ansatz damit viel mehr gerecht als der IRB-Basisansatz.<sup>559</sup> Im fortgeschrittenen IRB-Ansatz kommt der Sicherungswert der Grundschild adäquat zum Ausdruck, was zu einer Reduzierung des erforderlichen Eigenkapitals beitragen kann, weshalb sich die Banken bei der Wahl dieses weiter entwickelten Ansatzes tendenziell besser stellen.<sup>560</sup>

Ein weiterer wesentlicher Unterschied zum IRB-Basisansatz besteht darin, dass der Kreis möglicher Garanten weitgehend unbegrenzt ist. Hinsichtlich der Sicherungsabrede gilt, dass die Garantie in Schriftform vorliegen muss. Weiterhin

---

<sup>556</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 61-64; Hagen, Basel II, S. 48.

<sup>557</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 64 f.

<sup>558</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 64.

<sup>559</sup> Vgl. Hagen, Basel II, S. 51.

<sup>560</sup> Vgl. Hagen, Basel II, S. 51.



muss sie unwiderruflich und rechtlich durchsetzbar sein. Im Vergleich zum Basisansatz sind darüber hinaus auch bedingte Garantien anerkennungsfähig.<sup>561</sup>

#### 3.2.2.4 Operationelle Risiken

Wie bereits unter Punkt 3.2.2 erwähnt, sollen künftig zusätzlich zu den Kreditrisiken auch operationellen Risiken mit Eigenkapital unterlegt werden. Diese finden mit der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung Eingang in die Risikogewichtungsformel.<sup>562</sup> Das operationelle Risiko ist dabei definiert als „die Gefahr von Verlusten, die in Folge der Unangemessenheit oder des Versagens von internen Verfahren, Menschen und Systemen oder in Folge externer Ereignisse eintreten“.<sup>563</sup>

Die Eigenkapitalanforderungen für das operationelle Risiko können nach mehreren Ansätzen ermittelt werden, deren Komplexität und Risikosensitivität ansteigt. Diese sind der Basisindikatoransatz (Basic Indicator Approach<sup>564</sup>), der Standardansatz (Standardised Approach<sup>565</sup>) und die ambitionierten Messansätze (so genannte Advanced Measurement Approaches<sup>566</sup>). Die ambitionierten Messansätze erlauben es den Instituten, ihre eigene Methode zur Quantifizierung des operationellen Risikos zu entwickeln. Diese vorgegebene Bandbreite an Methoden besteht aus dem internen Bemessungsansatz (Internal Measurement Approach), dem Verlustverteilungsansatz (Loss Distribution Ap-

---

<sup>561</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 60-64.

<sup>562</sup> Operationelle Risiken haben in den letzten Jahren zunehmend an Aufmerksamkeit gewonnen. Bereits heute wird den Kreditinstituten ein Management ihrer operationellen Risiken verlangt. §25a KWG, Artikel 1 KonTraG sowie die Mindestanforderungen an das Betreiben von Handelsgeschäften (MaH), an die interne Revision (MaIR) und an das Kreditgeschäft (MAK) der Kreditinstitute enthalten Vorschriften zur Steuerung der operationellen Risiken, zum Beispiel die Einhaltung des wichtigen Prinzips der Funktionstrennung. Durch Überprüfungen z. B. und durch das Aufdecken organisatorischer Mängel hilft die Bankenaufsicht Instituten, ihre Risiken zu erkennen und zu mindern. Vgl. Deutsche Bundesbank, Eigenkapitalvereinbarung, S. 29; Vgl. Meister, Operationelle Risiken, S. 285; Meister führt in diesem Beitrag folgende Beispiele zur Veranschaulichung an: „Der Kreditbetrug durch den Immobilienfinanzier Dr. Schneider in den neunziger Jahren war möglich, da er zum Teil gefälschte Bauunterlagen vorlegte, die nicht hinreichend geprüft wurden. Mangelnde interne Kontrollen und fehlende eindeutige Berichtswege ermöglichten einem Händler bei der All Irish Bank, seine internen Limite zu überschreiten und der Bank erheblichen Schaden zuzufügen.“

<sup>563</sup> Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 140.

<sup>564</sup> Vgl. Boos/Schulte-Mattler, Risiken, S. 550; Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 140 f.

<sup>565</sup> Vgl. Boos/Schulte-Mattler, Risiken, S. 550; Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 142.

<sup>566</sup> Vgl. Cremers/Heidorn/Moormann, Operational Risk, S. 32.

proach und dem Scorecardansatz (Scorecard Approach).<sup>567</sup> Der Baseler Ausschuss verfolgt hiermit die Absicht, dass die Institute im Laufe der Zeit in verstärktem Maße verbesserte Methoden zur Quantifizierung des operationellen Risikos entwickeln.<sup>568</sup> Zielsetzung ist es, dass die Eigenkapitalunterlegung für operationelle Risiken im Durchschnitt ca. 12% der Eigenkapitalunterlegung für Kreditrisiken beträgt.<sup>569</sup> Im Rahmen dieser Arbeit kommt der Eigenkapitalunterlegung für operationelle Risiken aufgrund der Abhängigkeit vom Kreditrisiko nur eine untergeordnete Bedeutung zu, weshalb auf diese eher bankinternen Risiken und deren Berücksichtigung im weiteren Verlauf nicht weiter explizit eingegangen wird.

### 3.2.3 Aufsichtsrechtliches Überprüfungsverfahren

Als wesentliche Neuerung bei der Überarbeitung der Baseler Eigenkapitalvereinbarung von 1988 sieht der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht die zweite Säule, die aufsichtsrechtliche Überprüfung an.<sup>570</sup> Die Aufsicht soll sicherstellen, dass jede Bank solide interne Verfahren verwendet, mit denen die Angemessenheit ihres Eigenkapitals durch eine gründliche Bewertung ihrer Risiken beurteilt werden kann.<sup>571</sup> Gegebenenfalls kann die Bankenaufsicht verlangen, dass mehr Eigenkapital vorgehalten werden muss, als nach den Standardangaben berechnet wurde. Die wesentlichsten Ziele des aufsichtsrechtlichen Überprüfungsverfahrens sind eine kontinuierliche Verbesserung zur Beurteilung der Angemessenheit für eine Kreditgenehmigung, die Weiterentwicklung neuerer Methoden des Risikomanagements, die Abdeckung von Konjunkturentwicklungen und verschiedener Risikobereiche (z. B. Zins-

---

<sup>567</sup> Vgl. Paul, Bankenaufsicht, S. 11.

<sup>568</sup> Für eine detaillierte Diskussion operationeller Risiken im Kontext von Basel II vgl. weiterführend Cremers/Heidorn/Moormann, Operational Risk.

<sup>569</sup> Vgl. Meister, Operationelle Risiken, S. 286; Schulte-Mattler, Impact Study, S. 772.

<sup>570</sup> Das aufsichtliche Überprüfungsverfahren der Neuen Eigenkapitalvereinbarung soll nicht nur sicherstellen, dass Banken über angemessenes Eigenkapital für alle ihren Geschäften inhärenten Risiken verfügen, sondern sie soll die Banken auch darin bestärken, bessere Risikomanagementverfahren für die Überwachung und Steuerung ihrer Risiken zu entwickeln. Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 161.

<sup>571</sup> Der Baseler Ausschuss hat vier zentrale Grundsätze der aufsichtlichen Überprüfung aufgestellt. Siehe hierzu ausführlich Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 162 ff.

änderungsrisiken) sowie die Förderung des Dialogs zwischen Banken und Aufsichern.<sup>572</sup>

### 3.2.4 Marktdisziplin

Die dritte Säule „Marktdisziplin“ hat das Ziel, die Mindesteigenkapitalanforderungen (Säule 1) und den aufsichtlichen Überprüfungsprozess (Säule 2) zu ergänzen.<sup>573</sup> Der Ausschuss beabsichtigt, die Marktdisziplin zu verstärken, indem er eine Reihe von Veröffentlichungspflichten entwickelt, die es den Marktteilnehmern gestatten, Kerninformationen über den Anwendungsbereich, das Eigenkapital, die Risikopositionen, die Risikomessverfahren und - daraus abgeleitet - die Angemessenheit der Eigenkapitalausstattung des Instituts beurteilen zu können.<sup>574</sup> Die Förderung der Sicherheit und Solidität des Banken- und Finanzsystems bei der Eigenkapitalregulierung soll verstärkt werden, indem Banken den Marktteilnehmern Informationen über aussagekräftige Offenlegungsvorschriften und -empfehlungen liefern (Transparenzanforderungen).<sup>575</sup>

Um die Belastung der Institute möglichst gering zu halten, zielen die Offenlegungsempfehlungen grundsätzlich darauf ab, nur Informationen aus dem internen Rechnungswesen zu veröffentlichen.<sup>576</sup> Der Baseler Ausschuss ist bemüht seine gegenwärtigen Offenlegungsempfehlungen in IAS 30 (International Accounting Standards - „Disclosures in the Financial Statements of Banks and Similar Financial Institutions“) einzubringen. Damit wird eine möglichst weitgehende Übereinstimmung zwischen den bankaufsichtsrechtlichen Offenlegungen und den Offenlegungen im Rahmen des externen Rechnungswesens angestrebt.<sup>577</sup>

---

<sup>572</sup> Von der Bankenaufsicht wird erwartet, dass sie beurteilt, wie gut Banken ihren Kapitalbedarf im Verhältnis zu ihren Risiken einschätzen und eingreifen, wo es angebracht erscheint. Diese Interaktion soll einen aktiven Dialog zwischen Banken und Aufsichtsinstanzen fördern, so dass, wenn Mängel festgestellt werden, schnelle und wirkungsvolle Schritte unternommen werden können, um das Risiko zu reduzieren oder Kapital wieder aufzubauen. Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 161.

<sup>573</sup> Vgl. Spicka, Eigenkapitalregelungen, S. 722.

<sup>574</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 162 ff.

<sup>575</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 180 ff.

<sup>576</sup> Vgl. Boos/Schulte-Mattler, Marktdisziplin, S. 795 ff.

<sup>577</sup> Eine wichtige Dimension für die Umsetzung der Dritten Säule ist die Beziehung zwischen Offenlegungspflichten und Rechnungslegungsvorschriften. Der Ausschuss arbeitet hier mit dem International Accounting Standards Board (IASB) zusammen, um die Offenlegungs-

### 3.3 Auswirkungen auf die Finanzierung von Gewerbeimmobilien

Projektentwickler sehen sich derzeit einerseits tendenziell steigenden Finanzierungskosten und andererseits einer abnehmenden Bereitschaft der Banken zur Finanzierung von Bauvorhaben gegenüber.<sup>578</sup> Diese Entwicklung ist darauf zurückzuführen, dass die Refinanzierungskosten der Kreditinstitute stark von dem bankeigenen Unternehmensrating abhängen, wobei das Ratingurteil der Banken maßgeblich mit der Qualität ihrer Kreditportfolios korreliert.<sup>579</sup> Da die Banken durch Basel II einen Anreiz bekommen, effizienter mit ihrem Eigenkapital zu haushalten, ist davon auszugehen, dass die Kreditinstitute künftig bei der Kreditvergabe - insbesondere im Hinblick auf ihr eigenes Rating - zunehmend auf die Qualität ihrer Risikoaktiva bzw. Kreditportfolios achten werden.<sup>580</sup>

#### 3.3.1 Spreizung der Kreditkonditionen

##### 3.3.1.1 Determinanten der Kreditkonditionen

Die Anwendung externer und interner Ratingverfahren sowie die Umsetzung der MaK und in der in der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung geforderten

---

regelungen aufeinander abzustimmen. Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Überblick, S. 40; Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 181.

<sup>578</sup> Vgl. Bone-Winkel, Transparenz, S. 14; Völker, Rating, S. 5.

<sup>579</sup> Durch eine Herabstufung des Ratingurteils eines Kreditinstitutes verschlechtern sich dessen Refinanzierungskonditionen. Dies hat negative Auswirkungen auf die Wettbewerbsfähigkeit eines solchen Instituts, da die Netto-Zinsmarge sinkt. Vgl. Everling, Rating, S. 15.

<sup>580</sup> Zwischen der derzeitigen Situation auf dem deutschen Immobilienmarkt und der Situation in den USA gegen Ende der 1980er Jahre besteht eine bemerkenswerte Analogie. In den achtziger Jahren wurde Projektentwicklern in den USA ausreichend viel Fremdkapital zur Verfügung gestellt, was sich allerdings 1990 durch eine Kreditkrise änderte. Immobilienfinanzierungen waren aufgrund der durch schlechte Kredite hervorgerufenen Insolvenzen einiger Savings and Loan-Institutionen für Projektentwicklungsunternehmen kaum noch verfügbar. Vgl. Parham, Banks, S. 22. Zum Beispiel wurde in den achtziger Jahren nur ein Eigenkapitalanteil von bis zu 10% für Projektentwicklungen gefordert. Seit den neunziger Jahren wird in den USA für die Finanzierung von Immobilienprojektentwicklungen nur noch maximal 75% Fremdkapital zur Verfügung gestellt. Vgl. Sirmans, Finance, S. 325. Die geänderte Kreditvergabepraxis hatte also zur Folge, dass die Eigenkapitalanforderung zur Entwicklung eines Immobilienprojektes um 150% gestiegen war, was bedeutete, dass mit \$100 Mio. in den achtziger Jahren Projektentwicklungen für \$1 Mrd. möglich waren, danach nur noch für \$400 Mio. Das restriktivere Kreditvergabeverhalten hat zur Folge, dass sich insbesondere zur Finanzierung von risikoreichen Immobilienprojekten innovative Finanzierungsformen durchgesetzt haben. Siehe hierzu auch Ori, Real Estate, S. 80; Muldavin, New World, S. 73; Roulac, Capital Access, S. 5-6; Reich, Kreditklemme, S. 22.

Geschäftsprozesse wird sich auf die Refinanzierungskosten der Kreditinstitute und folglich auf die Kapitalkosten der kreditsuchenden Unternehmen auswirken.<sup>581</sup> Es ist davon auszugehen, dass der zunehmende Konkurrenz- und Performancedruck um den Faktor Eigenkapital im Bankensektor unter sonst gleichen Bedingungen zu steigenden Kapital- bzw. Kapitalbeschaffungskosten für solche Unternehmen führen wird, die kein gutes Rating vorweisen können.<sup>582</sup> Bei Vorliegen eines schlechten Ratingergebnisses kann es aufgrund des restriktiven Kreditvergabebehavior der Banken zu einer Unterversorgung oder Verweigerung von Fremdkapital kommen.

Da sowohl die Standardrisikokosten, die administrativen Kosten als auch die Kosten der Eigenkapitalunterlegung in die Kostenkalkulation eines Kredits einfließen (siehe hierzu Punkt 2.2.5.2), werden die Vorschriften der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung gegenüber dem Status Quo zu einer Differenzierung der Kreditkonditionen in Abhängigkeit der Bonität eines Kreditnehmers führen,<sup>583</sup> was in Abbildung 28 dargestellt wird.

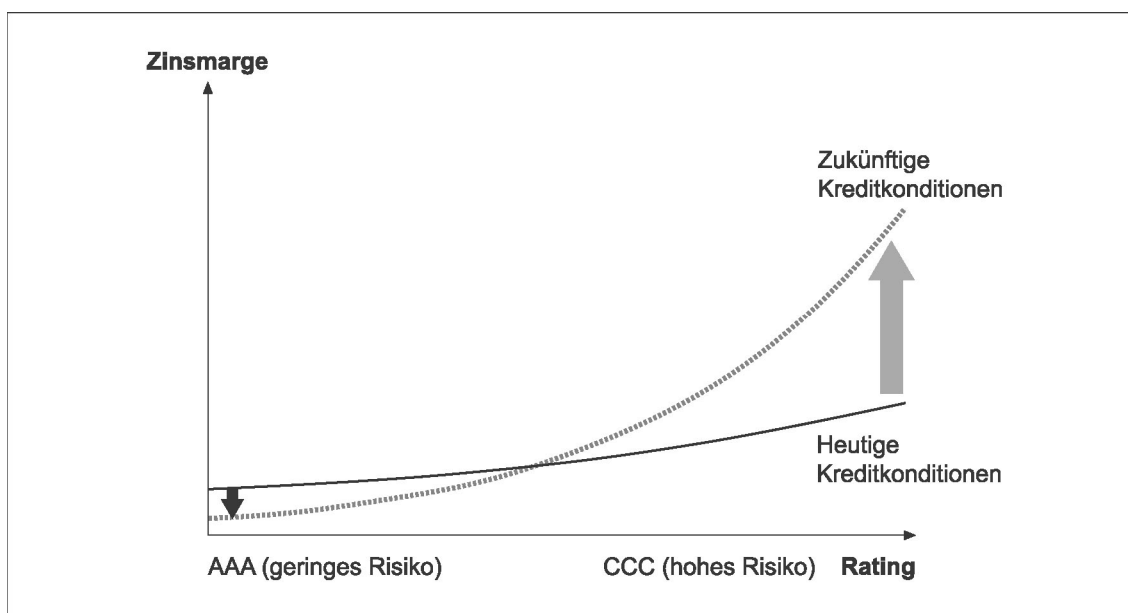


Abbildung 28: Spreizung der Kreditkonditionen durch Basel II<sup>584</sup>

Die Neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung wird bei den Kreditinstituten zu mehr Risikotransparenz und folglich zu einer risikoadäquateren Kalkulation der

<sup>581</sup> Vgl. Plessner, Entwicklungen, S. 668.

<sup>582</sup> Vgl. Tholen, Mittelstand, S. 49; Ströer, Basel II, S. 17.

<sup>583</sup> Vgl. Arnold, Kreditvergabe, S. 169.

<sup>584</sup> In Anlehnung an Doswald, Basel II, S. 66.

Kreditmargen führen, als dies in der Vergangenheit der Fall war.<sup>585</sup> Zwar wurde eine grobe Differenzierung auch in der Vergangenheit vorgenommen, diese entsprach jedoch insbesondere bei den sehr guten und bei den sehr schlechten Bonitäten meist nicht dem tatsächlichen Risikogehalt der Forderungen. Dies führt tendenziell zu einer „Quersubventionierung“ schlechter Bonitäten zulasten besserer Bonitäten.<sup>586</sup> Für risikoreiche Engagements - wie typischerweise die Finanzierung einer spekulativen Immobilien-Projektentwicklung - ist mit einer Kreditverteuerung zu rechnen, da Banken die entstehenden Kosten für die Inkaufnahme von Risiken risikoadäquat und dem vorzuhaltenden regulatorischen Eigenkapital entsprechend vergüten lassen werden.<sup>587</sup>

Im Folgenden werden die unmittelbaren Wirkungen der Neuregelung auf den Eigenkapitalkostensatz eines Kredits erläutert. Wirkungen, die aus Wettbewerbsgründen oder als Ergebnis von Kreditverhandlungen mit einfließen können, bleiben dabei unberücksichtigt. Danach werden mittelbare Wirkungen durch Basel II sowohl auf die Standardrisikokosten als auch auf die Verwaltungskostenanteile untersucht.<sup>588</sup>

### 3.3.1.2 Eigenkapitalkostenanteil

Die in den Kreditkosten enthaltenen Eigenkapitalsätze berechnen sich vereinfacht betrachtet durch die Multiplikation der vorzuhaltenden Eigenkapitalanforderung mit den kalkulatorischen Eigenkapitalkosten. Die Eigenkapitalkosten bestimmen sich in einem ersten Schritt aus dem Mittel der erwarteten Rendite der Bankanteilseigner auf das Kernkapital und dem langfristigen Refinanzierungszinssatz für das Ergänzungskapital, welches bis zu maximal einem Betrag von 100% des Kernkapitals zur Unterlegung von Risiken anerkannt wird. Sowohl die geforderte Eigenkapitalrendite als auch der Refinanzierungszins hängen im Wesentlichen von dem externen Rating des Kreditinstituts ab. Die-

---

<sup>585</sup> Vgl. Krämer-Eis, Finanzierungskosten, S. 27.

<sup>586</sup> Vgl. Doswald, Basel II, S. 67.

<sup>587</sup> Vgl. Holzkämper/Kausemann, Bauwirtschaft, S. 28; Stur, Ratings, S. 401.

<sup>588</sup> Die Refinanzierungskostensätze der Bank als Mitbestandteil der Kreditkosten hängen neben der eigenen Bonität der Bank in erster Linie von den Geld- und Kapitalmarktzinsen ab und sollen hier nicht näher untersucht werden. Vgl. Grunert et al., Mittelstand, S. 1046 f. Zur tendenziellen Verteuerung der Kredite an KMU durch Basel II, siehe Grunert, et al., Basel II, S. 15 ff.

ses wird maßgeblich von der Werthaltigkeit der vorhandenen Aktiva - insbesondere des Kreditportfolios - determiniert.<sup>589</sup> In einem zweiten Schritt sind von diesem Mittel die kurzfristigen Geldmarktzinserträge zu subtrahieren, da die Bank ihr Eigenkapital kurzfristig risikolos investieren darf.<sup>590</sup>

Im Standardansatz erfolgt die Bestimmung des zweiten Faktors der Eigenkapitalkosten (einzelkreditabhängige Eigenkapitalanforderung) anhand sehr grober Risikoklassen. Da Projektentwicklungsunternehmen gemeinhin stark unterkapitalisiert<sup>591</sup> sind, ist bei objektiver Beurteilung der aktuellen Branchensituation allerdings davon auszugehen, dass für viele Finanzierungsvorhaben kleiner und mittelständischer Projektentwicklungsunternehmen ein gutes bis sehr gutes Rating kaum erreichbar ist.<sup>592</sup> Aufgrund eines unvorteilhaften Branchenratings, der generell höheren Risikopotenziale und der o. g. unzureichenden Eigenkapitalausstattung<sup>593</sup> würden sie tendenziell in unvorteilhafte Ratingkategorien eingestuft werden. Die Anwendung des Standardansatzes ist daher wenig geeignet, um den unter Punkt 2.3.2 genannten Risiken einer Immobilienprojektentwicklung Rechnung zu tragen. Die meisten Kredite an Projektentwicklungsunternehmen wären bei einer Anwendung des Standardansatzes aufgrund des Risikogewichtungsfaktors von 150% mit 12% Eigenkapital zu unterlegen. Dies würde eine Steigerung von 50% im Vergleich zur bisherigen Regelung bedeuten, was über einen entsprechend höheren Fremdkapitalzinssatz zu höheren Kapitalkosten führen würde.<sup>594</sup>

Dies gilt analog auch für den IRB-Ansatz. Für diesen liegen seit Anfang Juni 2003 die offiziellen Ergebnisse der QIS 3 zur Eigenkapitalunterlegung vor. Demnach werden die Eigenkapitalbelastungen der Kreditinstitute für Forderungen an Unternehmen im Allgemeinen etwas geringer sein als unter dem gelten-

---

<sup>589</sup> Vgl. Everling, Rating, S. 15 ff.

<sup>590</sup> Vgl. Grunert et al., Mittelstand, S. 1048.

<sup>591</sup> Die im Vergleich zum verarbeitenden Gewerbe niedrige Eigenkapitalquote ist unter anderem darauf zurückzuführen, dass Projektentwickler in der Regel nicht so viel Anlagevermögen zu finanzieren haben wie bspw. stationäre Produktionsbetriebe. Vgl. Wagner/Mielicki, Rating, S. 223.

<sup>592</sup> Vgl. Krämer-Eis, Finanzierungskosten, S. 28.

<sup>593</sup> Die Eigenkapitalquote mittelständischer Unternehmen betrug nach Angaben der Creditreform für die Jahre 2000/2001 in Deutschland durchschnittlich nur 14%, in der Baubranche oft nur 7%. Vgl. Verband der Vereine Creditreform, Insolvenzen, S. 7; Alvano, Kapital-Partner, S. 55.

<sup>594</sup> Vgl. Hagen/ Marburger, Auswirkungen, S. 71 f.

den Baseler Akkord.<sup>595</sup> Die bedeutendste Änderung für mittelständische Unternehmen besteht in der vorgesehenen Größenanpassung für kleine und mittlere Unternehmen mit einem konsolidierten Jahresumsatz von unter 50 Mio. €. <sup>596</sup> Es ist davon auszugehen, dass sich eine Entlastung von 10-20% bei der Eigenkapitalunterlegung derartiger Kredite gegenüber größeren Unternehmen einstellen wird.<sup>597</sup> Dies ist aus den mathematischen der Formeln des Internen Ratingansatzes abzuleiten. In Abbildung 29 ist zur Verdeutlichung die Wirkung der Größenklassenanpassung dargestellt. Es wird ein Unternehmenskredit i. H. v. 1 Mio. € (EAD) bei einer LDG von 45% und einer effektiven Restlaufzeit (M) von 2,5 Jahren betrachtet. Es werden nun beispielhaft zwei Unternehmen in einem Ausfallwahrscheinlichkeitsbereich von 0-1,00% untersucht.

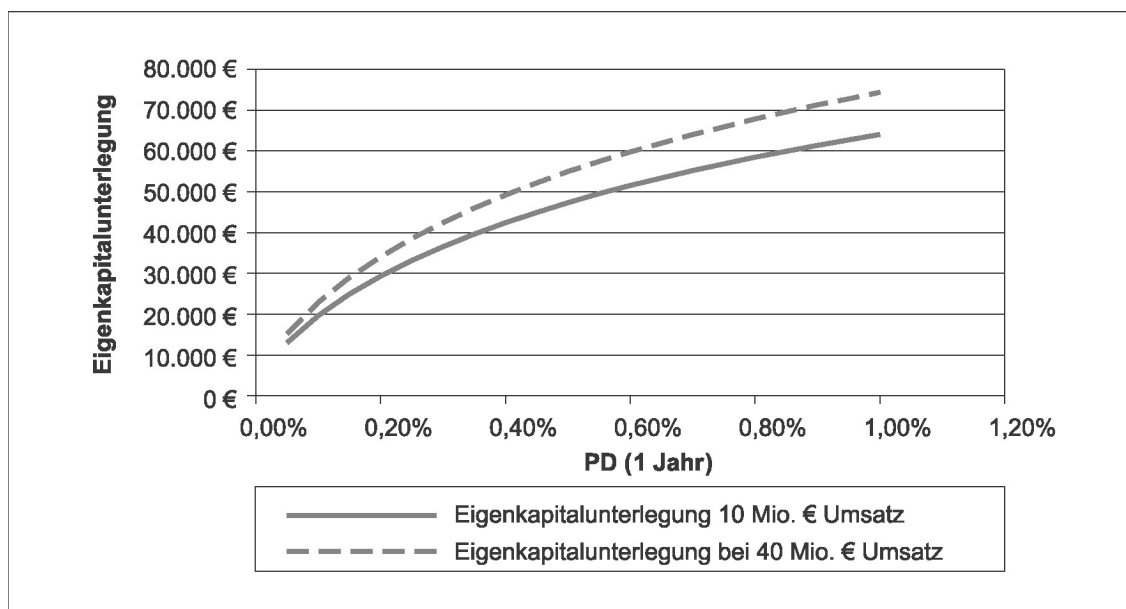


Abbildung 29: Größenanpassung in der Risikogewichtungsfunktion<sup>598</sup>

<sup>595</sup> Vgl. Basel Committee on Banking Supervision, Results, S. 7.

<sup>596</sup> Im IRB-Ansatz für Unternehmenskredite ist es den Banken gestattet, zwischen Forderungen an KMU (definiert als Unternehmen die einer Gruppe mit einem konsolidierten Jahresumsatz von weniger als 50 Millionen Euro angehören) und an große Unternehmen zu unterscheiden. Eine Größenanpassung (d. h.  $0,04 \times (1 - (S-5)/45)$ ) fließt in die Risikogewichtsfunktion für Forderungen an KMU ein. S wird als Jahresumsatz in Millionen Euro angegeben und gilt für Umsätze im Bereich kleiner oder gleich 50 Millionen Euro und größer oder gleich 5 Millionen Euro. Für die Zwecke der Größenanpassung bei KMU werden alle Jahresumsätze von unter 5 Millionen Euro wie Umsätze in Höhe von genau 5 Millionen Euro behandelt. Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 58.

<sup>597</sup> Vgl. Schulte-Mattler/Tysiak, Basel II, S. 841.

<sup>598</sup> Quelle: Eigene Berechnung. Es wird hier die Anwendung des IRB-Basisansatzes unterstellt. Demnach wird eine standardisierte LGD von 45% (sofern eine erstrangige Besicherung des Kredites vorliegt), sowie eine Restlaufzeit (M) von 2,5 Jahren zugrunde gelegt.



Ein Unternehmen hat einen Jahresumsatz (S) von 10 Mio. €, das andere Unternehmen hat einen Jahresumsatz von 40 Mio. €. Anhand der Darstellung ist ersichtlich, dass ein Kreditinstitut für den Kredit an das Unternehmen mit einem kleineren Jahresumsatz aufgrund der formelbedingten Größenklassenanpassung weniger Eigenkapital vorhalten muss, als für den Kredit an das Unternehmen mit dem größeren Jahresumsatz. Das kleinere Unternehmen ist damit hinsichtlich der Kreditkonditionen besser gestellt als das größere Unternehmen.

Diese für Kredite an kleine und mittlere Unternehmen geltende Größenklassenanpassung wirkt sich natürlich auch bei vielen mittelständischen Projektentwicklungsunternehmen tendenziell mildernd auf die Kreditkonditionen aus. Allerdings ist bei der Finanzierung von Gewerbeimmobilien zu berücksichtigen, dass diese in die Ratingklasse „Spezialfinanzierungen“ - eine Unterkategorie der Unternehmensfinanzierungen - fallen.<sup>599</sup> Daher ist für die Projektentwicklung von Gewerbeimmobilien Folgendes festzuhalten:

Künftig wird die Eigenkapitalunterlegung, sowohl im internen IRB-Basisansatz als auch im fortgeschrittenen Ansatz, sehr stark von der internen Bonitätsbeurteilung des Kreditengagements abhängen. Finanzierungen, die in den Bereich der Spezialfinanzierungen bzw. IPRE und HVCRE fallen, weisen, aufgrund der in Punkt 3.2.2.3 erläuterten hohen Korrelation zwischen PD und LGD sowie des geringen Diversifikationsgrades der Einnahmequellen, hohe Risikopotenziale auf. Zudem führt die in Formel 6 dargestellte gesonderte Risikogewichtungsfunktion für „hochvolatile gewerbliche Realkredite“, in der einer erhöhten Korrelation der Aktiva Rechnung getragen wird, zu einer erhöhten Eigenkapitalbelastung für Kredite im Rahmen spekulativer Projektentwicklungen.

Eine erhöhte Eigenkapitalunterlegungspflicht ist analog dann gegeben, wenn ein Kreditinstitut - aufgrund der mangelnden Fähigkeit, die PD einzuschätzen - den Elementaransatz bzw. den auf aufsichtlichen Zuordnungskriterien basierenden Ansatz wählen muss. Tabelle 6 zeigt, dass die Risikogewichte im IPRE-Bereich bereits in der Klasse „Mittel“ bei 150% liegen. Sofern im Einzelfall, z. B. aufgrund der geringen Drittverwendbarkeit des Objekts, ein schlechteres Rating erteilt werden muss, führt dies zu einem deutlichen Anstieg der Eigenkapital-

---

<sup>599</sup> Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 47.

kosten der Bank, die in Form höherer Kreditmargen weitergereicht werden. Im Bereich der HVCRE-Finanzierungen ist mit einer noch größeren Wahrscheinlichkeit von einer Erhöhung der Eigenkapitalunterlegung der Kredite auszugehen, da selbst beim bestmöglichen Rating des Finanzierungsobjekts eine Risikogewichtung von mindestens 100% vorgesehen ist. Bei der Ratingklasse „Mittel“ ist ein Riskogewicht von 175% und bei einem „schwachen“ Rating ein Risikogewicht von 350% anzusetzen.<sup>600</sup>

### 3.3.1.3 Standardrisikokostenanteil

Die Vorschriften der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung zielen mit den unter Punkt 3.2.2 erläuterten Mindesteigenkapitalanforderungen primär auf die Eigenkapitalunterlegung und den damit verbundenen Kosten der Kreditinstitute ab. Dennoch ergeben sich aufgrund der begleitenden Anforderungen an die Kreditinstitute weitere, mittelbare Einflüsse auf die Kreditkonditionen.

Der Einfluss von Basel II auf die Standardrisikokosten ist über die erhöhten Mindestanforderungen an Kredit-Ratingverfahren zu erklären, die weit über das bisherige Maß nach §18 KWG sowie über die Mindestanforderungen an das Kreditgeschäft (MaK)<sup>601</sup> der Kreditinstitute hinausgehen und Kreditinstitute zu einer differenzierteren Untersuchung von Kreditrisiken anhalten. Dies wird die erkennbare Entwicklung zu einer stärkeren Risiko-Rendite-Orientierung im Kreditgeschäft beschleunigen.<sup>602</sup> Künftig ist damit zu rechnen, dass sich Banken bei ihrer internen Kalkulation von Kreditmargen verstärkt an den bonitätsabhängigen Zinsaufschlägen am Kapitalmarkt orientieren werden.<sup>603</sup>

Der Überprüfung der Werthaltigkeit eines Kreditengagements wird in Zukunft eine ähnlich hohe Bedeutung beigemessen werden wie bislang der Analyse reiner Eigenkapitaltitel.<sup>604</sup> Damit werden latente Risiken in Bereichen, die seit-her oft unzureichend untersucht worden sind, verstärkt Einfluss auf die Kredit-

---

<sup>600</sup> Siehe hierzu Tabelle 7. Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 59.

<sup>601</sup> Die im Dezember 2002 veröffentlichten MaK, die nach §1 Abs. 1 KWG von allen Kreditinstituten zu berücksichtigen sind, setzen erhöhte Standards an den Kreditvergabeprozess, sowie an die Analyse, Steuerung und Überwachung von Kreditrisiken. Vgl. Groß, Mindestanforderungen, S. 94-98.

<sup>602</sup> Vgl. Friedemann, Eigenkapitalfonds, S. 43; Balz/Bordemann, Botschaft, S. 28.

<sup>603</sup> Vgl. Holzkämper, Kreditzinsen, S. B2.

<sup>604</sup> Vgl. Reiss, Basel II, S. 8.

kosten nehmen. Die Banken werden zum überwiegenden Teil bereits vor Einführung von Basel II ihre verbesserte Datenbasis, beispielsweise an LGD- und PD-Werten als Kalkulationsgrundlage zur Ermittlung von Standardrisikokosten verwenden. Diese können somit risikoangepasster als in der Vergangenheit bemessen werden, was zu tendenziell steigenden Standardrisikokosten führen wird. Die „Quersubventionierung“ risikoreicher Engagements durch werthaltigere wird somit auch in diesem Bereich reduziert werden.<sup>605</sup>

#### 3.3.1.4 Betriebs- und Verwaltungskostenanteil

Mittelbare Einflüsse auf die Kreditkosten können sich dadurch ergeben, dass die Banken derzeit erhebliche finanzielle und personelle Ressourcen einsetzen, um ihre internen Systeme und Prozessabläufe an die MaK und an die Mindestanforderungen der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung anzupassen. Dies trifft insbesondere auf die Institute zu, die eine Umstellung auf das fortgeschrittene IRB-Verfahren planen. Hier besteht die Pflicht zur Anlegung historischer Zeitreihen, um Ausfallwahrscheinlichkeiten zu ermitteln und höhere Transparenz in der Kalkulation zu erreichen. Zudem haben diese Banken unabhängige Kreditüberwachungseinheiten zu bilden, die in letzter Instanz für die fortlaufende Überprüfung und Veränderung der eingesetzten Rating-Modelle verantwortlich sind.<sup>606</sup> Aufgrund dieser durch Basel II-induzierten, hohen administrativen Kosten kann mit einem Anstieg der kalkulatorisch zurechenbaren Betriebs- und Verwaltungskostensätze und daher mit einer höheren Margenanforderung gerechnet werden. Inwieweit diese Kosten tatsächlich zu den Kreditnehmern durchgereicht werden, wird von der individuellen Geschäftspolitik einzelner Kreditinstitute abhängen.

Der Baseler Ausschuss fordert von den Banken eine regelmäßige Überwachung der Sicherheiten.<sup>607</sup> In Übereinstimmung mit Grundsatz I sollen der

---

<sup>605</sup> Vgl. Interview mit Herrn Schröder.

<sup>606</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 90.

<sup>607</sup> Es wird von der Bank erwartet, dass sie den Wert der Sicherheit(en) regelmäßig überwacht, mindestens aber einmal pro Jahr. Eine häufigere Überwachung wird empfohlen, wenn die Marktverhältnisse starken Schwankungen ausgesetzt sind. Statistische Bewertungsverfahren (z. B. Betrachtung von Immobilienpreisindizes, Stichprobenverfahren) können herangezogen werden, um Schätzungen zu aktualisieren oder um Wertverluste von Sicherheiten und die Notwendigkeit ihrer Neubewertung zu identifizieren. Die Immobilie muss periodisch von einem qualifizierten Fachmann bewertet werden, wenn Informationen darüber vorliegen,

Verkehrswert und der Beleihungswert entweder bei Kreditfälligkeit, zumindest aber alle drei Jahre überprüft werden oder wenn der Markt innerhalb eines Jahres um mehr als 10% fällt.<sup>608</sup> Zudem soll bei jedem Eintritt eines Kreditereignisses (Prolongation, Ausfall oder Umschuldung des Kredits) eine erneute Bewertung erfolgen. Die Bewertung soll sich an nationalen Rechtsordnungen und/oder Insolvenzvorschriften orientieren und von einem qualifizierten Fachmann durchgeführt werden.<sup>609</sup> Durch diese vom Baseler Ausschuss vorgeschlagenen Bewertungsregelungen wird der Grundbesitz des Darlehensnehmers einer periodischen höheren Frequenz in der Bewertung unterzogen.<sup>610</sup> Diese Regelung soll zu mehr Klarheit über die Werthaltigkeit von Immobilien als Kreditsicherheiten zu Beginn und während eines Kreditengagements führen. Die Kosten für die Bewertung von Kreditsicherheiten werden im Rahmen der Finanzierungsnebenkosten an die Kreditnehmer weitergegeben. Durch eine häufigere Bewertungsfrequenz werden im Vergleich zum Status quo mehr Kosten bei der Bewertung von Immobilien anfallen.

Ein weiterer Kostenfaktor kann dadurch entstehen, dass Banken zunehmend die Einbindung externer Controller zur Überwachung der kaufmännischen und technischen Projektabwicklung fordern werden, um eine verbesserte Risikotransparenz zu schaffen. Auch hier liegt es nahe, dass die Banken ihre Kreditnehmer an diesen Kosten beteiligen werden. Es bleibt festzuhalten, dass den Banken durch Basel II dauerhaft höhere Kosten durch das angestrebte komplexere Verfahren der Kreditbearbeitung entstehen.<sup>611</sup> Durch die Weiterreichung dieser Kosten an die Kreditnehmer werden diese mit tendenziell höheren Fremdkapitalkosten konfrontiert.

---

dass der Wert der Sicherheit im Vergleich zu allgemeinen Marktpreisen wesentlich gesunken ist oder ein Kreditereignis, wie z. B. ein Kreditausfall, eingetreten ist. Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 107.

<sup>608</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Kriterien, S. 2. Vgl. hierzu Grundsatz I gemäß §§10 Abs. 1, 10a Abs. 1 KWG.

<sup>609</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Kriterien, S. 3.

<sup>610</sup> Vgl. Brühl, Risikobetrachtung, S. 9.

<sup>611</sup> Vgl. Völker, Rating, S. 5.

### 3.3.1.5 Kosten der Ratings

Zwar sind Agentur-Ratings durch Basel II nicht zwingend vorgeschrieben, doch erwägt ein mittelständisches Projektentwicklungsunternehmen ein Agentur-Rating durchführen zu lassen, so sind unbedingt die damit verbundenen Kosten zu beachten. Wie unter Punkt 2.2.4 erwähnt, können diese eine erhebliche finanzielle Belastung darstellen,<sup>612</sup> wobei Kosten für das erstmalige Rating sowie fortlaufende Kosten für die jährlichen Aktualisierungen anfallen. Im Falle externer Ratings zur Anwendung des Standardansatzes sind die Kosten direkt von den Unternehmen zu tragen.

Tabelle 2 auf Seite 34 zeigt, dass sich die Kosten für externe Erstratings mittelständischer Unternehmen in einer Spanne von etwa 5.000 € und 70.000 € bewegen.<sup>613</sup> Damit sich ein Agentur-Rating für ein Projektentwicklungsunternehmen rechnet, müssen in mittel- bis langfristiger Perspektive die Einsparungen aus günstigeren Finanzierungsbedingungen die Ratingkosten überkompensieren.<sup>614</sup> Dieses Kalkül setzt allerdings ein Rating von mindestens A voraus, damit es aufgrund der in Tabelle 5 dargestellten Ratingeinteilung zu günstigeren Finanzierungsbedingungen kommen kann. Die Kosten für ein externes Rating können sich nur unter dieser Prämisse rechnen, was jedoch ebenfalls voraussetzt, dass durch eine kritische Unternehmensgröße Skaleneffekte realisiert werden können. Das bedeutet, dass nur durch eine Vielzahl großvolumiger Kredite ein entsprechendes Einsparungspotenzial durch günstigere Finanzierungskosten generiert werden kann, das die Ratingkosten deckt. Es liegt allerdings nahe, dass im Gegensatz zu großen Konzernen vielen mittelständischen Projektentwicklern diese kritische Unternehmensgröße fehlt.<sup>615</sup>

Der interne Ratingansatz wird ebenfalls in steigenden Kapitalbeschaffungskosten resultieren, denn die Implementierung des IRB-Ansatzes wird bei den

---

<sup>612</sup> Vgl. Egbers/Jahns, Eigenkapitalanforderungen, S. 417.

<sup>613</sup> Siehe hierzu Punkt 2.2.4, S. 33.

<sup>614</sup> Für Unternehmen bestehen nur dann Anreize, sich extern durch Ratingagenturen beurteilen zu lassen, wenn die Ratings die Finanzierungskosten senken, bzw. wenn die Finanzierungskostenersparnisse die Ratingkosten mindestens kompensieren. Vgl. Krämer-Eis, Finanzierungskosten, S. 27.

<sup>615</sup> Allein im Baugewerbe haben 96% der Unternehmen einen Umsatz von weniger als 2,5 Mio. €. Vgl. Völker, Rating, S. 5.

Kreditinstituten zu erheblichen Verwaltungsaufwendungen führen.<sup>616</sup> Nach den Umstellungskosten folgen die laufenden Kosten der Anwendung interner Ratingsysteme. Es ist davon auszugehen, dass die Shareholder Value-orientierten Banken<sup>617</sup> diese finanziellen Belastungen an die Kreditnehmer weiterreichen werden, was deren Finanzierungskosten insgesamt erhöhen wird.

Es bleibt festzuhalten, dass die Einführung interner und externer Ratings bei der Berechnung des bankenaufsichtlichen Eigenkapitals der Kreditinstitute mittelbar zu erheblichen Zusatzkosten bei der Kapitalbeschaffung führen wird.

### 3.3.2 Differenziertes Kreditvergabeverhalten

#### 3.3.2.1 Geschäftspolitisches Verhalten der Banken

Aus einer Untersuchung des Münchener Ifo-Instituts geht hervor, dass die deutschen Banken in den ersten drei Quartalen des Jahres 2003 bei der Kreditvergabe sehr zurückhaltend gewesen sind. Danach beurteilten 56% der befragten Unternehmen die Kreditvergabebereitschaft der Banken, als „restriktiv“. Knapp 42% sprachen von einer „normalen“ Kreditbereitschaft der Banken Kredite zu vergeben. Nur 2,5% bezeichneten deren Verhalten als „entgegenkommend“. Vor allem kleine Unternehmen aus den Bereichen Textilgewerbe, Stahl- und Leichtbau und Baugewerbe klagten über die Kreditpolitik.<sup>618</sup>

Die Ergebnisse dieser Umfrage zeigen deutlich, dass die aktuelle Wettbewerbs- und Ertragssituation der Kreditinstitute unmittelbare Auswirkungen auf deren Kreditvergabeverhalten hat. Viele Banken sehen sich aufgrund des starken Wettbewerbs und ihrer im internationalen Vergleich geringen Eigenkapitalrenditen zu Restrukturierungsmaßnahmen ihrer Kreditportfolios gezwungen.<sup>619</sup> Das Firmenkundengeschäft gilt bei vielen Instituten aufgrund geringer Margen, unzureichender Deckungsbeiträge und hoher Wertberichtigungen infolge steigender Insolvenzen - gerade im Bereich mittelständischer Unternehmen - eher

---

<sup>616</sup> Vgl. Krämer-Eis, Finanzierungskosten, S. 28.

<sup>617</sup> Vgl. Knobloch, Immobilien-Banking, S. 55; Doetsch, Strukturierte Immobilienfinanzierung, S. 60.

<sup>618</sup> Vgl. o. V., Kreditvergabe, S. 24.

<sup>619</sup> Vgl. Offerhaus, Basel II, S. 1.

als „Wertvernichter“ im Vergleich zu anderen, das Eigenkapital schonenden, lukrativeren Bereichen des Bankgeschäftes.<sup>620</sup> „Mit klassischen Krediten lassen sich für Banken nur schwer RoE oberhalb von 10% erzielen.“<sup>621</sup> Dieser Zusammenhang erschließt sich sehr schnell bei der Betrachtung der allgemeinen Formel zur Berechnung der Eigenkapitalrentabilität bzw. Return on Equity, die die maßgebliche Steuerungsgröße im Kreditgeschäft darstellt:<sup>622</sup>

$$rEK = \frac{\text{Gewinn}}{\text{Eigenkapitaleinsatz}} \times 100 \quad (11)$$

Mit sinkenden Kreditmargen sowie erheblichen administrativen Kosten und Wertberichtigungen, die den Gewinn bzw. die Zählergröße schmälern, muss zumindest ein proportional sinkender Eigenkapitaleinsatz als Nennergröße einhergehen, um eine Verschlechterung der Eigenkapitalrentabilität zu verhindern.<sup>623</sup> Aus diesem Gedankengang ist das restriktivere Kreditvergabeverhalten vieler Kreditinstitute motiviert, das insbesondere Unternehmen niedriger Bonitätsklassen trifft.<sup>624</sup>

Die Neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung wird insbesondere über die ihr zugrunde liegenden, risikosensitiveren IRB-Ratingverfahren dazu führen, dass Kreditrisiken und deren Kosten objektiver beurteilt und damit transparenter werden. Die grundsätzliche Bereitschaft, risikoreiche Engagements einzugehen, ist stark institutsabhängig und wird maßgeblich von der jeweiligen Risikoeinstellung bzw. der verfolgten Kreditstrategie des verantwortlichen Top-Managements beeinflusst.<sup>625</sup> Da die Banken künftig aufgrund vorliegender Zeit-

<sup>620</sup> Vgl. Hennerkes/Kirchdörfer, Anforderungen, S. 76; Nelles/Klusemann, Finanzierungsalternative, S. 5.

<sup>621</sup> Doetsch, Strukturierte Immobilienfinanzierung, S. 60.

<sup>622</sup> Es handelt sich um eine Betrachtung vor Steuern. Siehe zur Formel der Eigenkapitalrentabilität Wöhe, Betriebswirtschaftslehre, S. 48; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 557.

<sup>623</sup> Dieser Gedankengang erschließt sich durch die Betrachtung der einfachen mikroökonomischen Formel zur Berechnung des Erlöses. Dieser ist das Produkt aus Menge und Preis. Solange die Kreditinstitute in Deutschland auch bei geringen Margen ein hohes Kreditvolumen umschlagen konnten, war der Erlös auskömmlich. Da in den vergangenen Jahren auch das Kreditvolumen rückläufig war, besteht ein stärkerer Druck, eine höhere Kreditmarge zu erzielen, um den Erlös zu sichern.

<sup>624</sup> Werden durch ein restriktiveres Kreditvergabeverhalten weniger Kredite vergeben bzw. lediglich Kredite an Schuldner guter Bonität, so sinkt die Belastung des Kreditinstituts mit zu unterlegendem haftendem Eigenkapital. Daher halten sich die Banken auch vor dem Inkrafttreten von Basel II mit der Kreditvergabe unter anderem an Immobilien-Projektentwickler zurück. Vgl. Wittmann, Kreditpolitik, S. 43.

<sup>625</sup> Vgl. Interview mit Herrn Schröder.

reihen und verbesserter Risikomanagementsysteme Ausfallrisiken exakter einschätzen können und ihre Risikoaktiva bzw. Kredite entsprechend mit Eigenkapital unterlegen müssen, werden sie es sich in Zukunft nicht mehr leisten können, bei der Finanzierung von Gewerbeimmobilien auf risikoorientierte Zinskonditionen zu verzichten.<sup>626</sup> Die Tendenz geht demnach bei vielen Banken weg vom Wachstum des Kreditvolumens hin zur Steigerung der Qualität ihrer Kreditportfolios.<sup>627</sup> Einige Institute verwenden bereits heute computergestützte Kreditrisikosysteme, um eine nach Kreditertrag und Kreditrisiko verbesserte Steuerung ihres Gesamtportfolios zu erreichen.<sup>628</sup> Da Sicherheiten die erwartete Verlustquote bzw. LGD eines Engagements reduzieren, ist in Zukunft bei Vorliegen schwacher Ratings tendenziell von erhöhten Anforderungen an die Besicherung von Kreditengagements auszugehen.<sup>629</sup>

Basel II wird die Kreditinstitute dazu veranlassen, mit dem knappen Gut Eigenkapital effizienter zu haushalten.<sup>630</sup> Die Geschäftstätigkeit von Kreditinstituten, die eine offensivere Risikopolitik verfolgen, wird durch den Faktor Eigenkapital stärker begrenzt werden.<sup>631</sup> Die Rentabilität des klassischen Kredits steht daher bei den Banken auf dem Prüfstand.<sup>632</sup> Dies könnte viele Kreditinstitute dazu bewegen, im Geschäftsbereich der gewerblichen Immobilienfinanzierung kein Neugeschäft mehr zu tätigen. Als Konsequenz könnte sich der Kreis möglicher

---

<sup>626</sup> Vgl. Plessner, Entwicklungen, S. 668 ff.

<sup>627</sup> Vgl. von Tippelskirch, Kreditfinanzierung, S. 286. „Kredit- und Finanzierungsvolumina stehen zugunsten einer ertragsorientierten Denkweise bereits seit langem nicht mehr im Mittelpunkt der Budgetierung bei Banken.“ Doetsch, Strukturierte Immobilienfinanzierung, S. 60.

<sup>628</sup> Vgl. Siegert, Kreditrisikobereich, S. 562.

<sup>629</sup> Vgl. Holzkämper, Basel II, S. 31.

<sup>630</sup> Die Immobilienbanken sind aufgrund dieser regulatorischen Vorschriften und wegen der gestiegenen Anforderungen an den Return on Equity gezwungen, die Verwendung des Eigenkapitals für Kreditengagements in der gewerblichen Immobilienfinanzierung kritisch zu hinterfragen. Dafür wird in zunehmendem Maße ein aktives Kapital-Management eingeführt. Grundlage dieses Managements sind betriebswirtschaftliche Steuerungsinstrumente, die es erlauben, mittels des Betriebs- und Rechnungswesens die Wertbeiträge einzelner Kunden-Engagements und Einzeltransaktionen zu prüfen und in Relation zum eingesetzten Eigenkapital zu setzen. Vgl. Knobloch, Immobilien-Banking, S. 57.

<sup>631</sup> Zwar stellt für diese Institute eine Kapitalerhöhung einen theoretischen Ausweg dar, allerdings ist diese Maßnahme mit einer Reduzierung der Eigenkapitalrendite verbunden, sofern der Gewinn nicht proportional zum Grundkapital gesteigert werden kann. In einem ungünstigen Börsenumfeld wäre eine Kapitalerhöhung aus Sicht der Alteigentümer wegen der geringeren Aufgelder noch ungünstiger. Vgl. von Tippelskirch, Kreditfinanzierung, S. 287.

<sup>632</sup> Für viele Banken kommt es nicht mehr in Frage, mit klassischen Immobilienkrediten nennenswerte Risiken einzugehen. Der herkömmliche Kredit als 90% -oder 100%- Finanzierung hat daher endgültig ausgedient. „Nur mit nennenswertem Eigenkapital wird die klassische Finanzierung noch überleben.“ Doetsch, Strukturierte Immobilienfinanzierung, S. 60; Stinner, Immobilienfinanzierung, S. 18.



Darlehensgeber in der gewerblichen Immobilienfinanzierung tendenziell verkleinern, was einen bedenklichen Konzentrationsprozess im Kreditgewerbe in diesem Geschäftsfeld nach sich ziehen kann.<sup>633</sup>

Dem entgegenstehend ist zu bedenken, dass durch reine Risikovermeidung keine Erträge erwirtschaftet werden können. Bei sorgfältig eingeschätzten Risiken und bei Projekten guter Qualität sind für die Banken nach wie vor vergleichsweise rentable Geschäfte möglich. Dies ist beispielsweise im Rahmen von Mezzanine-Nachrangdarlehen möglich, mit denen ein höherer Beleihungsauslauf finanziert werden kann, was an die Zahlung einer entsprechenden Risikoprovision geknüpft ist. Hierauf wird unter Punkt 4.2.5 ausführlich eingegangen. Gleichzeitig werden die Anforderungen der Banken an einzelne Investitionsobjekte steigen, was insgesamt zu einer qualitativen Verbesserung der Einzelobjekte sowie zu einer Professionalisierung der Immobilienbranche führen dürfte.<sup>634</sup>

### 3.3.2.2 Prozyklizität der Kreditvergabe

Die zyklische Natur der Projektentwicklungstätigkeit kann als ein Kernproblem für Projektentwicklungsunternehmen aufgefasst werden.<sup>635</sup> Diese Zyklen fallen wesentlich stärker aus als in anderen Wirtschaftszweigen, was u. a. auf den hohen Fremdfinanzierungsgrad und die lange Entwicklungsdauer von Immobilien zurückzuführen ist.<sup>636</sup> Dabei folgen die Zyklen der gewerblichen Immobilienmärkte mit einer Verzögerung von ungefähr zwei bis drei Jahren den zyklischen Entwicklungen der allgemeinen Konjunktur,<sup>637</sup> wobei sie im Wesentlichen drei verschiedene Phasen durchlaufen: die Phase hoher Flächenabsorption, die Phase hoher Projektentwicklungsaktivität und die Phase hohen Leerstandes.<sup>638</sup>

---

<sup>633</sup> Vgl. Bone-Winkel, Oligopol, S. 5.

<sup>634</sup> Vgl. von Nell, Basel II, S. 55.

<sup>635</sup> Vgl. Rottke/Wernecke, Projektentwicklung, S. 12; Isenhöfer, Strategisches Management, S. 160.

<sup>636</sup> Vgl. Leinberger, Strategy, S. 1 ff.

<sup>637</sup> Vgl. Phyrri/Roulac/Born, Cycles, S. 7; Downs, Cycles, S. 26.

<sup>638</sup> Vgl. Downs, Developers, S. 34; Downs, Cycles, S. 26.

Bisher konnte auf Immobilienmärkten eine Verstärkung von Marktzyklen durch das Kreditvergabeverhalten des Bankensektors beobachtet werden.<sup>639</sup> In Zeiten boomender Konjunktur und anziehender Immobilienmärkte war es für Projektentwickler vergleichsweise einfach, eine Kreditusage für Immobilien-Projekte zu bekommen,<sup>640</sup> während sich dies in rezessiven Zeiten als problematischer darstellte. Ein in dieser Form durch konjunkturelle Stimmungen geleitetes Kreditvergabeverhalten der Banken hat die Volatilität der Immobilienteilmärkte verstärkt und in der Vergangenheit zu Kreditausfällen durch Developer-Insolvenzen und damit zu Wertberichtigungen bei den Banken beigetragen. Es ist aufgrund einiger nachstehend erläutelter Charakteristika der vorgeschlagenen Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung davon auszugehen, dass sich das prozyklische Kreditvergabeverhalten des Bankensektors verstärken wird.<sup>641</sup>

Aufgrund der positiven Korrelation der Ausfallwahrscheinlichkeit bzw. PD mit dem Ertrags- und Sachwert der Kreditsicherheit sind grundschuldbesicherte Kredite an Projektentwicklungsunternehmen einem höheren Risiko ausgesetzt

---

<sup>639</sup> Auf dem deutschen Immobilienmarkt sind zwar Preiszyklen zu beobachten, sie sind aber hinsichtlich ihrer Länge und Volatilität deutlich weniger ausgeprägt als in anderen Ländern. So existiert in Deutschland kein einzelner, dominanter Gewerbeimmobilienmarkt einer Metropole wie London oder Paris, auf den sich Angebot und Nachfrage, insbesondere der institutionellen Investoren, konzentrieren und dessen Leitfunktion zyklusverstärkend wirkt. Die dezentrale Struktur mit mehreren Großstädten und Ballungsräumen fördert hierzulande die Entwicklung regionaler, voneinander unabhängig operierender Märkte. Auch wenn ein vollständiges Abkoppeln der Teilmärkte voneinander -z. B. zwischen Stuttgart und München- nicht möglich ist, dürfte die Reaktionsverbundenheit doch weit geringer sein als zwischen einzelnen Londoner Stadtteilen. Allerdings besteht auf diesem Gebiet, etwa die Entwicklung und Korrelation regionaler Immobilienmärkte und Immobilienpreisindizes angehend, in Deutschland (im Vergleich zu den USA) noch erheblicher Forschungsbedarf. Vgl. Coenen, Immobiliengeschäft, S. 112; Schleiter, Immobilien-Projektentwicklung, S. 414; Europäische Zentralbank, Eigenkapitalvereinbarung, S. 71; Dobberstein, Büromarktakeure.

<sup>640</sup> Vgl. von Nell, Projektentwickler, S. 366; Rottke/Wernecke, Immobilienfinanzierung, S. 10.

<sup>641</sup> So hat der Bundesverband deutscher Banken (BdB) im Juni 2003 erneut die pro-zyklischen Auswirkungen von Basel II kritisiert. Demnach habe die Untersuchung von Portfolios deutscher Großbanken deutlich gezeigt, dass Basel II offensichtlich systemisch bedingt sehr stark prozyklisch wirke. Die hiermit verbundene Volatilität der Eigenkapitalanforderungen stelle nach Auffassung des BdB „eine ernsthafte Bedrohung für die Stabilität des Finanzsystems dar“. Zu dieser Erkenntnis gelangt der Bankenverband anhand der Simulation von Risikogewichten, denen die Ausfallwahrscheinlichkeiten (PD) mehrerer Datenbanken (KMV Credit Monitor Database, S&P Credit Pro Migration Data, Moodys Corporate Bonds) zugrunde lägen. Diese hätten eine Volatilität von bis zu 40 Prozent des regulatorischen Kapitals ergeben. Sollte diese Größenordnung zutreffen, dann könne sich dies negativ auf die Fähigkeiten der Banken auswirken, in allen Phasen eines Zyklus Kredite zu vergeben. Vgl. Bundesverband deutscher Banken, Pro-Cyclicality, S. 1.

als vergleichbare Kredite an Kreditnehmer anderer Branchen mit zeitversetzten Konjunktur- und Preiszyklen.<sup>642</sup>

Bei der Einschätzung von Risikoparametern im IRB-Ansatz ist es aufgrund des auf lediglich ein Jahr ausgerichteten Zeithorizonts<sup>643</sup> (vgl. Punkt 3.2.2.3.2) bei der Schätzung von Ausfallwahrscheinlichkeiten naheliegend, dass kurzfristige konjunkturelle Trends und Stimmungen bei der Ermittlung der Risikogewichte implizit berücksichtigt werden.<sup>644</sup> Dadurch können die Risikogewichte zur Ermittlung eines Ratings im Zeitverlauf anfällig für konjunkturelle Schwankungen werden, so dass die Finanzierungsbedingungen bei einem Wirtschaftsabschwung höher und bei einem Aufschwung niedriger ausfallen können.

Bei der Schätzung von LGD-Quoten wird berücksichtigt, wie die Sicherheit bzw. die grundpfandrechtlich gesicherten Objekte auf Schwankungen des Marktes reagieren. Dabei ist die Schätzung des Wertes der Sicherheit stark abhängig von der konjunkturellen Lage des Gesamtmarktes.<sup>645</sup>

Die Attraktivität und Marktphase des für eine Immobilien-Projektentwicklung avisierten Immobilien-Teilmarktes fließt somit über die Ratingparameter des IRB-Ansatzes PD und LGD implizit in Ratingurteile ein. Als Folge ist es denkbar, dass Kreditengagements für Immobilienprojekte, die in einem problematischen und damit risikobehafteten wirtschaftlichen Umfeld und/oder in konjunkturell unvorteilhaften Zeiten realisiert werden sollen, mit mehr Eigenkapital unterlegt werden müssen. Projekte in boomenden Regionen hingegen könnten als weniger risikoreich betrachtet werden und daher eher zu einer Kreditvergabe führen.

Eine Umfrage zu den internen Ratingsystemen der wichtigsten internationalen Banken, die vom Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht durchgeführt wurde, hat gezeigt, dass die Ratings fast aller Banken auf der aktuellen Situation der Kreditnehmer beruhen.<sup>646</sup> Der vom Baseler Ausschuss vorgeschlagene kurze

---

<sup>642</sup> Vgl. Coenen, Immobiliengeschäft, S. 117.

<sup>643</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 92, 96.

<sup>644</sup> Vgl. Arnold/Boos, Basel II, S. 715.

<sup>645</sup> Vgl. Schmidt, Prozyklizität, S. 3.

<sup>646</sup> Vgl. Basel Committee on Banking Supervision, Internal Ratings-Based Approach, S. 12.

Zeithorizont von einem Jahr stellt damit keinen Anreiz dar, eine längerfristige und weniger konjunkturabhängige Risikoeinschätzung vorzunehmen.

Externe Ratings hingegen betrachten einen Zeitraum von 3-4 Jahren, in dem lediglich nachhaltige Veränderungen des wirtschaftlichen Umfelds erfasst werden sollen.<sup>647</sup> Ratingagenturen ändern ihre Einstufungen normalerweise nur langsam bei Vorliegen nachhaltiger und signifikanter Änderungen der wirtschaftlichen Lage. Zudem sollen zukünftige Entwicklungen so gut wie möglich von gegenwärtigen Ratingurteilen reflektiert werden. Dass es den Ratingagenturen nicht immer gelingt, wirtschaftliche Entwicklungen korrekt zu antizipieren, war beispielsweise im Rahmen der so genannten Asienkrise zu beobachten. Eine Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage in Asien konnte 1997 durch die Länder- und Unternehmensratings der maßgeblichen Ratingagenturen im Vorfeld nicht abgeleitet werden.<sup>648</sup> Während der Asienkrise erfolgten dann Herabstufungen der Ratingurteile, was das Investitionsklima verschlechterte und die wirtschaftliche Talfahrt beschleunigte.<sup>649</sup>

Anhand dieses Beispiels lässt sich eine Parallele zur umfassenden Einführung von Ratingsystemen in das Bankenwesen durch Basel II ziehen. Bei der Kreditvergabe im Rahmen von Immobilienfinanzierungen können sich ähnliche Szenarien auf Teilmarktebene abspielen, was aufgrund des o. g. kurzen Zeithorizonts vor allem bei der Anwendung des internen Ratingansatzes zutrifft. Die allgemeine Einschätzung des Investitionsklimas von Immobiliensteilmärkten kann sich wie oben erwähnt in der Schätzung der Risikoparameter festmachen. Es kann daher vorkommen, dass es in Immobiliensteilmärkten mit einer eher negativen Beurteilung zu einer geringen und in boomenden Immobilienmärkten zu einer großzügigeren Kreditvergabe kommt.

---

<sup>647</sup> „Ein Problem bleibt weiterhin die Art und Weise, wie interne Ratings von Kreditinstituten genau zu ermitteln sind. Kreditinstitute, die ihren Schuldnern in einer volkswirtschaftlichen Boomphase Ratings zuordnen mit der Annahme, dass sich die volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen nicht ändern (Point-in-time-Rating), werden wesentlich höhere Volatilitäten (und damit höhere Eigenkapitalanforderungen) in ihren Ratings beobachten als diejenigen, die Rezessionen und mögliche künftige Verschlechterungen in ihren internen Ratings berücksichtigen (Through-the-cycle-Rating).“ Vgl. Interview mit Dr. Everling; Schulte-Mattler, Konsultationspapier, S. 3. Siehe hierzu auch Berger/Udell, Procyclicality, S. 1, S. 15.

<sup>648</sup> Vgl. o. V., Risks, S. 82 ff.

<sup>649</sup> Vgl. Kuhner, Financial Rating Agencies, S. 4.

Ein prozyklisches Kreditvergabeverhalten des Bankensektors kann sich insbesondere auf Immobilien-Projektentwickler auswirken,<sup>650</sup> da zwischen der Projektkonzeption und der Fertigstellung von Immobilienprojekten i. d. R. ein erheblicher zeitlicher Abstand liegt. Die lange Entwicklungsdauer sowie der große Optimismus der Developer hinsichtlich ihrer Projekte können dazu führen, dass Projekte bei Fertigstellung in ein unvorteilhaftes Vermarktungsumfeld kommen, das sich in der Planungsphase noch als sehr positiv dargestellt hat.<sup>651</sup> Es kann somit vorkommen, dass einem deutlich gestiegenen Flächenangebot zum Zeitpunkt der Projektfertigstellung keine entsprechende Nachfrage mehr gegenübersteht, so dass im Ergebnis - entgegen der Annahme zu Projektbeginn - die Leerstandsraten wieder steigen und die Mietniveaus tendenziell sinken.<sup>652</sup>

Gewerbeimmobilien korrelieren traditionell stärker mit der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung als Wohnimmobilien und sind daher in einer rezessiven wirtschaftlichen Lage besonders schwierig zu finanzieren.<sup>653</sup> Dies kann insbesondere dann zutreffen, wenn neue Projektvorhaben von problembehafteten Objekten im Bestand eines Unternehmens überschattet werden.<sup>654</sup> Die Realisierung einer antizyklischen Investitionsstrategie im Projektentwicklungsgeschäft dürfte den risikosensitiven Banken künftig noch schwieriger zu vermitteln sein.

### 3.3.2.3 Relativierung des Leverage-Effekts

Die o. g. mangelnde Eigenkapitalausstattung konnten viele Projektentwicklungsunternehmen bisher durch einen hohen Einsatz von Fremdkapital bei der Finanzierung kompensieren. Bei Vorliegen ausreichender Sicherheiten und eines überzeugenden Konzeptes, war es bisher möglich, relativ günstiges

---

<sup>650</sup> Vgl. Rottke/Wernecke, Immobilienfinanzierung, S. 10.

<sup>651</sup> Dieses Phänomen wird in der Literatur als „Midas-Syndrom“ bezeichnet. Demnach sind Projektentwickler fast unabhängig von den tatsächlichen Marktbedingungen stets davon überzeugt, mit ihrer Immobilie eine bisher von keinem Wettbewerber bediente Marktnische gefunden zu haben, diese genau zum richtigen Zeitpunkt an den Markt bringen zu können oder über besondere Vermarktungsfähigkeiten zu verfügen. Vgl. Rottke/Wernecke, Endogene Mechanismen, S. 9; Leinberger, Strategy, S. 1 ff.

<sup>652</sup> Vgl. o. V., Overbuilding, S. 22; Downs, Cycles, S. 26.

<sup>653</sup> Vgl. Bulwien, Immobilienrating, S. 319; Hommel/Lehmann, Risiko-Management, S. 239.

<sup>654</sup> Vgl. Verband deutscher Hypothekenbanken, Basel II, S. 2; Rottke/Wernecke, Immobilienfinanzierung, S. 10.

Fremdkapital bis zu einem hohen Beleihungsauslauf zu erhalten. Dieser hohe Ansatz des Verschuldungsgrades ( $V$ )<sup>655</sup> ist unter der Voraussetzung sinnvoll, dass die Fremdkapitalkosten dargestellt durch den Zinssatz ( $i$ ) kleiner sind als die Gesamtkapitalrentabilität ( $rGK$ ). Diese ist mathematisch wie folgt definiert (Betrachtung vor Steuern):

$$rGK = \frac{(EK \times rEK + FK \times i)}{(EK + FK)} \quad (12)$$

Die Umformung dieser Formel zur Eigenkapitalrentabilität zeigt die funktionale Abhängigkeit der Eigenkapitalrentabilität vom Verschuldungsgrad. Diese Differenzgröße zwischen Gesamtkapitalrentabilität und Fremdkapitalkosten geht aus der Klammergröße der Formel 13 hervor:

$$rEK = rGK + V (rGK - i) \quad (13)$$

Die multiplikative Verknüpfung dieser Differenzgröße mit dem Verschuldungsgrad verdeutlicht die von einer Variierung des Verschuldungsgrades ausgehende Hebelwirkung. Bei dieser Ausgangslage erwirtschaftet das eingesetzte Fremdkapital mehr als es kostet, was eine positive Wirkung auf die Eigenkapitalrentabilität zur Folge hat.<sup>656</sup>

Dieses in der Finanzierungslehre bzw. Kapitalmarkttheorie als „Leverage-Effekt“<sup>657</sup> bezeichnete Phänomen wird in der Immobilienfinanzierung in erheblichem Maße genutzt.<sup>658</sup> Der Leverage-Effekt kann allerdings auch eine negative Ausprägung haben. Sinkt der laufende Ertrag einer Immobilie und/oder steigt der Fremdkapitalzinssatz, so bewirkt der negative Leverage-Effekt eine ebenso drastische negative Hebelwirkung auf die Eigenkapitalrentabilität. Dies

<sup>655</sup> Der Verschuldungsgrad ist definiert als Kapitalstrukturverhältnis bzw. als die Relation aus eingesetztem Fremdkapital zu eingesetztem Eigenkapital. Vgl. Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 478 ff.

<sup>656</sup> Vgl. Greer/Farrell, Investment Analysis, S. 124 ff.

<sup>657</sup> Der Begriff „Leverage-Effekt“ beschreibt die Abhängigkeit der Eigenkapitalrentabilität von der Gesamtkapitalrentabilität. Ist die durch eine Investition erwirtschaftete Verzinsung des Gesamtkapitals größer als der feste Fremdkapitalzins, so steigt die Eigenkapitalverzinsung mit steigendem Verschuldungsgrad. Insgesamt verdeutlicht der Leverage-Effekt die Bedeutung des Verschuldungsgrades für das Unternehmen als ganzes und für Immobilieninvestitionen. Vgl. Drukarczyk, Finanzierung, S. 61 ff.; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 478 ff.

<sup>658</sup> Vgl. Brueggemann/Fisher, Finance, S. 363.

führt zu einem Verzehr der Eigenkapitalposition des Eigentümers damit zu einer finanziell unvorteilhaften Situation.<sup>659</sup>

Während der Zwischenfinanzierung einer Projektentwicklung kann der Leverage-Effekt die Rendite auf das eingesetzte Eigenkapital des Projektentwicklungsunternehmens „hebeln“, sofern ein möglichst hoher Fremdkapitaleinsatz bzw. Verschuldungsgrad vorliegt. Die Voraussetzung für einen solchen Effekt ist, dass das Projekt wie geplant zeitgerecht und mit der avisierten Gewinnspanne veräußert werden kann.

Kommt es bei einer solchen Ausgangslage durch Vermarktungsprobleme zu der Situation, dass ein ursprünglich zum Verkauf bestimmtes Projekt in den Immobilienbestand des Projektentwicklungsunternehmens übernommen werden muss, so kommt der Leverage-Effekt im Rahmen der Langfristfinanzierung zum Tragen. Die möglichen Konsequenzen höherer Fremdkapitalzinsen in Kombination mit einer geringeren Finanzierungsbereitschaft der Banken werden in Beispiel 4 veranschaulicht.<sup>660</sup> Hier werden im Rahmen einer Fallstudie die möglichen Auswirkungen auf die Nutzung des Leverage-Effekts untersucht. Zur Komplexitätsreduktion wird dabei in Anlehnung an die Daten einer beispielhaften Projektentwicklung aus Abschnitt 4.2 davon ausgegangen, dass sich unter sonst gleichen Bedingungen die Finanzierungsbedingungen für die Finanzierung eines geplanten Immobilienprojekts verschlechtern. In Rahmen einer Machbarkeitsstudie eines beispielhaft betrachteten Immobilienprojekts geht ein Developer in der wirtschaftlichen Voreinschätzung von einer 70%igen Fremdfinanzierung zu einem Zinssatz von 6,00% aus. Eine auf dieser Grundlage durchgeführte Projektkalkulation ergibt, dass die Gesamtkapitalrentabilität (vor Steuern) des avisierten Investitionsobjekts von 7,35% über dem Fremdkapitalzins liegt. Es lässt sich somit ein positiver Effekt auf die Eigenkapitalrendite realisieren. Dieser Hebeleffekt würde bei dieser Ausgangslage mit einer Erhöhung des Verschuldungsgrades weiter zunehmen, was aus Abbildung 30 hervorgeht.

---

<sup>659</sup> Vgl. Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 534.

<sup>660</sup> Vgl. Anhang, Beispiel 4: Fallstudie, S. 109.

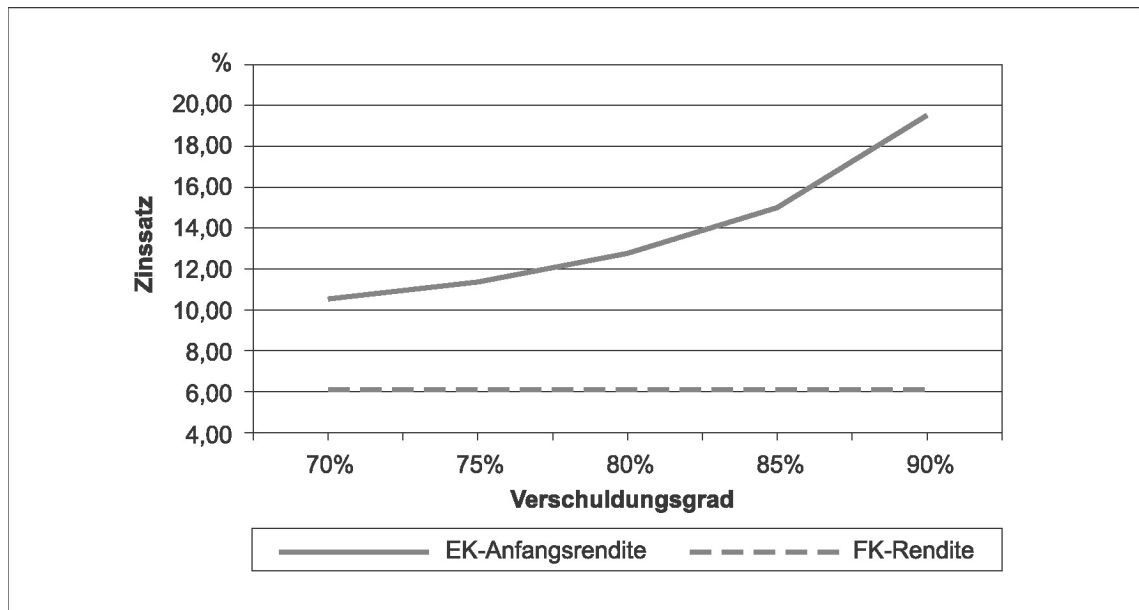


Abbildung 30: Wirkung des positiven Leverage-Effekts

Die finanzierende Bank ist aber aufgrund ihrer Risikoeinschätzung lediglich zu einer Finanzierung von 65% der Gesamtinvestition zu einem Zinssatz von 7,50% bereit. Eine erneute Projektkalkulation unter Berücksichtigung dieser Finanzierungsbedingungen ergibt, dass die Gesamtkapitalrentabilität nun unterhalb des Fremdkapitalzinssatzes liegt, wodurch sich der Leverage-Effekt umkehrt und die Eigenkapitalrentabilität reduziert. Aufgrund einer durch Basel II induzierten restriktiveren Kreditvergabe stellt sich damit eine ursprünglich vorteilhafte Ausgangslage als unvorteilhaft dar, was aus Abbildung 31 deutlich wird.

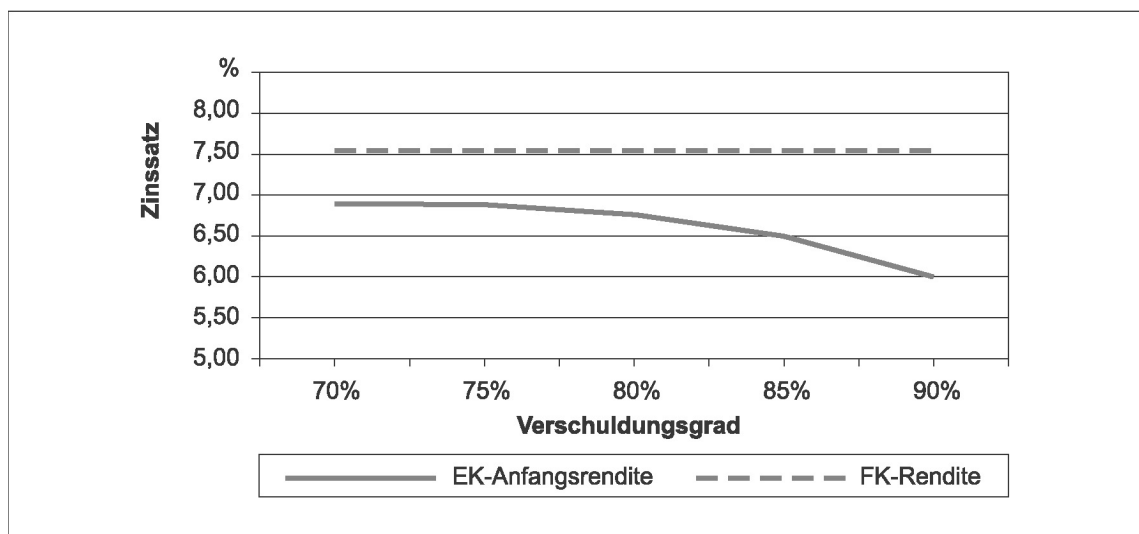


Abbildung 31: Wirkung des negativen Leverage-Effekts



Diese Fallstudie verdeutlicht, dass sich ein tendenziell steigender Kreditzins und/oder ein restriktiveres Kreditvergabeverhalten der Banken unter sonst gleichen Bedingungen erheblich auf die Wirtschaftlichkeit und damit die Durchführbarkeit von Immobilien-Projekten auswirken.

Das restriktivere Kreditvergabeverhalten der Banken relativiert nicht nur den Einsatz des positiven Leverage-Effekts. Bei entsprechender Weiterentwicklung dieses Gedankengangs auf der Ebene volkswirtschaftlicher Gleichgewichtsmodelle ist von nachhaltigen Rückwirkungen auf die Immobilienmärkte auszugehen.

#### 3.3.2.4 Rückwirkungen auf den Immobilienmarkt

Die seit spektakulären Insolvenzen einiger Projektentwickler und hohen Wertberichtigungsbedarf der Banken zu beobachtende erhöhte Vorsicht der Banken bei der Finanzierung von Immobilienprojekten wird durch Basel II weiter zunehmen.<sup>661</sup> Das aus der vorliegenden Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung abgeleitete, restriktivere Kreditvergabeverhalten und damit die geringere Verfügbarkeit von Bankkrediten werden sich folglich auf das Angebot neuer Flächen auf dem Immobilienmarkt in qualitativer und quantitativer Hinsicht auswirken.

Bedingt durch die Veränderung der steuerlichen Rahmenbedingungen und durch den Abbau der staatlichen Förderungen, wie etwa der Sonderabschreibung-Ost, wird sich die Produktion von Gewerbeimmobilien wieder viel mehr an Standort- und Objektqualitäten sowie Nutzerbedürfnissen orientieren müssen. Diese Rückbesinnung auf gute Lagen und gute Objektqualitäten findet auf Ebene der Developer sowie insbesondere auf Bankenebene aufgrund von Risikoaspekten statt. Wegen der unter Punkt 3.1.1.3 erwähnten Fokussierung der Banken auf die Qualität ihrer Kreditportfolios ist davon auszugehen, dass eine Kreditvergabe hauptsächlich für solche Projektentwicklungskonzepte stattfinden wird, die sich im Rahmen der Machbarkeitsstudien als absolut wirtschaftlich, rechtlich und finanziell tragbar erwiesen haben. Das wird eine tendenziell dämpfende Wirkung auf die Projektrealisierungen und damit auf das Neubau-

---

<sup>661</sup> Vgl. Völker, Unternehmensstrategie, S. 5.

volumen haben. Wenn von den Banken weniger Kapital zur Kreditvergabe bereitgestellt wird, kann es unter sonst gleichen Bedingungen zu einer Verknappung des Angebots auf dem Immobilienmarkt kommen. In Abbildung 32 wird eine solche Entwicklung modellartig dargestellt. Die Verschiebung der Angebotskurve<sup>662</sup> nach links bzw. die Verknappung des Raumangebots hätte demnach bei einer konstanten Nachfrage steigende Mietpreise zur Folge.

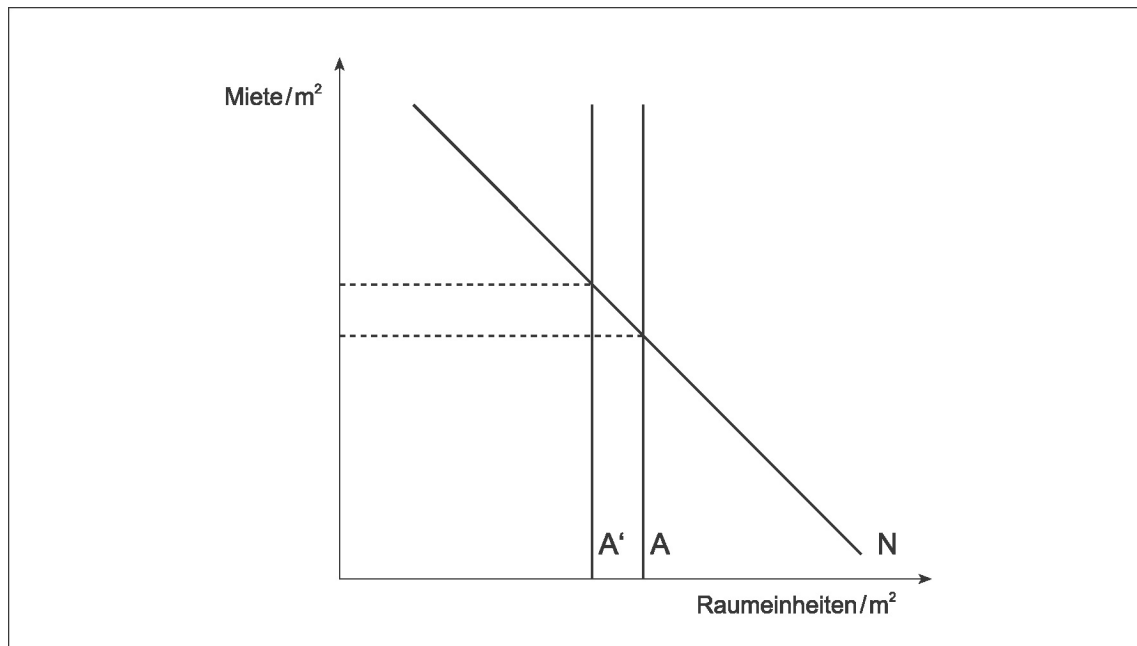


Abbildung 32: Auswirkungen auf den Immobilienmarkt<sup>663</sup>

Auf Grundlage einer ceteris paribus Betrachtung würde diese abgeleitete Entwicklung zu einer geringeren Immobilienproduktion bei gleichzeitiger Qualitätssteigerung zu steigenden Immobilienpreisen führen. Durch den fortschreitenden Konsolidierungsprozess in der Projektentwicklungsbranche und einer daraus resultierenden geringeren Anzahl von Projektentwicklungsunternehmen am Markt sind ebenfalls weitere Preiserhöhungen zu erwarten.

<sup>662</sup> Das Angebot an Immobiliennutzungsmöglichkeiten ergibt sich aus dem Bestand an vorhandenen Immobilien, die diese Nutzungsmöglichkeit abgeben. Das Angebot besteht aus den gesamten, tatsächlich vorhandenen Flächen, somit aus der Summe benutzter und leerstehender Flächen. Kurzfristig (im Rahmen von ein bis zwei Jahren) ist das Angebot konstant bzw. starr. Angebotsänderungen können nur mit einer Zeitverzögerung realisiert werden. Das Flächenangebot ist somit kurz- bis mittelfristig, d. h. für einen Zeitraum von 3 bis 4 Jahren preisunelastisch. Vgl. Bone-Winkel/Sotelo, Büroflächen, S. 200 f.

<sup>663</sup> In Anlehnung an Bone-Winkel/Sotelo, Büroflächen, S. 203; Brueggemann/Fisher, Finance, S. 258 ff.

### 3.3.2.5 Höhere Anforderungen an die Eigenkapitalausstattung

Die oben beschriebenen Ausführungen haben deutlich gemacht, dass das Kreditvergabeverhalten der Banken risikosensitiver wird. Gewerbliche Immobilienkredite sind allerdings tendenziell durch ein höheres Risikoniveau als beispielsweise Wohnimmobilien gekennzeichnet. Wegen der Beschränkung der Cash-flows auf ein einziges Objekt, der Abhängigkeit gewerblicher Mieter von der konjunkturellen Entwicklung sowie der bereits unter Punkt 3.2.2.3 erwähnten hohen Korrelation von Ausfallwahrscheinlichkeit (PD) und Verlusthöhe bei Ausfall (LGD) kann von den Kreditinstituten zur Risikominimierung der Einsatz von mehr Eigenkapital seitens des Projektentwicklungsunternehmens gefordert werden.<sup>664</sup>

Die Folge ist, dass Banken verstärkt auf die Kapitalstruktur des Kreditnehmers bzw. auf die Kapitalausstattung der entsprechenden Projektgesellschaft achten werden.<sup>665</sup> Eine mangelnde Eigenkapitalausstattung ist bereits in der Vergangenheit ein Hauptgrund für die Ablehnung von Kreditanträgen gewesen. Projektentwickler erhalten bereits heute oft nur noch Kreditzusagen, sofern sie ihre Eigenkapitalausstattung auf Unternehmensebene nachhaltig verbessern und mehr Kapital in das Projekt einbringen.<sup>666</sup>

Banken werden künftig aufgrund der asymmetrischen Verteilung der Risiken im Rahmen einer „klassischen“ Finanzierung einer Projektentwicklung kaum noch bereit sein, ohne den Erhalt einer zusätzlichen Risikoprovision Beleihungsausläufe von 90% oder 100% zu finanzieren.<sup>667</sup> Die Unterkapitalisierung in der Projektentwicklungsbranche kann kurz- bis mittelfristig nicht allein durch Innenfinanzierungspotenzial erhöht werden. Daher kommt der Beschaffung von externem Eigenkapital eine Schlüsselrolle zu.<sup>668</sup> Die Finanzierung wird künftig den entscheidenden Engpass für die Initiierung eines Immobilien-Projektes dar-

---

<sup>664</sup> Vgl. Bulwien, Immobilienrating, S. 319 ff.

<sup>665</sup> Die Innenfinanzierungsquote deutscher Kapitalgesellschaften ist zwischen 1997 und 1999 bis auf 46,1 Prozent (1997: 73,3 Prozent) gesunken. Der Außenfinanzierungsbedarf der Unternehmen steigt und kann nicht allein über zusätzliches Eigenkapital an der Börse gedeckt werden. Vgl. Verband der Vereine Creditreform, Insolvenzen, S. 24.

<sup>666</sup> Vgl. Friedemann, Eigenkapitalfonds, S. 43; Lingenhölin, Risikokapital, S. 5; Zitelmann, Risk, S. 6; Doetsch, Strukturierte Immobilienfinanzierung, S. 60.

<sup>667</sup> Vgl. Plessner, Entwicklungen, S. 669; Stinner, Immobilienfinanzierung, S. 18; Friedemann, Eigenkapitalfonds, S. 43.

<sup>668</sup> Vgl. Harlfinger/Jacobi, Projektentwickler, S. 13.

stellen und die klassische Finanzierung von Gewerbeimmobilien wird nur noch in weniger Fällen anwendbar sein.

Viele Projektentwicklungsunternehmen werden künftig tendenziell mehr Eigenkapital in die Finanzierungsstruktur von Projektentwicklungen einbringen müssen, bei einer gleichzeitig restriktiven Kreditvergabe der Banken.<sup>669</sup> Vor diesem Hintergrund kommt der unter Punkt 2.3.3.2 beschriebenen Strukturierung von Finanzierungen eine steigende Bedeutung zu.<sup>670</sup> Die risikoorientierte Tranchierung und entsprechende Vergütung einzelner Finanzierungsteile hat das Potenzial, erfolgreiche individuelle Finanzierungsmodelle hervorzubringen. Als Finanzierungspartner kommen je nach Risikoneigung und Kreditstrategie die Banken<sup>671</sup> selbst oder externe Eigenkapitalinvestoren in Frage.<sup>672</sup>

### 3.4 Zusammenfassung

In Abschnitt 3.1 wird zunächst aufgezeigt, in welcher Ausgangssituation sich Banken und Projektentwicklungsunternehmen derzeit befinden. Dazu werden die Branche der Kreditinstitute sowie die Branche der Projektentwicklungsunternehmen vorgestellt. Schließlich erfolgt eine systematische Analyse der Wettbewerbssituation auf Basis von Branchenstrukturanalysen, welche den Wettbewerbs- und Konsolidierungsdruck beider Branchen verdeutlichen.

In Abschnitt 3.2 wird die Neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung vorgestellt und die Unterschiede zu der eingangs erläuterten geltenden Baseler Eigenkapitalvereinbarung offengelegt. Insbesondere die für die Finanzierung von Gewerbeimmobilien relevanten Punkte werden in diesem Abschnitt erläutert, um ein Verständnis der Auswirkungen von Basel II auf die Finanzierung von gewerblichen Immobilien-Projektentwicklungen zu gewährleisten.

---

<sup>669</sup> Vgl. von Tippelskirch, Kreditfinanzierung, S. 297; Hoffelner/Golz, Finanzierungsformen, S. 19; Lingenhölin, Finanzierungsmodelle, S. 3 f.

<sup>670</sup> Vgl. Stinner, Immobilienfinanzierung, S. 18.

<sup>671</sup> Seit der Liberalisierung der Finanzmärkte in den Siebziger Jahren ist es den Banken zudem möglich, sich an Projektentwicklungen selbst zu beteiligen. Die alleinige Funktion der Bank als „Geldgeber“ und Kontrollorgan wurde damit aufgehoben.

<sup>672</sup> Vgl. Zitelmann, Risk, S. 34.

Im Anschluss an die Darstellung der aktuellen Situation der deutschen Kreditinstitute und Projektentwicklungsunternehmen sowie der Erläuterung der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung werden in Abschnitt 3.3 die Implikationen von Basel II abgeleitet. Dabei stehen schwerpunktmäßig das Kreditvergabeverhalten der Banken und die künftige Spreizung der Kreditkonditionen im Mittelpunkt der Betrachtung.

## 4 Handlungsoptionen für Developer und Banken

### 4.1 Handlungsoptionen in der Geschäftspolitik

Es ist zu beobachten, dass sich das ursprüngliche Verhältnis zwischen Projektentwickler und Bank verändert.<sup>673</sup> Projektentwickler werden zunehmend mit einem überzeugenden Konzept um Fremdmittel werben müssen, da die Banken im Hinblick auf ihre knappen Eigenmittel selektiver finanzieren werden. Die Geschäftspolitik von Projektentwicklungsunternehmen ist daher auf einen professionellen Umgang mit Risiken sowie auf vollständige und stets aktuelle Transparenz in der Unternehmensdarstellung auszurichten.

#### 4.1.1 Transparenz und Unternehmensdarstellung

In der neoklassischen Theorie wird von der Annahme „vollkommener“ Märkte mit symmetrischer Informationsverteilung ausgegangen.<sup>674</sup> In der Realität sind vollkommene Märkte in den seltensten Fällen zu finden. Es lassen sich vielmehr die existierenden Märkte und ihre Segmente anhand des Ausmaßes ihrer Unvollkommenheit differenzieren. Besonders ausgeprägt sind Unvollkommenheiten auf dem Immobilienmarkt, was auf die Marktstruktur und das Investitionsverhalten zurückzuführen ist.<sup>675</sup> Der Immobilienmarkt und dementsprechend der Markt für die Projektentwicklung von Gewerbeimmobilien ist durch eine asymmetrische Informationsverteilung gekennzeichnet. Aufgrund des Mangels an Informationen bzw. der limitierten Möglichkeit zur Informationsbeschaffung werden Entscheidungen der Marktteilnehmer beeinträchtigt und die Kommunikation zwischen den einzelnen Teilmärkten erschwert.<sup>676</sup> Ein solch ineffizienter und

---

<sup>673</sup> Vgl. Pallasky, Paradigmenwechsel, S. 13 f.

<sup>674</sup> Auf Jevons (1871) zurückgehende Bezeichnung für Märkte, auf denen sachlich gleichartige Güter gehandelt werden, ohne dass auf Seiten der Konsumenten bestimmte persönliche, zeitliche oder räumliche Präferenzen bestehen. Die Idealisierung vollkommener Märkte liegt dem Grundmodell der neoklassischen Wirtschaftstheorie (Arrow-Debreu-Modell) zugrunde. Manchmal wird auch vollständige Markttransparenz als Voraussetzung für das Vorliegen vollkommener Märkte genannt. Zentrale Eigenschaft der Marktform vollständiger Konkurrenz ist deren Pareto-Effizienz. Vgl. Fees, Mikroökonomie, S. 297 ff.

<sup>675</sup> Die spezifischen Eigenschaften des Immobilienmarkts entstehen durch die Charakteristika der Immobilie als Anlagegut sowie dem Mechanismus des Marktes, auf dem immobilienbezogene Güter und Dienstleistungen ausgetauscht werden. Vgl. Schulte et al., Immobilienökonomie, S. 18, Jaffe/Sirmans, Real Estate Investment, S. 68; Hommel/Lehmann, Risiko-Management, S. 242 f.

<sup>676</sup> Vgl. Reich, Gläserne Partner, S. 16.

intransparenter Markt ist entsprechend durch hohe Such- und Transaktionskosten charakterisiert. Die Ausnutzung der Ineffizienz unvollkommener Märkte eröffnet die Möglichkeit zu opportunistischen Handlungen besser informierter Wirtschaftssubjekte gegenüber schlechter informierten Marktteilnehmern.<sup>677</sup> Aufgrund einer Vielzahl von Einflussfaktoren und der Komplexität des Marktes können die Marktteilnehmer ex ante nicht wissen, ob sie eine optimale Entscheidung treffen.

Marktgerechtes Verhalten der Akteure am Projektentwicklungsmarkt hätte allerdings zur Voraussetzung, dass die Marktteilnehmer einen vollständigen Überblick und eine vollständige Voraussicht über Angebot und Nachfrage des Gesamtmarktes hätten. Für die Marktteilnehmer ist es nicht möglich, die Qualitäten und Preise aller Objekte und Marktteilnehmer zu erkennen. Zurückzuführen ist diese Situation auch darauf, dass Projektentwicklungsunternehmen bisher nur wenige Anreize hatten, über ihre Geschäftsaktivitäten und/oder über ihr Unternehmen Daten offenzulegen.

Die unter Punkt 2.2.5 aufgeführten Anforderungen an bankinterne Ratings verdeutlichen, dass es in Zukunft beim Rating neben der Finanz- und Ertragslage des Unternehmens verstärkt auch auf qualitative Faktoren ankommen wird.<sup>678</sup> Dies wird auf Seite 84 des Dritten Konsultationspapiers deutlich gemacht:

„Die Banken müssen bei der Zuordnung von Ratings zu Kreditnehmern oder Geschäften alle relevanten und verfügbaren Informationen berücksichtigen. Die Informationen müssen aktuell sein. Je weniger Informationen eine Bank hat, umso vorsichtiger muss sie bei der Zuordnung der Kredite zu den Kreditnehmerklassen oder Geschäftsklassen sein.“<sup>679</sup>

Für Developer bedeutet dies, dass eine transparente Unternehmensdarstellung und das pro-aktive Offenlegen von Unternehmens- und Projektdaten sowie von

---

<sup>677</sup> Solche Situationen werden im Rahmen der Prinzipal-Agenten-Theorie wissenschaftlich erforscht. Es handelt sich dabei um eine Modellstruktur innerhalb der Spieltheorie, bei der ein (meist) schlecht informierter Prinzipal einen Vertrag mit einem (meist) vollständig informierten Agenten eingeht, dessen Verhalten er nicht beobachten kann. Der Prinzipal muss wegen der Unbeobachtbarkeit des Verhaltens damit rechnen, dass der Agent nach Abschluss des Vertrages bestimmte Aktionen durchführt, die zwar im Interesse des Agenten, aber nicht in dem des Prinzipals liegen. Siehe hierzu ausführlich Jensen/Meckling, *Theory of the Firm*, S. 309; Fees, *Mikroökonomie*, S. 642 ff.

<sup>678</sup> Vgl. Kolbeck/Wimmer, *Gläserne Unternehmen*, S. B2.

<sup>679</sup> Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, *Eigenkapitalvereinbarung*, S. 84.

Risiken anzustreben ist.<sup>680</sup> Um im Hinblick auf günstigere Finanzierungsbedingungen das Ratingurteil möglichst positiv zu beeinflussen, sollten sich Projektentwicklungsunternehmen auf die Baseler Ratingkriterien rechtzeitig einstellen.<sup>681</sup> Die o. g. Anforderungen an bankinterne Ratings zeigen implizit Verhaltensregeln auf, die bei ihrer Befolgung tendenziell zu günstigeren Ratingergebnissen führen.<sup>682</sup> Dazu sind zunächst die quantitativen Faktoren wie die Signalisierung wirtschaftlicher Leistungsfähigkeit über Jahresabschlusskennzahlen zu nennen. Projektentwickler sollten daher auf die vorherrschende Unterkapitalisierung mit einer Verbesserung der Kapitalstruktur ihrer Bilanzen reagieren. Durch Gewinnthesaurierung und Rücklagenbildung sollte eine Erhöhung der Eigenkapitalquote angestrebt werden.<sup>683</sup>

Neben quantitativen Faktoren werden qualitative Unternehmenseigenschaften für das Ratingergebnis an Bedeutung gewinnen, denn auch nicht quantifizierbare Unternehmenseigenschaften können dazu beitragen, die von möglichen Finanzierungspartnern wahrgenommene Ausfallwahrscheinlichkeit des Projektes und des Projektentwicklungsunternehmens zu reduzieren. Dazu zählen nicht-monetäre Faktoren, die zur Unternehmensstabilität und Kontinuität beitragen. Der wesentliche Erfolgsfaktor für Projektentwickler ist das notwendige Know-how und der entsprechende Know-how Einsatz im Umgang mit den Projektbeteiligten. Eine notwendige Bedingung hierfür ist eine gute Qualifikation des Managements sowie ein hoher Ausbildungsstand der Mitarbeiter.<sup>684</sup> Die pro-aktive Signalisierung von Qualifikation und Know-how gegenüber den möglichen Finanzierungspartnern hat eine vertrauensbildende Wirkung. In diesem Zusammenhang ist auch der unternehmensinterne Umgang mit dem Produktionsfaktor Wissen anzuführen, dem eine steigende Bedeutung zukommt. Ein systematisches Wissensmanagement kann dazu beitragen, gezielt Expertise abrufbar zu halten und zu sichern.<sup>685</sup> Damit können unternehmensintern Prozesse effizienter gestaltet werden und unternehmensextern ein hoher Professionalitätsgrad dargestellt werden.

---

<sup>680</sup> Vgl. Bone-Winkel, Transparenz, S. 10 ff.

<sup>681</sup> Vgl. Kabuth, Ratingberatung, S. 12.

<sup>682</sup> Vgl. Raum, Unternehmen, S. 10.

<sup>683</sup> Vgl. Gesinn, Gewerbekredit, S. 674.

<sup>684</sup> Vgl. Raum/Amon, Unternehmen, S. 10.

<sup>685</sup> Vgl. Bone-Winkel, Oligopol, S. 5.



Für den Aufbau eines institutionalisierten Wissensmanagements ist der Rückgriff auf Erfahrungswerte unerlässlich. Für Developer bedeutet das, Erfahrungen und Kernkompetenzen aus bereits erfolgreich abgewickelten Projekten zu sichern. Mit Referenzprojekten können Developer gegenüber möglichen Investoren und Finanzierungspartnern die Kompetenz und Leistungskraft ihres Unternehmens darstellen.<sup>686</sup> Dabei empfiehlt sich ein klarer Tätigkeitsschwerpunkt bzw. Fokus auf bestimmte Immobilientypen. Klare Kernkompetenzen und Unternehmensstrategien deuten auf eine hohe Erfolgswahrscheinlichkeit des Projektes und damit auf eine geringe Ausfallwahrscheinlichkeit des Developers hin.

Solche Bemühungen zur positiven Darstellung des Unternehmens, generelle Publizitätsfreudigkeit und Transparenz werden vor dem Hintergrund von Basel II für Developer zu einer besseren Verhandlungsposition gegenüber den Banken führen.<sup>687</sup> Für Developer ergibt sich die dringende Notwendigkeit, sich mit den in Abschnitt 3.2 genannten Baseler Rating Richtlinien intensiv auseinanderzusetzen, denn die Beherrschung der neuen bankenaufsichtlichen „Spielregeln“ wird künftig zu einem entscheidenden Wettbewerbsfaktor werden.<sup>688</sup>

#### 4.1.2 Verbesserung des Risikomanagements

Wie unter Punkt 2.2.5.2 beschrieben, besteht eine Korrelation zwischen Ratingergebnis und Finanzierungsbedingungen. Das Ratingergebnis kann durch ein möglichst transparentes Verhalten gegenüber dem finanzierenden Kreditinstitut positiv beeinflusst werden.<sup>689</sup> Dies gilt insbesondere hinsichtlich der projektbezogenen Risiken, denn hier herrscht klassischerweise eine asymmetrische Informationsverteilung zwischen Projektentwickler und kreditwürdigkeitsprüfender Bank. Wie unter Punkt 2.2.2 erläutert, ist eine solche Agency-Problematik der Ausgangspunkt eines jeden Ratings. Durch die Kreditwürdigkeitsprüfung und Due Diligence des Projektes versucht das Kreditinstitut Informationen einzuholen, um die mit dem Projekt verbundenen Risiken ausreichend einschätzen

---

<sup>686</sup> Vgl. Wambach/Rödl, Rating, S. 162 f.

<sup>687</sup> Vgl. Interview mit Herrn Stephan Bone-Winkel; Siehe hierzu auch Reich, Gläserne Partner, S. 16; Gesinn, Gewerbekredit, S. 674.

<sup>688</sup> Vgl. Friedemann, Basel II, S. 53.

<sup>689</sup> Vgl. Kley/Everling, Ratingagenturen, S. 172.

zu können.<sup>690</sup> Dies ist bei Immobilien allerdings mit einem hohen Komplexitätsgrad verbunden, was auf die Vielzahl von Einflussfaktoren zurückzuführen ist, die in jedem Projekt zusammenwirken.<sup>691</sup> Insbesondere die hohe Kapitalbindung auf oft spekulativer Basis macht eine Quantifizierung von Projektentwicklungsrisiken erforderlich.<sup>692</sup>

Die Einstellung von Projektentwicklern gegenüber Risikoparametern variiert erheblich. Insgesamt lässt sich allerdings feststellen, dass Projektentwickler deutlich weniger Gebrauch von Instrumenten des Risikomanagements machen als andere Branchen.<sup>693</sup> Dies ist auch darauf zurückzuführen, dass die in erster Linie von kleinen und mittelgroßen Unternehmen geprägte Projektentwicklerbranche größtenteils so organisiert ist, dass wesentliche Entscheidungen zentral von der Geschäftsführung getroffen werden, wobei Erfahrung und Intuition häufig eine größere Rolle spielen als durch Analysen abgeleitete Erkenntnisse.<sup>694</sup> Basel II macht aber einen deutlich formaleren Ansatz der Entscheidungsfindung, der insbesondere Risikoaspekten mehr Rechnung trägt, erforderlich. Vor diesem Hintergrund sollten Projektentwickler eine Verbesserung ihres Risiko-Managements anstreben.<sup>695</sup> Indem sie verstärkt quantitative Risikomessverfahren einführen, ein effizientes Risikomanagement-System nutzen, die Ergebnisse zur aktiven Steuerung ihrer Risiken einsetzen und gegenüber dem Finanzierungspartner offen darlegen, bietet sich Projektentwicklern die Möglichkeit, ihr Rating positiv zu beeinflussen. Um Risiken effizient managen zu können, sind die Schritte Risikoidentifikation, Risikoeinschätzung, Dokumentation und folglich das Risikocontrolling notwendig, was aus Abbildung 33 hervorgeht. In der Phase der Projektinitiierung ist es notwendig, durch die Untersuchung der Umweltbedingungen der Projektentwicklung die kritischen Faktoren ausfindig zu machen, die eine besondere potenzielle Risikoanfälligkeit besitzen.

---

<sup>690</sup> Vgl. Kimmich, Due Diligence, S. 201 ff.

<sup>691</sup> Eine umfassende Beschreibung zum erfolgreichen Umgang mit Immobilienprojekten durch Risikobegrenzung und Risikomanagement bietet Maier, Risikomanagement.

<sup>692</sup> Vgl. Wiedenmann/Harlfinger/Wagner, Projektrisiken, S. 20.

<sup>693</sup> Vgl. Isenhöfer, Strategisches Management, S. 93.

<sup>694</sup> Peiser, Changes, S. 40; Wiedenmann/Harlfinger/Wagner, Projektrisiken, S. 20.

<sup>695</sup> Breuer/Frydlin, Risikomanagement, S. 10.

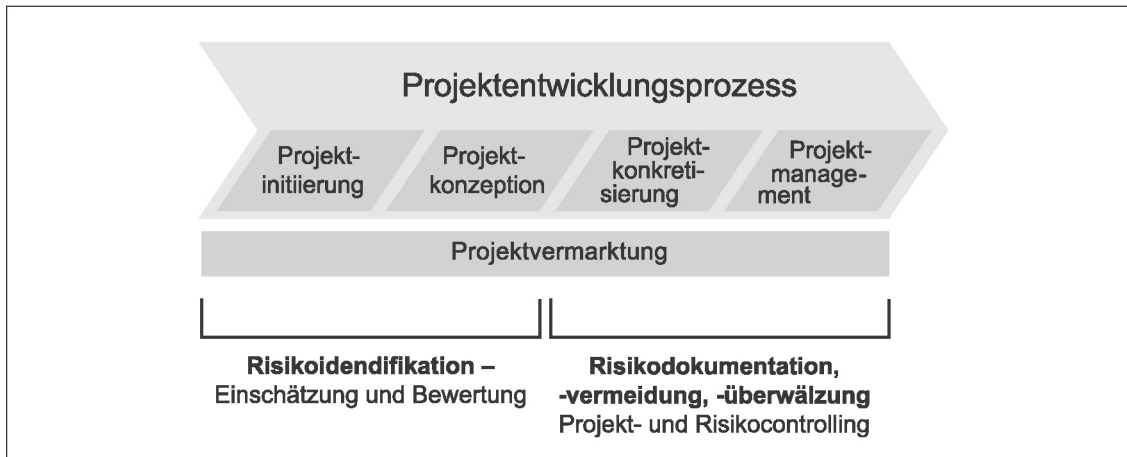


Abbildung 33: Schritte des Risikomanagements

Darunter werden im Allgemeinen die wirtschaftlichen, politischen Rahmenbedingungen und das soziale Umfeld der Immobilieninvestition verstanden. Hinzu kommt die Ermittlung der Kernerfolgsgrößen der Projektentwicklung und jener Einflussgrößen, die bei Änderung der Rahmenbedingungen mit den höchsten Hebeln reagieren.<sup>696</sup>

Wurden diese Risiken identifiziert, sollte in der Phase der Projektkonzeption eine sorgfältige Einschätzung und Bewertung der Risiken stattfinden. Dazu ist es für Projektentwickler unerlässlich, auch unterschiedliche Szenarien zu analysieren, um den möglichen bzw. wahrscheinlichen Verlauf der Projektentwicklung aus mehreren Blickwinkeln zu betrachten.

Zunächst sollte die Rendite des „Standardszenarios“ errechnet werden. Dabei gehen alle Eingangsvariablen mit ihren wahrscheinlichsten Werten in die Berechnung ein.<sup>697</sup> Anschließend werden weitere Szenarien (Marktabkühlung, Übersättigung, Zinsänderung) entwickelt, wobei der „downside-case“ von besonderem Interesse ist, da er das Ergebnis der ungünstigsten Kombinationen aller Parameter darstellt.<sup>698</sup> In einem best-case Szenario werden schließlich die günstigsten Eingabevariablen kombiniert.<sup>699</sup>

Um das Risiko konkret einschätzen zu können, das mit einer Abweichung von prognostizierten Werten verbunden ist, kann mit einer so genannten Alternati-

<sup>696</sup> Vgl. Vogler, Risikoerkennung, S. 294.

<sup>697</sup> Vgl. Vogler, Risikoerkennung, S. 297.

<sup>698</sup> Vgl. Wiedenmann, Risikoanalyse, S. 18.

<sup>699</sup> Vgl. Schulte, Rentabilitätsanalyse, S. 249.

venmatrix eine Sensitivitätsanalyse durchgeführt werden. Es werden die Faktoren variiert, die den Trading Profit am meisten beeinflussen. Dies sind in der Regel die Netto-Mietertrag und der Mietenmultiplikator.<sup>700</sup> Das Instrument der Alternativenmatrix stellt einen einfachen und praxisorientierten Weg zur Risikoabschätzung dar und liefert damit wertvolle Informationen zur Beurteilung einer Immobilien-Projektentwicklung. Es ist allerdings kritisch anzumerken, dass lediglich zwei Faktoren variiert werden. Es können folglich nicht alle Risikoparameter abgedeckt werden und die Ausschläge nach oben und unten können volatil sein. Zudem kann keine Wahrscheinlichkeit berechnet werden, mit der sich bestimmte Variablen oder Szenarien verändern so dass die errechnete Rendite auch tatsächlich erreicht wird. Dies wird erst durch die Anwendung von so genannten „Monte-Carlo-Simulationen“ gewährleistet.<sup>701</sup>

Zur Durchführung einer „Monte-Carlo-Simulation“ werden zunächst die Eingangsvariablen (z. B. Baukosten, Zinssatz, etc.) und eine Zielvariable (z. B. Trading Profit) definiert. Dann wird der Wertebereich der Eingangsvariablen durch die Auswahl einer Wahrscheinlichkeitsverteilung konkretisiert.<sup>702</sup> Es wird damit eine Spannbreite bzw. Ober- und Untergrenze der Eingangsvariablen definiert.<sup>703</sup> Bei einer Simulation wird computergestützt anhand von Werten, die zufällig aus der Wahrscheinlichkeitsverteilung entnommen werden, die Zielvariable berechnet. Aus dieser Verteilung lässt sich dann die Wahrscheinlichkeit der Über- oder Unterschreitung einer bestimmten Rendite bzw. Gewinnspanne ermitteln.<sup>704</sup>

---

<sup>700</sup> Vgl. Schulte, Rentabilitätsanalyse, S. 248.

<sup>701</sup> Mit der Anwendung von Monte-Carlo Simulationen in der Immobilien-Projektentwicklung beschäftigt sich Wiedenmann (Projektanalyse) ausführlich.

<sup>702</sup> Die Wahl und Zugrundelegung einer geeigneten Wahrscheinlichkeitsverteilung stellt dabei die zentrale Herausforderung dar. Die Gestalt der zugrunde gelegten Wahrscheinlichkeitsverteilung kann entweder auf mathematischen Funktionen beruhen oder durch geometrische Figuren angenähert werden. Es sollte die Wahrscheinlichkeitsverteilung gewählt werden, die den Erwartungen am besten entspricht.

<sup>703</sup> Die Spannbreiten der einzelnen Eingangsvariablen können entweder aus empirischen Daten abgeleitet oder bei Experten (Makler, Berater, Marktforschungsinstitute) erfragt werden. Sie können aber auch auf Erfahrungswerten mit den Baukosten ähnlicher Projekte beruhen. Vgl. Wiedenmann, Risikoanalyse, S. 20.

<sup>704</sup> Die Voraussetzung für die Simulation ist computertechnisch beispielsweise das Programm MS Excel, wobei mit Hilfe von weiteren Programmen (z. B. Crystal Ball<sup>®</sup> von Decisioneering/ @Risk<sup>®</sup> von Palisade) die Wahrscheinlichkeitsfunktionen bedienerfreundlich abgeschätzt werden können.

In der Phase der Projektkonkretisierung und des darauf folgenden Projektmanagements in der Bauphase kommt dem Projektcontrolling eine entscheidende Rolle zu. Vor dem Hintergrund der unter Punkt 2.3.4.2 geschilderten Probleme bei der Bonitätsbeurteilung von Developern ist es wesentlich, dass ein effizientes Controllingsystem installiert ist, welches zeitnahe Informationen zur Steuerung der Bauprojekte zur Verfügung stellt und damit die Gefahr verlustträchtiger Aufträge auf das nicht vorhersehbare und damit auch nicht direkt beeinflussbare Restrisiko beschränkt. Dem Bauprojekt-Controlling<sup>705</sup> sollte daher ein zentraler Stellenwert eingeräumt werden, um dadurch die Entwicklung von Risiken beherrschen zu können und um diese der finanzierenden Bank zeitnah kommunizieren zu können.<sup>706</sup>

Je präziser Risiken eingeschätzt werden können, desto besser werden Kreditinstitute in der Lage sein, den Ratingparameter PD bzw. die Ausfallwahrscheinlichkeit zu bestimmen. Dies setzt allerdings seitens des Developers eine sorgfältige Risikoidentifikation und Einschätzung sowie ein pro-aktives Offenlegen dieser Risiken gegenüber dem Kreditinstitut voraus. Ein gründliches Risikomanagement wird daher einem Developer nicht nur im Rahmen der Machbarkeitsstudie weiterhelfen. Sie kann auch zu einem größeren Vertrauen durch das Kreditinstitut führen und damit das Rating bzw. die Verhandlungsposition des Developers hinsichtlich der Kreditkonditionen verbessern.<sup>707</sup> Für Developer wird ein Baustellen- und Projektcontrolling als Beitrag zu einer hoch rationellen Baustellenorganisation zum entscheidenden Erfolgsfaktor. Denn nur wenn die Erfassung und Berichterstattung den aktuellen und tatsächlichen Bautenstand und wirtschaftlichen Bauverlauf wiedergeben, können die Baustellen effizient und Erfolg bringend gemanagt werden.

Damit diesen Anforderungen in optimalem Maße Rechnung getragen werden kann, ist es erforderlich, leistungsfähige Controllinginstrumente und ein zeitnahe Berichtswesen in den Unternehmen zu etablieren. Zudem gilt es regelmäßige Risikoanalysen durchzuführen und die Bank über die Resultate und Erkenntnisse zu informieren. In diesem Zusammenhang besteht die Möglichkeit,

---

<sup>705</sup> Vgl. Schulte, Projektcontrolling, S. 805 ff.

<sup>706</sup> Wagner/Mielicki, Rating, S. 223.

<sup>707</sup> Vgl. von Stengel/Wiedenmann, Projektmanagement, S. 10.

externe Controller als Bindeglied zwischen Bank und Developer einzuschalten. Diese können als neutrale dritte Instanz die Qualität, die Kosten und die zur erfolgreichen Projektentwicklung wichtigen Termine entsprechend dem Baufortschritt kontrollieren. Die Bank würde diese Überwachungsaufgabe damit an ein professionelles Drittunternehmen vergeben können was der Bank ein Höchstmaß an Transparenz bieten würde.

Mit der Einbindung eines externen Controllers wird diesem ein Teilrisiko einer Projektentwicklung dahingehend übertragen, dass die korrekte Mittelverwendung durch diesen verbindlich bestätigt wird. Grundsätzlich kann sich die Bank bei der sich anschließenden eigenen Prüfung auf die weniger aufwendige Plausibilisierung der Arbeit des Controllers zurückziehen und somit kostensparend geringere Ressourcen einsetzen. Hierfür wird der Controller im Gegenzug eine Haftpflichtversicherung abschließen, die der beauftragenden Bank Schäden einer fehlerhaften Kontrollarbeit ersetzt. Die Bank wird in der Praxis darauf achten, dass die Versicherungssumme dem Projektumfang angemessen ist.

#### 4.1.3 Allianzen zwischen Investor und Developer

Angesichts der bankenaufsichtsrechtlichen Änderungen wird es in Zukunft insbesondere für mittelständische Projektentwicklungsunternehmen zunehmend darauf ankommen, kapitalstarke Partner zu finden. Es bieten sich für Projektentwickler neben Kooperationsmöglichkeiten mit Kreditinstituten auch strategische Allianzen mit institutionellen Investoren an.<sup>708</sup> Diese Überlegung ist deshalb naheliegend, weil institutionelle Investoren als komplementäres Gegenstück zu unterkapitalisierten Developern gesehen werden können.<sup>709</sup>

Während ein Projektentwicklungsunternehmen in eine solche Allianz vor allem sein Know-how einzubringen hat, besteht die Aufgabe des Investors darin, das erforderliche Kapital bereitzustellen.<sup>710</sup> Der Investor kann dabei das Projekt bereits in der Initiierungs- oder Konzeptionsphase erwerben und dann mit dem Developer gemeinsam entwickeln. Das Projektentwicklungsunternehmen würde

---

<sup>708</sup> Vgl. Harlfinger/Jacobi, Projektentwickler, S. 13.

<sup>709</sup> Vgl. Isenhöfer, Strategisches Management, S. 280.

<sup>710</sup> Vgl. Peiser, Partnership, S. 46.

so das Projektmanagement als reine Beratungsdienstleistung (Service Developer) anbieten,<sup>711</sup> müsste sich allerdings statt des traditionellen Developergewinns mit einer möglicherweise geringeren Vergütung in Form von Beratungshonoraren begnügen. Die Finanzierung könnte so über die Bonität und das Rating des Investors abgewickelt werden. Für ein Engagement in der Projektentwicklung in Form einer strategischen Allianz spricht die Tatsache, dass die hierdurch erzielbare Rendite für den Investor gegenüber dem Kauf einer bereits fertiggestellten Immobilie i. d. R. höher ausfällt.<sup>712</sup> Begründet werden kann dies mit den durch den Eigenkapitaleinsatz des Investors verminderten Fremdfinanzierungskosten des Projektes und dem Anteil am Projektgewinn, der auf den Investor übergeht.

Eine Kooperation von Projektentwicklungsunternehmen mit bestandhaltenden institutionellen Anlegern liegt aus portfoliotheoretischen Gründen nahe, denn durch die Projektentwicklung kann das Risiko-Rendite-Profil eines vormals primär bestandhaltenden Unternehmens angehoben werden. Zudem können gemeinsam mit dem Developer Immobilien entwickelt werden, die den strategischen Anforderungen der Investoren gerecht werden, d. h. die sich in Bezug auf Konzeption, Architektur, Qualität und Standort sowie durch die Gestaltung der entsprechenden Mietverträge in das bestehende Gesamtportfolio einbinden lassen. So haben beispielsweise primär bestandhaltende Immobilienaktiengesellschaften in ihrem Portfolio i. d. R. große Vorratsflächen mit interessanten und entwicklungsfähigen Grundstücken. Diese Ausgangssituation eines geeigneten Standorts mit günstig beschaffbarem Kapital vereinfacht oft die Entwicklung einer interessanten Projektidee.

Seitens des Developers besteht der Vorteil einer strategischen Allianz mit einem kapitalstarken Investor darin, dass durch dessen Eigenkapitaleinsatz die Beschaffung der Fremdmittel erleichtert wird und dass er nicht das gesamte Risiko alleine zu tragen hat.<sup>713</sup> Eine strategische Allianz mit einem Investor bedeutet auch die Aufgabe der alleinigen Entscheidungsgewalt und sie erfordert

---

<sup>711</sup> Vgl. von Weichs, Fonds, S. 53.

<sup>712</sup> Vgl. O'Connor, Investment, S. 43.

<sup>713</sup> Vgl. Christensen/Kenny, Participation, S. 70.

vom Projektentwickler die Bereitschaft, auf Teile des Developergewinns zu verzichten.<sup>714</sup>

## 4.2 Handlungsoptionen in der Finanzierung

Vor dem Hintergrund der in Abschnitt 3.3 aufgezeigten Auswirkungen von Basel II stellt sich die Frage nach den Handlungsoptionen für Banken und Projektentwicklungsunternehmen, um auf die sich ändernden Rahmenbedingungen in der Immobilienfinanzierung optimal reagieren zu können.

Hierzu wird im Folgenden anhand einer beispielhaften Projektentwicklung das bereits unter Punkt 2.3.3 vorgestellte Konzept der strukturierten Finanzierung aufgegriffen und vor dem Hintergrund der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung in verschiedenen Szenarien im Rahmen einer Vor-Steuer-Betrachtung berechnet.<sup>715</sup> Darauf aufbauend wird dargestellt, wie sich bei einer alternativen Strukturierung der Finanzierung die Eigenkapitalerfordernisse, die Finanzierungsbedingungen und damit die Ergebnis- und Rentabilitätszahlen aus der Perspektive der Bank und des Projektentwicklungsunternehmens verändern.

### 4.2.1 Ausgangssituation

Das folgende Beispiel illustriert auf vereinfachte Weise, wie sich Basel II für Banken und Projektentwicklungsunternehmen auf die Finanzierung von Projektentwicklungen auswirkt. Dazu wird unter Punkt 4.2.2 zunächst eine beispielhafte Projektentwicklung einer Gewerbeimmobilie vorgestellt. Diese Betrachtung stellt damit die Grundlage für Punkt 4.2.3 dar, in dem für das Beispiel eine klassische Finanzierung vor dem Hintergrund der geltenden Baseler Eigenkapitalvereinbarung dargestellt wird. In den darauf folgenden Punkten wird weiter auf

---

<sup>714</sup> In den USA, wo sich Projektentwickler wesentlich häufiger als hierzulande in Form des Investor-Developers agieren, wurden strategische Allianzen aus Sicht institutioneller Investoren auch deshalb forciert, weil dies (vor dem Hintergrund der in Fußnote 580 beschriebenen Entwicklung) häufig die einzige Möglichkeit darstellte, sich an begehrten Immobilienprojekten zu beteiligen. Vgl. Westerbeck, Pension, S. 33; Glazov, Co-Venturing, S. 242.

<sup>715</sup> Es wird eine Vor-Steuer-Betrachtung gewählt, um Komplexität zu reduzieren. Die mannigfaltigen steuerlichen Situationen unterschiedlicher Projektentwicklungsunternehmen würden es kaum zulassen, allgemeine Erkenntnisse abzuleiten. Zudem werden steuerliche Aspekte ausgeklammert, da von Immobilieninvestitionen grundsätzlich zu fordern ist, dass sie sich auch ohne Berücksichtigung steuerlicher Aspekte rechnen sollten.



dieses Beispiel zurückgegriffen und auf Basis des aktuell zugrunde liegenden Dritten Konsultationspapiers bzw. unter den Bedingungen der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung fiktiv durchgerechnet.

- Unter Punkt 4.2.4 wird dargestellt, was sich bei einer gleichbleibenden Finanzierungsstruktur bedingt durch Basel II für die Bank und für das Projektentwicklungsunternehmen ändert.
- Unter Punkt 4.2.5 wird die Finanzierungsstruktur dahingehend variiert, dass ein Mezzanine-Nachrangdarlehen von der Bank gewährt wird, so dass die Bank 100% des Beleihungswertes finanziert.
- Unter Punkt 4.2.6 wird untersucht, wie sich die Ergebnis- und Rentabilitätszahlen verändern, wenn ein Joint Venture mit einem Kreditinstitut eingegangen wird. Dabei gründet das Projektentwicklungsunternehmen mit einer Immobilienbank eine Projektgesellschaft. Die Bank bringt neben ihrer Gesellschafterbeteiligung ein erstrangiges Darlehen in die Finanzierungsstruktur ein und trägt gemeinsam mit dem Developer das unternehmerische Risiko.
- Unter Punkt 4.2.7 wird untersucht, wie sich die Ergebnis- und Rentabilitätszahlen darstellen, wenn ein Private Equity-Partner bzw. Projektentwicklungsfonds eine Beteiligung an einer Projektgesellschaft in die Finanzierungsstruktur einbringt.

#### 4.2.2 Beispielhafte Betrachtung einer Projektentwicklung

Ein Projektentwicklungsunternehmen mit einem Jahresumsatz von 30 Mio. € pro Jahr<sup>716</sup> plant die Projektentwicklung eines innerstädtischen Bürogebäudes in einer bevorzugten Lage einer deutschen Metropole. Es sollen 10.000 m<sup>2</sup>

---

<sup>716</sup> Es wird der durchschnittliche Jahresumsatz der vergangenen drei Jahre herangezogen. Der Jahresumsatz ist im Kontext von Basel II wegen der in Punkt 3.3.1.2 erläuterten Korrekturfaktors von Bedeutung. Demnach findet für kleine und mittlere Unternehmen mit einem konsolidierten Jahresumsatz von weniger als 50 Mio. € eine Größenanpassung in Abhängigkeit vom Jahresumsatz statt, die mit in die Berechnung der Risikogewichtungsfunktion für Forderungen an KMU einfließt.

Brutto-Grundfläche<sup>717</sup> (BGF) entstehen, wobei eine Flächeneffizienz von 85% unterstellt wird.<sup>718</sup> Es entstehen folglich 8.500 qm Mietfläche.<sup>719</sup> Zudem sollen 50 Tiefgaragen-Stellplätze bereitgestellt werden. Für die vermieteten Flächen wird ein monatlicher Mietzins von durchschnittlich 20,00 €/m<sup>2</sup> als marktfähig und nachhaltig erzielbar eingeschätzt.<sup>720</sup> Für die PkW-Stellplätze werden 100,00 € pro Monat angesetzt. Auf der Grundlage dieser Mietertragsdaten führt die finanzierende Bank eine Wertermittlung in Anlehnung an §15 ff. WertV durch, um einen Beleihungswert zu ermitteln.<sup>721</sup> Im Rahmen der Wertermittlung wird bei Fertigstellung des Projektes ein erzielbarer Jahresrohertrag i. H. v. 2,10 Mio. € und nach einem Abzug von Bewirtschaftungskosten<sup>722</sup> ein Jahresreinertrag von 1,85 Mio. € festgestellt. Bei einer geschätzten Nutzungsdauer<sup>723</sup> von 45 Jahren und einem Liegenschaftszinssatz von 5,00% ergibt sich ein Vervielfältiger<sup>724</sup> von 17,77 und damit ein voraussichtlicher Ertragswert von 32,86 Mio. € (vgl. Tabelle 10. Da im vorliegenden Beispiel weder positive noch negative wertbeeinflussende Umstände zu berücksichtigen sind,<sup>725</sup> resultiert für die projektierte Gewerbeimmobilie ein zu erwartender Verkehrswert in gleicher Höhe. Auf Grundlage des Verkehrswertgutachtens ermittelt die finanzierende Bank nach

---

<sup>717</sup> Die Brutto-Grundfläche nach DIN 277 bezeichnet die Summe der (nutzbaren) Grundflächen aller Grundrissebenen eines Gebäudes; sie setzt sich aus der Konstruktions- und der Netto-Grundfläche zusammen. Für ihre Berechnung sind die äußeren Maße der Bauteile anzusetzen. Vgl. Schulte et al., Immobilienökonomie, S. 33.

<sup>718</sup> Die Flächeneffizienz ist der Quotient aus Mietfläche und Brutto-Grundfläche.

<sup>719</sup> Die Berechnung der Mietfläche wird annahmegemäß nach der gif-Richtlinie zur Berechnung der Mietfläche für Büroraum (MF-B) durchgeführt. Die Mietfläche bezieht sich demnach auf die Mietflächen mit exklusivem Nutzungsrecht (Mietfläche 1), die Hauptnutzflächen und Nebennutzflächen, Funktionsflächen, Verkehrsflächen und Konstruktions-Grundflächen umfasst. Vgl. Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung, Richtlinie, S. 6 f.; Schulte et al., Immobilienökonomie, S. 35 f.

<sup>720</sup> Die erzielbare Miete wird hier unabhängig von aktuellen Stimmungen auf einen durchschnittlich erzielbaren Wert angenommen.

<sup>721</sup> Eine Orientierung der Ermittlung des voraussichtlichen Ertragswertes der projektierten Immobilie an der WertV und den WertR ist auch im Hinblick auf die Finanzierung nützlich, da die Beurteilung der Ertragsfähigkeit für die Beleihung der Immobilie von entscheidender Bedeutung ist. Da auch die WertR lediglich Hinweise zur Wertermittlung von unbebauten und bebauten Grundstücken geben, unterliegt die Ermittlung des voraussichtlichen Ertragswertes einer spekulativen Projektentwicklung somit keinen gesetzlichen Regelungen und Vorschriften. Das allgemeine Verfahren in Anlehnung an die WertV und an den WertR ist unter der Prämisse der Fertigstellung des Projektes jedoch anwendbar.

<sup>722</sup> Die Ermittlung von Jahresrohertrag und Bewirtschaftungskosten vollzieht sich analog zum Ertragswertverfahren. Die Bewirtschaftungskosten sind in §18 der WertV definiert.

<sup>723</sup> Zur Nutzungsdauer von Büroimmobilien siehe Isenhöfer/Väth, Lebenszyklus, S. 143.

<sup>724</sup> Siehe Anlage zu §16 Abs. 3 WertV, S. 173.

<sup>725</sup> Eine Übersicht hinsichtlich wertbeeinflussender Faktoren liefern Simon/Kleiber, Schätzung, S. 21 und Kleiber/Simon/Weyers, Verkehrswertermittlung, S. 773 ff.

Anfertigung eines Beleihungswertgutachtens einen Beleihungswert von 25,00 Mio. €. <sup>726</sup>

<b>Geplante Bebauung</b>			
Grundstücksfläche			2.000 m <sup>2</sup>
Brutto-Grundfläche (BGF)			10.000 m <sup>2</sup>
Flächeneffizienz			85%
Mietfläche (nach Gif MF-B)			8.500 m <sup>2</sup>
Durchschnittlicher Preis der Mietflächen			20,00 €/m <sup>2</sup> /mtl.
PkW-Stellplätze			50 Stück
Mieterwartung Stellplätze			100,00 €/m <sup>2</sup> /mtl.
<b>Grunderwerbskosten</b>			
Grundstückskaufpreis	2.000 m <sup>2</sup>	4.500 €/m <sup>2</sup>	9.000.000 €
Erwerbsnebenkosten (pauschal)		6,00%	540.000 €
Summe Grunderwerbskosten			9.540.000 €
<b>Mietertrag und Wertbetrachtung</b>			
		Miete/m <sup>2</sup> /mtl.	Mietertrag p.a.
Mieteinnahmen Büroflächen	8.500 m <sup>2</sup>	20,00 €	2.040.000 €
Mieteinnahmen Stellplätze	50 Stück	100,00 €	60.000 €
Netto-Mieteinnahmen p.a.			2.100.000 €
Angestrebter Verkaufsfaktor	15,65		
Verkehrswert	32.860.380 €		
Gesamtinvestition	28.575.142 €		
Beleihungswert	25.000.000 €		(gemäß Gutachten)

*Tabelle 10: Rahmendaten der Beispiel-Projektentwicklung*

In der annahmegemäß im Januar 2003 ( $t_0$ ) begonnenen Vorlauf- und Planungsphase von einem Quartal erfolgt seitens der Bank die Überprüfung der wirtschaftlichen und rechtlichen Verhältnisse des Projektentwicklungsunternehmens. Diese wurden als stabil und befriedigend analysiert. Das Projektentwicklungsunternehmen verfügt zudem über gute Referenzprojekte insbesondere im Bereich gewerblicher Immobilien und das Management ist gut qualifiziert.

Die in dieser Vorlauf- bzw. Projektinitiierungsphase durchgeführte Markt- und Standortanalyse hat ergeben, dass es sich um eine 1b-Lage mit hervorragender infrastruktureller Anbindung handelt. Zudem weist das Objekt eine hohe Nutzungsflexibilität und eine gute Drittverwendungsfähigkeit auf.

Für die Leistungen, die im Rahmen der Due Diligence, Planung- und Konzeptionierung entstanden sind, werden 500.000 € fällig. <sup>727</sup> Tabelle 11 fasst zusam-

<sup>726</sup> Nach dem Hypothekenbankgesetz hat die Bank bei der Ermittlung des Beleihungswertes nachhaltige Mieten anzusetzen. Der nach der WertV ermittelte Verkehrswert ist ferner nach §12 HBG um einen Risikoabschlag zu vermindern. Vgl. Hypothekenbankgesetz.

men, aus welchen Positionen die Projektkosten der projektierten Gewerbeimmobilie zusammengesetzt sind und zu welchem Zeitpunkt sie anfallen.

Pos. 1	$t_0$	Planungs- und Vorlaufkosten			500.000 €
Pos. 2	$t_1$	Grunderwerbskosten			9.540.000 €
Pos. 3	$t_2$ - $t_7$	Baukosten gesamt (inkl. TG)	10.000 m <sup>2</sup>	1.250,00 €	12.500.000 €
Pos. 4	$t_2$ - $t_7$	Baunebenkosten	pauschal	15,00%	1.875.000 €
Pos. 5	$t_2$ - $t_7$	Unvorhergesehenes (pauschal auf 3.-4.)		5,00%	718.750 €
<b>Summe Bau-/Baunebenkosten</b>				<b>1.776 €/m<sup>2</sup> MF</b>	<b>15.093.750 €</b>
Pos. 6	$t_2$ - $t_7$	Projektmanagement (pauschal auf 3.-4.)		5,00%	718.750 €
Pos. 7	$t_1$ - $t_8$	Vermarktung / PR (pauschal über die Projektlaufzeit)			500.000 €
Pos. 8	$t_8$	Vermietung / Maklerprovision (3 MM)			525.000 €
Pos. 9	$t_1$	Kapitalbeschaffungskosten			100.000 €
Pos. 10	$t_1$ - $t_8$	Finanzierungskosten	(durch VOFi ermittelt)		982.522 €
Pos. 11	$t_8$	Zinsen (Leerstand)	6 Mon. auf 1.-10.		615.120 €
<b>Gesamtinvestition</b>				<b>3.362 €/m<sup>2</sup> MF</b>	<b>28.575.142 €</b>

*Tabelle 11: Gesamtinvestitionskosten der Beispiel-Projektentwicklung*

Im zweiten Quartal ( $t_1$ ) des Jahres erfolgt der Erwerb des 2.000 m<sup>2</sup> großen und bereits erschlossenen Grundstücks für 9,00 Mio. € zuzüglich 6% Erwerbsnebenkosten i. H. v. 540.000 €. <sup>728</sup>

In das dritte Quartal ( $t_2$ ) fällt der Zeitpunkt des Baubeginns. Die geplante Bauzeit beträgt 18 Monate bzw. 6 Quartale. Die Baukosten des Projektes liegen im Durchschnitt der vom Baukosteninformationszentrum angegebenen Kosten für solche Bürogebäude und sie werden über einen Generalunternehmer-Festpreis gesichert. <sup>729</sup> Sie betragen inklusive der Erstellung der Tiefgarage 1.250 €/m<sup>2</sup>, was zu reinen Baukosten von 12,50 Mio. € führt (Pos. 3). Auf diese Baukosten werden schließlich pauschal 15% Baunebenkosten berechnet (Pos. 4), was 718.750 € entspricht. Um möglicherweise eintretende Baukostenüberschreitungen bereits im Vorfeld der Projektentwicklung zu berücksichtigen, wird -ebenfalls bezogen auf die Summe von reinen Baukosten und Baunebenkosten

<sup>727</sup> In der Phase der Projektinitiierung sind annahmegemäß Kosten für Standort- und Marktanalysen sowie Honorare für Architektenleistungen angefallen. Da der Großteil heutiger Projektentwicklungen weniger auf der grünen Wiese, sondern vielmehr auf bereits genutzten Grundstücken erfolgt, dürfen die Kosten der Grundstücksaufbereitung in der Rentabilitätsanalyse nicht fehlen. Diese setzen sich i. d. R. insbesondere aus den Kosten für den Abbruch bestehender Gebäude bzw. Gebäudeteile, Erschließung sowie den Kosten für die Dekontamination altlastenverseuchter Böden zusammen.

<sup>728</sup> Die Erwerbsnebenkosten umfassen hier annahmegemäß die Grunderwerbsteuer sowie die Notar- und Gerichtskosten.

<sup>729</sup> Die angesetzten Baukosten für das beispielhafte Bürogebäude wurden in Anlehnung an durchschnittliche reale Baukosten gewählt. Siehe hierzu Baukosteninformationszentrum, Baukosten, S. 180.

(Pos. 3 + Pos. 4)- die Position 5 „Unvorhergesehenes“ pauschal mit 5,00% in Ansatz gebracht. Die Summe aus reinen Baukosten zuzüglich Baunebenkosten und unvorhergesehenen Kosten beträgt somit 15,09 Mio. €. Das Projektentwicklungsunternehmen erbringt Leistungen im Rahmen des Projektmanagements. Diese kostendeckende Vergütung (Pos. 6) wird mit 5,00% an die Positionen 3 und 4 (reine Baukosten zzgl. Baunebenkosten) geknüpft. Es handelt sich dabei um reine Kosten, in denen kein Gewinnanteil enthalten ist, was durch den Finanzierer i. d. R. genau kontrolliert wird.

Die gesamten Baukosten, die Kosten für das Projektmanagement sowie die Kosten für Unvorhergesehenes (Positionen 3 bis 6) verteilen sich prozentual wie folgt auf 18 Monate bzw. auf die Quartale  $t_2$  bis  $t_7$ :

- Quartal  $t_2$ : 5%
- Quartal  $t_3$ : 10%
- Quartal  $t_4$ : 25%
- Quartal  $t_5$ : 25%
- Quartal  $t_6$ : 20%
- Quartal  $t_7$ : 15%

Diese Kostenaufteilung sowie die Zeitpunkte der Zahlungsflüsse sind im vollständigen Finanzplan in Tabelle 16 auf Seite 182 dargestellt.

Mit der fortschreitenden Fertigstellung der Immobilie verschiebt sich der Tätigkeitsschwerpunkt des Projektentwicklers in Richtung Projektvermarktung.<sup>730</sup> Vor diesem Hintergrund werden Marketingkosten i. H. v. 500.000 € (Pos. 7) budgetiert, die sich annahmegemäß auf alle Quartale gleichmäßig verteilen. In dieser Position sind alle öffentlichkeitsrelevanten und vermietungsvorbereitenden Maßnahmen zusammengefasst.<sup>731</sup> Da der Vermietungserfolg entscheidend für den Erfolg der Projektentwicklung ist, werden auch für externe Vermietungsleistungen bzw. für Maklerprovisionen drei Monatsmieten bzw. 501.600 € angesetzt.

---

<sup>730</sup> Vgl. Bone-Winkel, Projektentwicklung, S. 58.

<sup>731</sup> Vgl. Bobber/Brade, Immobilienmarketing, S. 627.

Annahmegemäß sind die Mietverträge für 50% der Flächen zum Baubeginn abgeschlossen. Zur Veräußerung der Immobilie steht das Projektentwicklungsunternehmen in Verhandlungsgesprächen mit einigen institutionellen Investoren. Für den Fall, dass sich wider erwarten bis zur Fertigstellung des Projektes noch kein Vermarktungserfolg eingestellt hat, werden für 6 Monate Zinsen für die ggf. leer stehende Immobilie kalkulatorisch angesetzt. Dies geschieht aus Vorsichtsgründen. Sollte sich der Projekterfolg wie geplant einstellen, so wird diese Position nicht auszahlungswirksam und ist damit aufzulösen.<sup>732</sup>

Mit dem Erwerb des Grundstücks im zweiten Quartal beginnt die Valutierung des erstrangigen Bankdarlehens, für das eine Bearbeitungsgebühr von 0,5% der Kreditsumme bzw. 100.000 € fällig wird, die unter Position 9 dargestellt ist. Die Finanzierungskosten i. H. v. 982.522 € (Position 10) wurden durch die Anfertigung eines vollständigen Finanzplans auf Grundlage eines Zinssatzes von 4,40% p. a. bzw. 1,10% pro Quartal ermittelt.

Durch Addition der in Tabelle 11 aufgeführten Positionen ergibt sich das bis zum Verkaufszeitpunkt aufgelaufene Gesamtinvestitionsvolumen in Höhe von 28,58 Mio. €. Dieses stellt zur Berechnung des Projektgewinns die Bezugsgröße für den erzielbaren Verkaufserlös dar und ist somit die erste Determinante des wirtschaftlichen Erfolges.<sup>733</sup>

Die Baugenehmigung liegt annahmegemäß bereits vor. Damit entfällt das Genehmigungsrisiko jedoch verbleibt das Fertigstellungs- und Vermarktungsrisiko. Aufgrund der einschlägigen Erfahrung des Projektentwicklungsunternehmens mit ähnlichen Projekten sowie der bautechnischen Anforderung einer Büroimmobilie sollte der Terminplan nach den bekannten Bauzeiten für solche Objekte eingehalten werden können.

---

<sup>732</sup> Hier wird vorsichtig angenommen, dass die bisher akquirierten Mieter doch nicht mieten wollen und ein vollständiger Leerstand des Objektes bei Objektfertigstellung vorliegt. Sollte bei Fertigstellung des Projektes Vollvermietung gegeben sein, hat diese Position lediglich kalkulatorischen Charakter.

<sup>733</sup> Vgl. Schulte, Rentabilitätsanalyse, S. 247.

### 4.2.3 Klassische Finanzierung nach dem Status Quo

#### 4.2.3.1 Perspektive des Kreditinstituts

Die finanzierende Bank hat sich auf Grundlage des vorliegenden Beleihungswertgutachtens zu einer Finanzierung von 80% des Beleihungswertes bereit-erklärt. Dieses Darlehen i. H. v. 20,00 Mio. € wird als eine erstrangig besicherte Senior Loan-Tranche zur Verfügung gestellt. Diese Darlehenshöhe entspricht damit etwa 70% der Gesamtinvestitionskosten. Den verbleibenden Finanzierungsbedarf bis zur Deckung der Gesamtinvestitionssumme bringt das Projektentwicklungsunternehmen durch Eigenmittel i. H. v. 8,58 Mio. € ein.

Verkehrswert		32.860.380 €
Gesamtinvestitionskosten		28.575.142 €
Gesamtinvestitionskosten ohne Finanzierungskosten		26.977.500 €
Beleihungswert		25.000.000 €
Senior Loan (80% vom Beleihungswert)	80,00%	20.000.000 €
Eigenkapitaleinsatz des Developers		8.575.142 €
Laufzeit der Finanzierung in Monaten	24	
Finanzierungskosten		
Refinanzierungszins für die Bank (3-Monats-Euribor)	3,50%	
Zinsaufwand Senior Tranche (90 BP über 3-Monats-Euribor)	4,40%	
Bearbeitungsgebühr (0,5% der Gesamtkreditsumme)	0,50%	100.000 €
Langfristiger Kapitaldienst (2% Tilgung + 5,5% langfr. Durchschnittszins)	7,50%	1.500.000 €
Nachhaltige Kapitaldienstdeckung - DCSR (Jahresreinertrag/Langfr. Kapitaldienst)		123%

*Tabelle 12: Finanzierung der Beispiel-Projektentwicklung im Status Quo*

Die Refinanzierungskosten des Kreditinstitutes werden durch den Euribor auf drei Monats Basis von 3,50% zugrunde gelegt (vgl. Tabelle 12)<sup>734</sup>

Das Projekt erhält für die Finanzierung unter Berücksichtigung des Kreditrisikos ein internes Rating von BBB. Auf den Refinanzierungszinssatz schlägt die Bank unter Berücksichtigung dieses Ratingergebnisses gemäß Abbildung 5 ihre Betriebskosten, Standardrisikokosten sowie ihre Eigenkapitalkosten zuzüglich einer Gewinnmarge auf, um den Kreditzins zu berechnen. Sie ermittelt auf Grundlage ihrer internen Kostenkalkulation eine Kreditmarge von 90 Basis-

<sup>734</sup> Zum 1. Juli 2003 betrug der Euribor auf 3-monats Basis lediglich 2,25%, was deutlich unterhalb des langfristigen Durchschnitts liegt. Um eine repräsentative Annahme treffen zu können, wird in diesem Beispiel daher nicht von dem aktuell gültigen Euribor-Niveau, sondern von einem 3-monats Euribor von 3,50% ausgegangen. Es wird von der aktuellen Niedrigzinsphase abstrahiert, da sich sonst die Finanzierungskosten zu positiv darstellen würden.

punkten, was zu einem Zinssatz von 4,40% p. a. (Euribor zzgl. Kreditmarge) führt.

Diese internen Kreditkosten stellen sich gemäß Tabelle 13 im Einzelnen wie folgt dar:

Ratingklassen	BBB- oder besser	BB+ oder BB	BB- oder B+	B bis C-
Kreditmarge in BP	90	150	250	430
davon Betriebskosten	20	25	40	60
davon Standardrisikokosten	20	45	85	150
davon Eigenkapitalkosten	40	40	40	40

*Tabelle 13: Interne Kreditkosten der Bank im Status Quo<sup>735</sup>*

Zur Einschätzung des Risikogehaltes der sich der Zwischenfinanzierung anschließenden Langfristfinanzierung, werden die nachhaltig erzielbaren Netto-Mieteinnahmen<sup>736</sup> von 1,85 Mio. € ins Verhältnis zu dem Kapitalkosten der Endfinanzierung gesetzt. Dazu werden ein langfristiger Durchschnittszins von 5,50% p. a. und eine Tilgungsquote von 2,00% p. a. zu Grunde gelegt. Diese fiktive Kapitaldienstrelation (DSCR) würde bei 1,23 liegen.

Um die Rentabilität dieses Kreditengagements für die Bank zu ermitteln, ist zunächst der Ertrag festzustellen, der sich aus der Zinsmarge und der Bearbeitungsgebühr errechnet. Diese Ertragsgröße (Deckungsbeitrag I) wird in Tabelle 14 auf Basis eines linearisierten Mittelabflusses über die Gesamtlaufzeit und auf Jahresbasis bzw. annualisiert angegeben. Von dieser Ertragsgröße subtrahiert die Bank ihre Betriebs- bzw. administrativen Kosten, die mit 20 Basispunkten in Ansatz gebracht werden, was zum Deckungsbeitrag II führt. Vom Deckungsbeitrag II werden die Standardrisikokosten subtrahiert, die ebenfalls mit 20 Basispunkten berechnet werden, was zum Deckungsbeitrag III führt.

<sup>735</sup> Es handelt sich bei den in dieser Arbeit zugrunde gelegten internen Kostengrößen der Bank um Annahmen, die in vielen Gesprächen mit Bankvertretern als Durchschnittswerte plausibilisiert wurden. Verwertbare Statistiken zu den Kreditkosten der Banken liegen nicht vor. Dies liegt vor allem daran, dass diese Zahlen aus dem internen Kreditwesen der Banken sensitive Informationen darstellen und nur ungern preisgegeben werden. Die Differenz aus Kreditmarge minus der Kostenpositionen verbleibt der Bank als Gewinn.

<sup>736</sup> Die Mietforderungen werden annahmegemäß an den Darlehensgeber abgetreten. Vgl. Pitschke/Pauser, Strukturen, S. 20; Westrup, Real Estate Investment Banking, S. 33. Siehe hierzu auch Punkt 2.3.3.2.3.



Erträge aus Zinsmarge Senior Loan (über die Gesamtlaufzeit)	90.000 €
Erträge aus Zinsmarge Senior Loan (annualisiert)	45.000 €
Ertrag aus Bearbeitungsgebühr (über die Gesamtlaufzeit)	100.000 €
Ertrag aus Bearbeitungsgebühr (annualisiert)	50.000 €
<b>DB I (über die Gesamtlaufzeit)</b>	<b>190.000 €</b>
<b>DB I (annualisiert)</b>	<b>95.000 €</b>
<i>./. Betriebskostensatz (über die Gesamtlaufzeit)</i>	20.000 €
<i>./. Betriebskostensatz (annualisiert)</i>	10.000 €
<b>DB II (über die Gesamtlaufzeit)</b>	<b>170.000 €</b>
<b>DB II (annualisiert)</b>	<b>85.000 €</b>
<i>./. Standardrisikokosten (Senior - über die Gesamtlaufzeit)</i>	20.000 €
<i>./. Standardrisikokosten (Senior - annualisiert)</i>	10.000 €
<b>DB III (über die Gesamtlaufzeit)</b>	<b>150.000 €</b>
<b>DB III (annualisiert)</b>	<b>75.000 €</b>
<i>./. Kalkulatorische EK-Kosten (über die Gesamtlaufzeit)</i>	40.000 €
<i>./. Kalkulatorische EK-Kosten (annualisiert)</i>	20.000 €
<b>DB IV (über die Gesamtlaufzeit)</b>	<b>110.000 €</b>
<b>DB IV (annualisiert)</b>	<b>55.000 €</b>
Zu unterlegendes Eigenkapital für das erstrangige Darlehen	1.346.601 €
<b>Eigenkapitalrentabilität</b>	<b>8,17%</b>
<b>Eigenkapitalrentabilität annualisiert</b>	<b>4,08%</b>

*Tabelle 14: Rentabilitätsbetrachtung der Bank*

Vom Deckungsbeitrag III werden die kalkulatorischen Eigenkapitalkosten abgezogen, die mit 40 Basispunkten angesetzt werden. Als Residualgröße ergibt sich der Deckungsbeitrag IV und damit der Netto-Ertrag aus dem Kreditengagement.

Um die Rentabilität auf das eingesetzte Eigenkapital zu berechnen, ist es notwendig, das von der Bank vorzuhaltende haftende Eigenkapital zu berechnen. Da für Projekte im Bau eine Risikogewichtung von 50% nicht möglich ist und somit die unter Punkt 3.2.2.2.2 erläuterte Ausnahmeregelung zum gewerblichen Realkredit nach der Tätigkeitsrichtlinie für Banken (2000/12/EG) nicht greift, findet eine Risikogewichtung von 100% über die Gesamtlaufzeit für die Kreditzusage.<sup>737</sup> Bei einer 100%igen Risikogewichtung wird der Solvabilitätskoeffizient von 8% für die bereits valuierten Kreditanteile sowie zur Hälfte für die noch nicht in Anspruch genommenen Kreditanteile multipliziert, um das regulatorische Eigenkapital zu ermitteln. Die entsprechende Berechnung des zu unterlegenden Eigenkapitals ist aus dem VoFi in Tabelle 14 ersichtlich. Demnach ergibt sich ein durchschnittliches regulatorisches Eigenkapital für dieses Engage-

<sup>737</sup> Es handelt sich hier um die Regelung des gewerblichen Realkredites nach Basel I. Für Anlagen im Bau ist allerdings eine Eigenkapitalentlastung bzw. eine um 50% verringerte Eigenkapitalunterlegung grundsätzlich nicht möglich. Bei einer Laufzeit des Darlehens von länger als einem Jahr ist unabhängig von der Auszahlung der Darlehensmittel die Eigenkapitalunterlegung vorzuhalten. Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Kriterien, S. 2 ff.

gement i. H. v. 1.346.601 €. <sup>738</sup> Das zu unterlegende Eigenkapital der Bank ist dabei als Investment bzw. als eingesetztes Kapital der Bank zu betrachten. Es ergibt sich eine Eigenkapitalrentabilität über die Gesamtlaufzeit von 8,17% und auf Jahresbasis von 4,08%.

#### 4.2.3.2 Perspektive des Projektentwicklers

Bereits vor Beginn der Projektentwicklung ist es für das Projektentwicklungsunternehmen sinnvoll, eine geeignete Verkaufs- bzw. Exitstrategie zu planen. Daher ist zunächst der bei Veräußerung der Immobilie erzielbare Erlös zu prognostizieren. Die Grundlage hierfür sind die dem potenziellen Investor in Form der Mieteinnahmen zufließenden Einkünfte. <sup>739</sup> Setzt man die jährlichen Mieteinnahmen 2,10 Mio. € ins Verhältnis zum Gesamtinvestitionsvolumen, so erhält man einen Einstandsfaktor bzw. Mietenmultiplikator von 13,61. <sup>740</sup> Die Inverse bzw. der Kehrwert dieser Zahl ergibt die statische Anfangsrendite des Projektes von 7,35%, was aus Tabelle 15 hervorgeht. <sup>741</sup> Basierend auf diesen Informationen bestimmt der Projektentwickler den Faktor, zu dem er annimmt, das Objekt am Markt platzieren zu können.

---

<sup>738</sup> Gemäß Grundsatz I müssen noch nicht in Anspruch genommene Kreditzusagen, welche eine Ursprungslaufzeit von mehr als einem Jahr aufweisen und nicht fristlos und vorbehaltlos vom Institut gekündigt werden können, mit 50% an Eigenmitteln unterlegt werden. Vgl. Deutsche Bundesbank, Grundsatz I, S. 98. In dem in Tabelle auf Seite dargestellten VoFi ist demnach die Summe der Zeile „Eigenmittelunterlegung gesamt“ zu ziehen und diese durch 8 (8 Quartale) zu dividieren, um den Betrag von 1.346.601 € zu erhalten.

<sup>739</sup> Unter Mieteinnahmen werden in hier die Mieteinnahmen vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen und Bewirtschaftungskosten verstanden.

<sup>740</sup> In der Praxis werden im Rahmen einer typischen Developer-Rechnung i. d. R. der Jahresrohertrag bzw. die Mieteinnahmen ohne Abzug der Bewirtschaftungskosten mit dem Mietenmultiplikator kapitalisiert. Der Mietenmultiplikator stellt das Verhältnis von Gesamtinvestitionskosten zur Jahresmiete dar und entspricht damit einer bestimmten, vom Investor zu erwartenden Rendite. Vgl. Schulte, Rentabilitätsanalyse, S. 247.

<sup>741</sup> Der Trader-Developer kann zum Endinvestor werden, wenn das Projekt zwar wie erwartet vermietet wird, sich jedoch kein Endinvestor zum geforderten Kaufpreis findet. Die vorübergehende Überführung in den eigenen Bestand – in Kombination mit einer langfristigen Finanzierung – wäre dann mitunter eine geeignete Exit-Strategie für den Projektentwickler. Denkbar ist aber auch, dass sich der Entwickler aufgrund erfolgreicher Realisierung und guter Wertentwicklungsperspektiven dazu entschließt, das Objekt in den Eigenbestand zu übernehmen und gegebenenfalls erst zu einem späteren Zeitpunkt zu veräußern.

<b>Exit</b>			
Mieteinnahmen p.a.			2.100.000 €
Einstandsfaktor / Statische Rendite	13,61	7,35%	
Angestrebter Trading Profit		15,00%	4.286.271 €
Gesamtinvestitionskosten			28.575.142 €
Angestrebter Verkaufspreis			32.860.380 €
Verkaufsfaktor / Statische Rendite	15,65	6,39%	3.866 €/m² MF
<b>Ertrag</b>			
Trading Profit	4.285.238 €	15,00% vom Einstand	
VoFi-Vergleichsrendite		44,38% p.a.	

*Tabelle 15: Rentabilitätsbetrachtung des Projektentwicklers*

Die Grundlage dieser Überlegung ist dabei das Konzept der statischen Rendite:

Der Mietenmultiplikator beschreibt das Verhältnis von Gesamtinvestitionsvolumen zu den Mieteinnahmen p. a. und entspricht damit der von einem Investor zu erwartenden Rendite. Ein für den Verkauf der projektierten Gewerbeimmobilie avisierter Faktor von 15,65 beschreibt dementsprechend eine statische, vom Investor zu erwartende Rendite von 6,39% (Brutto, vor Bewirtschaftungskosten). Unter der Voraussetzung, dass ein Investor auf dieser Basis kalkuliert und eine Rendite von 6,39 % erzielen möchte, wäre er also bereit, das Objekt zum 15,65-fachen der Jahresmiete zu erwerben, d. h. für 32,86 Mio. €. Der Projektentwicklungsgewinn bzw. Trading Profit von 4,29 Mio. € ergibt sich als Differenz aus diesem geplanten Verkaufserlös und der Gesamtinvestitionssumme. Der Trading Profit macht hier 15,00% der Gesamtinvestitionssumme aus. Hierbei handelt es sich um den Rohgewinn des Projektentwicklers, von dem eventuelle Kosten, die nicht durch die Projektmanagement-Fee abgedeckt werden, sowie Steuern etc. noch abzuziehen sind, um den Reingewinn zu ermitteln. Bei der Umrechnung des Trading Profit in einen Prozentwert (bezogen auf die Gesamtinvestition) gilt es zu berücksichtigen, dass es sich nicht um eine Jahresverzinsung handelt, sondern um eine Margengröße bezogen auf die gesamte Projektdauer.<sup>742</sup> Ein Trading Profit von 15,00% stellt meist den Mindestgewinn bei spekulativen Projektentwicklungen dar, der in dieser Höhe nicht nur vom Entwickler selbst, sondern auch von

<sup>742</sup> Siehe hierzu auch Abschnitt 2.3 und Fußnote 163.

Eigen- und Fremdkapitalgebern erwartet wird.<sup>743</sup> Je nach Risikolage des Projektes kann hier jedoch deutlich nach oben oder unten abgewichen werden.<sup>744</sup>

Eine solche auf einer statischen Renditeberechnung basierende „einfache“ Developer-Rechnung lässt sich durch Anwendung moderner Verfahren der Investitionsrechnung als vollständiger Finanzplan abbilden. So lässt sich die bisherige Betrachtung in eine zeitraumbezogene Renditeanalyse auf Basis eines Vollständigen Finanzplans (VoFi) umstrukturieren.<sup>745</sup> Auf diese Weise wird es möglich, sämtliche Zahlungen und deren finanzwirtschaftliche Konsequenzen über die Quartale transparent darzustellen,<sup>746</sup> was folgende Vorteile hat:

- Auf Seiten des Projektentwicklers führt die Planung der Höhe und des Zeitpunktes des Finanzierungsbedarfs zu einer Reduktion des Kostenrisikos.
- Auf Seiten des finanzierenden Kreditinstitutes ist erst durch diese konkrete Planung eine Kontrolle der Mittelverwendung im Soll/Ist-Vergleich möglich.
- Die Investitions- und Finanzierungsstruktur lässt sich explizit abbilden.

---

<sup>743</sup> Vgl. Schulte, Rentabilitätsanalyse, S. 247.

<sup>744</sup> Das Instrument der Alternativenmatrix stellt einen einfachen und praxisorientierten Weg zur Risikoabschätzung dar und liefert damit wertvolle Informationen zur Beurteilung eines Investitionsvorhabens. Siehe hierzu ausführlich Schulte, Rentabilitätsanalyse, S. 248 f. Als weiterführende Ergänzung bietet sich eine Sensitivitätsanalyse an, mit deren Hilfe die Empfindlichkeit des Ergebnisses bei Veränderungen der einzelnen Faktoren untersucht werden kann. Siehe hierzu ausführlich Ropeter, Gewerbeimmobilien, S. 211 ff.

<sup>745</sup> Die Anwendung dynamischer Projektentwicklungsrechnungen ist insbesondere bei Projekten mit langfristiger Realisierungsdauer und solchen, die abschnittsweise realisiert werden sollen, sinnvoll. Setzt man diese Rechnungen mit Hilfe eines Tabellenkalkulationsprogrammes um, so lassen sich die wirtschaftlichen Auswirkungen von Änderungen in der baulichen und nutzungstechnischen Konzeption oder auch Modifikationen der Finanzierungsstruktur relativ leicht darstellen. Dabei gilt es allerdings zu berücksichtigen, dass der Aussagegehalt selbst der detailliertesten Projektentwicklungsrechnung mit der Qualität der zugrunde liegenden Annahmen steht und fällt, die aus diesem Grund stets kritisch zu hinterfragen und auf ihre Plausibilität zu überprüfen sind. Dies gilt umso mehr, als dass die Stellschrauben im Rahmen der Projektentwicklungsrechnung sehr vielfältig sind, da sich nahezu jede Position geringfügig verändern lässt. Vor dem Hintergrund, dass der Trading Profit lediglich eine Residualgröße ist, kann somit infolge einer Reihe kleiner Änderungen jedes Projekt gesund oder unrentabel gerechnet werden.

<sup>746</sup> Vgl. Miles et al., Development, S. 302 ff.; Brueggemann/Fisher, Finance, S. 570.

- Daraus ergibt sich die Möglichkeit, den Eigenkapitaleinsatz des Projektentwicklers abzubilden und die genaue Verzinsung des Eigenkapitals zu errechnen.<sup>747</sup>

In der Regel erfolgt die Ermittlung der VoFi-Eigenkapital-Rentabilität über die mathematische Lösung der Fragestellung, zu welchem einheitlichen Zinssatz das zu Anfang eingesetzte Kapital ( $EK_0$ ) über den Betrachtungszeitraum zu dem mittels VoFi ermittelten Endvermögen ( $K_n$ ) anwächst. Der gesuchte Zinssatz lässt sich in dieser VoFi-Basiskonzeption mittels folgender Formel bestimmen:

$$r_{\text{VOFI}} = \sqrt[n]{\frac{K_n}{EK_0}} - 1 \quad (14)$$

Als Resultat dieser mathematischen Darstellung kann festgestellt werden, dass sich das Basiskonzept der VoFi-Eigenkapitalrentabilität als eine Art synthetische „Zero-Bond-Verzinsung“<sup>748</sup> charakterisieren lässt.<sup>749</sup>

Eine Umrechnung des Vermögenszuwachses vom ursprünglich investierten Eigenkapital zum Endvermögen in eine korrespondierende Renditegröße ist anhand des oben dargestellten VoFi-Basiskonzeptes allerdings nur dann möglich, wenn der Investor für die Realisation des Investitionsvorhabens lediglich zu einem Zeitpunkt Eigenkapital einsetzt. Ist dies - wie typischerweise in der Finanzierung von Immobilien-Projektentwicklungen - nicht der Fall, so kann zwar das erzielbare Endvermögen mittels VoFi problemlos ermittelt werden, seine

<sup>747</sup> Als finanzmathematisch exakteste Methode gelten Analysen auf Basis vollständiger Finanzpläne. Sie wurden aus der Kritik an den klassischen Methoden der Wirtschaftlichkeitsanalyse entwickelt und basieren auf der Bestimmung des Endwertes einer Investition. Daher werden nicht nur direkte Zahlungen im Zusammenhang mit einer Immobilieninvestition berücksichtigt, sondern auch indirekte Zahlungen, z. B. in Form von Zwischenfinanzierungen und Wiederanlagen. Dies wird durch die Erstellung von Finanzplänen ermöglicht, die sowohl notwendige Kreditaufnahmen im Fall von Liquiditätsunterdeckungen als auch die Verzinsung von Liquiditätsüberschüssen explizit darstellen. Das daraus resultierende Endvermögen gilt dann als Maßstab der Wirtschaftlichkeit. Siehe hierzu ausführlich Schulte, Wirtschaftlichkeitsrechnung, S. 40 ff.; Schulte/Allendorf/Ropeter, Immobilieninvestition sowie die Übertragung auf Projektentwicklungsunternehmen bei Schulte, Rentabilitätsanalyse, S. 223 ff.

<sup>748</sup> Zero-Bonds, bzw. Nullkuponanleihen sind Wertpapiere, die abgezinst ausgegeben und zum Nennwert getilgt werden. Zinsen und Zinseszinsen werden nicht ausgezahlt sondern thesauriert und erst bei Endfälligkeit der Anleihe zusammen mit der Anleihentilgung an den Anleger ausgezahlt. Vgl. Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 396.

<sup>749</sup> Vgl. Ropeter, Investitionsanalyse, S. 189.

Umrechnung in eine Renditegröße ist jedoch nicht möglich, da das in die Bestimmungsgleichung einzusetzende Eigenkapital nicht eindeutig definiert bzw. auf mehrere Auszahlungszeitpunkte verteilt ist. Eine Zusammenfassung der zu verschiedenen Zeitpunkten eingesetzten Eigenkapitalbeträge zu einem fiktiv zum ersten Investitionszeitpunkt investierten Betrag oder eine Diskontierung der zu verschiedenen Zeitpunkten eingesetzten Eigenkapitalbeträge würde zu einer „klaren Verzerrung des Ergebnisses führen.“<sup>750</sup>

*Ropeter* hat vor dem Hintergrund dieser Problematik ein VoFi-basiertes Modell zur Berechnung der Verzinsung von Investitionsvorhaben mit unterschiedlichen Eigenkapitaleinsatzzeitpunkten entwickelt. Auf dieses Modell der so genannten Vergleichsrendite wird im Folgenden zurückgegriffen, da in der beispielhaften Projektentwicklerrechnung im Rahmen der quartalsweisen Betrachtung grundsätzlich mehrere Eigenkapitaleinsatzzeitpunkte des Developers vorliegen. *Ropeter* erweitert und modifiziert hierzu die Basiskonzeption der VoFi-Eigenkapitalrendite. Das resultierende Modell setzt sich aus zwei separaten Komponenten zusammen, in denen zunächst das mit der betrachteten Investition erzielbare Endvermögen und anschließend die korrespondierende Vergleichsrendite ermittelt werden. Die erste Komponente muss hierbei im Vergleich zur Basiskonzeption Vollständiger Finanzpläne um eine Zeile zur Darstellung des in der jeweiligen Periode (hier: Quartal) eingesetzten Eigenkapitals erweitert werden. Der VoFi der Beispiel-Projektentwicklung stellt sich wie in Tabelle 16 abgebildet dar. In der VoFi-Darstellung ist der Eigenkapitaleinsatz in den jeweiligen Quartalen dargestellt. Um mit diesen Werten eine korrespondierende Vergleichsrendite bestimmen zu können, ist zunächst das Grundkonzept der als Vergleich heranzuziehenden Anlage zu definieren. Dementsprechend wird auf die Berechnungsformel einer Zero-Bond-Rendite zurückgegriffen.

---

<sup>750</sup> Ropeter, Investitionsanalyse, S. 190 ff.

	t <sub>0</sub>	t <sub>1</sub>	t <sub>2</sub>	t <sub>3</sub>	t <sub>4</sub>	t <sub>5</sub>	t <sub>6</sub>	t <sub>7</sub>	t <sub>8</sub>
<b>Direkte Zahlungen</b>									
Planungs- und Vorlaufkosten (Pos. 1)	500.000								
Grunderwerbskosten (Pos. 2)		9.540.000							
5% von Pos. 3-6			790.625						
10% von Pos. 3-6				1.581.250					
25% von Pos. 3-6					3.953.125				
25% von Pos. 3-6						3.953.125			
20% von Pos. 3-6							3.162.500		
15% von Pos. 3-6								2.371.875	
Vermarktung / PR (Pos. 7)		62.500	62.500	62.500	62.500	62.500	62.500	62.500	62.500
Vermietung / Maklerprovision (Pos. 8)									
Kapitalbeschaffungskosten (Pos. 9)		100.000							
Summe der Auszahlungen pro Quartal	500.000	9.702.500	853.125	1.643.750	4.015.625	4.015.625	3.225.000	2.434.375	587.500
Einzahlung des Verkaufserlöses									32.860.380
<b>Indirekte Zahlungen</b>									
Senior Loan		7.328.864	644.415	1.241.620	3.033.236	3.033.236	2.436.031	1.838.825	443.773
Eigenkapital	500.000	2.373.636	289.327	489.836	1.083.753	1.117.119	957.064	790.441	973.966
Verzinsung Senior Loan (Pos. 10)			-80.618	-87.706	-101.364	-134.729	-168.095	-194.891	-215.118
Zinsen für Leerstand (Pos. 11)									-615.120
Tilgung									-20.000.000
<b>Endvermögen</b>									<b>12.860.380</b>
<b>Kreditbetrag Senior Loan zum Quartalsende</b>		7.328.864	7.973.279	9.214.899	12.248.135	15.281.371	17.717.402	19.556.227	20.000.000
<b>Sollzinssatz Senior Loan (Quartalsatz)</b>		1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%
<b>Eigenmittelunterlegung nach Grundsatz I</b>									
8% auf bereits valuierten Kreditanteil		7.328.864	7.973.279	9.214.899	12.248.135	15.281.371	17.717.402	19.556.227	20.000.000
4% auf noch nicht valuierten Kreditanteil		12.671.136	12.026.721	10.785.101	7.751.865	4.718.629	2.282.598	443.773	0
<b>Eigenmittelunterlegung gesamt</b>		1.093.155	1.118.931	1.168.596	1.289.925	1.411.255	1.508.696	1.582.249	1.600.000

Tabelle 16: VoFi der Beispiel-Projektentwicklung im Status Quo

Die zu beantwortende Frage lautet damit: Welche einheitliche Verzinsung muss ein Wertpapier aufweisen, das in neun Tranchen ( $t_0 - t_8$ ) erworben wird und über eine Haltedauer von neun Quartalen zu einem Endvermögen von 12.860.380 € führt. Zur Lösung dieser Frage sind die entsprechenden Vorgaben hinsichtlich Kapitaleinsatz, Verzinsung des Grundkapitals und der periodischen Zinserträge im zweiten Teil, d. h. der zuvor angesprochenen Erweiterung des Basis-VoFi, abzubilden. Die Verzinsung des in den einzelnen Quartalen eingesetzten Eigenkapitals stellt somit die einzige unbekannte und gesuchte Größe dar. Mittels Iteration kann die gesuchte Verzinsung der auf diesem Wege normierten Alternativanlage errechnet werden (vgl. Tabelle 17).

	$t_0$	$t_1$	$t_2$	$t_3$	$t_4$	$t_5$	$t_6$	$t_7$	$t_8$
Eigenkapitaleinsatz in t:	500.000	2.373.636	289.327	489.836	1.083.753	1.117.119	957.064	790.441	973.966
Zinsertrag (9,62%) auf das gebundene Kapital:		48.088	228.287	27.826	47.111	104.231	107.440	92.047	76.022
Zinseszins (9,62%)			4.625	21.956	2.676	4.531	10.025	10.333	8.853
Zinseszins (9,62%)				445	2.112	257	436	964	994
Zinseszins (9,62%)					43	203	25	42	93
Zinseszins (9,62%)						4	20	2	4
Zinseszins (9,62%)							0	2	0
Zinseszins (9,62%)								0	0
Entnahme in t:	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zinssumme kumuliert (nach Entnahme):	0	48.088	281.000	331.227	383.168	492.395	610.340	713.730	799.695
Endvermögen:									12.860.380

Ek-Vergleichsrendite: 9,62% pro Quartal

*Tabelle 17: Iterative Ermittlung der einheitlichen VoFi-Vergleichsrendite bei mehreren Eigenkapitaleinsatzzeitpunkten*

Ropeter hat mit der Berechnung der Vergleichsrendite ein Verfahren entwickelt, dass es dem Anwender ermöglicht, eine VoFi-Eigenkapitalrentabilität mit beliebigen Eigenkapitaleinsatzzeitpunkten zu ermitteln. Während für die Beurteilung der absoluten oder relativen Vorteilhaftigkeit einer Investition auf Basis des Endvermögens oder auch der klassischen VoFi-Eigenkapitalrentabilität die Berechnung der Unterlassensalternative notwendig ist, ist dies für die Beurteilung mittels dieser modifizierten VoFi-Eigenkapitalrentabilität nicht notwendig. Da die Verzinsungsstruktur der Unterlassensalternative bereits in die Verzinsungsstruktur der Vergleichsrendite einfließt, können sowohl alternative Investitionsvorhaben als auch die Unterlassensalternative unmittelbar über ihre Rendite verglichen werden. Das Kriterium für die Vorteilhaftigkeit lautet somit:

$$r_{\text{VOFI [norm]}} > r_{\text{U [norm]}} \quad (15)$$



„Zur Beurteilung der relativen Vorteilhaftigkeit sind lediglich die sich für die unterschiedlichen Investitionsalternativen ergebenden Vergleichsrenditen zu vergleichen, wobei jeweils die relativ höchste das vorteilhafteste Vorhaben bezeichnet.“<sup>751</sup>

Im vorliegenden Fall liegt die Eigenkapitalrendite der Projektentwicklung mit 9,62% pro Quartal bzw. 44,38% pro Jahr deutlich über der vom Projektentwicklungsunternehmen wählbaren Unterlassensalternative. Diese entspricht einem Zielzinssatz von 8,00% pro Jahr,<sup>752</sup> was eine durchschnittliche Zielverzinsung des Projektentwicklungsunternehmens aus dem operativen Geschäft darstellt.<sup>753</sup>

Aufgrund der deutlichen Vorteilhaftigkeit der Investitionsalternative gegenüber der Unterlassensalternative ist die Durchführung der avisierten Projektentwicklung zu empfehlen.

#### 4.2.3.3 Fazit

In der Ausgangssituation wird in vereinfachter Form die Finanzierung einer Immobilien-Projektentwicklung dargestellt, wie sie bisher typisch bzw. die Regel war. Die Analyse der Rentabilitätskennzahlen bei gleichzeitiger Betrachtung des Risikos zeigt, dass eine asymmetrische Verteilung des Gewinns im Verhältnis zu dem eingegangenen Risiko der beiden Finanzierungsparteien vorliegt. In Relation zum eingegangenen Risiko macht das Kreditinstitut einen kleinen Gewinn, denn die Rentabilität auf das eingesetzte Eigenkapital beträgt für die Bank lediglich 4,08% pro Jahr.

Das Projektentwicklungsunternehmen hingegen kann bei erfolgreicher Vermarktung des Projektes einen auskömmlichen Trading Profit von 4,29 Mio. € bzw. 15,00% auf die Gesamtinvestitionssumme erwirtschaften, was eine Rendi-

---

<sup>751</sup> Ropeter, Investitionsanalyse, S. 197.

<sup>752</sup> Zum 1. Juli 2003 betrug der durchschnittliche Habenzins für Termingelder mit zweijähriger Laufzeit etwa 3,00%. Zuzüglich eines Risikoaufschlages von 5,00% resultiert eine Zielverzinsung des Developers für sein eingesetztes Eigenkapital von 8,00% pro Jahr. An diesem Zinssatz ist die alternative Finanzinvestition des Projektentwicklungsunternehmens anahmegemäß orientiert.

<sup>753</sup> In diesem Rahmen liegen auch die Renditeerwartungen der Eigenkapitalgeber im Rahmen von Gesellschafterdarlehen. Siehe hierzu Schulte, Rentabilitätsanalyse, S. 253.

te auf das eingesetzte Eigenkapital von 44,38%<sup>754</sup> über die Laufzeit der Projektentwicklung darstellt.<sup>755</sup> Durch die hier zugrunde gelegte Betrachtung vor Steuern ist dabei noch nicht die für den Projektentwickler vorteilhafte steuerliche Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen berücksichtigt.

Viele Kreditinstitute sind aufgrund der in Abschnitt 3.1 beschriebenen Branchensituation und wegen gestiegener Anforderungen an ihre Eigenkapitalverzinsung (ROE) gezwungen, die Verwendung des regulatorischen Eigenkapitals für Kreditengagements in der gewerblichen Immobilienfinanzierung kritisch zu hinterfragen.<sup>756</sup> Dafür und auch zur Erfüllung der MaK wird in zunehmendem Maße ein aktives Kapital- und Risikomanagement eingeführt.<sup>757</sup> Grundlage dieses Managements sind betriebswirtschaftliche Steuerungsinstrumente, die es erlauben, mittels des Betriebs- und Rechnungswesens die Wertbeiträge von einzelnen Kunden-Engagements und Unternehmensbereichen zu prüfen und in Relation zum eingesetzten Eigenkapital zu setzen.<sup>758</sup> Mit dem hier dargestellten beispielhaften Geschäft bzw. Kreditengagement kann kein nennenswerter Beitrag zur Wertschöpfung eines gesamten Kreditinstitutes geschaffen werden. Diese Aussage versteht sich vor dem Hintergrund, dass die internen Zielrenditen vieler Kreditinstitute i. d. R. über 10% liegen.<sup>759</sup> Es liegt auf der Hand, dass viele Banken, die eine Unternehmenswert steigernde Geschäftspolitik<sup>760</sup> verfolgen nach einer neuen Strategie für ihre Kreditgeschäft suchen oder sich ggf. aus dem Finanzierungsgeschäft gewerblicher Immobilien-Projektentwicklungen zurückziehen werden.<sup>761</sup>

---

<sup>754</sup> Wie auch bei dem Trading Profit ist auch bei der Rendite auf das eingesetzte Eigenkapital zu beachten, dass es sich nicht um Kennzahlen auf Jahresbasis handelt. Die Erwirtschaftung des Gewinns erstreckt sich über die gesamte Projektentwicklungslaufzeit.

<sup>755</sup> Hier zeigt sich im Rahmen der Kurzfristfinanzierung die Wirkung des positiven Leverage-Effektes auf die Eigenkapitalverzinsung des Projektentwicklers. Diese würde bei weiterer Substitution von Eigenkapital durch Fremdkapital bzw. einer Erhöhung des Verschuldungsgrades steigen.

<sup>756</sup> Vgl. Plessner, Entwicklungen, S. 668; Doetsch, Strukturierte Immobilienfinanzierung, S. 60.

<sup>757</sup> Siehe hierzu Fußnote 562 in Abschnitt 3.2.

<sup>758</sup> Vgl. Knobloch, Immobilien-Banking, S. 57.

<sup>759</sup> Vgl. Del Mestre, Rating, S. 59; Doetsch, Strukturierte Immobilienfinanzierung, S. 60.

<sup>760</sup> Zur konkreten Ausgestaltung einer Unternehmenswert steigernden Geschäftspolitik siehe Copeland/Murrin, Unternehmenswert.

<sup>761</sup> Siehe hierzu ausführlich Kapitel 5, Abbildung 61, S. 109. Zur Situation der Banken in der gewerblichen Immobilienfinanzierung siehe auch Plessner, Entwicklungen, S. 668 sowie Pitschke/Breidenbach, Banken, S. 20 ff.

#### 4.2.4 Klassische Finanzierung nach Einführung von Basel II

Für die oben beschriebene Ausgangslage wird im Folgenden angenommen, Basel II würde bereits gelten. Es wird vor dem Hintergrund dieser Annahme gezeigt, wie sich die Wirtschaftlichkeit des Beispielprojektes aus Sicht der Bank und des Projektentwicklungsunternehmens im Vergleich zum Ausgangsfall verändert. Im Unterschied zur geltenden Baseler Eigenkapitalvereinbarung muss das Kreditinstitut - den Anforderungen des Dritten Konsultationspapiers folgend - statt einer pauschalen Risikogewichtung von 100% bzw. einer resultierenden Eigenkapitalunterlegung i. H. v. 8% risikoorientiert haftendes Eigenkapital vorhalten. Diese Simulation basiert auf der Annahme, dass das finanzierende Kreditinstitut den Basisansatz des Internen Ratingansatzes anwendet und somit lediglich die Ausfallwahrscheinlichkeit (PD) selbst schätzen darf.<sup>762</sup> Die Parameter LGD, EAD und M werden aufsichtsrechtlich vorgegeben.<sup>763</sup>

##### 4.2.4.1 Perspektive des Kreditinstituts

Das Projekt erfüllt wesentliche Voraussetzungen bzw. Kriterien der in Anhang 4 des Dritten Konsultationspapiers beschriebenen Merkmale eines Unternehmens mit der Risikoklassifizierung „gut“.<sup>764</sup> Nach dem so genannten „auf aufsichtlichen Zuordnungskriterien basierender Ansatz“ bzw. „Elementaransatz“ würde demnach ein Risikogewicht von 125% Anwendung finden.<sup>765</sup>

Aufgrund von Erfahrungswerten zu Ausfallwahrscheinlichkeiten von Projektentwicklungsengagements, die durch entsprechende Zeitreihen validiert werden konnten, unterstellt die finanzierende Bank bei Anwendung des IRB-Basisansatzes für dieses Projekt eine Ausfallwahrscheinlichkeit von 2,50%.<sup>766</sup>

---

<sup>762</sup> Dazu müssen der Bank Zeitreihen zu Kreditausfällen ähnlicher Projekte vorliegen. Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 105. Siehe hierzu auch Punkt 3.2.2.3.

<sup>763</sup> Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 53.

<sup>764</sup> Siehe hierzu Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 211 ff.

<sup>765</sup> Siehe hierzu Punkt 3.2.2.3.5. Die Projektentwicklung könnte gemäß Anhang 4 zum Dritten Konsultationspapier nicht in die Klasse „Ausgezeichnet“ bzw. „Sehr gut“ fallen, da die dafür erforderlichen Kriterien nicht erfüllt werden. So ist die Beispielimmobilie annahmegemäß weder vollständig vorvermietet noch vorverkauft. Auch viele andere Kriterien der Beispielimmobilie erfüllen eher die Anforderungen der Klasse „gut“. Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 211 ff.

<sup>766</sup> Das bedeutet, dass statistisch gesehen etwa jedes 40ste Kreditengagement im Rahmen spekulativer Gewerbeimmobilien-Projektentwicklungen ausfällt.

Für das erstrangig besicherte Darlehen hat die Bank danach eine LGD von 45% anzusetzen.<sup>767</sup> Die Restlaufzeitkomponente ist mit 2,5 Jahren vorbestimmt.<sup>768</sup> Die nominale Höhe des erstrangigen Darlehens von 20 Mio. € entspricht der Kennzahl Verlusthöhe bei Ausfall (EAD).

Als Eingabegröße für die Formel zur Berechnung des Risikogewichts ist zunächst die Eigenkapitalanforderung (K) zu berechnen:

Dazu wird die Korrelation (R),<sup>769</sup>

$$R = 0,12 \times \left( \frac{1 - e^{-50 \times 2,50\%}}{1 - e^{-50}} \right) + 0,30 \times \left( 1 - \frac{1 - e^{-50 \times 2,50\%}}{1 - e^{-50}} \right) - 0,04 \times \left( 1 - \frac{30 - 5}{45} \right) = 0,15379 \quad (16)$$

als auch die Restlaufzeitanpassung (B) berechnet:

$$b = (0,08451 - 0,05898 \times \ln(2,50\%))^2 = 0,0913 \quad (17)$$

Schließlich werden beide Werte in die Formel zur Berechnung der Eigenkapitalanforderung eingesetzt:

$$K = 0,45 \times N \left( \frac{G(2,50\%) + \sqrt{0,15379} \times G(0,999)}{\sqrt{1 - 0,15379}} \right) \times \left( \frac{1 + (2,5 - 2,5) \times 0,0913(2,50\%)}{1 - 1,5 \times 0,0913(2,50\%)} \right) = 10,85\% \quad (18)$$

<sup>767</sup> Zur Bestimmung und Verwendung der LDG siehe Punkt 3.2.2.3.

<sup>768</sup> Banken, die den fortgeschrittenen IRB-Ansatz auch nur teilweise anwenden, müssen die effektive Restlaufzeit für jede Fazilität wie unter Punkt 3.2.2.3 beschrieben messen. Jedoch können die nationalen Aufsichtsinstanzen Kredite an bestimmte kleinere inländische Unternehmen von der expliziten Restlaufzeitanpassung ausnehmen, wenn die konsolidierten Umsatzerlöse (d. h. der Jahresumsatz) der Unternehmensgruppe, der die Firma angehört, sowie die konsolidierte Bilanzsumme weniger als 500 Millionen Euro betragen. Falls die nationalen Aufsichtsinstanzen bei der Umsetzung von Basel II von diesem Wahlrecht Gebrauch machen, muss es für jede Bank, die in diesem Land den fortgeschrittenen IRB-Ansatz anwendet, gelten und darf nicht nur einzelnen Banken zugestanden werden. Wird von dem Wahlrecht Gebrauch gemacht, ist bei allen Krediten an die entsprechenden kleineren inländischen Unternehmen wie im IRB-Basisansatz eine effektive Restlaufzeit von 2,5 Jahren zu unterstellen. Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 67.

<sup>769</sup> Für kleine und mittlere Unternehmen mit einem konsolidierten Jahresumsatz S von weniger als 50 Mio. € findet eine Größenanpassung in Abhängigkeit vom Jahresumsatz statt, die mit in die Berechnung der Risikogewichtungsfunktion für Forderungen an KMU einfließt. In diesem Fall findet ein einheitlicher Abschlag bei der Korrelation von 0,04 statt, da der Jahresumsatz des Projektentwicklungsunternehmens kleiner als 50 Mio. € ist. Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 58; Schulte-Mattler, Konsultationspapier, S. 390.

Es ergibt sich eine Risikogewichtung des Kredites durch folgende Formel:

$$RW = 10,85\% \times 12,5 \times 20.000.000 = 27.116.966 \quad (19)$$

Zur Ermittlung der Eigenkapitalunterlegung wird schließlich der risikogewichtete Kreditbetrag mit dem Solvabilitätskoeffizienten von 8% multipliziert.

$$EK = 27.116.966 \times 8\% = 2.169.357 \quad (20)$$

Für das Kreditengagement ergibt sich nach der Systematik von Basel II eine Eigenkapitalunterlegung von 2.169.357 €. <sup>770</sup> Durch die im Vergleich zum Ausgangsfall erhöhte Eigenkapitalunterlegung und die o. g. Klassifizierung dieser Projektentwicklung gemäß Anhang 4 des Dritten Konsultationspapiers stellen sich die internen Risikokosten sowie die Kreditmarge der Bank höher dar, was durch Tabelle 19 dargestellt wird. <sup>771</sup> Aufgrund eines durch diese Klassifizierung bedingten schlechteren Ratings fällt die Kreditmarge mit 150 Basispunkten für das erstrangige Darlehen um 60 Basispunkte höher aus als im Ausgangsfall. Die Finanzierungskosten würden sich dementsprechend nach der Einführung von Basel II wie folgt darstellen (vgl. Tabelle 18):

Verkehrswert		32.860.380 €
Gesamtinvestitionskosten		28.768.440 €
Gesamtinvestitionskosten ohne Finanzierung		26.977.500 €
Beleihungswert		25.000.000 €
Senior Loan (80% vom Beleihungswert)	80,00%	20.000.000 €
Eigenkapitaleinsatz des Developers		8.768.440 €
Laufzeit der Finanzierung in Monaten	24	
Finanzierungskosten		
Refinanzierungszins (3-Monats-Euribor)	3,50%	
Zinsaufwand Senior Tranche (150 BP über 3-Monats-Euribor)	5,00%	500.000 €
Bearbeitungsgebühr (0,5% der Gesamtkreditsumme)	0,50%	100.000 €
Langfristiger Kapitaldienst (2% Tilgung + 5,5% langfr. Durchschnittszins)	7,50%	1.500.000 €
Nachhaltige Kapitaldienstdeckung (Jahresreinertrag/Langfr. Kapitaldienst)		123%

**Tabelle 18: Finanzierungskosten der Beispiel-Projektentwicklung nach Basel II**

<sup>770</sup> Die offene Kreditlinie wird im Hinblick auf die Eigenkapitalunterlegungserfordernis unter Basel II der Kredit-Inanspruchnahme gleichgesetzt, da die unter Basel II vorzunehmende Schätzung der voraussichtlichen künftigen Inanspruchnahme bei ca. 100% liegen dürfte. Daher wird hier die bisherige Regelung zur Behandlung der offenen Linie nach Grundsatz I (wie in Fußnote 738 beschrieben) nicht angewendet.

<sup>771</sup> In Anhang 4 des Dritten Konsultationspapiers sind die Kriterien aufgeführt, die Immobilienprojekte erfüllen müssen, um ein bestimmte Risikogewichtung zugeordnet zu bekommen. Siehe hierzu ausführlich Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 205 ff.

In die Kreditmarge sind höhere Betriebskosten bzw. administrative Kosten ein-kalkuliert, die sich dadurch rechtfertigen, dass das als risikoreicher wahrgenommene Kreditengagement eine verstärkte Kreditüberwachung erfordert und somit mehr Ressourcen bindet.

Klassifizierung	Sehr gut	Gut	Mittel	Schwach	Ausgefallen
Ratingklassen	BBB- oder besser	BB+ oder BB	BB- oder B+	B bis C-	
Risikogewicht	100%	125%	175%	350%	625%
Kreditmarge in BP	90	150	250	430	
davon Betriebskosten	20	25	40	60	
davon Standardrisikokosten	20	45	85	150	
davon Eigenkapitalkosten	40	60	90	130	

*Tabelle 19: Interne Kreditkosten nach Basel II*

Aufgrund des dieser Ratingklasse zugeordneten höheren Risikos ist der Risikozuschlag in Gestalt der Standardrisikokosten annahmegemäß mit 45 BP höher als im Ausgangsfall. Dazu kommen als weiterer Bestandteil der Kreditmarge die Eigenkapitalkosten, die aufgrund der höheren Eigenkapitalerfordernisse dieser Kreditklasse mit 60 BP kalkulatorisch zugrunde gelegt werden (vgl. Tabelle 19). Dies hat Auswirkungen auf die Rentabilitätsberechnung der Bank. Der Ertrag bzw. der annualisierte Deckungsbeitrag I ist bedingt durch die höhere Marge um 30.000 € größer als im Ausgangsfall, doch ändert sich aufgrund der höheren internen Kostensätze die Rentabilität des Kreditengagements.

Erträge aus Zinsmarge Senior Loan (über die Gesamtlaufzeit)	150.000,00 €
Erträge aus Zinsmarge Senior Loan (annualisiert)	75.000,00 €
Ertrag aus Bearbeitungsgebühr (über die Gesamtlaufzeit)	100.000 €
Ertrag aus Bearbeitungsgebühr (annualisiert)	50.000 €
<b>DB I (über die Gesamtlaufzeit)</b>	<b>250.000 €</b>
<b>DB I (annualisiert)</b>	<b>125.000 €</b>
<i>./. Betriebskostensatz (über die Gesamtlaufzeit)</i>	25.000 €
<i>./. Betriebskostensatz (annualisiert)</i>	12.500 €
<b>DB II (über die Gesamtlaufzeit)</b>	<b>225.000 €</b>
<b>DB II (annualisiert)</b>	<b>112.500 €</b>
<i>./. Standardrisikokosten (Senior - über die Gesamtlaufzeit)</i>	45.000 €
<i>./. Standardrisikokosten (Senior - annualisiert)</i>	22.500 €
<b>DB III (über die Gesamtlaufzeit)</b>	<b>180.000 €</b>
<b>DB III (annualisiert)</b>	<b>90.000 €</b>
<i>./. Kalkulatorische EK-Kosten (über die Gesamtlaufzeit)</i>	60.000 €
<i>./. Kalkulatorische EK-Kosten (annualisiert)</i>	30.000 €
<b>DB IV (über die Gesamtlaufzeit)</b>	<b>120.000 €</b>
<b>DB IV (annualisiert)</b>	<b>60.000 €</b>
Zu unterlegendes Eigenkapital für das erstrangige Darlehen	2.169.357 €
<b>Eigenkapitalrentabilität</b>	<b>4,15%</b>
<b>Eigenkapitalrentabilität annualisiert</b>	<b>2,77%</b>

*Tabelle 20: Rentabilitätsbetrachtung der Bank nach Basel II*

Nach Abzug der Kostensätze verbleibt ein annualisierter Deckungsbeitrag IV von 60.000 €. Der oben berechnete Betrag des haftenden Eigenkapitals wird nun in Bezug zum annualisierten Deckungsbeitrag IV gesetzt, was zu einer Eigenkapitalrentabilität von 2,77% p. a. führt (vgl. Tabelle 20).

Die Eigenkapitalrentabilität ist trotz einer höheren Kreditmarge im Vergleich zum Ausgangsfall gesunken. Dies ist zum einen darauf zurückzuführen, dass die erforderliche Eigenkapitalunterlegung (Nennergröße) gestiegen ist. Demgegenüber ist der annualisierte Deckungsbeitrag IV als Reinertrag (Zählergröße) nur geringfügig gestiegen.

#### 4.2.4.2 Perspektive des Projektentwicklers

Aus Sicht des Projektentwicklungsunternehmens verschlechtern sich die Ergebniskennzahlen des Projektes nicht signifikant, da die Vermarktungssituation, die Mieteinnahmen und damit der Verkaufswert des Objektes ceteris paribus als konstant unterstellt werden. Lediglich die Finanzierungskosten sind gestiegen, so dass der Trading Profit nun auf 4,09 Mio. € gesunken ist. Dies entspricht 14,22% der Gesamtinvestitionskosten (vgl. Tabelle 21)

Mieteinnahmen p.a.			2.100.000 €
Einstandsfaktor / Statische Rendite	13,70	7,30%	
Angestrebter Trading Profit		15,00%	4.315.266 €
Gesamtinvestitionskosten			28.768.440 €
Angestrebter Verkaufspreis			32.860.380 €
Verkaufsfaktor / Statische Rendite	15,65	6,39%	3.866 €/m² MF
<b>Ertrag</b>			
Trading Profit	4.091.940 €	14,22% vom Einstand	
VoFi-Vergleichsrendite		42,23% p.a.	

*Tabelle 21: Rentabilitätsbetrachtung des Projektentwicklers nach Basel II*

Da die Kosten der Zwischenfinanzierung nur einen Bruchteil der Gesamtinvestitionskosten ausmachen, ändern sich die Ergebniskennzahlen des Projektentwicklers nicht wesentlich. Dies wird auch durch die Darstellung der Projektentwicklung als vollständiger Finanzplan in Tabelle 22 deutlich, wo die erhöhten Zinszahlungen ersichtlich sind. Wie im vorhergehenden Punkt erläutert, beträgt der Sollzinssatz für das erstrangige Darlehen nun nicht mehr 4,40%, sondern 5,00% p. a. bzw. 1,25% pro Quartal.

	t <sub>0</sub>	t <sub>1</sub>	t <sub>2</sub>	t <sub>3</sub>	t <sub>4</sub>	t <sub>5</sub>	t <sub>6</sub>	t <sub>7</sub>	t <sub>8</sub>
<b>Direkte Zahlungen</b>									
Planungs- und Vorkaufkosten (Pos. 1)	500.000								
Grunderwerbskosten (Pos. 2)		9.540.000							
5% von Pos. 3-6			790.625						
10% von Pos. 3-6				1.581.250					
25% von Pos. 3-6					3.953.125				
25% von Pos. 3-6						3.953.125			
20% von Pos. 3-6							3.162.500		
15% von Pos. 3-6								2.371.875	
Vermarktung / PR (Pos. 7)		62.500	62.500	62.500	62.500	62.500	62.500	62.500	62.500
Vermietung / Maklerprovision (Pos. 8)									525.000
Kapitalbeschaffungskosten (Pos. 9)		100.000							
Summe der Auszahlungen pro Quartal	500.000	9.702.500	853.125	1.643.750	4.015.625	4.015.625	3.225.000	2.434.375	587.500
Einzahlung des Verkaufserlöses									32.860.380
<b>Indirekte Zahlungen</b>									
Senior Loan		7.328.864	644.415	1.241.620	3.033.236	3.033.236	2.436.031	1.838.825	443.773
Eigenkapital	500.000	2.373.636	300.321	501.796	1.097.575	1.135.491	979.987	817.017	1.062.617
Verzinsung Senior Loan (Pos. 10)			-91.611	-99.666	-115.186	-153.102	-191.017	-221.468	-244.453
Zinsen für Leerstand (Pos. 11)									-674.438
Tilgung									-20.000.000
<b>Endvermögen</b>									<b>12.860.380</b>
Kreditbetrag (Quartalsende)	0	7.328.864	7.973.279	9.214.899	12.248.135	15.281.371	17.717.402	19.556.227	20.000.000
Sollzinssatz Bank Senior Loan (Quartalsatz)	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%

Tabelle 22: VoFi der Beispiel-Projektentwicklung unter Basel II



Auf Basis einer iterativen Berechnung ergibt sich für den Projektentwickler eine Vergleichsrendite von 9,21% pro Quartal und 42,23% pro Jahr. Die VoFi-Vergleichsrendite ist entsprechend nur geringfügig gesunken.<sup>772</sup> Die Durchführung der Projektentwicklung ist lukrativ und überschreitet die Zielrendite des Projektentwicklungsunternehmens deutlich.<sup>773</sup>

Vor diesem Hintergrund ist aus der Perspektive des Developers die Durchführung der Projektentwicklung weiterhin wünschenswert und zu empfehlen.

#### 4.2.4.3 Fazit

Durch die Basel II bedingten höheren Zwischenfinanzierungszinsen würde sich ceteris paribus für den Projektentwickler wenig ändern, da sie nur einen Bruchteil der Gesamtinvestitionskosten ausmachen. Die Rentabilitätskennzahlen des Projektentwicklers würden sich nur geringfügig verschlechtern.

Für Bank allerdings wäre aufgrund der erheblich gesunkenen Rendite das Geschäft noch weniger attraktiv als in dem unter Punkt 4.2.3 beschriebenen Ausgangsfall. Zudem kann sie damit keinen nennenswerten wertschöpfenden Beitrag auf der Gesamtbankebene leisten.<sup>774</sup> Um zumindest die Eigenkapitalrentabilität in Relation zum Ausgangsfall auf gleichem Niveau zu halten (d. h. von 2,77% auf 4,08% zu heben), müsste die Kreditmarge (Break-even-Kreditmarge) bei etwa 207 statt 150 Basispunkten über Euribor liegen. Mit dieser Kreditmarge von 207 BP würde sich die Bank im Vergleich zum Status Quo zumindest nicht schlechter stellen. In diesem Rechenbeispiel würde dies einem Zinssatz von 5,57% statt 5,00% entsprechen. Aufgrund dieser insbesondere für die Bank verschlechterten Situation ist abzuleiten, dass die gewerbliche Immobilienfinanzierung für Banken tendenziell unrentabler wird, wenn nicht eine deutlich höhere Kreditmarge durchsetzbar ist. Der geschäftliche bzw. ertragliche Status Quo im Finanzierungsgeschäft kann unter der Systematik von Basel II sonst nicht gehalten werden. Vor dem Hintergrund einer solch schwachen Rentabilität eines klassischen Kredites stellen Banken ihre Kreditstrategie

---

<sup>772</sup> Die Berechnung erfolgte analog zu der in Tabelle 17 auf Seite 109 dargestellten Vorgehensweise.

<sup>773</sup> Siehe hierzu Punkt 4.2.3.2.

<sup>774</sup> Diese Aussage versteht sich vor dem Hintergrund einer deutlich höher liegenden Ziel-Eigenkapitalverzinsung der Banken.

auf den Prüfstand. Mit dieser Erkenntnis ist zudem die aktuelle Zurückhaltung bzw. passive Kreditstrategie vieler Banken im Bereich der gewerblichen Immobilienfinanzierung zu erklären.<sup>775</sup> Bei einer sinkenden Rendite aus Immobilien-Kreditgeschäften bei einem relativ hohen Risikoniveau macht eine Kreditvergabe unter sonst gleichen Bedingungen wenig Sinn.

Wie auch dieses Beispiel zeigt, lässt sich mit klassischen Krediten nur schwer ein RoE von mehr als 10% erzielen.<sup>776</sup> Die klassische Finanzierungsform von Projektentwicklungen verliert damit auch bedingt durch Basel II an Attraktivität, was das Augenmerk auf anderweitige Strukturierungen von Finanzierungen lenkt.

Zur Strukturierung einer Finanzierung bestehen grundsätzlich verschiedene Optionen. So haben Kreditinstitute die Möglichkeit, ihr klassisches Margengeschäft im erstrangigen Bereich um andere risikoangepasste Partizipierungsmodelle im Nachrangbereich zu ergänzen. Durch das Angebot einer Arrangierung und Strukturierung einer Finanzierung können durchaus höhere Erträge in der gewerblichen Immobilienfinanzierung generiert werden, die auch den erwarteten Zielrenditen auf der Gesamtbankebene entsprechen können.<sup>777</sup>

In Frage kommen dafür beispielsweise Mezzanine-Nachrangdarlehen, die an die Zahlung einer entsprechenden Risikoprovision geknüpft werden. Der Einsatz eines Mezzanine-Nachrangdarlehens als Bestandteil der Gesamtfinanzierung ist Grundlage der folgenden Betrachtung, die auf der oben vorgestellten beispielhaften Projektentwicklung basiert.

#### 4.2.5 Finanzierung mit Mezzanine-Nachrangdarlehen

Der Begriff „Mezzanine“ beschreibt die Einbeziehung einer weiteren Finanzierungsebene zwischen Eigen- und Fremdkapital<sup>778</sup> mit dem Ziel der Schließung

---

<sup>775</sup> Siehe hierzu Kapitel 5, Abbildung 52, S. 109.

<sup>776</sup> Vgl. Doetsch, Strukturierte Immobilienfinanzierung, S. 60.

<sup>777</sup> Vgl. Stinner, Immobilienfinanzierung, S. 18 f.; Doetsch, Strukturierte Immobilienfinanzierung, S. 57 ff.

<sup>778</sup> Der Begriff stammt aus der Architektur und bezeichnet das Zwischengeschoss, das sich zwischen dem Erdgeschoss und dem ersten Obergeschoss befindet.

einer Finanzierungslücke.<sup>779</sup> Im Kontext der Finanzierung bezeichnet Mezzanine-Kapital eine Mischform aus Eigen- und Fremdkapital, die Elemente beider Kapitalformen aufweist.<sup>780</sup>

#### 4.2.5.1 Abgrenzung des „Mezzanine“-Begriffes

Die Mezzanine-Finanzierung ist in der Literatur nicht einheitlich definiert.<sup>781</sup> Müller findet allerdings eine treffende Definition und Abgrenzung: „Mezzanine-Finanzierungen stehen für intermediäre Formen der Finanzierung, die alle rechtlichen Ausgestaltungsmöglichkeiten zwischen Eigenkapital und Fremdkapital, vom besicherten nachrangigen Darlehen bis zu Vorzugsaktien, aufweisen können und die eine mittlere Risiko-Ertrags-Relation aufweisen.“<sup>782</sup> Zudem unterscheidet Müller Mezzanine im weiteren Sinne und Mezzanine im engeren Sinne. So beschreibt er Mezzanine-Finanzierungen im engeren Sinne folgendermaßen: „Ist der Erwerb von Unternehmensanteilen bzw. Beteiligungen im Rahmen der Finanzierung möglich, wird hybrides Fremdkapital (Hybrid Debt) und damit Mezzanine im engeren Sinne angesprochen.“<sup>783</sup> Auf diese Erscheinungsform von Mezzanine-Kapital als privat platziertes Mezzanine-Kapital bzw. als reines Beteiligungskapital wird unter Punkt 4.2.7 unter dem Begriff „Real Estate Private Equity“ eingegangen.

In diesem Unterpunkt allerdings dient in Anlehnung an Müller „Mezzanine im weiteren Sinne“ als Arbeitsdefinition. Demnach ist mit einer Mezzanine-Finanzierung ein nachrangiges Finanzierungsdarlehen bzw. Junior Debt gemeint.<sup>784</sup> Ein solches Darlehen zeichnet sich neben seiner Nachrangigkeit ge-

---

<sup>779</sup> Bei vielen Finanzierungsvorhaben wird die Finanzierungsstruktur durch spezielle Finanzierungsinstrumente optimiert, die den Geschäftsbanken bestimmte, über ihre eigentliche Gläubigerstellung hinausgehende Sonderrechte einräumen. Diese Finanztitel ermöglichen den Banken beispielsweise die Partizipation am Projekterfolg, ohne eine entsprechende Eigenkapitalbeteiligung einzugehen. Vgl. Tyko, Projektfinanzierung, S. 170.

<sup>780</sup> Vgl. Müller, Mezzanine Finance, S. 11 ff.

<sup>781</sup> Vgl. Holzkämper, Finanzierungsalternative, S. 19.

<sup>782</sup> Müller, Mezzanine Finance, S. 19.

<sup>783</sup> Müller, Mezzanine Finance, S. 22.

<sup>784</sup> Das Modell der Mezzanine Finanzierung ist der traditionellen Kreditfinanzierung am ähnlichsten. Die Rollenverteilung zwischen Bank und Developer bleibt bestehen. Der Kreditgeber hat nach Freigabe der Mittel kaum Einflussmöglichkeiten auf den Verlauf des Projektes, da die unternehmerische Führung allein beim Developer liegt. Siehe hierzu Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 461 f.

genüber Bankgläubigern, durch einen rückzahlbaren Hauptbetrag und eine Tilgung am Ende der Laufzeit aus.<sup>785</sup>

Aus der steuerrechtlichen Perspektive wird Mezzanine-Kapital demnach als Fremdkapital eingestuft, so dass die Zinszahlungen Gewinn mindernde Betriebsausgaben darstellen.<sup>786</sup> Gegenüber dem Eigenkapital ist es vorrangig und besitzt normalerweise reguläre Zinszahlungen. Aus wirtschaftlicher Perspektive gesehen trägt es allerdings ein eigenkapitalähnliches Risiko.<sup>787</sup> Diese Konstellation zeigt sich auch in der Rangfolge der Gläubigerbedienung aus der Konkursmasse. Mezzanine ist grundsätzlich nachrangig gegenüber Senior Debt und somit in einer Junior Position.<sup>788</sup>

Vom Standpunkt des vorrangigen Fremdkapitals (Senior Debt) kann Mezzanine-Kapital als Fremdkapital außerhalb der erstrangigen Verschuldungskapazität (Senior Debt-Capacity) betrachtet werden.<sup>789</sup>

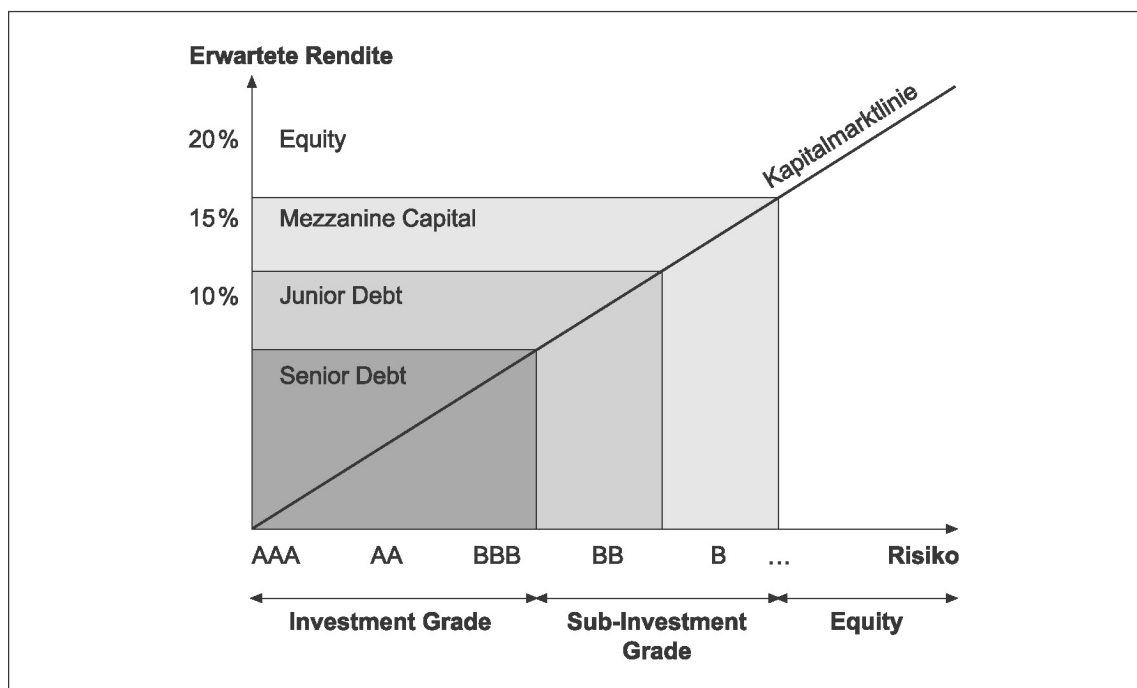


Abbildung 34: Der Risiko-Ertrags-Charakter von Mezzanine-Kapital<sup>790</sup>

<sup>785</sup> Vgl. Jänisch et al., Mezzanine-Finanzierung, S. 2451.

<sup>786</sup> Vgl. Holzkämper, Finanzierungsalternative, S. 21.

<sup>787</sup> Vgl. Schulte/Gerreth, Mezzanine-Finanzierung.

<sup>788</sup> Vgl. Bernet/Denk, Finanzierungsmodelle, S. 108; Müller, Mezzanine Finance, S. 20.

<sup>789</sup> Vgl. Müller, Mezzanine Finance, S. 13, S. 19; Boehm-Bezing, Rentabilisierung, S. 504.

<sup>790</sup> In Anlehnung an Müller, Mezzanine Finance, S. 11.

Die Positionierung im Mittelfeld zwischen den beiden Reinformen spiegelt sich in der erhöhten Risiko-Rendite Relation und damit in höheren Kapitalkosten dieser Finanzierungsform wider, was in folgender Abbildung veranschaulicht wird.<sup>791</sup> Obwohl Mezzanine-Finanzierungen verschieden strukturiert werden, können dennoch zusammenfassend folgende Charakteristika festgehalten werden:

- Rangrücktritt gegenüber sonstigen Fremdkapitalgebern;
- Vorrangige Bedienung gegenüber Eigenkapitalgebern;
- Steuerliche Bevorzugung der Zinszahlungen als Betriebsausgaben seitens des Fremdkapitalnehmers;
- Zeitliche Befristung der Mezzanine-Mittel.

Die gebräuchlichste Erscheinungsform von Mezzanine-Kapital in der gewerblichen Immobilienfinanzierung ist die Ausreichung von Nachrangdarlehen.<sup>792</sup> Demnach wird im folgenden Fallbeispiel Mezzanine-Kapital als ein Bank-Nachrangdarlehen betrachtet.<sup>793</sup> Aufgrund des höheren Risikos der Mezzanine-Tranche im Vergleich zum erstrangig besicherten Darlehen sind die finanziellen Ausgleichsansprüche der Bank deutlich höher.<sup>794</sup> Die Verzinsung besteht üblicherweise aus zwei Komponenten:

Erstens, aus einem nominalen Zinsanteil, der in Form einer Marge z. B. über Euribor oder auch als Festzinssatz vereinbart werden kann, sowie zweitens aus einer Risikoprovision.<sup>795</sup> Die Tilgung des Darlehens ist in der Regel flexibel ges-

---

<sup>791</sup> Obwohl das Mezzanine Kapital aus der rechtlichen Perspektive dem Finanzierungstyp Fremdkapital zugeordnet wird, trägt es aus der wirtschaftlichen Perspektive ein eigenkapital-ähnliches Risiko. Diese Konstellation drückt sich auch in der Rangfolge an der Bedienung der Konkursmasse aus – Mezzanine ist grundsätzlich nachrangig gegenüber Senior Debt und somit in einer Junior Position. Vgl. Müller, Mezzanine Finance, S. 20.

<sup>792</sup> Vgl. Nelles/Klusemann, Finanzierungsalternative, S. 7; Pitschke/Kreuter, Win-Win-Situation, S. 13; Iblher/Lucius, Mezzanine-Finanzierungen, S. 13; Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 461.

<sup>793</sup> Schlägt die Projektentwicklung fehl, so wird aus dem Erlös zunächst der erstrangig besicherte Kredit zurückgeführt, danach der nachrangig besicherte Kredit (Mezzanine-Nachrangdarlehen) und danach das Eigenkapital.

<sup>794</sup> Vgl. Schulte et al, Immobilienfinanzierung, S. 461; Schmidt, Mezzanine-Finanzierungen, S. 9.

<sup>795</sup> Vgl. Doetsch, Finanzierung, S. 56 ff.; Nelles/Klusemann, Finanzierungsalternative, S. 7; Warnholz, Mezzanine-Finanzierung, S. 301.

taltet. Die Mezzanine-Finanzierung, die 20-30% der Finanzierung ausmachen kann, hat für den Projektentwickler den Nachteil, dass sie im Vergleich zu Darlehenstranchen im erstrangigen Bereich relativ teuer ist.<sup>796</sup> Allerdings birgt diese Finanzierungsform wesentliche Vorzüge:

- Die Bereitstellung von weiteren Mitteln kann ohne die Bereitstellung zusätzlicher Sicherheiten erfolgen;
- Die Rückzahlungsmodalitäten können flexibel an den Verlauf eines Einzelprojekts angepasst werden und verbessern somit die Liquiditätssituation des Projektentwicklers;
- Die kapitalgebende Bank hat in der Regel kein Recht und auch kein Interesse an Eingriffen in das operative Geschäft.<sup>797</sup>

Mezzanine-Kapital eignet sich daher besonders gut für die Finanzierung gewerblicher Immobilien, die während der Bauphase noch keine Erträge erwirtschaften oder deren geringe laufende Erträge durch aktives Immobilienmanagement erheblich erhöht werden können.<sup>798</sup> Die typische Strukturierung einer Finanzierung mit einem Mezzanine-Nachrangdarlehen zeigt die Abbildung 35. Insbesondere für Unternehmen aus dem Mittelstand, denen der Zugang zum Kapitalmarkt fehlt, stellen Mezzanine-Finanzierungen eine wertvolle Möglichkeit dar, die Finanzierungslücke zwischen dem von Seiten der Bank bereitgestellten Fremdkapital und den Eigenmitteln zu schließen.<sup>799</sup> Dabei ist nochmals hervorzuheben, dass es sich bei einem Mezzanine-Nachrangdarlehen

---

<sup>796</sup> So liegen die Kosten für Mezzanine-Finanzierungen oft 8-10% über den Kosten für reines Fremdkapital. Vgl. Rathmann, Mezzanine, S. 17.

<sup>797</sup> Vgl. Tyko, Projektfinanzierungen, S. 170.

<sup>798</sup> Die weiteren Varianten von Mezzanine-Kapital in Form von Genussscheinen und Wandelanleihen haben für die Immobilienfinanzierung vergleichsweise geringe Bedeutung. Wandelanleihen haben den Nachteil, dass Sie erst bei Ausübung des Optionsrechts zu einer Stärkung der Eigenkapitalbasis führen. Daher eignen sie sich nur sehr eingeschränkt zur Schließung einer Finanzierungslücke bei einem Bauvorhaben. Genussscheine, die direkte gesellschaftsrechtliche Gewinnansprüche verbriefen, sind gesetzlich nicht geregelt und weisen daher sehr weitgefächerte Möglichkeiten in der Ausgestaltung auf. Die Emission von Genussscheinen ist regelmäßig mit sehr hohen Kosten der Rechtsberatung verbunden und somit für die Finanzierung einzelner Gewerbeimmobilien nicht von Vorteil. Vgl. Nelles/Klusemann, Finanzierungsalternative, S. 8.

<sup>799</sup> Vgl. Hünlein, Konzepte, S. 1; Walter, Basel II, S. 11; Schmitz/Frick, Engineering, S. B2.

nicht um eine Beteiligung der Bank bzw. um ein Eigenkapital ersetzendes Darlehen handelt.<sup>800</sup>

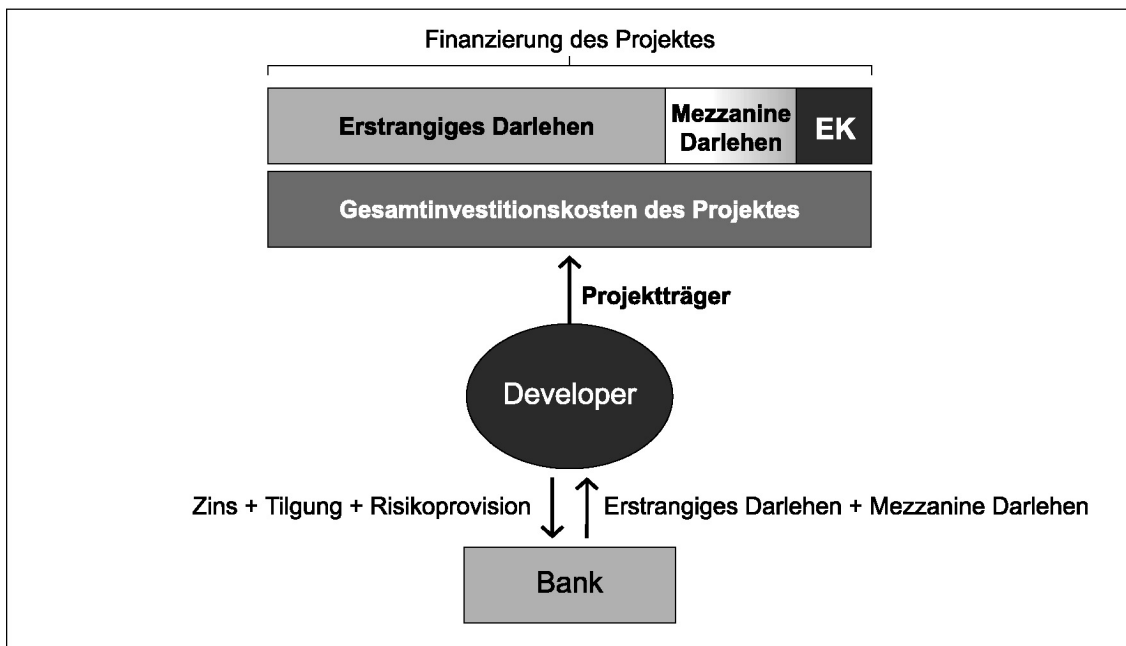


Abbildung 35: Finanzierungsstruktur mit Mezzanine-Nachrangdarlehen<sup>801</sup>

Dies wird insbesondere daran deutlich, dass das Kreditinstitut lediglich eine Risikoprovision von dem Developer erhält und nicht eine vertraglich ausgehandelte und an den Projektentwicklungsgewinn gekoppelte Gewinnpartizipation.<sup>802</sup>

Auf Grundlage der im vorhergehenden Fall gewonnenen Ergebnisse wird im Folgenden für das zugrunde liegende Beispiel die Annahme getroffen, dass die Bank dem Projektentwickler weiterhin die erstrangige Darlehenstranche i. H. v. 20 Mio. € in Kombination mit einer zweiten, nachrangigen Mezzanine-Darlehenstranche von 5,00 Mio. € bereitstellt, so dass die Bank statt 80% nun 100% des Beleihungswertes finanziert. Die Finanzierungskosten stellen sich demnach wie in Tabelle 23 dar:

<sup>800</sup> Vgl. Zoller/Kiesl, Structured Finance, S. 211.

<sup>801</sup> In Anlehnung an Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 461.

<sup>802</sup> Die Risikoprovision ist nicht an dem Projektgewinn bzw. am Trading Profit gekoppelt. Das Mezzanine-Nachrangdarlehen könnte sonst im Rahmen der Wirtschaftsprüfung seine Eigenschaft als Fremdkapital aberkannt bekommen und das Darlehen würde als eigenkapital-ersetzend bzw. als Eigenkapitalbeteiligung gewertet werden.

Verkehrswert		32.860.380 €
Gesamtinvestitionskosten mit Finanzierung		30.366.963 €
Gesamtinvestitionskosten ohne Finanzierung		27.002.500 €
Beleihungswert		25.000.000 €
Senior Loan (80% vom Beleihungswert)	80,00%	20.000.000 €
Mezzanine-Tranche	20,00%	5.000.000 €
Eigenkapitaleinsatz des Developers		5.366.963 €
Laufzeit der Finanzierung in Monaten	24	
Finanzierungskosten		
Refinanzierungszins der Bank (3-Monats-Euribor)	3,50%	
Zinsaufwand Senior Tranche (150 BP über 3-Monats-Euribor)	5,00%	
Zinsaufwand Mezzanine Tranche (250 BP über 3-Monats-Euribor)	6,00%	
Risikoprovision (in % des TP ohne Finanzierungskosten)	20,00%	1.171.576 €
Bearbeitungsgebühr (0,5% der Gesamtkreditsumme)	0,50%	125.000 €
Langfristiger Kapitaldienst (2% Tilgung + 5,5% langfr. Durchschnittszins)	7,50%	1.500.000 €
Nachhaltige Kapitaldienstdeckung (Netto-Mieteinnahmen/langfr. Kapitaldienst)		123%

*Tabelle 23: Finanzierungskosten im Mezzanine-Fall*

Um das höhere Risiko im Rahmen des Mezzanine-Nachrangdarlehens entsprechend vergütet zu bekommen, verlangt die Bank eine Zinsmarge von 250 Basispunkten. Diese für ein Mezzanine-Nachrangdarlehen relativ moderate Kreditmarge ist darauf zurückzuführen, dass die Bank zudem als Abschlagszahlung eine Risikoprovision i. H. v. 20,00% des Trading Profits zur Kompensation des erhöhten Risikos erhält.<sup>803</sup> Die Risikoprovision (Pos. 10a) fließt direkt in die Gesamtinvestitionskosten ein, was aus Tabelle 24 hervorgeht.

Pos. 1	Planungs- und Vorlaufkosten		500.000 €
Pos. 2	Grunderwerbskosten	1.122 €/m² MF	9.540.000 €
Pos. 3	Baukosten gesamt (inkl. TG)	10.000 m² 1.250,00 €	12.500.000 €
Pos. 4	Baunebenkosten	pauschal 15,00%	1.875.000 €
Pos. 5	Unvorhergesehenes (pauschal auf 3.-4.)	5,00%	718.750 €
	<b>Summe Bau-/Baunebenkosten</b>	<b>1.776 €/m² MF</b>	<b>15.093.750 €</b>
Pos. 6	Projektmanagement (pauschal auf 3.-4.)	5,00%	718.750 €
Pos. 7	Vermarkung / PR (pauschal über die Projektlaufzeit)		500.000 €
Pos. 8	Vermietung / Maklerprovision (3 MM)		525.000 €
Pos. 9	Kapitalbeschaffungskosten		125.000 €
Pos. 10	Finanzierungskosten (durch VOFi ermittelt)		1.452.230 €
Pos. 10a	Risikoprovision Bank		1.171.576 €
Pos. 11	Zinsen (Leerstand) 6 Mon. auf 1.-10.		740.658 €
	<b>Gesamtinvestitionskosten</b>	<b>3.573 €/m² MF</b>	<b>30.366.963 €</b>

*Tabelle 24: Gesamtinvestitionskosten im Mezzanine-Fall*

Die internen Kostensätze der Bank sind dem Risiko des Mezzanine-Nachrangdarlehens angepasst (vgl Tabelle 25):

<sup>803</sup> Zur Berechnung der Risikoprovision gilt als Bezugsgröße die Differenz aus Veräußerungserlös und Gesamtinvestitionskosten ohne Finanzierungskosten.



Klassifizierung	Sehr gut	Gut	Mittel	Schwach	Ausgefallen
Ratingklassen	BBB- oder besser	BB+ oder BB	BB- oder B+	B bis C-	
Risikogewicht	100%	125%	175%	350%	625%
Kreditmarge in BP	90	150	250	430	
davon Betriebskosten	20	25	40	60	
davon Standardrisikokosten	20	45	85	150	
davon Eigenkapitalkosten	40	60	90	130	

*Tabelle 25: Interne Kreditkosten der Bank im Mezzanine-Fall*

Da die Bank mit der Begebung einer nachrangigen Darlehenstranche bewusst ein höheres Risiko eingeht, werden zur Risikominderung und -steuerung Covenants vereinbart.<sup>804</sup> Diese Covenants werden im Vertrag zur Gewährleistung einer bereits vorher festgelegten Anpassung der Kreditkonditionen an die Risikoentwicklung des Engagements ausgehandelt.

Covenants:

- 1.) Falls nach der Hälfte der veranschlagten Bauzeit der Vermietungsstand unter 65% der verfügbaren Flächen liegt, besteht eine Eigenkapitalnachschusspflicht des Projektentwicklungsunternehmens i. H. v. 50% der Mezzanine-Tranche. Das Eigenkapital ist bei Finanzierungsbeginn nachzuweisen und verbindlich vorzuhalten.
- 2) Falls die Kapitaldienstrelation (kontrahierte Mieteinnahmen zuzüglich verbleibende Soll-Einnahmen/Nachhaltigen Kapitaldienst) nach der Hälfte der veranschlagten Bauzeit (30.06.2004) geringer als 1,15 ausfällt, wird die Kreditmarge des Mezzanine-Nachrangdarlehens von 250 auf 430 Basispunkte erhöht.
- 3) Falls die Kapitaldienstrelation nach Abschluss von 100% der Mietverträge im Laufe der Projektentwicklung allerdings bereits 1,23<sup>805</sup> erreicht, wird die Risikoprovisionszahlung um 50% reduziert.

<sup>804</sup> Zur Bedeutung von Covenants siehe Punkt 2.3.3.2.3 auf Seite 60.

<sup>805</sup> Dem Debt-Service Coverage Ratio liegt ein mit dem Kreditnehmer vereinbarter Kalkulationszinssatz von 7,50% zugrunde. (2% Tilgung + 5,5% langfristiger Durchschnittszins). Die 50%ige Vorvermietung wurde zu den avisierten Mietpreiskonditionen vertraglich vereinbart. Unterstellt man, dass auch die verbleibenden 50% wie geplant vermietet werden können, so ergibt sich ein Netto-Mieterlös p. a. von 1,85 Mio. €. Daraus folgt eine kalkulatorische DSCR = 1,85 Mio. €/1,50 Mio. € = 1,23.

#### 4.2.5.2 Perspektive des Kreditinstitutes

Die Bearbeitungsgebühr bezieht sich nunmehr auf die Summe der beiden Kreditbeträge bzw. auf die Gesamtkreditsumme und beträgt damit 125.000 €. Die Kreditmarge für die Senior Tranche beträgt wie im vorhergehenden Abschnitt 150 Basispunkte. Aufgrund des höheren Beleihungsauslaufs der Mezzanine-Tranche beträgt die Bankmarge hier 250 Basispunkte, was zu einer laufenden Verzinsung für das Mezzanine-Darlehen i. H. v. 6,00% p. a. bzw. 1,50% pro Quartal führt. Der Deckungsbeitrag I als erste Ertragskomponente stellt sich bedingt durch die Risikoprovision erheblich höher dar als bei einem klassischen Margengeschäft. Vom Deckungsbeitrag I werden die Betriebskosten, Standardrisikokosten und Eigenkapitalkosten abgezogen.

Erträge aus Zinsmarge Senior Loan (über die Gesamtlaufzeit)	150.000 €
Erträge aus Zinsmarge Senior Loan (annualisiert)	75.000 €
Erträge aus Zinsmarge Mezzanine Loan (über die Gesamtlaufzeit)	62.500 €
Erträge aus Zinsmarge Mezzanine Loan (annualisiert)	31.250 €
Ertrag aus Risikoprovision (über die Gesamtlaufzeit)	1.171.576 €
Ertrag aus Risikoprovision (annualisiert)	585.788 €
Ertrag aus Bearbeitungsgebühr (über die Gesamtlaufzeit)	125.000 €
Ertrag aus Bearbeitungsgebühr (annualisiert)	62.500 €
<b>DB I (über die Gesamtlaufzeit)</b>	<b>1.509.076 €</b>
<b>DB I (annualisiert)</b>	<b>754.538 €</b>
<i>./. Betriebskostensatz Senior Loan (über die Gesamtlaufzeit)</i>	25.000 €
<i>./. Betriebskostensatz Senior Loan (annualisiert)</i>	12.500 €
<i>./. Betriebskostensatz Mezzanine Loan (über die Gesamtlaufzeit)</i>	10.000 €
<i>./. Betriebskostensatz Mezzanine Loan (annualisiert)</i>	5.000 €
<b>DB II (über die Gesamtlaufzeit)</b>	<b>1.474.076 €</b>
<b>DB II (annualisiert)</b>	<b>737.038 €</b>
<i>./. Standardrisikokosten Senior Loan (über die Gesamtlaufzeit)</i>	45.000 €
<i>./. Standardrisikokosten Senior Loan (annualisiert)</i>	22.500 €
<i>./. Standardrisikokosten Mezzanine Loan (über die Gesamtlaufzeit)</i>	21.250 €
<i>./. Standardrisikokosten Mezzanine Loan (annualisiert)</i>	10.625 €
<b>DB III (über die Gesamtlaufzeit)</b>	<b>1.407.826 €</b>
<b>DB III (annualisiert)</b>	<b>703.913 €</b>
<i>./. Kalkulatorische EK-Kosten (Senior über die Gesamtlaufzeit)</i>	60.000 €
<i>./. Kalkulatorische EK-Kosten (Senior annualisiert)</i>	30.000 €
<i>./. Kalkulatorische EK-Kosten (über die Gesamtlaufzeit)</i>	22.500 €
<i>./. Kalkulatorische EK-Kosten (annualisiert)</i>	11.250 €
<b>DB IV (über die Gesamtlaufzeit)</b>	<b>1.325.326 €</b>
<b>DB IV (annualisiert)</b>	<b>662.663 €</b>
Zu unterlegendes Eigenkapital für das erstrangige Darlehen	2.169.357 €
Zu unterlegendes Eigenkapital für das Mezzanine-Nachrangdarlehen	903.899 €
Zu unterlegendes Eigenkapital für das gesamte Engagement:	3.073.256 €
<b>Eigenkapitalrentabilität</b>	<b>43,12%</b>
<b>Eigenkapitalrentabilität annualisiert</b>	<b>21,56%</b>

*Tabelle 26: Rentabilitätsbetrachtung der Bank im Mezzanine-Fall*

Dies erfolgt jeweils separat für das erstrangige Darlehen und für das Mezzanine-Darlehen, da es sich aufgrund der unterschiedlichen Risikostruktur auch um unterschiedliche interne Kostensätze handelt (vgl. Tabelle 25.)<sup>806</sup>

Es resultiert der Deckungsbeitrag IV, der zur Rentabilitätsberechnung ins Verhältnis zum eingesetzten Eigenkapital gesetzt wird. Dieses berechnet sich für das erstrangige Darlehen analog zu der Berechnung unter Punkt 4.2.4.1 und führt zu einer Eigenkapitalunterlegungspflicht i. H. v. 2.169.357 €. Hinzu kommt die Berechnung der Eigenkapitalunterlegung für das Mezzanine-Darlehen. Wie unter Punkt 3.2.2.3.6 beschrieben, kommt hier allerdings statt einer LGD von 45% eine LGD von 75% zum Ansatz, um der nachrangigen Besicherung dieser Tranche Rechnung zu tragen.<sup>807</sup> Diese wird in der Formel zur Eigenkapitalanforderung berücksichtigt:

$$K = 0,75 \times N \left( \frac{G(2,50\%) + \sqrt{0,15379} \times G(0,999)}{\sqrt{1 - 0,15379}} \right) \times \left( \frac{1 + (2,5 - 2,5) \times 0,0913(2,50\%)}{1 - 1,5 \times 0,0913(2,50\%)} \right) = 18,08\%$$

(21)

Als Eingabegrößen dieser Formel ist sowohl die Korrelation (R)

$$R = 0,12 \times \left( \frac{1 - e^{-50 \times 2,50\%}}{1 - e^{-50}} \right) + 0,30 \times \left( 1 - \frac{1 - e^{-50 \times 2,50\%}}{1 - e^{-50}} \right) - 0,04 \times \left( 1 - \frac{30 - 5}{45} \right) = 0,15379$$

(22)

als auch die Restlaufzeitanpassung (B) zu berechnen:

$$b = (0,08451 - 0,05898 \times \ln(2,50\%))^2 = 0,0913$$

(23)

Es ergibt sich eine Risikogewichtung des Kredites durch folgende Formel:

$$RW = 18,08\% \times 12,5 \times 5.000.000 = 11.298.736$$

(24)

Zur Ermittlung der Eigenkapitalunterlegung wird schließlich der risikogewichtete Kredit mit dem Solvabilitätskoeffizienten von 8% multipliziert.

<sup>806</sup> Das Mezzanine Darlehen fällt in Anlehnung an Anhang 4 des Dritten Konsultationspapiers in die Risikoklasse Mittel und ist daher mit mehr Eigenkapital zu unterlegen als die Senior Tranche.

<sup>807</sup> Alle nachrangigen Forderungen an Unternehmen, Staaten und Banken erhalten eine LDG von 75%. Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 60. Siehe hierzu Punkt 3.2.2.3.3.

$$EK = 11.298.736 \times 8\% = 903.899 \quad (25)$$

Die Eigenkapitalunterlegung für das Mezzanine-Nachrangdarlehen beläuft sich damit auf 903.899 €. In Summe ergibt sich für das erstrangige Darlehen und für das Mezzanine-Darlehen ein eingesetztes Eigenkapital von 3.073.256 €.

Setzt man den Deckungsbeitrag IV ins Verhältnis zu der Eigenkapitalunterlegung, so resultiert eine Eigenkapitalrentabilität p. a. 21,56%.

Für die Bank kann das bewusste Eingehen eines höheren Risikos bei einer risikoangepassten Vergütung ein sehr lukratives Geschäft sein, mit dem sie eine Eigenkapitalrentabilität von über 10% erreichen kann. Das bedeutet, dass ein so strukturiertes Kreditgeschäft einen positiven Wertbeitrag zum Gesamtbankergebnis leisten kann. Zudem ist die Vergütung des Kreditinstituts durch die Covenants direkt an die Risikolage bzw. an den Vermarktungserfolg gekoppelt, was die Risiko-Rendite-Relation variabel hält.

#### 4.2.5.3 Perspektive des Projektentwicklers

Für das Projektentwicklungsunternehmen ist die Situation differenzierter zu betrachten, da durch eine solche Strukturierung der Finanzierung die absolute Höhe des Trading Profit sinkt. Da die Risikoprovision der Bank annahmegemäß aus dem Trading Profit des Developers bedient werden muss, kann ein Trading Profit von 15% nicht erzielt werden. Daher beläuft sich dieser nun auf 2,49 Mio. € bzw. 8,21% des Gesamtinvestitionsvolumens. Durch den geringeren Eigenkapitaleinsatz steigt allerdings gleichzeitig die Rendite auf das eingesetzte Kapital. Der Eigenkapitaleinsatz des Projektentwicklungsunternehmens verringert sich erheblich und zwar überproportional zum ebenfalls geringeren Gewinn.

<b>Exit</b>			
Mieteinnahmen p.a.			2.100.000 €
Einstandsfaktor / Statische Rendite	14,46	6,92%	
Angestrebter Trading Profit		15,00%	4.555.045 €
Gesamtinvestitionskosten			30.366.963 €
Angestrebter Verkaufspreis			32.860.380 €
Verkaufsfaktor / Statische Rendite	15,65	6,39%	3.866 €/m² MF
<b>Ertrag</b>			
Trading Profit	2.493.417 €	8,21% vom Einstand	
VoFi-Vergleichsrendite		61,89% p.a.	

*Tabelle 27: Rentabilitätsbetrachtung des Developers im Mezzanine-Fall*

	t <sub>0</sub>	t <sub>1</sub>	t <sub>2</sub>	t <sub>3</sub>	t <sub>4</sub>	t <sub>5</sub>	t <sub>6</sub>	t <sub>7</sub>	t <sub>8</sub>
<b>Direkte Zahlungen</b>									
Planungs- und Vorlaufkosten (Pos. 1)	500.000								
Grunderwerbskosten (Pos. 2)		9.540.000							
5% von Pos. 3-6			790.625						
10% von Pos. 3-6				1.581.250					
25% von Pos. 3-6					3.953.125				
25% von Pos. 3-6						3.953.125			
20% von Pos. 3-6							3.162.500		
15% von Pos. 3-6								2.371.875	
Vermakung / PR (Pos. 7)		62.500	62.500	62.500	62.500	62.500	62.500	62.500	62.500
Vermietung / Maklerprovision (Pos. 8)									525.000
Kapitalbeschaffungskosten (Pos. 9)		125.000							
Summe der Auszahlungen pro Quartal	500.000	9.727.500	853.125	1.643.750	4.015.625	4.015.625	3.225.000	2.434.375	587.500
Einzahlung des Verkaufserlöses		0	0	0	0	0	0	0	32.860.380
<b>Indirekte Zahlungen</b>									
Senior Loan		7.340.817	643.807	1.240.449	3.030.374	3.030.374	2.433.733	1.837.091	443.354
Mezzanine-Tranche		1.835.204	160.952	310.112	757.594	757.594	608.433	459.273	110.839
Eigenkapital	500.000	551.479	167.654	222.939	377.564	426.808	431.229	425.954	2.263.336
Verzinsung Senior Loan (Pos. 10)			-91.760	-99.808	-115.313	-153.193	-191.073	-221.494	-244.458
Verzinsung Mezzanine Loan (Pos. 10)			-27.528	-29.942	-34.594	-45.958	-57.322	-66.448	-73.337
Risikoprovision Bank (Pos. 10a)									-1.171.576
Zinsen für Leerstand (Pos. 11)									-740.658
Tilgung									-25.000.000
<b>Endvermögen</b>									<b>7.860.380</b>
Kreditbetrag Senior (Quartalsende)	0	7.340.817	7.984.624	9.225.073	12.255.448	15.285.822	17.719.555	19.556.646	20.000.000
Kreditbetrag Mezzanine (Quartalsende)	0	1.835.204	1.996.156	2.306.268	3.063.862	3.821.456	4.429.889	4.889.161	5.000.000
Sollzinssatz Bank Senior (Quartalsatz)	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%
Sollzinssatz Bank Mezzanine (Quartalsatz)	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%

Tabelle 28: VoFi der Beispiel-Projektentwicklung mit Mezzanine-Tranche

Der Trading Profit bezogen auf das eingesetzte Eigenkapital bleibt mit 46,46% zum vorhergehenden Fall praktisch konstant. Die genauen Zahlungsflüsse für Developer und Bank sind im VoFi in Tabelle 28 dargestellt. Das Projektentwicklungsunternehmen trägt die Planungs- und Vorlaufkosten sowie die Zinszahlungen zur Bedienung des Senior- und Mezzanine-Darlehens.

Das Projektentwicklungsunternehmen setzt über die Laufzeit der Projektentwicklung lediglich 5.366.963 € Eigenkapital ein und kann daher die VoFi-Vergleichsrendite aus dem Projekt entsprechend steigern. Diese beläuft sich pro Quartal auf 12,80% und pro Jahr auf 61,89%.

#### 4.2.5.4 Fazit

Es handelt sich hier um eine Situation aus der beide an der Finanzierung beteiligten Parteien erfolgreich hervorgehen.<sup>808</sup> Das Kreditinstitut kann mit diesem Kreditengagement einen positiven Wertbeitrag auf Gesamtbankebene schaffen. Es bedarf dazu allerdings einer Kreditstrategie, in der verankert ist, dass gegen Zahlung einer risikoadäquaten Marge sowie einer Risikoprovision die Finanzierung eines erhöhten Beleihungsauslaufes akzeptiert wird.<sup>809</sup> So können Banken ihre Erträge aus dem Geschäftsfeld der gewerblichen Immobilienfinanzierung steigern. Dazu muss allerdings hinsichtlich des Engagements in einem erhöhten Risiko-Rendite-Niveau eine entsprechend sorgfältige Due Diligence durchgeführt werden und die Bank muss von der Idee, Konzeption, Qualität und Vermarktbarkeit des Projektes überzeugt sein.

Für das Projektentwicklungsunternehmen bedeutet die Strukturierung der Finanzierung unter Einbeziehung eines Mezzanine-Nachrangdarlehens, dass es bedingt durch die Zahlung der Risikoprovision an die Bank auf etwa ein Drittel der absoluten Höhe des Trading Profit verzichten muss.<sup>810</sup> Als positiv ist dagegen festzuhalten, dass durch den hohen Fremdfinanzierungsanteil der positive Leverage-Effekt gut genutzt werden kann, um die Verzinsung auf das eingesetzte Eigenkapital zu erhöhen.

---

<sup>808</sup> Vgl. Pitschke/Kreuter, Win-Win-Situation, S. 15 f.

<sup>809</sup> Vgl. Pitschke/Kreuter, Win-Win-Situation, S. 15.

<sup>810</sup> Dies trifft dann zu, wenn die Zahlung der Risikoprovision aus dem Trading Profit bedient werden muss.

#### 4.2.6 Joint Venture-Finanzierung mit einer Bank

Die unter Punkt 4.1.3 erläuterten strategischen Allianzen finden zunehmend ihren Ausdruck in Joint Venture-Finanzierungen.<sup>811</sup> Durch solche Allianzen wird angestrebt, den Interessen der Bank und des Developers zum beidseitigen Vorteil Rechnung zu tragen.<sup>812</sup> So sind Projektentwickler vor dem Hintergrund ihrer gemeinhin geringen Eigenkapitalausstattung<sup>813</sup> bestrebt, das zur Finanzierung von Immobilienprojekten erforderliche Fremdkapital unter möglichst geringer Preisgabe ihrer Eigentümerposition zu erhalten, während die finanzierenden Banken eine dem Risiko entsprechende Beteiligung am Projekterfolg und möglichst weitreichende Einflussnahmemöglichkeiten anstreben.<sup>814</sup>

##### 4.2.6.1 Abgrenzung des Joint-Venture-Begriffes

Eine Joint Venture-Finanzierung zeichnet sich dadurch aus, dass das Eigentum an der Immobilie von einer Projektgesellschaft gehalten wird.<sup>815</sup> Neben dem Projektentwicklungsunternehmen können die finanzierende Bank sowie ggf. weitere Kooperationspartner über Kapitalanteile an dieser beteiligt werden. Die Projektgesellschaft ist wirtschaftlich eigenständig und die Finanzierung erfolgt außerhalb der Bilanz der Partner. Projektgesellschaften im Rahmen von Joint Ventures verfügen i. d. R. über kein eigenes Personal. Das operative Geschäft wird im Rahmen von Geschäftsbesorgungsverträgen ausgeführt, die zwischen den Projektbeteiligten geschlossen werden.<sup>816</sup> Abbildung 36 zeigt eine typische Struktur einer Joint Venture-Finanzierung.

---

<sup>811</sup> Mit dem Begriff „Joint Venture“ werden Unternehmenszusammenschlüsse bezeichnet, bei denen mehrere Unternehmen zur Verfolgung eines gemeinsamen Zieles kooperativ zusammenarbeiten. Der Kooperationsgedanke kommt dadurch zum Ausdruck, dass die beteiligten Unternehmen unter Beibehaltung ihrer wirtschaftlichen und rechtlichen Selbständigkeit ein Gemeinschaftsunternehmen gründen.“ Tyko, Projektfinanzierungen, S. 160.

<sup>812</sup> Vgl. Stinner, Immobilien-Joint-Ventures, S. 186.

<sup>813</sup> Vgl. Völker, Rating, S. 5.

<sup>814</sup> Korten/Lückenköter, Joint-Ventures, S. 22.

<sup>815</sup> Damit Aufwand und Nutzen eines Joint Ventures in einem angemessenem Verhältnis zueinander stehen, sollte das Gesamtinvestitionsvolumen der Projekte bei mindestens 15 Mio. € liegen. Vgl. Santen, Immobilien Joint Ventures, S. 85. Da §12 KWG unter anderem die volle Unterlegung von Beteiligungskapital durch haftendes Eigenkapital fordert, ist eine eher geringe Eigenkapitalausstattung der Projektgesellschaft typisch. Vgl. Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 471; Korte/Lückenköter, Joint-Ventures, S. 22.

<sup>816</sup> Vgl. Santen, Immobilien-Joint-Ventures, S. 86.

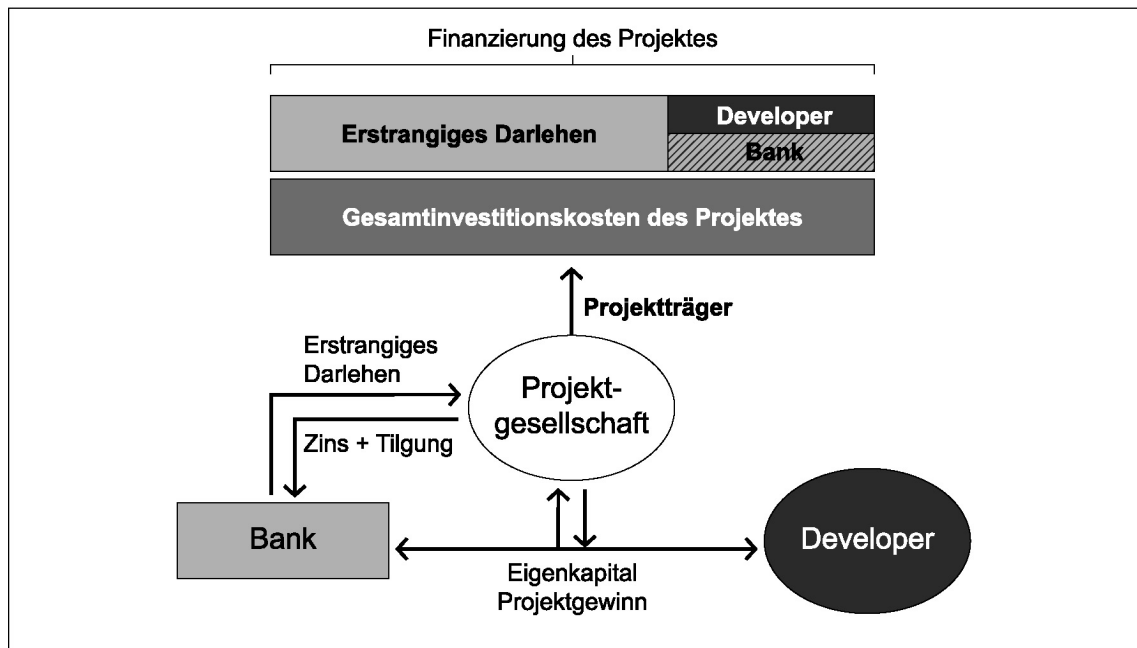


Abbildung 36: Finanzierungsstruktur einer Joint Venture-Finanzierung<sup>817</sup>

Vor dem Hintergrund der im Juli 2002 in Kraft getretenen Unternehmenssteuerreform ist dies steuerlich interessant, da bei Verkauf der Projektgesellschaft an einen Endinvestor die Veräußerungserlöse unter bestimmten Umständen steuerfrei realisiert werden können.<sup>818</sup>

Für die Finanzierungsentscheidung spielt die Bonität des Projektentwicklers sowie dessen Know-how und Erfahrung mit Referenzprojekten eine entscheidende Rolle.<sup>819</sup> Für die Joint Venture-Bank ist es wichtig, dass der Developer die Projektlaufzeit wirtschaftlich übersteht und auch die Risiken vereinbarungsgemäß mitträgt.<sup>820</sup>

Seitens der Joint Venture Bank ist es notwendig, dass sie über erhebliche Ressourcen und immobilienwirtschaftliches Know-how verfügt.<sup>821</sup> Aufgrund der Risiken einer gewerblichen Projektentwicklung wird nur eine Bank mit entsprechender Immobilienkompetenz und Erfahrung an einer Joint Venture-

<sup>817</sup> In Anlehnung an Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 471.

<sup>818</sup> Zu grundsätzlichen steuerlichen Aspekten einer Joint-Venture Finanzierung siehe Korte/Lückenkotter, Joint-Ventures, S. 22 f. Die Auswirkungen der Unternehmenssteuerreform auf Private Equity Investitionen behandelt Bruse, Private Equity, S. 468 ff.

<sup>819</sup> Vgl. Spitzkopf, Finanzierung, S. 274.

<sup>820</sup> Vgl. Santen, Immobilien-Joint-Ventures, S. 83 ff.

<sup>821</sup> Vgl. Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 472; Santen, Immobilien-Joint-Ventures, S. 84.



Finanzierung teilnehmen.<sup>822</sup> Nur unter dieser Voraussetzung ist sie in der Lage, ein angemessenes Controlling des Projekts sicherzustellen und kann gegebenenfalls unmittelbar mit eigenen Ressourcen und Know-how in die Projektsteuerung und den Projektablauf eingreifen.<sup>823</sup>

Die Joint Venture-Bank beteiligt sich bereits in der Vorlaufphase an den unternehmerischen Risiken der Projektentwicklung.<sup>824</sup> Dabei kann die Bank selbst oder über eine Tochtergesellschaft als Eigenkapitalgeberin auftreten.<sup>825</sup> Die Aufteilung des unternehmerischen Risikos und damit der Gewinnansprüche aus dem Projekt werden durch Beteiligungsquoten an der Projektgesellschaft im Gesellschaftsvertrag festgeschrieben. Die Bank tritt in die Position eines Mitunternehmers und kann das operative Geschäft des Projektentwicklers mitgestalten.<sup>826</sup>

Für den Projektentwickler bedeutet diese Finanzierungsform die teilweise Aufgabe seiner alleinigen Geschäftsführungsbefugnis bedingt durch die unternehmerischen Mitbestimmungsrechte des Joint Venture-Partners. Die enge Begleitung des Projekts durch die Joint Venture-Bank ist aber vielmehr als Chance zu werten, da die differenzierte Analyse und fortlaufende Bewertung, zum Beispiel in Bezug auf die Einhaltung der geplanten Kostengrößen, durch einen qualifizierten und ggf. bonitätsstarken Partner die Erfolgswahrscheinlichkeit des Projekts erhöht.<sup>827</sup> Zudem wird durch die Zusammenarbeit mit Joint Venture-Partnern auch zusätzliches Know-how eingebunden, was die Akzeptanz bei Behörden und auch bei potenziellen Endinvestoren verbessert.<sup>828</sup>

Beteiligungsfinanzierungen in Form eines Joint Ventures mit der Bank stellen für den Projektentwickler somit eine wertvolle Möglichkeit dar, eine ggf. fehlen-

---

<sup>822</sup> Vgl. Stinner, Immobilien-Joint-Ventures, S. 186.

<sup>823</sup> Vgl. Spitzkopf, Finanzierung, S. 275; Tyko, Projektfinanzierung, S. 161.

<sup>824</sup> Ein Engagement der Joint-Venture Bank findet meist bereits im Vorstadium eines Projektes statt. Bereits in diesem Stadium stellt die Bank ein Budget zur Verfügung, um sich an den Vorlaufkosten finanziell zu beteiligen. Zu diesen Kosten zählen die Grundstückssicherung, Vorplanungskosten von Architekten und Ingenieuren, Marktresearch und gegebenenfalls Kosten für die Akquisition möglicher Mieter. Vgl. Stinner, Immobilien-Joint-Ventures, S. 186.

<sup>825</sup> Aufgrund des Hypothekendarlehenbankgesetzes dürfen sich Hypothekendarlehenbanken als langfristige Kreditgeber selbst nicht an einer Projektentwicklung beteiligen. Eine Beteiligung kann jedoch gegebenenfalls über das als Universalbank organisierte Mutterunternehmen erfolgen. Vgl. Doswald, Basel II, S. 69 ff.; Spitzkopf, Finanzierung, S. 276 ff.

<sup>826</sup> Stinner, Immobilien-Joint-Ventures, S. 186.

<sup>827</sup> Vgl. Schulte et al. Immobilienfinanzierung, S. 472.

<sup>828</sup> Vgl. Santen, Immobilien-Joint-Ventures, S. 84.

de Eigenkapitalausstattung zur Realisierung eines gewerblichen Immobilienprojekts zu erhalten. Dies bedeutet allerdings auch eine partnerschaftliche Aufteilung des Projektentwicklungsgewinns zwischen Developer und Immobilienbank.<sup>829</sup>

Im Folgenden wird für das vorliegende Beispiel unter den Bedingungen von Basel II unterstellt, dass das Projektentwicklungsunternehmen mit einer Immobilien Bank ein Joint Venture zur Realisierung der Beispiel-Projektentwicklung eingeht. Dazu wird eine Projektgesellschaft in der Rechtsform einer GmbH gegründet, was dem Projektentwicklungsunternehmen eine bilanzneutrale Kreditaufnahme ermöglicht.<sup>830</sup> Für die Gründung der Gesellschaft als auch für die Leistungen von Wirtschaftsprüfern und Steuerberatern fallen insgesamt 100.000 € (Pos. 2) an, die sich über die gesamte Zeit der Projektentwicklung verteilen.<sup>831</sup> Die Gesamtinvestitionskosten gehen aus Tabelle 29 hervor:

Pos. 1	Planungs- und Vorlaufkosten			500.000 €
Pos. 2	Kosten der Projektgesellschaft			100.000 €
Pos. 3	Grunderwerbskosten			9.540.000 €
Pos. 4	Baukosten gesamt (inkl. TG)	10.000 m <sup>2</sup>	1.250 €/m <sup>2</sup> BGF	12.500.000 €
Pos. 5	Baunebenkosten	pauschal	15,00%	1.875.000 €
Pos. 6	Unvorhergesehenes (pauschal auf 4.-7.)		5,00%	718.750 €
	<b>Summe Bau-/Baunebenkosten</b>		<b>1.776 €/m<sup>2</sup> MF</b>	<b>15.093.750 €</b>
Pos. 7	Projektmanagement (pauschal auf 4.-7.)		5,00%	718.750 €
Pos. 8	Vermarktung / PR			500.000 €
Pos. 9	Vermietung / Maklerprovision (3 MM)			525.000 €
Pos. 10	Kapitalbeschaffungskosten			100.000 €
Pos. 11	Finanzierungskosten	(durch VOFi ermittelt)		793.853 €
Pos. 12	Zinsen (Leerstand)	6 Mon. auf 1.-10.		696.784 €
	<b>Gesamtinvestition</b>			<b>28.568.137 €</b>

*Tabelle 29: Gesamtinvestitionskosten im Joint-Venture-Fall*

Die Gesellschafteranteile sind mit 50% zu 50% paritätisch zwischen Immobilienbank und Developer verteilt.<sup>832</sup> Die Immobilienbank gewährt der Gesellschaft

<sup>829</sup> Korte/Lückenkotter, Joint-Ventures, S. 20.

<sup>830</sup> Die Projektgesellschaft ist eigenständig und erfolgt i. d. R. außerhalb der Bilanz der Partner. Zu beachten ist, dass je nach Größe, Rechtsform sowie Geschäftsanteil des Projektentwicklers an der Projektgesellschaft unter Umständen eine Konsolidierung des Tochterunternehmens nach § 290 Absatz 1 und 2 HGB oder nach § 11 Absatz 1 PublG notwendig ist, so dass dem Projektentwickler keine bilanzneutrale Kreditaufnahme ermöglicht wird. Vgl. Küting/Weber, Konzernabschluss, S. 80 f.

<sup>831</sup> Hierunter fallen in erster Linie Gründungskosten, Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Notar- und Gerichtskosten.

<sup>832</sup> Eine Projektgesellschaft wird in der Regel mit einem relativ geringen Kapital ausgestattet. Sie verfügt über kein eigenes Personal. Das operative Geschäft wird im Rahmen von Ge-

zudem ein erstrangiges Darlehen i. H. v. 20 Mio. €. <sup>833</sup> Dabei werden marktübliche Konditionen zugrunde gelegt. Wie in den vorausgehenden Beispielen verlangt die Bank einen Zinssatz von 5,00%. Die Bereitstellung der Fremdkapitalmittel erfolgt nach Baufortschritt. Die Besicherung besteht neben der Grundschuld aus wirtschaftlicher Perspektive in erster Linie aus der Abtretung der künftigen Zahlungsströme aus dem Objekt an die Immobilienbank. <sup>834</sup> Das Kapital zur Schließung der Lücke zu den Gesamtinvestitionskosten wird von den Gesellschaftern gemäß ihrer Geschäftsanteile hälftig eingebracht, was bedeutet, dass beide 4,28 Mio. € Stammkapital einbringen (vgl. Tabelle 30)

Verkehrswert		32.860.380 €
Gesamtinvestitionskosten		28.568.137 €
Gesamtinvestitionskosten ohne Finanzierung		27.077.500 €
Beleihungswert		25.000.000 €
Senior Loan (80% vom Beleihungswert)	80,00%	20.000.000 €
Tranche der Joint Venture Bank		4.284.069 €
Eigenkapitaleinsatz des Developers		4.284.069 €
Laufzeit der Finanzierung in Monaten	24	
Finanzierungskosten		
Refinanzierungszins (3-Monats-Euribor)	3,50%	
Zinsaufwand Senior Tranche (150 BP über 3-Monats-Euribor)	5,00%	
Bearbeitungsgebühr (0,5% der Gesamtkreditsumme)	0,50%	100.000 €
Zinssatz für Beteiligung der Joint Venture-Bank	0,00%	0 €
Gewinnanteil für die Joint Venture-Bank	50,00%	2.146.122 €
Langfristiger Kapitaldienst (2% Tilgung + 5,5% langfr. Durchschnittszins)	7,50%	1.500.000 €
Nachhaltige Kapitaldienstdeckung (Jahresreinertrag/Langfr. Kapitaldienst)		123%

*Tabelle 30: Darstellung der Joint Venture-Finanzierung*

Durch die Gründung der Projektgesellschaft verschiebt sich der Fokus des Ratings und damit der Einschätzung der Ausfallwahrscheinlichkeit primär auf diese Gesellschaft. D. h., dass neben der Bonität und Erfahrung des Developers nun die Bonität und das eingebrachte Know-how der Joint Venture-Bank steht. Zudem kann vermutet werden, dass sich die Realisierungschancen einer Projekt-

schäftsbesorgungsverträgen ausgeführt, die zwischen den Projektbeteiligten geschlossen werden. Vgl. Santen, Immobilien-Joint-Ventures, S. 86; Tyko, Projektfinanzierung, S. 167.

<sup>833</sup> Banken sind meist nicht mehr bereit, sich zusätzlich zu ihrem Joint-Venture-Engagement auch an der erstrangigen Kreditvergabe zu beteiligen. Vgl. Doswald, Basel II, S. 69 ff.; Spitzkopf, Finanzierung, S. 276 ff.

<sup>834</sup> Vgl. Raum, Kreditrating, S. 10.

entwicklung durch Einbindung eines kompetenten Bankpartners erheblich erhöhen.<sup>835</sup>

Da es sich bei der Gesellschaftertranche um eine Beteiligung handelt, finden die entsprechenden Baseler Regelungen für Bankbeteiligungen Anwendung.<sup>836</sup> Im Standardansatz wird das Risikogewicht von den nationalen Bankaufsichtsbehörden festzulegen sein. Dabei ist eine Untergrenze von 150% einzuhalten.<sup>837</sup> Zur Berechnung der gewichteten Risikoaktiva für Beteiligungen im Rahmen der beiden IRB-Ansätze gibt der Baseler Ausschuss einen Marktansatz und einen PD/LGD-Ansatz vor.<sup>838</sup> Die Mindestanforderungen und die Methodik für den PD/LGD-Ansatz bei Beteiligungen entsprechen denen des IRB-Basisansatzes für Unternehmenskredite, mit folgenden Ergänzungen:<sup>839</sup>

- Die Anforderungen an die PD-Schätzung der Banken für Unternehmensbeteiligungen entsprechen denen für Unternehmenskredite. Besteht zu dem Unternehmen im Beteiligungsbesitz keine Kreditbeziehung und besitzt die Bank keine ausreichende Informationen über das Unternehmen, um festzustellen, ob die Merkmale der Ausfalldefinition gegeben sind, die sonstigen relevanten Standards jedoch erfüllt werden, so ist bei gegebener PD-Schätzung der Bank ein Skalierungsfaktor von 1,5 auf das aus der Unternehmenskreditkurve abgeleitete Risikogewicht anzuwenden.<sup>840</sup> Ist der Beteiligungsbesitz der Bank wesentlich und darf sie den PD/LGD-Ansatz für regulatorische Zwecke nutzen, kann jedoch die relevanten Standards noch nicht

---

<sup>835</sup> Vgl. Stinner, Immobilien-Joint-Ventures, S. 186.

<sup>836</sup> Siehe hierzu Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 71 ff.

<sup>837</sup> Die nationalen Aufsichtsinstanzen können demnach entscheiden, ein Risikogewicht von 150% oder höher anzuwenden, um den höheren Risiken zu entsprechen, die Venture Capital oder Private Equity Investitionen verbunden sind. Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 15.

<sup>838</sup> Im Marktansatz dürfen Institute die Mindesteigenkapitalanforderungen für ihre Anlagebuch-Beteiligungen mit Hilfe einer oder beider der folgenden unterschiedlichen Methoden berechnen: eine einfache Risikogewichtsmethode und eine auf bankinternen Marktrisikomodellen basierende Methode. Die gewählte Methode sollte mit dem Umfang und der Komplexität des Beteiligungsportfolios der Bank konsistent sein sowie der Größe und dem Know-how der Bank entsprechen. Die nationale Aufsicht kann die Nutzung einer bestimmten Methode entsprechend den individuellen Verhältnissen der Bank vorschreiben. Zur Marktmethode siehe ausführlich Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 71 f.

<sup>839</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 73.

<sup>840</sup> Für das vorliegende Beispiel wird von der Anwendung des Skalierungsfaktors von 1,5 abgesehen, da unterstellt wird, dass ausreichende Informationen über die Projektentwicklung und über das Projektentwicklungsunternehmen vorliegen.

erfüllen, muss sie die einfache Risikogewichtsmethode im Rahmen der Marktansätze anwenden.<sup>841</sup>

- Eine LGD von 90 % wird für die Ableitung der Risikogewichte für Beteiligungen angenommen.<sup>842</sup>
- Zu diesem Zweck unterliegt das Risikogewicht einer Laufzeitanpassung von fünf Jahren, unabhängig davon, ob die Bank für andere Teile ihres IRB-Portfolios explizite Laufzeitanpassungsmethoden anwendet.<sup>843</sup>

#### 4.2.6.2 Perspektive der Joint Venture-Bank

Die Immobilienbank bringt neben einem erstrangigen Darlehen i. H. v. 20 Mio. € eine Joint Venture-Tranche von 4,28 Mio. € in die Finanzierung ein. Da das eingebrachte Eigenkapital einer Beteiligung entspricht, muss eine Berechnung der Eigenkapitalunterlegung gemäß der o. g. Vorgaben stattfinden. Diese berechnet sich wie folgt:

$$K = 0,90 \times N \left( \frac{G(2,50\%) + \sqrt{0,15379} \times G(0,999)}{\sqrt{1 - 0,15379}} \right) \times \left( \frac{1 + (5 - 2,5) \times 0,0913(2,50\%)}{1 - 1,5 \times 0,0913(2,50\%)} \right) = 23,64\%$$

(26)

Als Eingabegrößen dieser Formel ist sowohl die Korrelation (R)

$$R = 0,12 \times \left( \frac{1 - e^{-50 \times 2,50\%}}{1 - e^{-50}} \right) + 0,30 \times \left( 1 - \frac{1 - e^{-50 \times 2,50\%}}{1 - e^{-50}} \right) - 0,04 \times \left( 1 - \frac{30 - 5}{45} \right) = 0,15379$$

(27)

als auch die Restlaufzeitanpassung (B) zu berechnen:

$$b = (0,08451 - 0,05898 \times \ln(2,50\%))^2 = 0,0913$$

(28)

Es ergibt sich eine Risikogewichtung der Tranche durch folgende Formel:

<sup>841</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 73.

<sup>842</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 73.

<sup>843</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 72 ff.

$$RW = 26,64\% \times 12,5 \times 4.284.068,50 = 14.267.313 \quad (29)$$

Zur Ermittlung der Eigenkapitalunterlegung wird schließlich die risikogewichtete Joint Venture-Tranche mit dem Solvabilitätskoeffizienten von 8% multipliziert.

$$EK = 14.267.313 \times 8\% = 1.141.385 \quad (30)$$

Die Eigenkapitalunterlegung für diese Tranche beläuft sich damit auf 1.141.385 €.

Dieses für das Beteiligungsengagement vorzuhaltende regulatorische Eigenkapital wird im Rahmen der Berechnung des internen Zinsfußes als gebundenes bzw. investiertes Kapital betrachtet, das bei der Veräußerung und Auflösung der Projektgesellschaft wieder für anderweitige Verwendungszwecke frei wird.<sup>844</sup> Während der Laufzeit der Projektentwicklung erhält die Joint Venture Bank keine laufende Verzinsung für die Bereitstellung des Beteiligungskapitals. Sie erhält aber aus dem Gewinn der Projektentwicklung einen Anteil von 2,15 Mio. €. Der Zahlungsstrom für die Joint Venture-Bank stellt sich demnach über den Zeitraum der Projektentwicklung wie in Tabelle 31 dar:

Interner Zinsfuß				
	2003	2004	2005	
Beteiligung	- 4.284.069 €	- €	4.284.069 €	
Haftendes Eigenkapital	- 1.141.385 €	- €	1.141.385 €	
Partizipation am Gewinn		- €	2.146.122 €	
<b>Zahlungsstrom summiert:</b>	<b>- 5.425.454 €</b>	<b>- €</b>	<b>7.571.575 €</b>	<b>IRR = 18,13%</b>

*Tabelle 31: Zahlungsflüsse der Joint Venture-Bank*

Auf Grundlage dieses Zahlungsstroms ergibt die Berechnung des internen Zinsfußes eine Verzinsung des durchschnittlich gebundenen Eigenkapitals von 18,13%. Das Engagement ist somit für die Joint Venture-Bank vorteilhaft und sie erreicht damit ihre geplante Zielrendite.

Mit der erstrangigen Darlehenstranche macht die Immobilienbank neben der Beteiligung ein reines Margengeschäft. Sonst gelten die gleichen Bedingungen hinsichtlich des erstrangig besicherten Darlehens wie in den vorherigen Fällen.

<sup>844</sup> „Der interne Zinsfuß einer Investition ist als derjenige Zinssatz definiert, bei dem der Kapitalwert einer Investition den Wert Null annimmt. Er gibt die Verzinsung des zu jedem Zeitpunkt gebundenen Kapitals an.“ Schulte/Allendorf/Ropeter, Immobilieninvestition, S. 527. Zur Methodik, Interpretation und zu Entscheidungen auf der Basis des internen Zinsfußes siehe auch Schulte, Wirtschaftlichkeitsrechnung, S. 90 ff.

Dazu wird die Korrelation ( $R$ ),<sup>845</sup>

$$R = 0,12 \times \left( \frac{1 - e^{-50 \times 2,50\%}}{1 - e^{-50}} \right) + 0,30 \times \left( 1 - \frac{1 - e^{-50 \times 2,50\%}}{1 - e^{-50}} \right) - 0,04 \times \left( 1 - \frac{30 - 5}{45} \right) = 0,15379 \quad (31)$$

als auch die Restlaufzeitanpassung ( $B$ ) berechnet:

$$b = (0,08451 - 0,05898 \times \ln(2,50\%))^2 = 0,0913 \quad (32)$$

Schließlich werden beide Werte in die Formel zur Berechnung der Eigenkapitalanforderung eingesetzt:

$$K = 0,45 \times N \left( \frac{G(2,50\%) + \sqrt{0,15379} \times G(0,999)}{\sqrt{1 - 0,15379}} \right) \times \left( \frac{1 + (2,5 - 2,5) \times 0,0913(2,50\%)}{1 - 1,5 \times 0,0913(2,50\%)} \right) = 10,85\% \quad (33)$$

Es ergibt sich eine Risikogewichtung des Kredites durch folgende Formel:

$$RW = 10,85\% \times 12,5 \times 20.000.000 = 27.116.966 \quad (34)$$

Zur Ermittlung der Eigenkapitalunterlegung wird schließlich der risikogewichtete Kredit mit dem Solvabilitätskoeffizienten von 8% multipliziert.

$$EK = 27.116.966 \times 8\% = 2.169.357 \quad (35)$$

Analog zu Punkt 4.2.4 wird eine Kreditmarge von 150 Basispunkten unterstellt (vgl. Tabelle 19 auf Seite 189).

Für das Kreditengagement ergibt sich nach der Systematik von Basel II eine Eigenkapitalunterlegung von 2.169.357 €.

<sup>845</sup> Für kleine und mittlere Unternehmen mit einem konsolidierten Jahresumsatz  $S$  von weniger als 50 Mio. € findet eine Größenanpassung in Abhängigkeit vom Jahresumsatz statt, die mit in die Berechnung der Risikogewichtungsfunktion für Forderungen an KMU einfließt. In diesem Fall findet ein einheitlicher Abschlag bei der Korrelation von 0,04 statt, da der Jahresumsatz des Projektentwicklungsunternehmens kleiner als 50 Millionen Euro ist. Die Auswirkungen des Größenklassenabschlages wurden unter Punkt 3.3.1.2 anhand eines Beispiels dargestellt. Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 58; Schulte-Mattler, Konsultationspapier, S. 390.

Erträge aus Zinsmarge Senior Loan (über die Gesamtlaufzeit)	150.000 €
Erträge aus Zinsmarge Senior Loan (annualisiert)	75.000 €
Ertrag aus Bearbeitungsgebühr (über die Gesamtlaufzeit)	100.000 €
Ertrag aus Bearbeitungsgebühr (annualisiert)	50.000 €
<b>DB I (über die Gesamtlaufzeit)</b>	<b>250.000 €</b>
<b>DB I (annualisiert)</b>	<b>125.000 €</b>
<i>./. Betriebskostensatz Senior Loan (über die Gesamtlaufzeit)</i>	25.000 €
<i>./. Betriebskostensatz Senior Loan (annualisiert)</i>	12.500 €
<b>DB II (über die Gesamtlaufzeit)</b>	<b>225.000 €</b>
<b>DB II (annualisiert)</b>	<b>112.500 €</b>
<i>./. Standardrisikokosten (Senior - über die Gesamtlaufzeit)</i>	45.000 €
<i>./. Standardrisikokosten (Senior - annualisiert)</i>	22.500 €
<b>DB III (über die Gesamtlaufzeit)</b>	<b>180.000 €</b>
<b>DB III (annualisiert)</b>	<b>90.000 €</b>
<i>./. Kalkulatorische EK-Kosten (über die Gesamtlaufzeit)</i>	60.000 €
<i>./. Kalkulatorische EK-Kosten (annualisiert)</i>	30.000 €
<b>DB IV (über die Gesamtlaufzeit)</b>	<b>120.000 €</b>
<b>DB IV (annualisiert)</b>	<b>60.000 €</b>
Zu unterlegendes Eigenkapital für das erstrangige Darlehen	2.169.357 €
<b>Eigenkapitalrentabilität</b>	<b>5,53%</b>
<b>Eigenkapitalrentabilität annualisiert</b>	<b>2,77%</b>

*Tabelle 32: Rentabilitätsbetrachtung der Joint Venture-Bank*

Dies führt zu einem annualisierten Deckungsbeitrag IV von 60.000 € und damit zu einer Rendite auf das eingesetzte Eigenkapital von 5,53%, auf Jahresbasis von 2,77% (vgl. Tabelle 32).

#### 4.2.6.3 Perspektive des Projektentwicklers

Der Eigenkapitaleinsatz des Projektentwicklungsunternehmens beläuft sich auf 4,28 Mio. €. Die absolute Höhe des Trading Profit sinkt auf 2,15 Mio. €, was einem Trading Profit bezogen auf die Gesamtinvestitionskosten von 7,51% entspricht. Die Verringerung des Trading Profit ist darauf zurückzuführen, dass die Bank als Gesellschafter der Projektgesellschaft aus dem Trading Profit bedient werden muss. Dem geringen Trading Profit steht allerdings ein sehr hoher Trading Profit auf das eingesetzte Eigenkapital gegenüber (vgl. Tabelle 32).

<b>Exit</b>			
Mieteinnahmen p.a.			2.100.000 €
Einstandsfaktor / Statische Rendite	13,60	7,35%	
Angestrebter Trading Profit		15,00%	4.285.221 €
Gesamtinvestitionskosten			28.568.137 €
Angestrebter Verkaufspreis			32.860.380 €
Verkaufsfaktor / Statische Rendite	15,65	6,39%	3.866 €/m² MF
<b>Ertrag</b>			
Trading Profit	2.146.122 €	7,51% vom Estand	
VoFi-Vergleichsrendite		50,68%	

*Tabelle 33: Rentabilitätsbetrachtung des Projektentwicklers im JV-Fall*



	t <sub>0</sub>	t <sub>1</sub>	t <sub>2</sub>	t <sub>3</sub>	t <sub>4</sub>	t <sub>5</sub>	t <sub>6</sub>	t <sub>7</sub>	t <sub>8</sub>
<b>Direkte Zahlungen</b>									
Planungs- und Vorlaufkosten (Pos. 1)	500.000								
Kosten der Projektgesellschaft (Pos. 2)	20.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000
Grundenwerbskosten (Pos. 3)		9.540.000							
5% von Pos. 4-7			790.625						
10% von Pos. 4-7				1.581.250					
25% von Pos. 4-7					3.953.125				
25% von Pos. 4-7						3.953.125			
20% von Pos. 4-7							3.162.500		
15% von Pos. 4-7								2.371.875	
Vermarkung / PR (Pos. 8)		62.500	62.500	62.500	62.500	62.500	62.500	62.500	62.500
Vermietung / Maklerprovision (Pos. 9)									525.000
Kapitalbeschaffungskosten (Pos. 10)		100.000							
Summe der Auszahlungen pro Quartal	520.000	9.712.500	863.125	1.653.750	4.025.625	4.025.625	3.235.000	2.444.375	597.500
Einzahlung des Verkaufserlöses									32.860.380
<b>Indirekte Zahlungen</b>									
Senior Loan		1.664.363	883.930	1.685.604	4.078.549	4.129.531	3.390.525	2.642.281	1.525.219
Joint-Venture Tranche	260.000	4.024.069							
Eigenkapital	260.000	4.024.069							
Verzinsung Senior Loan (Pos. 11)			-20.805	-31.854	-52.924	-103.906	-155.525	-197.906	-230.935
Verzinsung der Joint Venture Tranche (Pos. 11)			0	0	0	0	0	0	0
Zinsen für Leerstand (Pos. 12)									-696.784
Tilgung									-24.024.068
<b>Endvermögen</b>									<b>8.836.312</b>
Kreditbetrag Senior Loan (Quartalsende)	0	1.664.363	2.548.293	4.233.896	8.312.445	12.441.975	15.832.500	18.474.781	20.000.000
Kreditbetrag Joint Venture Tranche (Quartalsende)	0	4.024.069	4.024.069	4.024.069	4.024.069	4.024.069	4.024.069	4.024.069	4.024.069
Sollzinssatz Bank Senior Loan (Quartalsatz)	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%
Sollzinssatz Joint Venture Tranche (Quartalsatz)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Tabelle 34: VoFi der Beispiel-Projektentwicklung im Joint Venture-Fall

Das Projektentwicklungsunternehmen und die Immobilienbank teilen sich in der Phase der Projektinitiierung zur Hälfte die Planungs- und Vorlaufkosten i. H. v. 500.000 € sowie die Kosten für die Gründung der Gesellschaft i. H. v. 20.000 €. Die Projektgesellschaft leistet die Zinszahlungen zur Bedienung des erst-rangigen Darlehens an die Immobilienbank, was aus dem in Tabelle 34 dargestellten vollständigen Finanzplan hervorgeht. Als VoFi-Vergleichsrendite ergibt sich ein Zinssatz pro Quartal von 10,79%, was einer jährlichen VoFi-Vergleichsrendite von 50,68% entspricht.

#### 4.2.6.4 Fazit

Bei einer Joint Venture-Finanzierung erweitert ein Kreditinstitut das klassische Kreditgeschäft im erstrangigen Bereich um ein unternehmerisches Engagement zusammen mit dem Developer. Zu berücksichtigen ist, dass diese Form der Finanzierung qualifizierte und motivierte Mitarbeiter voraussetzt, die über fundierte Kenntnisse im Baurecht, der Bauabwicklung und über die aktuellen Entwicklungen und Strömungen auf den Immobilienmärkten verfügen.<sup>846</sup> Zudem ist Sensibilität für Sachverhalte im Gesellschafts- und Steuerrecht gefordert, die im vorliegenden Beispiel zur Komplexitätsreduktion weitgehend ausgeblendet wurden. Die Beispielrechnung zeigt, dass auch unter den Bedingungen von Basel II ein Joint Venture zwischen Projektentwickler und einer Immobilienbank durchgeführt werden kann. Die Eigenkapitalunterlegungserfordernisse für die Beteiligungstranche an der Projektgesellschaft sind nach Basel II allerdings sehr hoch.<sup>847</sup> Die Joint Venture Bank muss sich darüber im Klaren sein, dass ein solches Engagement viel Eigenkapital und auch personelle Ressourcen bindet. Dafür lassen sich allerdings Erträge erwirtschaften, die deutlich über denen liegen, die über klassische Kreditgeschäfte erzielbar sind.

Für das Projektentwicklungsunternehmen stellt sich die Lage so dar, dass ein erheblicher Anteil des Projektgewinns an die Joint Venture-Bank abgeführt werden muss. Dies reduziert den Projektgewinn für den Developer zwar erheblich, doch ist durch diese Joint Venture-Konstruktion grundsätzlich die Finanzierung

---

<sup>846</sup> Vgl. Stinner, Joint-Venture-Finanzierung, S. 186.

<sup>847</sup> Vgl. Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Auswirkungsstudie, S. 15, 72; Cowley, Basel II, S. 37.

gesichert, was sich bei einem restriktiven Kreditvergabeverhalten der Kreditbanken ohne weitere Finanzierungspartner auch anders darstellen könnte.

#### 4.2.7 Finanzierung mit Real Estate Private Equity

Zur Schließung einer möglichen Finanzierungslücke bei gewerblichen Immobilienprojekten kommt außer der Bereitstellung von Mezzanine-Nachrangdarlehen oder einer unternehmerischen Kooperation im Rahmen eines Joint Ventures mit einer Bank auch die Akquisition von Eigenkapital über Private Equity-Partner in Frage.<sup>848</sup> Bei der Betrachtung solcher Real Estate Private Equity-Investitionen spielt die exakte Abgrenzung zu anderen Finanzierungsarten eine wichtige Rolle.<sup>849</sup>

##### 4.2.7.1 Abgrenzung des Private Equity-Begriffes

Bader definiert Private Equity als „eine Finanzierungsart, bei welcher nicht kotierten Unternehmen in einer entscheidenden Phase ihrer Entwicklung, ohne ausreichende Sicherheiten, mittel- bis langfristiges Kapital und, bei Bedarf, Managementunterstützung zur Verfügung gestellt wird. Zur Realisierung eines dem Risiko entsprechenden Gewinns besteht von vornherein die Absicht, die Beteiligung wieder zu veräußern.“<sup>850</sup> Der Begriff stammt aus den USA und hat dort sein definitorisches Gegenstück im Public Equity, als börsennotiertes Eigenkapital, welches einer Registrierung bei der SEC unterworfen ist.<sup>851</sup> In Europa ersetzt Private Equity landläufig vielfach den Begriff „Venture-Capital“ als Fachterminus.<sup>852</sup> Die Begriffe sind aber keineswegs deckungsgleich oder austauschbar, da es sich bei Venture Capital um ein Teilsegment des Private Equity-Marktes handelt, was durch Abbildung 37 veranschaulicht wird.<sup>853</sup> Unter Ven-

---

<sup>848</sup> Eine solche Eigenkapitalbeteiligung erfolgt in der Regel über die Gründung einer Projektgesellschaft an der sich externe Eigenkapitalpartner beteiligen.

<sup>849</sup> Vgl. Linneman, Real Estate Private Equity Funds, S. 432 ff.

<sup>850</sup> Bader, Private Equity, S. 10. Rams/Remmen untersuchten im Rahmen einer Studie die Akzeptanz von Private Equity von deutschen mittelständischen Unternehmen. Siehe hierzu Rams/Remmen, Unternehmensfinanzierung, S. 74 ff.

<sup>851</sup> Vgl. Rudolph/Fischer, Private Equity, S. 49; Khan/Miran, Beteiligungskapital, S. 257.

<sup>852</sup> Ausführlich setzen sich Leopold/Frommann (Eigenkapital) mit Venture Capital unter besonderer Berücksichtigung der Mittelstandsfinanzierung auseinander.

<sup>853</sup> Vgl. Goepfert/Raddatz, Private Equity, S. 11; Göppert, Wagniskapital, S. 1.

ture Capital<sup>854</sup> versteht man das Eigenkapital, das jungen Unternehmen speziell zur Gründung, zur Entwicklung und zur Expansion des Geschäftes zur Verfügung gestellt wird.<sup>855</sup>

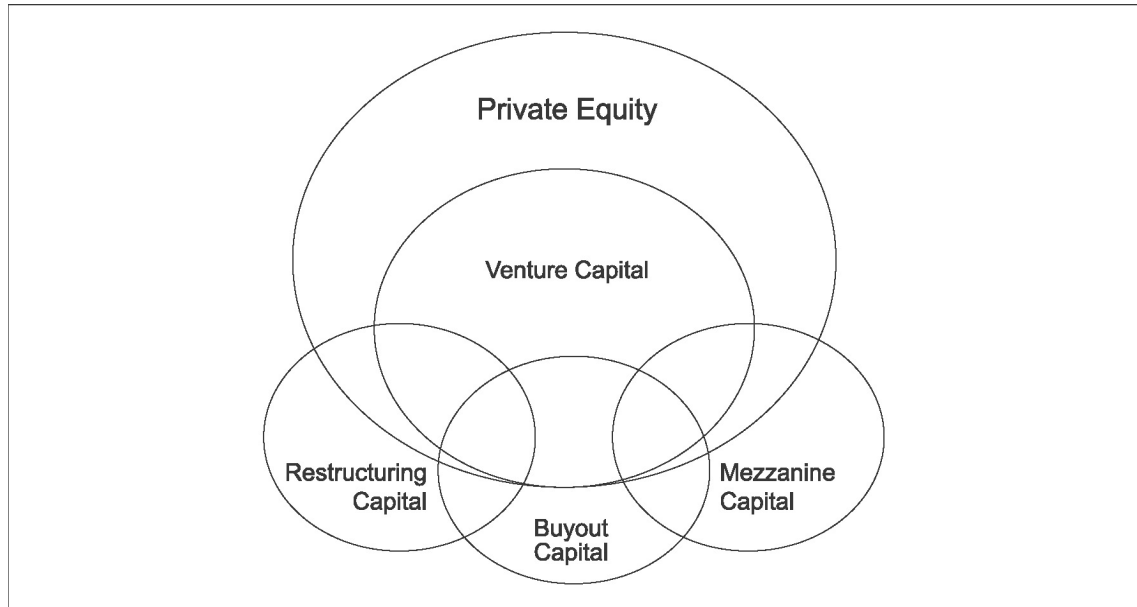


Abbildung 37: Private Equity und verwandte Finanzierungsarten<sup>856</sup>

Auch in die Immobilienbranche hat diese Finanzierungsform unter dem Namen „Real Estate Private Equity“ Einzug gehalten.<sup>857</sup> Anlagekategorien können Bestandsobjekte, sowie Portfolios, Not leidende Immobilienkredite oder Immobilienprojektentwicklungen sein, wobei stets das Ziel einer kurz- bis mittelfristigen Veräußerung verfolgt wird. Dabei sind zwei verschiedene Beteiligungskonzepte zu unterscheiden: Zum einen kann die Beteiligung an Projektgesellschaften (Share Deal) erfolgen, zum anderen kann eine Beteiligung auf Projekt- bzw. Immobilienebene stattfinden, wobei die Investmentgesellschaft Miteigentümer der einzelnen Immobilie wird (Asset Deal).<sup>858</sup>

<sup>854</sup> Derartige Unternehmensbeteiligungen werden beispielsweise von der Real Estate Venture Capital GmbH (REVC) in Hamburg angeboten. Die REVC kann sich mit bis zu 10-50% beteiligen. Vgl. Leykam, Wagniskapital, S. 3; Vgl. o. V. Real Estate Venture Capital.

<sup>855</sup> Vgl. Engelmann/Heitzer, Business Angels, S. 215.

<sup>856</sup> In Anlehnung an Bader, Private Equity, S. 9. Typische Einsatzfelder für Private Equity sind Management-Buy-Out oder Restrukturierungsfinanzierungen (Restructuring Capital) im Rahmen von Nachfolgeregelungen, Unternehmensverkäufen oder Spin-offs sowie Bridgefinanzierungen vor Börsengängen. Daher zeigt diese abgrenzende Abbildung auch die Schnittstellen zu diesen verwandten Kapitalarten.

<sup>857</sup> Siehe hierzu ausführlich Rottke, Finanzierungsform, S. 32 ff.

<sup>858</sup> Vgl. Goepfert/Raddatz, Private Equity, S. 11.

Der Private Equity-Markt im Immobilienbereich wird zurzeit weit gehend von angelsächsischen Private Equity-Investoren dominiert, den so genannten Opportunity-Fonds. Ziel der Opportunity Funds ist es, antizyklisch zu investieren.<sup>859</sup> Unter Ausnutzung von Marktschwächen erwerben diese Immobilien mit Preisabschlägen (auf Portfolioebene i. d. R. mit Paketabschlägen), um sie nach kurzer- bis mittelfristiger Haltedauer auf Grund von geschicktem "Risk adjustment", kreativen Finanzierungsmethoden und unter Ausnutzung steuerlicher Gestaltungsmöglichkeiten gewinnbringend weiterzuveräußern.<sup>860</sup> Dabei wird i. d. R. ein interner Zinsfuß von mehr als 20% auf das investierte Kapital angestrebt.<sup>861</sup> Durch operative Partner leisten Opportunity Funds auch aktive Managementunterstützung zur Kontrollausübung und Renditesteigerung ihrer Investments. Aus diesem Grunde liegt die Renditeerwartung der Investoren deutlich über den Renditeerwartungen von herkömmlichen geschlossenen Immobilienfonds.<sup>862</sup> Das Fondsmanagement obliegt in der Regel einer internationalen Investmentbank.

Die Refinanzierung des Fonds erfolgt durch institutionelle Anleger, wie Pensionsfonds und Versicherungen, sowie von wohlhabenden Einzelinvestoren. Dabei wird die einzelne Investition durch einen hohen Fremdfinanzierungsanteil hoch „geleveraged“. <sup>863</sup> Investiert wird vorwiegend in Großobjekte in Spitzenlagen, aber auch zunehmend in mittelgroße Gewerbeimmobilienprojekte.<sup>864</sup>

Die Private Equity-Investoren lassen sich anhand der angestrebten Eigenkapitalverzinsung und ihrer Risikoneigung unterscheiden.<sup>865</sup> Die Risikoklassen von Real Estate Private Equity Investitionen lassen sich dabei i. d. R. in drei Risikoklassen unterteilen, die in Tabelle 35 dargestellt sind: „core“, „enhanced“ und „opportunistic“.

---

<sup>859</sup> Vgl. Rottke/Holzmann, Deals, S. 28 f.

<sup>860</sup> Siehe hierzu ausführlich Linneman, Real Estate Private Equity Funds, S. 432 ff.

<sup>861</sup> Vgl. Rottke/Holzmann, Deals, S. 28.

<sup>862</sup> Vgl. Rohmert, Real Estate, S. 10; Zitelmann, Risiko, S. 8.

<sup>863</sup> Vgl. Interview mit Herrn Ulrich Höller.

<sup>864</sup> Vgl. von Weichs, Private Equity, S. 61; Friedemann, Eigenkapitalfonds, S. 61; Reichel, Geldgeber, S. 36. Für Opportunity Funds ist allerdings eine kritische Projektgröße wichtiges Anlagekriterium. Einzelprojekte mit weniger als 50 Millionen € Gesamtinvestitionskosten sind i.d.R. für diese Investorenkreise nicht interessant.

<sup>865</sup> Vgl. Rottke, Finanzierungsform, S. 32.

Risikoklasse	core	enhanced	opportunistic
angestrebte Eigenkapitalverzinsung	8 bis 12 %	13 bis 20 %	>20 %
Immobilientyp	Bestandsobjekte, Stabile cash Flows	Bestandsobjekte, Problemimmobilien, Sanierungsfälle	Projektentwicklungen, Sanierungen
Vermietung/Vorvermietung	> 90%	0 bis 50%, oder hoher Anteil an auslaufenden Mietverträgen	0 bis 30%, oder mehr
Halteperiode bis Exit	7 bis 15 Jahre	3 bis 8 Jahre	1 bis 4 Jahre

*Tabelle 35: Immobilien-Fondsspektrum für Private Equity*<sup>866</sup>

Mit Bestandsimmobilien lässt sich eine solche Verzinsung in der Regel nicht erzielen, mit Projektentwicklungen dagegen sehr wohl, vorausgesetzt, die Gewinnanteile werden entsprechend der von den Projektbeteiligten eingegangenen Risiken verteilt.

In klein- bis mittelvolumigen Größenordnungen ist auch von deutschen Initiatoren verstärkt die Entwicklung und Auflage von Projektentwicklungsfonds zu beobachten.<sup>867</sup> Anders als die aus der Vergangenheit bekannten geschlossenen Immobilienfonds, bei denen der private Fonds-Zeichner sich direkt an der die Immobilie besitzenden Gesellschaft beteiligte und bei Beitritt eine zumindest konzeptionell fertige Projektentwicklung vorfand, geht er bei dem Projektentwicklungsfonds ein ungleich höheres Risiko ein.<sup>868</sup> Der Projektentwicklungsfonds als geschlossener Fonds dient allein dazu, Private Equity zu sammeln und dieses dann in eine noch nicht bestimmte Projektentwicklung als Eigenkapital einzubringen. Der Vorteil gegenüber den geschlossenen Immobilienfonds liegt in der Besonderheit der Private-Equity-Finanzierung begründet: einer kurzen Laufzeit von zwei bis vier Jahren und einer Aussicht auf eine überproportional hohe Gewinnbeteiligung, die sogar bei entsprechender geschickter Gestaltung teilweise steuerfrei vereinnahmt werden kann. Dem stehen aber auch die entsprechenden Risiken gegenüber, nämlich Totalverlust der Einlage auf Grund der Nachrangigkeit von Private Equity im Rahmen der strukturierten

<sup>866</sup> Tabelle in Anlehnung an Hardebusch, Partnersuche, S. 10; Rottke/Holzmann, Deals, S. 28.

<sup>867</sup> Einen Überblick zu den in Deutschland aktiven Projektentwicklungsfonds bietet o. V. Fonds, S. 4-6.

<sup>868</sup> Vgl. Zitelmann, Immobilienprodukte, S. 836 ff.

Projektfinanzierung sowie vor allem das unternehmerische Risiko des zum Zeitpunkt der Zeichnung des Anteils noch nicht feststehenden Projektes.<sup>869</sup>

In Abgrenzung zu einer regulären Unternehmensbeteiligung zeichnen sich Projektentwicklungsfonds durch eine zeitlich befristete Überlassung von Eigenkapital mit einer vorher klar definierten Ausstiegsstrategie bzw. Exit aus. Faktisch handelt es sich somit um eine Eigenkapitalzwischenfinanzierung, da die Fonds bereits bei Eingehen der Beteiligung einen späteren Ausstieg zur Realisierung ihrer Gewinne aus dem Investment planen.<sup>870</sup> Die typische Investmentstrategie von Projektentwicklungsfonds auf Projektebene besteht in der finanziellen Beteiligung nach der Phase der Projektinitiierung und Konzeption.<sup>871</sup>

Vor einem finanziellen Engagement prüft das Fonds-Management im Rahmen von Machbarkeitsstudien das vorliegende Projekt insbesondere auf dessen Marktfähigkeit. Bereits in diesem Stadium wird die Exit-Strategie festgelegt, die bei Projektentwicklungsfonds i. d. R. in der Veräußerung der Projektentwicklung bei Fertigstellung und in der Partizipierung am Developergewinn besteht. Längerfristige Haltedauern sind je nach Zielsetzung des Fonds und der avisierten Exit-Strategie denkbar. Zum Schutz der Anleger in Projektentwicklungsfonds werden die Qualitätskriterien an Erfolgsparameter einer Immobilien-Projektentwicklung hoch angesetzt. Das Fondsmanagement wird allerdings lediglich dann investieren, wenn eine überzeugende Projektkonzeption vorliegt. Eine beispielhafte Grundkonzeption eines Projektentwicklungsfonds ist in Abbildung 38 dargestellt. Im Beispiel hält eine Fonds-Kommanditgesellschaft, deren Mittel sich aus den Einlagen privater Einzelinvestoren zusammensetzt, eine atypische stille Beteiligung in Höhe von ca. 20% des Gesamtinvestitionsvolumens an der Projektgesellschaft, welche die Rechtsform einer GmbH aufweist.<sup>872</sup> 70% der

---

<sup>869</sup> Gerade das letztere Merkmal ist von besonderer Bedeutung. Es ist durch den Medienerlass des Bundesfinanzministeriums begründet, der im Rahmen der Medienfonds - die ähnlich strukturiert sind wie Projektentwicklungsfonds - für die steuerliche Anerkennungsfähigkeit des Fonds verlangt, dass der einzelne Kommanditist in die unternehmerischen Entscheidungen eingebunden ist. Von Anfang an ist also der Zeichner eines Projektentwicklungsfonds an den Chancen, aber auch den Risiken einer Projektentwicklung in nicht vorhersehbarem Maße beteiligt. Vgl. Goepfert/Raddatz, Private Equity, S. 11

<sup>870</sup> Vgl. Friedemann, Eigenkapitalfonds, S. 61; Linnemann, Real Estate Private Equity Funds, S. 433 f.

<sup>871</sup> Vgl. Zitelmann, Risk, S. 32; Zitelmann, Immobilienprodukte, S. 837.

<sup>872</sup> Ob eine stille Gesellschaft als Mitunternehmerschaft und damit als atypische stille Gesellschaft zu betrachten ist, richtet sich danach, inwieweit der stille Gesellschafter ein Mitunter-

Investitionssumme wird i. d. R. durch die Aufnahme eines erstrangig besicherten Bankdarlehens aufgebracht.

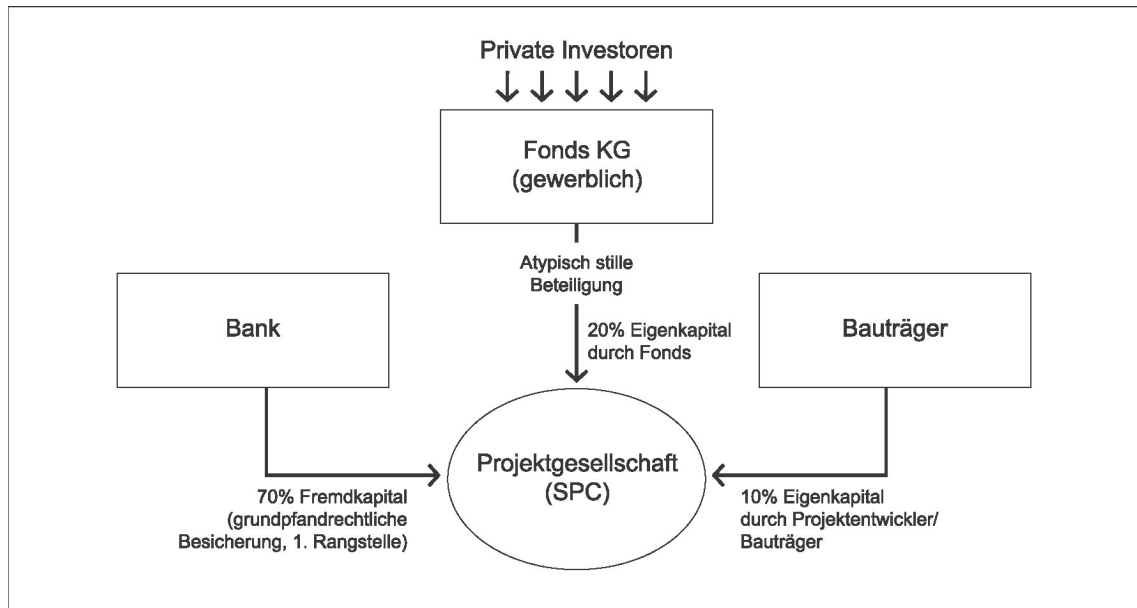


Abbildung 38: Konzeption eines Projektentwicklungsfonds<sup>873</sup>

Der notwendige Eigenmittelanteil des Projektentwicklers kann somit auf etwa 10% gesenkt werden. Gemeinsames Ziel des Projektentwicklungsfonds und des Developers ist die Veräußerung der zu errichtenden Gewerbeimmobilie innerhalb eines Zeithorizonts von zwei Jahren. Der realisierte Projektgewinn wird nach Abzug einer Vorabverzinsung für die Fondszeichner (Hurdle Rate) auf ihr eingesetztes Kapital sowie einem einmaligen Vorabgewinnanteil für den Initiator zwischen den Investoren und dem Projektentwickler aufgeteilt.<sup>874</sup> Falls der Projekterfolg nicht wie gewünscht eintritt, haftet der Projektentwickler mit seinem Eigenkapital zuerst (Eigenkapitalsubordination).<sup>875</sup> Sofern institutionelle Investoren akquiriert werden können, kann die Bereitstellungszeit erheblich verkürzt werden, da bereits im Voraus exakte Anlagekriterien definiert werden,

nehmerrisiko trägt und eine Mitunternehmerinitiative entfalten kann. Damit kommt der vermögensrechtlichen Stellung des stillen Gesellschafters besondere Bedeutung zu. Um Mitunternehmer zu sein, muss ein solcher stiller Gesellschafter einen Anspruch auf Beteiligung am tatsächlichen Zuwachs des Gesellschaftsvermögens unter Einschluss der stillen Reserven und eines Unternehmenswertes bzw. am Gewinn haben. Vgl. Nelles/Klusemann, Finanzierungsalternative, S. 7.

<sup>873</sup> In Anlehnung an Bader, Private Equity, S. 156.

<sup>874</sup> Vgl. Jehl, Projektentwicklungsfonds, S. 1.

<sup>875</sup> Vgl. Lingenhölin, Risikokapital, S. 5.



und ein gemeinsamer Anlageausschuss sehr rasch eine Finanzierungszusage abgeben kann. Zudem kann über die Parallelinvestition des Fonds in mehrere Objekte gleichzeitig eine Risikodiversifikation erreicht werden.

Bei einer Finanzierung mit Private Equity unterliegt der Developer höheren Anforderungen an die Projektdokumentation.<sup>876</sup> Er hat dabei zu beachten, dass sämtliche Projektdokumente einschließlich der Verträge eine zweifache Prüfungshürde überwinden müssen, nämlich einmal bei dem Private-Equity-Geber und zum anderen bei dem Fremdkapitalgeber. Auch dies verlangt einen höheren Aufwand als bei einer herkömmlichen Finanzierung. Trotz dieser aufwendigen Transparenz- und Dokumentationsanforderungen und trotz des Verzichts auf einen Teil des Projektentwicklungsgewinns hat die Finanzierung über Projektentwicklungsfonds wesentliche Vorteile:

- Durch den insgesamt höheren Eigenkapitalanteil können auch Objekte mit niedrigem Vorvermietungs- bzw. Vorverkaufsstand finanziert werden.
- Auf die bereitgestellten Eigenmittel der Fondszeichner ist während der Projektlaufzeit keinerlei Zinszahlung zu leisten.
- Die Projektentwicklungsgesellschaft kann von einem Know-how-Transfer der Beteiligungsgesellschaft profitieren.
- Wegen des über Fondsbeteiligungen erhöhten haftenden Eigenkapitals kann das Rating der Projektgesellschaft verbessert werden und die Fremdkapitalzinsen für die notwendigen Bankkredite ließen sich senken.<sup>877</sup>

Es bleibt daher festzuhalten, dass Projektentwicklungsfonds für Developer eine Finanzierungsoption zur Schließung einer möglichen Finanzierungslücke darstellen. Die strenge Rendite- und Qualitätsorientierung dieser Anlegerkreise fordert allerdings höchste Qualitätsmaßstäbe an das Projektentwicklungskonzept und an Markt- und Standortanalysen, was ebenfalls zu der unter Punkt 3.3.2.4 erwähnten qualitativen Aufwertung des zukünftigen Immobilienangebots beiträgt. Zu bedenken ist allerdings, dass externes Eigenkapital im Verhältnis

---

<sup>876</sup> Vgl. Interview mit Herrn Hubert Abt.

<sup>877</sup> Vgl. Völker, Rating, S. 5.

zu Fremdkapital vergleichsweise teurer und auch nicht steuerlich abzugsfähig ist.<sup>878</sup> Zudem ist auf das hohe Risikoniveau hinzuweisen, das Anleger durch die Beteiligung an Projektentwicklungsfonds eingehen. Projektentwicklungsfonds gehen Risiken ein, die Anleger durch die vorherrschende und notwendige blind-pool-Konzeption<sup>879</sup> solcher Fonds nicht beeinflussen können.<sup>880</sup> In der nachfolgenden Betrachtung der Beispielpjektentwicklung wird annahmegemäß eine Real Estate Private Equity-Tranche eines Projektentwicklungsfonds in die Finanzierungsstruktur eingebracht. Die Private Equity-Tranche deckt die Finanzierungslücke zwischen dem erstrangigen Darlehen und dem Eigenkapital des Developers, was aus Abbildung 39 hervorgeht.

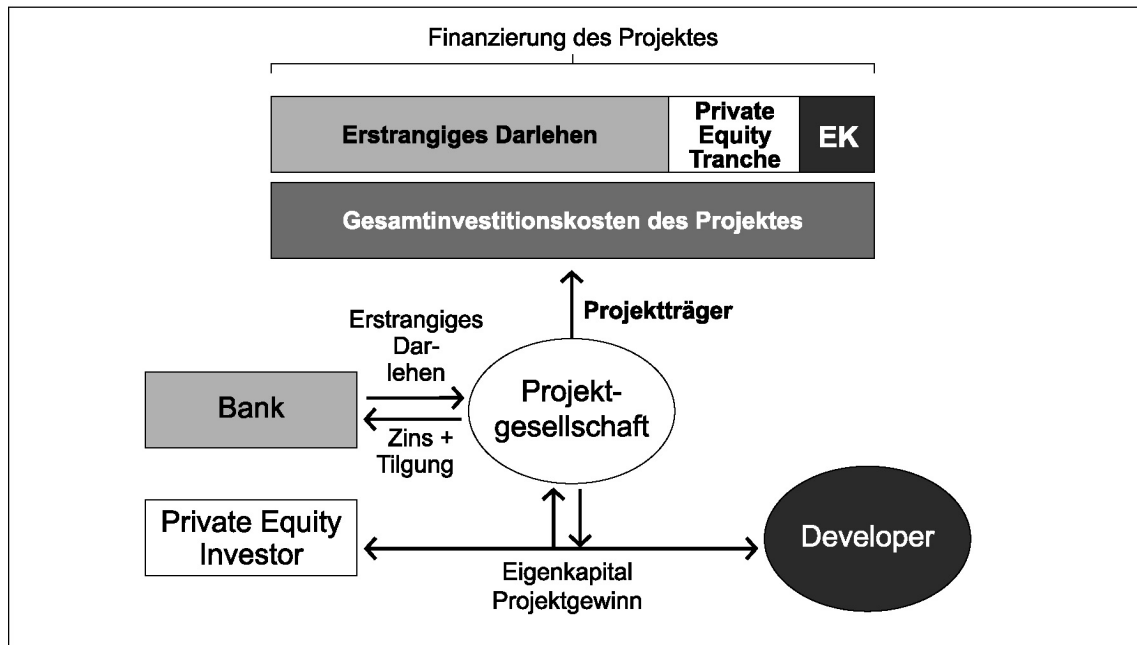


Abbildung 39: Finanzierungsstruktur mit Private Equity-Tranche

Dies geschieht zu folgenden Modalitäten:

- Die Beteiligung erfolgt zu Beginn der Projektentwicklung i. H. v. 5 Mio. € zur anteiligen Deckung der Grunderwerbskosten.

<sup>878</sup> Die gewichteten Kapitalkosten eines Immobilienprojekts werden durch eine solche Maßnahme naturgemäß steigen, was auch die Ausnutzung des positiven Leverage-Effekts einschränkt. Vgl. Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 484 ff.

<sup>879</sup> Unter einer „blind-pool“ Konzeption wird eine Einsammlung von Eigenkapital verstanden, bei der die Eigenkapitalverwendung unpräzise in den Fondsprospekten beschrieben ist. Daraus ergeben sich erhöhte Beratungs- und Prospekthaftungsrisiken für den Anteilsvertrieb.

<sup>880</sup> Vgl. Rohmert, Projektentwicklungsfonds, S. 9.

- Die Zielrendite des Projektentwicklungsfonds beträgt auf Basis des internen Zinsfußes 20%.
- Vor dem Hintergrund dieser Zielrendite besteht ein Anspruch auf eine Gewinnpartizipation von etwa 38% des Trading Profit.<sup>881</sup>

Wie auch im oben erläuterten Joint Venture Fall wird auch hier eine Projektgesellschaft gegründet, an der das Projektentwicklungsunternehmen und der Projektentwicklungsfonds Anteile halten. Der Projektentwicklungsfonds bzw. die Equity-Partner sind im Falle dieser Beteiligung in keiner Gläubiger- sondern in einer Gesellschafterposition.

Es handelt sich in diesem Beispiel annahmegemäß um eine „atypische“ stille Beteiligung, bei der der Projektentwicklungsfonds in eine Mitunternehmerposition rückt und damit vertraglich fixierte Zustimmungs-, Informations- und Kontrollrechte erhält. Ihr Kapitalanteil an der Projektgesellschaft wird hierbei nicht nur wirtschaftlich, sondern auch bilanziell als Eigenkapitalanteil der Projektentwicklung behandelt.<sup>882</sup> Mit diesem höheren Risiko entsprechend, liegt die erwartete Verzinsung auf das eingesetzte Eigenkapital deutlich über derjenigen von erstrangigen Darlehen. Die Finanzierungskosten stellen sich demnach wie in Tabelle 36 dar:

Verkehrswert		32.860.380 €
Gesamtinvestitionskosten mit Finanzierung		28.568.137 €
Gesamtinvestitionskosten ohne Finanzierung		27.077.500 €
Beleihungswert		25.000.000 €
Senior Loan (80% vom Beleihungswert)	80,00%	20.000.000 €
Private Equity-Tranche	58,36%	5.000.000 €
Eigenkapitaleinsatz des Developers		3.568.137 €
Laufzeit der Finanzierung in Monaten	24	
Finanzierungskosten		
Refinanzierungszins (3-Monats-Euribor)	3,50%	
Zinsaufwand Senior Tranche (150 BP über 3-Monats-Euribor)	5,00%	
Bearbeitungsgebühr (0,5% der Gesamtkreditsumme)	0,50%	100.000 €
Zinssatz für Private Equity Investment	0,00%	0 €
Gewinnbeteiligung bzw. Equity Kicker	38,04%	2.199.692 €
Langfristiger Kapitaldienst (2% Tilgung + 5,5% langfr. Durchschnittszins)	7,50%	1.500.000 €
Nachhaltige Kapitaldienstdeckung (Jahresreinertrag/Langfr. Kapitaldienst)		123%

**Tabelle 36: Darstellung der Finanzierung mit Private Equity-Tranche**

<sup>881</sup> Zur Erreichung eines internen Zinsfußes von 20% ist in diesem Beispiel eine Gewinnpartizipation von 38% des Trading Profit notwendig.

<sup>882</sup> Vgl. Hoffelner/Golz, Finanzierungsformen, S. 20.

Das Investment findet zu Beginn der Projektentwicklung statt, nachdem das Projektentwicklungsunternehmen bereits 500.000 € für die Planungs- und Vorlaufkosten gezahlt hat. Die Gründungs- und Rechtsberatungskosten der Projektgesellschaft belaufen sich wie unter Punkt 4.2.6 annahmegemäß auf 100.000 € über den Zeitraum der Projektentwicklung (vgl. Tabelle 37).

Pos. 1	Planungs- und Vorlaufkosten			500.000 €
Pos. 2	Kosten der Projektgesellschaft			100.000 €
Pos. 3	Grunderwerbskosten		1.122 €/m² MF	9.540.000 €
Pos. 4	Baukosten gesamt (inkl. TG)	10.000 m²	1.250 €/m² BGF	12.500.000 €
Pos. 5	Baunebenkosten	pauschal	15,00%	1.875.000 €
Pos. 6	Unvorhergesehenes (pauschal auf 4.-7.)		5,00%	718.750 €
	<b>Summe Bau-/Baunebenkosten</b>		<b>1.776 €/m² MF</b>	<b>15.093.750 €</b>
Pos. 7	Projektmanagement (pauschal auf 4.-7.)		5,00%	718.750 €
Pos. 8	Vermarktung / PR			500.000 €
Pos. 9	Vermietung / Maklerprovision (3 MM)			525.000 €
Pos. 10	Kapitalbeschaffungskosten			100.000 €
Pos. 11	Finanzierungskosten	(durch VOFi ermittelt)		793.853 €
Pos. 12	Zinsen (Leerstand)	6 Mon. auf 1.-10.		696.784 €
	<b>Gesamtinvestition</b>			<b>28.568.137 €</b>

*Tabelle 37: Gesamtinvestitionskosten im Private Equity-Fall*

#### 4.2.7.2 Perspektive des Kreditinstitutes

Für das Kreditinstitut gelten die gleichen Bedingungen hinsichtlich des erst-rangig besicherten Darlehens wie in den vorherigen Fällen. Es wird ceteris paribus angenommen, dass wie in den vorhergehenden Abschnitten ein Darlehen i. H. v. 20 Mio. € zu einem Zinssatz von 5,00% p. a. bereitgestellt wird. Daher ergibt sich wie in den Unterpunkten 4.2.4 und 4.2.5 für das Kreditengagement nach der Systematik von Basel II eine Eigenkapitalunterlegung von 2.169.357 €. <sup>883</sup> Es gilt eine Kreditmarge von 150 Basispunkten über Euribor, bei internen Kostensätzen wie in Tabelle 19 auf Seite 189 dargestellt.

Wie unter Punkt 4.2.4.1 deutlich wurde, führt dies zu einem annualisierten Deckungsbeitrag IV von 60.000 € und damit zu einer Rendite auf das eingesetzte Kapital von 2,77%.

<sup>883</sup> Siehe zur Berechnung Punkt 4.2.4.1 auf Seite 109 dieser Arbeit.

#### 4.2.7.3 Perspektive des Projektentwicklers

Durch die Einbeziehung eines Private Equity-Partners hat sich der Eigenkapitaleinsatz des Developers gegenüber der klassischen Finanzierung unter Basel II auf 3.710.228 € reduziert. Bedingt durch die vertragsgemäße Teilung des Trading Profit mit dem Equity-Partner beträgt dieser für das Projektentwicklungsunternehmen lediglich 1.950.460 € bzw. 6,79% der Gesamtinvestitionskosten (vgl. Tabelle 38).

<b>Exit</b>			
Mieteinnahmen p.a.			2.100.000 €
Einstandsfaktor / Statische Rendite	13,60	7,35%	
Angestrebter Trading Profit		15,00%	4.285.221 €
Gesamtinvestitionskosten			28.568.137 €
Angestrebter Verkaufspreis			32.860.380 €
Verkaufsfaktor / Statische Rendite	15,65	6,39%	3.866 €/m² MF
<b>Ertrag</b>			
Trading Profit	2.092.551 €	7,32% vom Einstand	
VoFi-Vergleichsrendite		55,53% p.a.	

*Tabelle 38: Trading Profit und Rendite im Private Equity Fall*

Nach der Zahlung der Vorlauf- und Planungskosten (500.000 €) und der Gründung einer Projektgesellschaft (20.000 €) zahlt das Projektentwicklungsunternehmen mit seinem verbleibenden verfügbaren Eigenkapital einen Anteil der Grunderwerbskosten. Gleichzeitig beginnt die finanzierende Bank mit der Valutierung des Senior Loans. Die Zahlungsströme des Projektentwicklers, des Projektentwicklungsfonds und der Bank sind als VoFi in Tabelle 39 dargestellt. Das Projektentwicklungsunternehmen setzt über die Laufzeit der Projektentwicklung lediglich 3.568.137 € Eigenkapital ein. Die VoFi-Vergleichsrendite beläuft sich auf 11,67% pro Quartal bzw. 55,53% auf Jahresbasis.

	t <sub>0</sub>	t <sub>1</sub>	t <sub>2</sub>	t <sub>3</sub>	t <sub>4</sub>	t <sub>5</sub>	t <sub>6</sub>	t <sub>7</sub>	t <sub>8</sub>
<b>Direkte Zahlungen</b>									
Planungs- und Vorlaufkosten (Pos. 1)	500.000								
Kosten der Projektgesellschaft (Pos. 2)	20.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000
Grunderwerbskosten (Pos. 3)		9.540.000							
5% von Pos. 4-7			790.625						
10% von Pos. 4-7				1.581.250					
25% von Pos. 4-7					3.953.125				
25% von Pos. 4-7						3.953.125			
20% von Pos. 4-7							3.162.500		
15% von Pos. 4-7								2.371.875	
Vermarktung / PR (Pos. 8)		62.500	62.500	62.500	62.500	62.500	62.500	62.500	62.500
Kapitalbeschaffungskosten (Pos. 9)									525.000
Kapitalbeschaffungskosten (Pos. 10)		100.000							
Summe der Auszahlungen pro Quartal	520.000	9.712.500	863.125	1.653.750	4.025.625	4.025.625	3.235.000	2.444.375	597.500
Einzahlung des Verkaufserlöses									32.860.380
<b>Indirekte Zahlungen</b>									
Senior Loan		1.664.363	883.930	1.685.604	4.078.549	4.129.531	3.390.525	2.642.281	1.525.219
Private Equity-Tranche		5.000.000							
Eigenkapital	520.000	3.048.137							
Verzinsung Senior Loan (Pos. 11)			-20.805	-31.854	-52.924	-103.906	-155.525	-197.906	-230.935
Verzinsung Private Equity (Pos. 11)			0	0	0	0	0	0	0
Zinsen für Leerstand (Pos. 12)									-696.784
Tilgung									-25.000.000
<b>Endvermögen</b>									<b>7.860.380</b>
<b>Kreditbetrag Senior Loan</b>	0	1.664.363	2.548.293	4.233.896	8.312.445	12.441.975	15.832.500	18.474.781	20.000.000
<b>Beteiligungstranche Private Equity</b>	0	5.000.000	5.000.000	5.000.000	5.000.000	5.000.000	5.000.000	5.000.000	5.000.000
<b>Solzinssatz Bank Senior (Quartalssatz)</b>	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%
<b>Solzinssatz Private Equity (Quartalssatz)</b>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Tabelle 39: VoFi der Beispiel-Projektentwicklung mit Private Equity-Tranche

#### 4.2.7.4 Perspektive des Private Equity-Partners

Der Projektentwicklungsfonds bzw. der Private Equity-Partner des Projektentwicklungsunternehmens erhält nach erfolgreicher Veräußerung des Projektes an einen Endinvestor das eingesetzte Eigenkapital zurück und bekommt einen Anteil am Trading Profit von 2.199.692 €. Damit erreicht der Projektentwicklungsfonds die gewünschte interne Verzinsung des eingesetzten Eigenkapitals von 20,00%. Diese auf Basis des internen Zinsfußes berechnete Erfolgskennzahl liegt dem in Tabelle 40 abgebildete Zahlungsstrom zugrunde.

Interner Zinsfuß				
	2003	2004	2005	
Beteiligung	- 5.000.000 €	- €	5.000.000 €	
Gewinnpartizipation		- €	2.199.692 €	
<b>Zahlungsstrom summiert:</b>	<b>- 5.000.000 €</b>	<b>- €</b>	<b>7.199.692 €</b>	<b>IRR = 20,00%</b>

Tabelle 40: Interner Zinsfuß des Private Equity-Partners<sup>884</sup>

#### 4.2.7.5 Fazit

Die Einbeziehung eines Private Equity-Partners in die Finanzierungsstruktur der Projektentwicklung führt dazu, dass für den Developer die absolute Höhe des Trading Profit mit 1,95 Mio. € relativ gering ausfällt. Er muss in diesem Fall (im Vergleich zu den unter den Punkten 4.2.5 und 4.2.6 aufgeführten Fällen) den größten Anteil am Gewinn verzichten. Damit stellt die Einbeziehung einer Private Equity Tranche unter sonst gleichen Bedingungen die teuerste Möglichkeit der Strukturierung einer Finanzierung dar. Allerdings fällt der Trading Profit bezogen auf das eingesetzte Eigenkapital im Vergleich mit den vorher dargestellten Finanzierungsfällen diesem Fall mit 52,57% am höchsten aus, da der Developer hier auch am wenigsten Eigenkapital einsetzt.

Der Projektentwicklungsfonds verzichtet auf eine laufende Verzinsung während der Projektlaufzeit und erhält einen Anteil am Projektgewinn von etwa 38% des Trading Profit bzw. von 2,20 Mio. €. Damit erreicht der Projektentwicklungs-

<sup>884</sup> Der interne Zinsfuß einer Investition ist als derjenige Zinssatz definiert, bei dem der Kapitalwert einer Investition den Wert Null annimmt. Er gibt die Verzinsung des zu jedem Zeitpunkt gebundenen Kapitals an. Vgl. Schulte/Allendorf/Ropeter, Immobilieninvestition, S. 527. Zur Berechnungsmethodik des Internen Zinsfußes siehe ausführlich Schulte, Wirtschaftlichkeitsrechnung, S. 90 ff.

fonds mit diesem Investment eine Verzinsung des durchschnittlich gebundenen Kapitals (Interner Zinsfuß) von 20%. Die beteiligte Bank beschränkt sich auf die Vergabe des erstrangigen Darlehens, und sie würde mit der Erzielung einer Eigenkapitalrentabilität von 2,77% p. a. dieses Geschäftes nicht mehr verdienen als im unter Punkt 4.2.4 beschriebenen Ausgangsfall unter Basel II.<sup>885</sup> Hier ist entsprechend zu berücksichtigen, dass die Bank durch die Erzielung einer höheren Kreditmarge versuchen wird, ihre Eigenkapitalrentabilität zu steigern.

#### 4.2.8 Zusammenfassende Betrachtung

In diesem Abschnitt wurde mit der Betrachtung eines geplanten innerstädtischen Bürogebäudes eine beispielhafte Projektentwicklungsmaßnahme konstruiert. In fünf Unterpunkten wurden schließlich Vor-Steuer-Berechnungen aus der Perspektive der am Projekt beteiligten Parteien durchgeführt.

Abbildung 40 zeigt diese fünf Fälle und deren Finanzierungsstruktur im Überblick.

Unter Punkt 4.2.3 (Fall 1) wurde aus Sicht der Bank und aus Sicht des Projektentwicklungsunternehmens zunächst unter den aktuellen Bedingungen von Basel I berechnet, wie sich für beide Beteiligten die Verzinsung aus dieser Investition bei einer klassischen Finanzierungsstruktur darstellt. Es konnte gezeigt werden, dass die finanzierende Bank im Verhältnis zum eingegangenen Risiko relativ wenig an dieser Art der Finanzierung verdienen kann. Das Projektentwicklungsunternehmen kann hingegen bei einem als normal angenommenen Verlauf der Projektentwicklung einen Trading Profit von 15,00% bezogen auf die Gesamtinvestitionskosten realisieren. Auf Grundlage der in Kapitel 3 herausgearbeiteten Ergebnisse wurde unter Punkt 4.2.4 bzw. im zweiten Fall unterstellt, die im Dritten Konsultationspapier dargestellte Systematik von Basel II würde bereits gelten.

---

<sup>885</sup> Es ist davon auszugehen, dass Banken einen höheren Zinssatz verlangen werden als 5,00%. Die Zinsmarge müsste deutlich höher ausfallen, um eine höhere Eigenkapitalrentabilität als 2,77% zu erzielen. Um eine stringente ceteris paribus Betrachtung durchzuführen, wird für dieses Beispiel dennoch davon ausgegangen, dass das Kreditinstitut sich auf diese Kreditgeschäft auf relativ niedrigem Risiko-Rendite-Niveau einlässt.



Antizipierter Verkehrswert 32.860.380 €	28.575.142 €	28.768.440 €	30.366.963 €	28.568.137 €	28.568.137 €
Projektkosten	Eigenkapital	Eigenkapital	Eigenkapital	Joint Venture Tranchen	Eigenkapital
Beleihungswert (BW) 25.000.000 €			Mezzanine Nachrangdarlehen		Private Equity Tranche
80% des BW 20.000.000 €	Erstrangiges Darlehen	Erstrangiges Darlehen	Erstrangiges Darlehen	Erstrangiges Darlehen	Erstrangiges Darlehen
	Fall 1 Status Quo	Fall 2 Status Quo unter Basel II	Fall 3 Basel II Mezzanine Finanzierung	Fall 4 Basel II Joint Venture Finanzierung	Fall 5 Basel II Private Equity Finanzierung

Abbildung 40: Die Finanzierungsfälle im Überblick

Unter sonst gleichen Bedingungen hat sich gezeigt, dass sich bedingt durch die erhöhten Eigenkapitalunterlegungserfordernisse für die Bank die Rendite aus diesem Margengeschäft verschlechtert. Die Bank müsste eine höhere Marge erzielen, um sich im Vergleich zum Ausgangsfall (Finanzierung vor Basel II) nicht zu verschlechtern. Vor dem Hintergrund einer zunehmend auf die Steigerung des Unternehmenswerts fokussierten Führung der Banken ist anzunehmen, dass sich Kreditinstitute künftig nur noch bei deutlich höheren Zinssätzen und/oder gegen die Zahlung einer entsprechenden Risikoprovision auf die Finanzierung von spekulativen Immobilien-Projektentwicklungen engagieren werden. Für das Projektentwicklungsunternehmen hat sich die Lage bedingt durch die als konstant unterstellte Vermarktungssituation nicht signifikant verändert. Durch eine leichte Erhöhung der Finanzierungskosten hat sich die Gewinnspanne des Projektentwicklungsunternehmens nur geringfügig reduziert.

Auf der Erkenntnis aufbauend, dass sich unter Basel II klassische Finanzierungsstrukturen und Margengeschäfte für die Banken nur bei einer risikoangepassten Verzinsung lohnen, wurden drei weitere Fälle konstruiert, bei denen die Finanzierungsstruktur unter sonst gleichen Bedingungen variiert wurde.

Zunächst wurde unter Punkt 4.2.5 (Fall 3) angenommen, dass die Bank sich eine aktive und ertragsgetriebene Kreditstrategie zu eigen macht und vor dem Hintergrund der guten Rahmendaten des Beispielprojektes zusätzlich zur erst-rangigen Kreditvergabe ein Mezzanine-Nachrangdarlehen gewährt. Damit finanziert die Bank nicht mehr lediglich 80% des Beleihungswertes, sondern den vollen Beleihungsauslauf von 25,00 Mio. €. Dieses höhere Risikoniveau lässt sich die Bank durch einen entsprechend hohen laufenden Zinssatz auf das Mezzanine-Darlehen und durch die Zahlung einer Risikoprovision honorieren. Durch die risikoangepasste Entlohnung stellt sich der Ertrag der Bank sehr positiv dar, was die durch die VoFi-Vergleichsrendite dargestellte Verzinsung des eingesetzten Eigenkapitals von 61,89% p.a. belegt.

Statt eines Rückzugs aus dem Kreditgeschäft kann die Bank mit einer solchen pro-aktiven Kreditstrategie einen höheren Ertrag erzielen. Für den Developer sinkt die absolute Höhe des Gewinns aus dem Projekt bei einer konstant bleibenden Verzinsung des eingesetzten Kapitals. Der Projektentwickler und die Bank können mit den Ergebniskennzahlen dieser Lösung gut auskommen. Der

Projektentwickler muss dabei bedenken, dass er bei einem Rückzug der Bank aus dem Kreditgeschäft, wie es die Konsequenz aus dem unter Punkt 4.2.4 dargestellten Szenario sein könnte, starke Finanzierungsprobleme bekommen würde. Er steht damit vor der Wahl, die Zahlung einer Risikoprovision zu akzeptieren, oder möglicherweise keine Finanzierung mehr zu bekommen.

Unter Punkt 4.2.6 (Fall 4) wird angenommen, dass eine mit ausreichendem Immobilien-Know-how ausgestattete Bank mit dem Developer ein Joint Venture eingeht. Dazu wird eine Projektgesellschaft gegründet, an der beide Parteien je zu 50% beteiligt sind. Die Bank gewährt der Gesellschaft ein erstrangiges Darlehen i. H. v. 20 Mio. €, wie auch in den vorhergehenden Fällen. Die Immobilienbank hält damit zum einen eine Eigenkapitalbeteiligung an der Projektgesellschaft und sie tritt als Darlehensgeberin des Senior Loans an die Projektgesellschaft auf. Da es sich hier neben der klassischen Kreditvergabe auch um eine Beteiligung handelt, wird die Basel II bedingte Eigenkapitalerfordernis auch für diese Tranche berechnet und in die Kalkulation der Joint Venture Bank einbezogen. Die Joint Venture-Bank kann durch die Partizipation am Projektgewinn einen auskömmlichen internen Zinsfuß erzielen und somit die unterdurchschnittliche Rentabilität des Engagements im erstrangigen Bereichs überkompensieren. Das Projektentwicklungsunternehmen kann so eine Finanzierungslücke schließen und setzt weniger Eigenkapital ein als im Ausgangsfall. Der dem Developer verbleibende Trading Profit sinkt allerdings auf 7,51% der Gesamtinvestitionskosten, dafür kann er die Rendite auf sein eingesetztes Kapital gegenüber den vorherigen Fällen auf über 50% p.a. steigern.

Schließlich wurde unter Punkt 4.2.7 (Fall 5) untersucht, wie sich die Situation darstellt, wenn statt eines eigenkapitalunterlegungspflichtigen und an das KWG gebundenen Kreditinstituts ein Private Equity-Partner in Form eines Projektentwicklungsfonds eine Private Equity-Tranche in die Finanzierungsstruktur einbringt. Dazu wird ebenfalls die Gründung einer Projektgesellschaft vorgenommen. Der Private Equity-Partner erhält keine laufende Verzinsung auf seine Beteiligung, jedoch erhält er einen Anteil am Projektgewinn von etwa 2,12 Mio. €. Auf sein Investment erzielt der Fonds damit einen gewünschten internen Zinsfuß von 20,00%. Das Projektentwicklungsunternehmen muss im Vergleich zu den vorhergehenden Fällen einen noch größeren Teil vom Trading Profit

abtreten. Es verbleibt dem Developer ein Trading Profit von 2,09 Mio. € bzw. von 7,32% bezogen auf die Gesamtinvestitionskosten.

In Tabelle 41 sind alle in den fünf Fällen beschriebenen Kennzahlen dargestellt. Hierbei zeigt sich, dass sich bei einem Vergleich der Fälle 3-5 (Partizipationsmodelle), in denen die Finanzierung anders strukturiert wird Fall 4 am besten für beide Parteien darstellt.<sup>886</sup> Der Einsatz eines Mezzanine-Nachrangdarlehens führt absolut und relativ gesehen zu den besten Renditekennzahlen für Bank und Developer.<sup>887</sup>

Danach folgt in Fall 4 die Finanzierung über ein Joint Venture mit einer Immobilien Bank. Bei einer Finanzierungsstruktur mit Private Equity Tranche verbleibt dem Projektentwicklungsunternehmen absolut und relativ gesehen der kleinste Gewinnanteil.

---

<sup>886</sup> Die im Vergleich der Strukturierungsfälle 3-5 positivsten Ergebniszahlen für Bank und Developer sind in dieser Darstellung grau unterlegt.

<sup>887</sup> Siehe hierzu auch Pitschke/Kreuter, Win-Win-Situation, S. 15 f.

Finanzierungskennzahlen		Gesamt-Investitionskosten	Beleihungswert	Senior Loan	Eigenkapital	Mezzanine-Tranche	Joint-Venture Tranche	Private Equity Tranche
Fall 1: Finanzierung Status Quo		28.575.142 €	25.000.000 €	20.000.000 €	8.575.142 €	0 €	0 €	0 €
Fall 2: Finanzierung Status Quo Basel II		28.768.440 €	25.000.000 €	20.000.000 €	8.768.440 €	0 €	0 €	0 €
Fall 3: Finanzierung Mezzanine Basel II		30.366.963 €	25.000.000 €	20.000.000 €	5.366.963 €	5.000.000 €	0 €	0 €
Fall 4: Finanzierung Joint Venture Basel II		28.568.137 €	25.000.000 €	20.000.000 €	4.284.069 €	0 €	4.284.069 €	0 €
Fall 5: Finanzierung Private Equity Basel II		28.568.137 €	25.000.000 €	20.000.000 €	3.568.137 €	0 €	0 €	5.000.000 €

Ergebniskennzahlen Developer		Trading Profit absolut	Trading Profit in %	Vofi-Vergleichsrendite
Fall 1: Finanzierung Status Quo		4.285.238 €	15,00%	44,38%
Fall 2: Finanzierung Status Quo Basel II		4.091.940 €	14,22%	42,23%
Fall 3: Finanzierung Mezzanine Basel II		2.493.417 €	8,21%	61,89%
Fall 4: Finanzierung Joint Venture Basel II		2.146.122 €	7,51%	50,68%
Fall 5: Finanzierung Private Equity Basel II		2.092.551 €	7,32%	55,53%

Ergebniskennzahlen Bank		Zu unterlegendes Eigenkapital	DB IV (annualisiert)	EK-Verzinsung über Gesamtlaufzeit	EK-Verzinsung annualisiert
Fall 1: Finanzierung Status Quo		1.346.601 €	55.000 €	8,17%	4,08%
Fall 2: Finanzierung Status Quo Basel II		2.169.357 €	60.000 €	5,53%	2,77%
Fall 3: Finanzierung Mezzanine Basel II		3.073.256 €	662.663 €	43,12%	21,56%
Fall 4: Finanzierung Joint Venture Basel II		2.169.357 €	60.000 €	2,77%	2,77%
Fall 5: Finanzierung Private Equity Basel II		2.169.357 €	60.000 €	5,53%	2,77%

<b>Ergebniskennzahl Private Equity Partner</b>	20,00% Interner Zinsfuß
<b>Ergebniskennzahl Joint Venture Bank</b>	18,13% Interner Zinsfuß

Tabelle 41: Finanzierungs- und Renditekennzahlen im Überblick

### 4.3 Zinssicherungsinstrumente in der Projektentwicklung

Die neuen Baseler Eigenkapitalrichtlinien haben deutliche Auswirkungen auf die Kreditvergabe, Zinsmarge, Kreditlaufzeit und Zinsbindungsakzeptanz seitens der Banken, was die gewerbliche Immobilienfinanzierung maßgeblich beeinflusst.<sup>888</sup> Vor diesem Hintergrund und angesichts tendenziell sinkender Developergewinne im Rahmen der oben erläuterten Partizipationsmodelle kommt dem pro-aktiven Umgang mit Zinsänderungsrisiken künftig eine steigende Bedeutung zu.<sup>889</sup> Neben der Sicherung der Liquidität kann das Zinsmanagement einen wesentlichen Beitrag zur Absicherung der Rentabilität einer Immobilien-Projektentwicklung leisten.<sup>890</sup> Projektentwicklungsunternehmen sollten daher verstärkt die mögliche Vorteilhaftigkeit von Zinssicherungsinstrumenten prüfen.

Bei der folgenden Betrachtung wird ein normaler Verlauf der Zinsstrukturkurve unterstellt.<sup>891</sup> Auf Grundlage dieser Prämisse werden verschiedene Möglichkeiten des aktiven Zinsmanagements dargestellt. Dabei wird auf die beispielhafte Projektentwicklung einer innerstädtischen Büroimmobilie aus Punkt 4.2.3 zurückgegriffen. Der Developer nimmt in diesem Beispiel annahmegemäß ein Darlehen i. H. v. 20 Mio. € zum 3-Monats-Euribor zuzüglich einer Marge von 0,9% p. a. auf. Die Laufzeit der Finanzierung beträgt bis zur Veräußerung und Fertigstellung der Immobilie zwei Jahre und der Kredit wird nach Baufortschritt, wie aus dem entsprechenden Mittelabflussplan ersichtlich (siehe VoFi in Tabelle 16 auf Seite 182), valuiert.

#### 4.3.1 Zins-Caps

Eine variable Verzinsung bietet die Chance, sowohl vom Abstand zwischen Geldmarkt- und Kapitalmarktzinsen als auch von sinkenden Zinsen generell zu

---

<sup>888</sup> Vgl. Pitschke/Ilgner, Swaps, S. 5.

<sup>889</sup> Vgl. Cameron/Holme/Rapoport, Interest, S. 56 f.; Spitzkopf, Finanzierung, S. 280.

<sup>890</sup> Vgl. Hammerstein, Zins, S. 11.

<sup>891</sup> Die Zinsstrukturkurve ergibt sich aus der Gegenüberstellung von Laufzeiten und Zinssätzen. Dabei sind Laufzeit und Zinsbindungszeitraum identisch. Man unterscheidet Zinsstrukturkurven nach ihrer Form. Flache Zinsstrukturkurven weisen für alle Laufzeiten fast identische Zinssätze auf. Normale Zinsstrukturkurven werden durch niedrige Zinsen im kurzen Laufzeitbereich und höheren Zinsen im langen Laufzeitbereich charakterisiert. Sind die kurzfristigen Zinsen höher als die langfristigen, spricht man von einer inversen Zinsstrukturkurve. Vgl. Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 186.

profitieren.<sup>892</sup> Sie setzt den Projektentwickler während der Zeit der Projektentwicklung auch dem Risiko von Zinssteigerungen und damit höheren Finanzierungskosten aus. Mit dem Kauf einer Zinsbegrenzungsvereinbarung (= engl. Cap) kann sich das Projektentwicklungsunternehmen gegen Zahlung einer Prämie von der Bank eine Obergrenze bezogen auf die Valutierungstranchen des Darlehensverlaufes garantieren lassen.<sup>893</sup>

Dies bewirkt, dass die Zinsbelastung aus einem variabel verzinslichen Darlehen die festgelegte Zinsobergrenze während der Laufzeit nicht übersteigt.<sup>894</sup> Bei Abschluss des Darlehensvertrages vereinbart der Developer mit der Bank:

- 1.) die Laufzeit der Zinssicherungsvereinbarung;
- 2.) die Valutierungstranchen laut Darlehensverlauf;<sup>895</sup>
- 3.) die Referenzzinsart (z. B. Euribor);
- 4.) den Cap bzw. die Zinsobergrenze;
- 5.) die zu zahlende Cap-Prämie (einmalig oder annualisiert).

Die Laufzeit der Zinsbegrenzungsvereinbarung wird in einzelne Perioden bzw. Caplets aufgeteilt. Ein Caplet hat dabei die Länge der Laufzeit, für die der variable Zinssatz vereinbart wird. Die Cap-Vereinbarung ist somit eine Aneinanderreihung von Caplets.<sup>896</sup> Insbesondere in der aktuellen Niedrigzinsphase, in der tendenziell mit einem steigenden Zinsniveau gerechnet wird, kann sich eine solche Vereinbarung für Developer auszahlen.<sup>897</sup>

---

<sup>892</sup> Vgl. Hammerstein, Zins, S. 11.

<sup>893</sup> Der Basisbetrag entspricht bei endfälligen Darlehen i. d. R. der Darlehensvaluta. Im Falle einer Projektentwicklung ist die Festlegung des Basisbetrages von dem zugrunde liegenden Mittelabflussplan abhängig. Vgl. Achleitner, Investment Banking, S. 536.

<sup>894</sup> Vgl. Hommel/Lehmann, Risiko-Management, S. 248.

<sup>895</sup> Hieraus ergibt sich die Problemstellung, dass Abweichungen im Mittelabflussplan keine Abweichung der Zinssicherung nach sich ziehen. Insofern ist die Festlegung des Basisbetrages der Zinssicherung mit entsprechender Vorsicht zu wählen.

<sup>896</sup> Die erworbene Zinsbegrenzungsvereinbarung ist ein vom Grundgeschäft (also der Finanzierungsbeziehung im Rahmen eines erstrangigen Darlehens zwischen Bank und Developer) losgelöster Vermögensgegenstand, da der Käufer zum jeweiligen Zinsvergleichszeitpunkt unabhängig von einer Kreditaufnahme Anspruch auf eine Ausgleichszahlung hat. Zum Zeitpunkt des Erwerbs ist die Cap-Vereinbarung daher mit ihren Anschaffungskosten in Höhe der zu leistenden Prämie zu aktivieren. Wird die Prämie nicht sofort, sondern in Raten beglichen, ändert dies nichts an dem nach dem Vollständigkeitsgebot des §246 Abs. 1 HGB unerlässlichen Ausweis. Vgl. Hammerstein, Zins, S. 3

<sup>897</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank, Ertragslage, S. 19.

Die Zinssicherung für den Darlehensverlauf der Beispiel-Projektentwicklung wird zum Projektbeginn in  $t_0$  abgeschlossen. Der Cap bzw. die Zinsobergrenze des Referenzzinssatzes wird auf 4,30% p. a. festgelegt, was in Abbildung 41 grafisch dargestellt ist. Die Bank verlangt für diese Zinssicherung eine Cap-Prämie von 0,20% p. a.<sup>898</sup> Somit erhöhen sich die Finanzierungskosten bezogen auf den Referenzzinssatz ab  $t_0$  unabhängig von der Zinsentwicklung für den Developer um 20 Basispunkte.

Nimmt man an, dass der Referenzzinssatz im Laufe der 24-monatigen Finanzierungsphase pro Quartal um jeweils 0,40% p. a. steigt, dann sinkt der Trading Profit des Developers der Beispiel-Projektentwicklung<sup>899</sup> ohne Zinssicherung von 15,00% auf 13,65%.

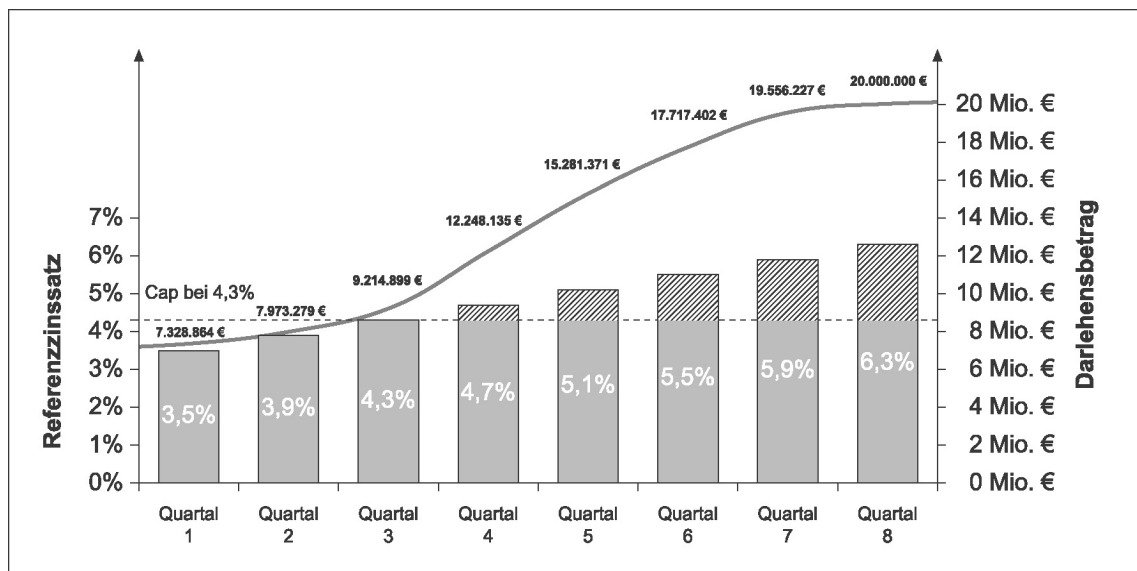


Abbildung 41: Zinssicherung mit Cap

Unter Berücksichtigung der Cap-Prämie von 0,20% p. a. bewirkt die gewählte Zinssicherung, dass der Trading Profit von 15,00% im Ausgangsfall auf lediglich 14,18% zurückgeht. Der Umfang der so erreichten Verlustbegrenzung beträgt somit 0,53% des Trading Profit.

<sup>898</sup> Alternativ zu dieser annualisierten Zahlung hätte auch eine anfängliche Einmalzahlung vereinbart werden können.

<sup>899</sup> Es ist die Projektentwicklerrechnung im Ausgangsfall gemeint, die unter Punkt 4.2.1 ausführlich dargestellt wurde.



Ein effektiver Einsatz eines Cap kann somit - vor dem Szenario eines steigenden Zinsniveaus - zu einer Absicherung der Rentabilität einer Projektentwicklung führen.

#### 4.3.2 Collars

Ein Collar ergibt sich aus der Verbindung von einem Cap mit einem Floor. Unter einem Floor ist dabei die Vereinbarung einer Zinsuntergrenze zu verstehen.<sup>900</sup> Der Projektentwickler erhält eine Ausgleichszahlung, wenn der Referenzzins die Zinsobergrenze überschreitet; er leistet aber seinerseits eine Ausgleichszahlung (das heißt, er verzichtet auf weiteren Zinssenkungsspielraum), wenn der Marktzins die vereinbarte Zinsuntergrenze unterschreitet.<sup>901</sup> Ein Kreditinstitut wird durch diese Zinsuntergrenze daher vor sinkenden Zinsen geschützt. Der Developer hat aber gegen sinkende Zinsen kein Schutzbedürfnis. Allerdings kann der Kreditnehmer die Kosten eines gleichzeitig vereinbarten Caps minimieren,<sup>902</sup> wenn er einerseits von der Bank einen Cap gegen Zahlung einer Prämie erwirbt und zugleich der Bank einen Floor verkauft, wofür er wiederum eine Prämie erhält. Die daraus resultierende Zinsbelastung kann sich als Konsequenz lediglich innerhalb der Bandbreite zwischen Floor und Cap bewegen, deren Über- oder Unterschreiten zu wechselseitigen Ausgleichszahlungen führt. Collars stellen eine interessantere Möglichkeit der Zinssicherung als Caps dar.<sup>903</sup> Der Developer kann sich den Verzicht auf zusätzliche Chancen durch sinkende Geldmarktzinsen leisten, da es sein Primärziel ist, den Trading Profit aus der Projektentwicklung zu realisieren. Die ihm für diesen Verzicht zustehende Prämie aus dem Verkauf des Floors kann er zum Erwerb einer Zinsobergrenze einsetzen, deren Kosten dadurch reduziert werden.

---

<sup>900</sup> Analog zur Cap-Vereinbarung ist auch der verkaufte Floor eine vom Grundgeschäft losgelöste Verpflichtung. Die jeweilige Verpflichtung des Developers aus dem verkauften Floor besteht grundsätzlich bis zum Verfall oder der Glattstellung der Floor-Vereinbarung. Die Floorprämie ist daher nach dem Realisationsprinzip des §252 Abs. 1 HGB bis zur endgültigen Erfüllung der Leistungsverpflichtung zu passivieren und erfolgsneutral zu behandeln. Vgl. Hammerstein, Zins, S. 11; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 331.

<sup>901</sup> Vgl. Achleitner, Investment Banking, S. 536.

<sup>902</sup> Der Collar gewinnt bei steigenden Zinsen an Wert, da der Wertzuwachs des Caps größer ist als der Wertverlust des Floors. Vice versa verliert der Collar bei fallenden Zinsen an Wert.

<sup>903</sup> Wie alle anderen Zinsderivate ist der Collar vorzeitig auflösbar.

### 4.3.3 Forward Rate Agreements

Forward Rate Agreements (FRA) bieten eine weitere Absicherungsmöglichkeit gegen Zinsänderungsrisiken.<sup>904</sup> Es handelt sich dabei um ein außerbörsliches Finanzierungsinstrument, das für den kurzfristigen Bereich - bei Laufzeiten bis 24 Monaten - eingesetzt werden kann.<sup>905</sup>

Dabei fixieren der Käufer und der Verkäufer eines FRA einen festen Zinssatz bezogen auf einen bestimmten Kreditbetrag für eine in der Zukunft beginnende Zinsperiode.<sup>906</sup> Im Falle einer Projektentwicklung sichert ein FRA dem Projektentwickler zum Projektbeginn bzw. zum Zeitpunkt  $t_0$  bereits einen Festzinssatz für künftige Kreditinanspruchnahmen.<sup>907</sup>

Im konkreten Beispiel vereinbart der Projektentwickler ein 9/24 FRA, wonach nach einer Vorlaufzeit von 9 Monaten eine Festzinsperiode von 15 Monaten zu einem Zinssatz von 5,40% p. a. auf einen Sockelbetrag von 9.214.899 € vereinbart wird.

Für diese Finanzierung liegt der Beginn der Festzinsperiode nach Ablauf von  $t_3$ , was in Abbildung 42 dargestellt wird. Zu diesem Zeitpunkt ersetzt die Zinsabsprache aus dem FRA die bisherige Euribor-Finanzierung des erstrangigen Darlehens in der im FRA vereinbarten Darlehenshöhe, die vereinfachend in Höhe des zu diesem Zeitpunkt bestehenden Kreditsaldos festgelegt wird.<sup>908</sup>

---

<sup>904</sup> Vgl. Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 299 f.

<sup>905</sup> Es wird grundsätzlich zwischen börsengehandelten und börsenfreien (Over the Counter) Geschäften unterschieden. Börsengehandelte Geschäfte sind Futures und Options an Terminbörsen, wie beispielsweise der Deutschen Terminbörse. Siehe hierzu ausführlich Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, S. 299; Wöhe, Betriebswirtschaftslehre, S. 861 ff; Brealey/Myers, Finance, S. 764 ff.

<sup>906</sup> Vgl. Paschedag, Darlehens- und Hypothekenfinanzierung, S. 75.

<sup>907</sup> Vgl. Hommel/Lehmann, Risiko-Management, S. 247.

<sup>908</sup> Analog zur Zinssicherung mit einem Cap ergibt sich hieraus die Problemstellung, dass Abweichungen im Mittelabflussplan keine Abweichung der Zinssicherung nach sich ziehen. Insofern muss die Festlegung der durch das FRA zu sichernden Darlehenshöhe mit entsprechender Vorsicht erfolgen.

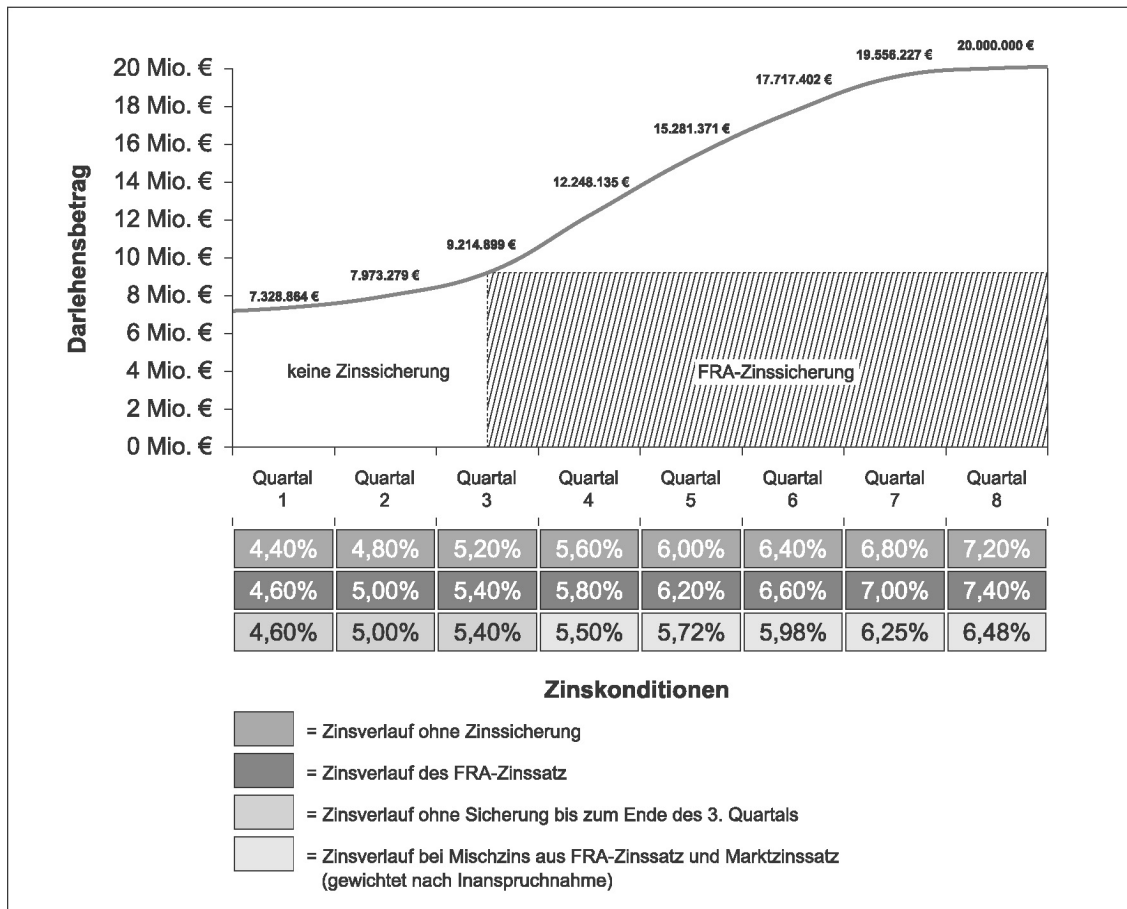


Abbildung 42: Zinssicherung mit FRA

Zukünftige Auszahlungen nach  $t_3$  werden weiterhin auf der bestehenden Zinsbasis abgerechnet. Nimmt man nun wiederum an, dass der Referenzzinssatz im Laufe der 24-monatigen Finanzierungsphase pro Quartal um jeweils 0,40% p. a. steigt, dann würde der Trading Profit des Developers der Beispiel-Projektentwicklung aus Kapitel 4 ohne Zinssicherung von 15,00% auf 13,65% sinken. Unter Berücksichtigung des FRA-Zinssatzes von 4,50% p. a. bewirkt die gewählte Zinssicherung, dass der Trading Profit lediglich auf 13,85% zurückgeht.<sup>909</sup> Der Umfang der Verlustbegrenzung beträgt somit 0,20% des Trading Profit. Ein effektiver Einsatz eines FRA kann somit - vor dem Szenario eines steigenden Zinsniveaus - zu einer signifikanten Absicherung der Rentabilität einer Projektentwicklung führen.

<sup>909</sup> Der FRA-Zinssatz ist ein Forward-Zinssatz und wird durch die Erwartung der Bank an die Entwicklung des Geldmarktzinssatzes determiniert. Er enthält eine Ertragskomponente für die Bank, die jedoch keine Vergütung im Sinne einer anfänglich zahlbaren Optionsprämie ist.

#### 4.3.4 Fortschreitende kurzfristige Festsatzfinanzierung

Im Rahmen einer fortschreitenden kurzfristigen Festsatzfinanzierung werden die Darlehenstranchen bei der Valutierung mit einem Festzinssatz bis zum vorgesehenen Ende des Fremdkapitalbedarfs versehen. Dadurch sichert sich der Developer gegen steigende Geldmarktzinsen für bereits valutierte Darlehenstranchen ab. Er nimmt jedoch das Risiko in Kauf, dass für noch nicht valutierte Darlehenstranchen der in der Zukunft vereinbarte Festzinssatz steigt. Diese Art der valutierungsangepassten Zinssicherung ist in Abbildung 43 dargestellt.

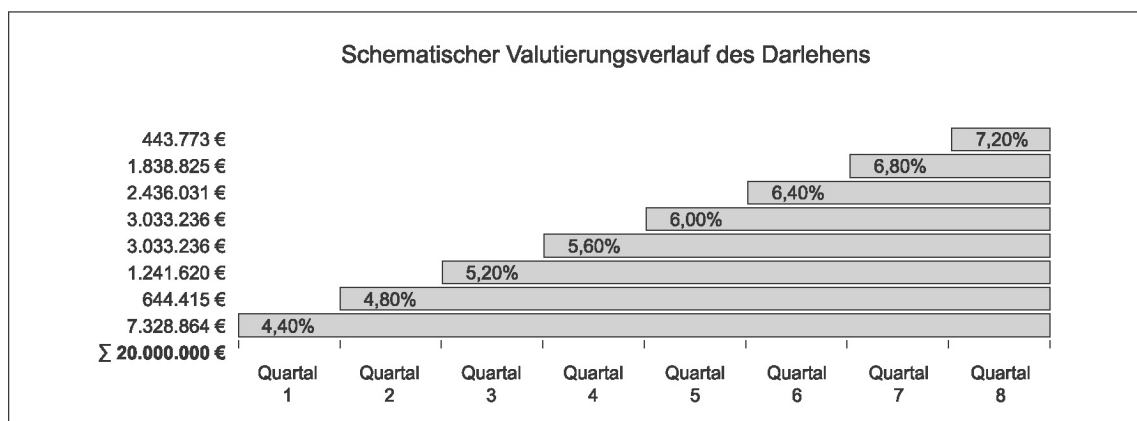


Abbildung 43: Fortschreitende kurzfristige Festsatzfinanzierung

Aus der Darstellung ist ersichtlich, dass jede Valutierung zu einer eigenen Festsatzkredittranche führt, wobei im unterstellten ansteigenden Zinsniveau der Developer von niedrigen Anfangszinssätzen profitiert. Die höheren Zinssätze für die späteren Festsatzkredittranchen wirken sich aufgrund der geringeren Anzahl an Quartalen nur unterdurchschnittlich kostenerhöhend aus. Wesentliche Vorteile dieser Vorgehensweise sind einerseits die Abwesenheit zusätzlicher Zinssicherungskosten sowie das einfache Konzept, das im Gegensatz zu Zinsoptionen oder FRAs bei bilanzierenden Unternehmen keine zusätzlichen Verbuchungskosten erfordert.<sup>910</sup>

Der somit erzielbare Trading Profit beläuft sich auf 14,37%, was eine Steigerung von 72 Basispunkten gegenüber des ungesicherten Zinsverlaufs von 13,65% darstellt.

<sup>910</sup> Vgl. Interview mit Herrn Toni Ilgner.

#### 4.3.5 Fazit

Durch den Einsatz von Zinssicherungsinstrumenten kann grundsätzlich das Zinsänderungsrisiko einer Projektentwicklungsfinanzierung begrenzt bzw. ausgeschlossen werden. Angesichts der in Abschnitt 4.1 diskutierten Weiterentwicklung der strukturierten Finanzierung von Projektentwicklungen und der damit verbundenen Aufteilung des Trading Profits zwischen den Projektbeteiligten, kommt dessen Sicherung eine wesentliche Bedeutung zu. Hierzu sind Zinssicherungsinstrumente ein geeigneter Bestandteil einer modernen Entwicklungsfinanzierung. Insbesondere angesichts des derzeit vergleichsweise niedrigen Zinsniveaus im Geldmarktfinanzierungsbereich bieten die in diesem Abschnitt dargestellten Zinssicherungsinstrumente eine günstige Möglichkeit der Minimierung des Zinsänderungsrisikos und somit der Sicherung der Projektrentabilität. Dafür ist es allerdings notwendig, dass sich die Bereitschaft der Marktteilnehmer erhöht, sich mit diesen zunächst komplex wirkenden Konstruktionen auseinanderzusetzen, deren Einsatz sich nicht nur im großvolumigen Finanzierungsbereich lohnen kann.<sup>911</sup>

#### 4.4 Zusammenfassung

Vor dem Hintergrund der in Abschnitt 3.3 abgeleiteten Auswirkungen der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung werden in Kapitel 4 Handlungsoptionen für die Geschäftspolitik von Projektentwicklungsunternehmen sowie Alternativen für Banken und Developer in der Finanzierung von gewerblichen Projektentwicklungen aufgezeigt. Dazu wird unter Punkt 4.2.3 zunächst beispielhaft eine klassische Projektentwicklung und deren Finanzierung dargestellt. Auf der Grundlage dieses Ausgangsfalles erfolgt unter Punkt 4.2.4 die Betrachtung der gleichen Projektentwicklung unter den Finanzierungsbedingungen von Basel II.

Darauf aufbauend erfolgt unter Punkt 4.2.5 *ceteris paribus* die Betrachtung der gleichen Projektentwicklung bei einer Variation der Finanzierungsstruktur. Diese wird in ein erstrangiges Darlehen, ein Mezzanine-Nachrangdarlehen und in eine Eigenkapitaltranche aufgeteilt.

---

<sup>911</sup> Vgl. Pitschke/Ilgner, Swaps, S. 14; Hommel/Lehmann, Risiko-Management, S. 240.

Unter Punkt 4.2.6 erfolgt die Betrachtung dieser Projektentwicklung unter Einbeziehung einer weiteren Bank als Joint Venture-Partner zur Finanzierung einer nachrangigen Finanzierungstranche.

Abschließend wird unter Punkt 4.2.7 angenommen, dass die nachrangige Finanzierungstranche durch einen Private Equity-Partner bzw. durch einen Projektentwicklungsfonds im Rahmen einer atypischen stillen Beteiligung bereitgestellt wird.

Die beispielhafte Betrachtung verdeutlicht, dass Banken in der Vergangenheit im Verhältnis zum eingegangenen Risiko tendenziell zu wenig verdient haben. Es lag häufig eine asymmetrische Risiko-Rendite-Verteilung zugunsten der Projektentwicklungsunternehmen vor. Erhöhte Eigenkapitalunterlegungserfordernisse unter Basel II für projektentwicklungsbezogene Kredite führen dazu, dass die Eigenkapital- bzw. Opportunitätskosten, die den Kreditinstituten für solche Kredite entstehen, steigen werden.

Es zeigt sich, dass durch die Regelungen von Basel II die klassische Finanzierung von Immobilien-Projektentwicklungen zunehmend an Bedeutung verliert. Es ist allerdings auch nach Basel II für Banken und Projektentwickler möglich, gewinnbringend zu kooperieren. Dies ist durch die Strukturierung von Finanzierungen bspw. durch den Einsatz innovativer Finanzierungsinstrumente möglich. Dazu müssen jedoch beide Seiten ihre traditionellen Sichtweisen aufgeben: Projektentwickler werden in Zukunft die finanzierende Bank stärker als bisher an ihrem Projektgewinn beteiligen müssen. Auf Seiten der Bank bedarf es hierfür einer Kreditstrategie, in der verankert ist, dass gegen Zahlung einer risiko-adäquaten Marge sowie einer gewinnabhängigen Risikoprovision ein erhöhter Beleihungsauslauf akzeptiert wird.

Abschnitt 4.3 verdeutlicht, welchen Beitrag ein aktives Zinsmanagement vor dem Hintergrund von Basel II zur Absicherung der Finanzierungsbedingungen leisten kann. Dies erfolgt rückgreifend auf das Finanzierungsbeispiel aus Punkt 4.2.3, um beispielhaft darstellen zu können, wie Zinssicherungsinstrumente in der Praxis eingesetzt werden können.

## 5 Empirische Erhebung zur gewerblichen Immobilienfinanzierung

Wie im vorausgehenden Kapitel dargestellt wurde, befindet sich die gewerbliche Immobilienfinanzierung in Deutschland im Umbruch. Sowohl strukturelle, konjunkturelle als auch regulatorische Veränderungen führen bei vielen Kreditinstituten zu einer Neuausrichtung dieses Geschäftsfeldes.<sup>912</sup> Dabei zeichnet sich ab, dass die klassische Form der Finanzierung von Projektentwicklungen zunehmend an Bedeutung verliert.<sup>913</sup> Ein Trend zur Strukturierung von Immobilienfinanzierungen ist erkennbar, der auf dem Einsatz innovativer Finanzierungsinstrumente basiert.<sup>914</sup> Aus einer reinen Beobachterposition lassen sich die Meinungen der Marktteilnehmer und die aktuellen Entwicklungen nicht hinreichend erfassen. Eine notwendige Bedingung zur zuverlässigen Gewinnung von Erkenntnissen über die Entwicklungen in der gewerblichen Immobilienfinanzierung ist eine direkte Befragung der Marktteilnehmer. Daher hat der Verfasser eine empirische Studie zur Erhebung der Meinungen und Verhaltensweisen der Kreditinstitute durchgeführt. Diese Vorgehensweise ist auch deshalb notwendig, da sich erst durch eine kritische Analyse der Realität die betriebswirtschaftliche Forschung als Entwicklungspartner der Unternehmenspraxis bewähren kann und gleichzeitig ihrer Erklärungs- und Gestaltungsfunktion gerecht wird.<sup>915</sup>

### 5.1 Gegenstand und Umfang der empirischen Untersuchung

#### 5.1.1 Zielsetzung der Studie

Ziel der empirischen Erhebung ist es, Erkenntnisse über das Verhalten deutscher Kreditinstitute vor dem Hintergrund von Basel II zu generieren und aktuelle Entwicklungen der gewerblichen Immobilienfinanzierung zu identifizieren. Es wird zudem geprüft, ob sich die Kreditinstitute anhand der Angaben zu ihrem Aktivitätsniveau und zu ihrer Risikobereitschaft in unterschiedliche Verhaltensgruppen einteilen lassen. Dabei wird kein starres, bereits im Vorfeld der Unter-

---

<sup>912</sup> Vgl. Pitschke/Breidenbach, Banken, S. 20; Gesinn, Gewerbekredit, S. 672 ff.

<sup>913</sup> Vgl. Stinner, Immobilienfinanzierung, S. 18 ff.

<sup>914</sup> Vgl. Doetsch, Strukturierte Immobilienfinanzierung, S. 56 ff.; Plessner, Entwicklungen, S. 668 ff.

<sup>915</sup> Vgl. Szyperski, Planungswissenschaft, S. 682.

suchung explizit ausformuliertes Hypothesensystem zugrunde gelegt, wie es üblicherweise von der kritisch-rationalen Sozialforschung gefordert wird.<sup>916</sup> Vielmehr soll im Rahmen einer empirischen Analyse vorwiegend explorativ nach Beziehungsstrukturen geforscht werden. Der Vorteil dieser Vorgehensweise liegt darin, dass über die vermuteten Beziehungsstrukturen weitere Resultate erst in der Auseinandersetzung mit den erhobenen Daten erschlossen werden können. Angesichts der Aktualität der untersuchten Fragestellungen ist ein solches Vorgehen sinnvoll.<sup>917</sup>

### 5.1.2 Design der Datenerhebung

Die Daten, auf denen die empirische Untersuchung basiert, wurden im Rahmen einer schriftlichen Bankenbefragung mittels eines standardisierten Fragebogens erhoben.<sup>918</sup> Die Entwicklung des Fragebogens erfolgte unter Berücksichtigung der diesbezüglichen wissenschaftlichen Erkenntnisse.<sup>919</sup> Während einer einmonatigen Vorbereitungsphase wurde der Fragebogen intensiv hinsichtlich seiner Vollständigkeit und Verständlichkeit mit Praktikern und Wissenschaftlern diskutiert und getestet, bevor nach mehreren Überprüfungen die finale Gestaltungsform gefunden war. Es wurde eine Aufteilung des Fragebogens in die Themenbereiche

- Angaben zum Institut
- Basel II
- Kredit-Risikomanagement
- Innovative Finanzierungsformen

vorgenommen.<sup>920</sup>

---

<sup>916</sup> Vgl. Kirsch, Empirische Forschung, S. 193.

<sup>917</sup> Vgl. Bortz/Döring, Forschungsmethoden, S. 217 ff.

<sup>918</sup> Der Fragebogen ist im Anhang auf den Seiten 109 ff. einsehbar. Zum Vergleich alternativer Erhebungsinstrumente vgl. Kromrey, Sozialforschung, S. 216 ff. Zur Eignung der schriftlichen Befragung vgl. Atteslander, Methoden, S. 115.

<sup>919</sup> Vgl. zur Vorgehensweise und inhaltlichen Gestaltung von Fragebogenerhebungen Atteslander, Methoden, S. 117 ff.; Bortz/Döring, Forschungsmethoden, S. 180 ff.; Kromrey, Sozialforschung, S. 203 ff.

<sup>920</sup> Der Fragebogen umfasst auch einen Themenbereich „Securitisations“, der im Rahmen dieser Arbeit nicht betrachtet wird.



Zur Erhöhung der Antwortbereitschaft wurden nahezu ausschließlich geschlossene Fragestellungen gewählt.<sup>921</sup> Bei einigen Fragen wurde den Befragten Raum für ergänzende Beantwortungsmöglichkeiten gegeben, um eine zusätzliche Erfassung der unternehmensindividuellen Ausprägungen zu gewährleisten. Darüber hinaus wurde die Rücksendung des Fragebogens dadurch erleichtert, dass das Adressfeld für die Rücksendung bereits auf der Rückseite des Fragebogens abgedruckt war und ein dazu passender Rückumschlag mit Fenster beigelegt wurde.

Um einen befriedigenden Rücklauf zu generieren und gleichzeitig einen sachkundigen Ansprechpartner in den Kreditinstituten zu finden, wurde der Fragebogen mit einem Anschreiben an die jeweilige Geschäftsleitung von 205 Kreditinstituten versendet.<sup>922</sup> Die Stichprobe bildeten Banken, die im Adressenreservoir der Hoppenstedt-Wirtschaftsdatenbank gespeichert sind und die im Geschäftsjahr 2002 eine Bilanzsumme von mindestens drei Mrd. Euro auswiesen.<sup>923</sup> Von einer Einbeziehung von Marktteilnehmern unterhalb dieser Bilanzsumme hat der Verfasser abgesehen, da sich während der Vorbereitungsphase der Studie der Eindruck gefestigt hat, dass der wesentliche Teil der im Geschäftsfeld der gewerblichen Immobilienfinanzierung aktiven Banken eine Bilanzsumme von mindestens drei Mrd. Euro aufweist. Vor diesem Hintergrund und zur Erreichung der relevanten Zielgruppe wurde diese Eingrenzung über die Anwendung des Cut-off-Auswahlverfahrens vorgenommen.<sup>924</sup>

Die postalische Versendung der 205 Fragebögen erfolgte am 29. Mai 2003 und es wurde um eine Rückantwort bis zum 1. Juli 2003 gebeten. Im Juli 2003 erfolgten schriftliche und telefonische Nachfassungen. Insgesamt reagierten 78

---

<sup>921</sup> Vgl. zur Vorteilhaftigkeit geschlossener Fragestellungen siehe Atteslander, Methoden, S. 127.

<sup>922</sup> Dieses Anschreiben ist auf Seite 109 dieser Arbeit abgedruckt.

<sup>923</sup> Hoppenstedt-Wirtschaftsdatenbank Stand Mai 2003.

<sup>924</sup> Es handelt sich um ein Verfahren der bewussten Auswahl, bei der die Stichprobe durch Anwendung der Cut-off-Methode gezielt und überlegt konstruiert wird. Vgl. Berekoven et al., Marktforschung, S. 54 ff. Die Erhebung beschränkt sich dabei bezüglich sachrelevanter Merkmale (hier: Bilanzsumme) auf solche Marktteilnehmer der Grundgesamtheit, denen für den Untersuchungstatbestand ein besonderes Gewicht zukommt. Dies geschieht vor dem Hintergrund, dass die Befragung der Kreditinstitute mit einer Bilanzsumme größer als drei Mrd. € bereits so weitreichende Ergebnisse erbringt, dass eine Ausdehnung auf die vollständige Grundgesamtheit aller Kreditinstitute unter Aufwand-Erkenntnis-Gesichtspunkten unwirtschaftlich wäre. Zu Vor- und Nachteilen bei der Anwendung der Cut-off-Methode siehe auch Weis/Steinmetz, Marktforschung, S. 56.

Banken. Davon gaben drei zur Kenntnis, dass sie nicht in der gewerblichen Immobilienfinanzierung tätig seien. Weitere 22 Unternehmen haben aus zeitlichen oder sonstigen Gründen (z. B. prinzipiell keine Beteiligung an Befragungen) von der Beantwortung Abstand genommen. Somit waren 53 Fragebögen auswertbar. Es ergibt sich folglich eine Rücklaufquote auswertbarer Fragebögen von 25,85%. Bezugnehmend auf das in Abschnitt 3.1 vorgestellte Geschäftsbankensystem in Deutschland wurden die Institute um die Angabe der Art ihres Institutes gebeten. Alle Institute (n=53) haben hier eine entsprechende Einordnung vorgenommen. Demnach bilden 4 Genossenschaftsbanken, 7 Landesbanken, 11 Hypothekenbanken, 3 Privatbanken, 15 Sparkassen, 5 Kreditbanken und 8 Sonderinstitute den Umfang der Stichprobe, wie in Abbildung 44 dargestellt.

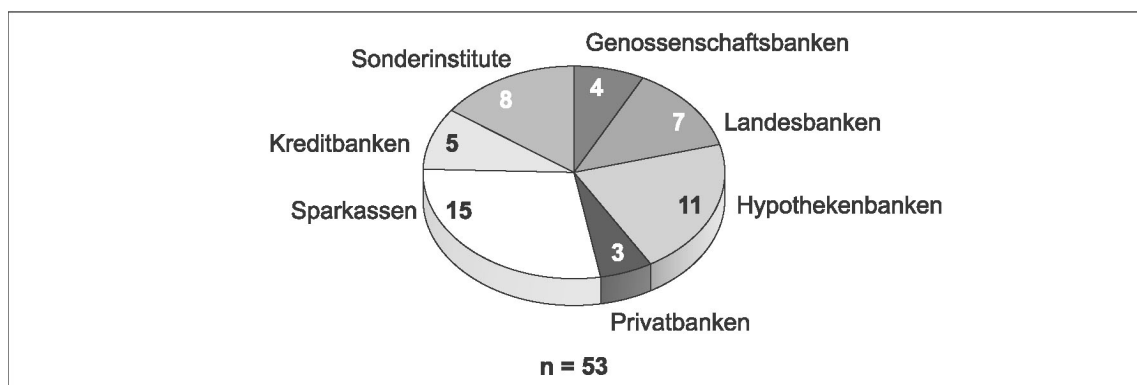


Abbildung 44: Struktur der Stichprobe nach Art des Institutes

Bezogen auf die Unternehmensgröße umfasst die Stichprobe sowohl große als auch mittelgroße Kreditinstitute, was auch auf die o. g. Eingrenzung der Grundgesamtheit auf Institute mit einer Bilanzsumme von mindestens drei Mrd. Euro zurückzuführen ist. 41,18% der Banken gaben an, dass ihre Bilanzsumme zwischen drei und fünf Mrd. Euro liegt. Für 45,10% der Banken liegt die Bilanzsumme zwischen 5 und 100 Mrd. Euro.<sup>925</sup> 13,73% der Institute weisen eine Bilanzsumme größer als 100 Mrd. Euro aus. Hinsichtlich der Mitarbeiteranzahl lässt sich ein ungleichmäßiger Anteil der Banken in den jeweiligen Größenklassen feststellen.

<sup>925</sup> 23,53% im Bereich von 5 Mrd. € bis 20 Mrd. € sowie 21,57% im Bereich von 20 Mrd. € bis 100 Mrd. €.

Etwa ein Fünftel der Banken (19,61%) haben ein Kreditvolumen kleiner als 5 Mrd. €. Drei Fünftel der Institute weisen ein Kreditvolumen zwischen 5 und 100 Mrd. Euro auf.<sup>926</sup> Ein Fünftel der Institute (19,61%) hat ein Kreditvolumen größer als 100 Mrd. Euro. 28% der Institute beschäftigt mehr als 100 Mitarbeiter, 26% zwischen 50 und 100 Mitarbeiter und 10% zwischen 20 und 50 Mitarbeiter in der gewerblichen Immobilienfinanzierung. Lediglich 36% verfügen über einen Personalbestand von weniger als 20 Mitarbeitern in diesem Geschäftsbereich.<sup>927</sup> Abbildung 45 zeigt die Zusammensetzung der Stichprobe nach der Unternehmensgröße der Institute.

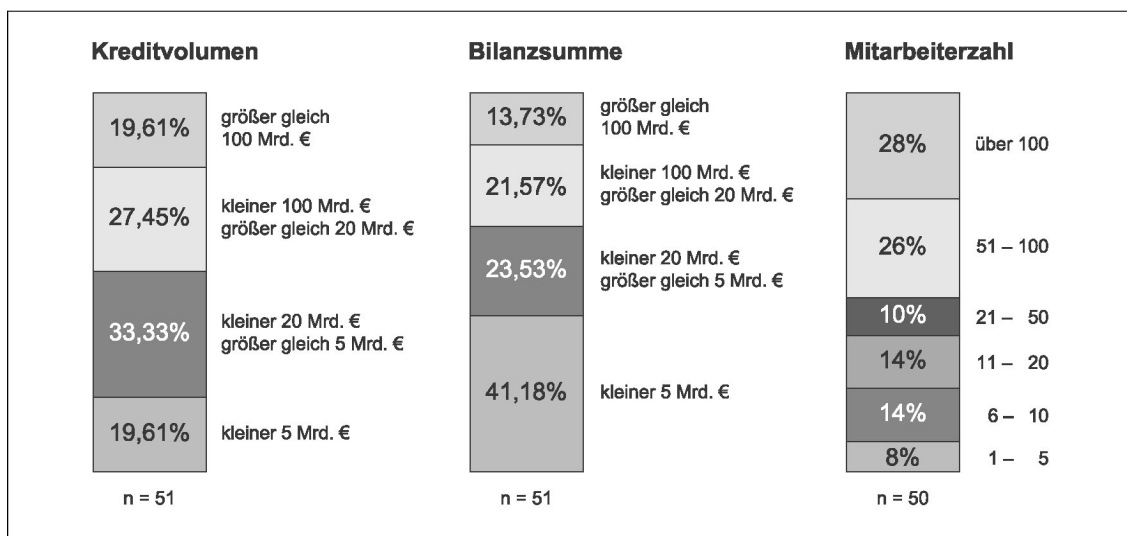


Abbildung 45: Struktur der Stichprobe nach Unternehmensgröße<sup>928</sup>

Nach Betrachtung der Angabe der absoluten Höhe des Gesamtkreditvolumens stellt sich nunmehr die Frage nach dem prozentualen Anteil der gewerblichen Immobilienfinanzierung an dieser Größe. 11,6 % der befragten Banken (n=43) gaben an, dass die gewerbliche Immobilienfinanzierung mehr als 75% ihres gesamten Kreditvolumens ausmacht. Für weitere 11,6% liegt dieser Anteil zwischen 50% und 75% des Kreditvolumens. Für die meisten Banken (34%) nimmt die gewerbliche Immobilienfinanzierung zwischen 10% und 20% ihres Gesamtkreditvolumens ein. Bei 18,6% der Banken liegt der Anteil der gewerblichen

<sup>926</sup> 33,33% im Bereich von 5 Mrd. € bis 20 Mrd. € sowie 21,57% im Bereich von 20 Mrd. € bis 100 Mrd. €.

<sup>927</sup> 14% im Bereich von 11-20 Mitarbeitern, 14% im Bereich von 6-10 Mitarbeitern und 8% im Bereich von 1-5 Mitarbeitern.

<sup>928</sup> Die Werte in Klammern (n=51, n=51 und n=50) geben die Zahl der auswertbaren Antworten an. Fehlende Antworten werden auch in den folgenden Abbildungen nicht ausgewiesen.

Immobilienfinanzierung zwischen 20% und 50% des Gesamtkreditvolumens, was auf ein recht hohes Aktivitätsniveau in der gewerblichen Immobilienfinanzierung hindeutet (vgl. Abbildung 46).

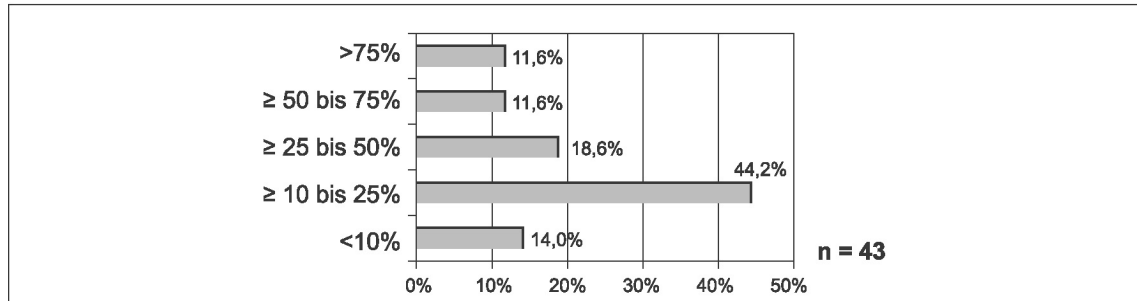


Abbildung 46: Anteil der gewerblichen Immobilienfinanzierung am Gesamtkreditvolumen

Fast entsprechend zu diesen Angaben sind auch die Einschätzungen der Institute zur Intensität ihrer Tätigkeit in der gewerblichen Immobilienfinanzierung ausgefallen, die in Abbildung 47 dargestellt werden.

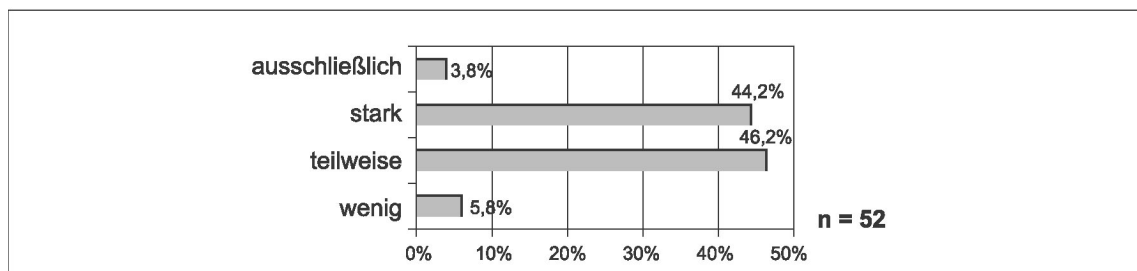


Abbildung 47: Aktivität in der gewerblichen Immobilienfinanzierung

So geben 5,8% an, wenig in diesem Bereich aktiv zu sein, 46,2% sind teilweise aktiv. 44,2% der Institute sind stark in der gewerblichen Immobilienfinanzierung engagiert, und für 3,8% der Institute stellt dies das ausschließliche Geschäft dar.

### 5.1.3 Design der Datenauswertung

„Statistische Methoden verfolgen das Ziel, die in umfangreichen Untersuchungen gewonnene Fülle von Einzeldaten zu verdichten und Zusammenhänge,

Abhängigkeiten und Strukturen aufzudecken, um dadurch eine substantielle Interpretation der Untersuchungsergebnisse zu ermöglichen.<sup>929</sup>

Das durch die Befragung erhobene Datenmaterial wurde mit Hilfe verschiedener Methoden der empirischen Sozialforschung aufbereitet. Hinsichtlich der Erfassung des Aktivitätsniveaus und der Risikobereitschaft in der gewerblichen Immobilienfinanzierung wurde zur Bildung der Verhaltensgruppen die Clusteranalyse nach der k-Means-Methode angewandt.<sup>930</sup> Dieses partitionierende Klassifikationsverfahren zeichnet sich dadurch aus, dass die einzelnen Untersuchungsobjekte (hier: die befragten Banken) solange iterativ gruppiert werden, bis die interne Homogenität innerhalb der Gruppe sowie die externe Heterogenität zwischen den Gruppen optimiert sind.<sup>931</sup> Eine einmal vorgenommene Zuordnung der Objekte ist folglich nicht endgültig, sondern wird revidiert, wenn dadurch eine Verbesserung der Partition erreicht wird. Dem Verfahren lastet der Nachteil an, dass die Anzahl der Cluster für die Anfangszuordnung vorgegeben werden muss. Dieser Nachteil ist jedoch weniger gewichtig als das Phänomen der hierarchischen Clusterverfahren, bei denen das Untersuchungsobjekt - einmal einem Cluster zugeordnet - dieses nicht mehr verlassen kann. Zur Beurteilung der Homogenität einer gefundenen Gruppe wird der F-Test angewendet. Dabei wird schließlich geprüft, ob sich die ermittelten Verhaltenscluster in Bezug auf das jeweilige Untersuchungsmerkmal in ihren Ausprägungen signifikant unterscheiden, wobei die mittlere quadratische Abweichung der erklärten und die nicht erklärte Varianz in Relation gesetzt werden.<sup>932</sup> Je kleiner ein F-Wert ist, desto geringer ist die Streuung dieser Variablen in einer Gruppe im Vergleich zur Grundgesamtheit. Der F-Wert sollte den Wert eins nicht übersteigen, da in diesem Fall die entsprechende Variable in der Gruppe eine größere Streuung aufweist als in der Grundgesamtheit. Die F-Werte sind für alle Variab-

---

<sup>929</sup> Nieschlag/Dichtl/Hörschgen, Marketing, S. 735.

<sup>930</sup> Vgl. Bortz, Statistik, S. 169.

<sup>931</sup> Mit der Clusteranalyse wird eine Bündelung von Untersuchungsobjekten angestrebt. Das Ziel ist es dabei, die Objekte so zu Gruppen bzw. Clustern zusammenzufassen, dass die Objekte in einer Gruppe möglichst ähnlich und die Gruppen untereinander möglichst unterschiedlich sind. Vgl. Backhaus et al., Analysemethoden, S. 12 f.

<sup>932</sup> Zur Varianzanalyse siehe Bleymüller/Gehlert/Gülicher, Statistik, S. 119; Bortz, Statistik, S. 140 f.; Backhaus/Plinke, Analysemethoden, S. 45 ff.

len in beiden Clustern zu berechnen. Ein Cluster ist dann als vollkommen homogen anzusehen, wenn alle F-Werte kleiner als eins sind.<sup>933</sup>

Im Rahmen der Untersuchung des Verhaltens der Banken in der gewerblichen Immobilienfinanzierung kommt neben der Verwendung der Varianzanalyse für metrisch skalierte Daten auch das Zusammenhangsmaß Cramer's V für nominalskalierte Daten zur Anwendung. Das Zusammenhangsmaß Cramer's V baut auf dem Chi-Quadrat-Test auf und prüft die Stärke von Zusammenhängen unabhängig vom Stichprobenumfang. Dabei nimmt Cramer's V bei Unabhängigkeit zweier Variablen den Wert von nahe Null an, während sich bei absoluter Abhängigkeit ein Wert von nahe Eins ergibt. Ein Wert von Eins wird jedoch nur selten erreicht.<sup>934</sup> Wie der Chi-Quadrat-Test macht Cramer's V jedoch keine Aussage zur Wirkungsrichtung der betrachteten Zusammenhänge, so dass Kausalinterpretationen inhaltlich aus kontextbezogenen Überlegungen abgeleitet werden müssen.<sup>935</sup> Im Kontext dieser Untersuchung ist die unabhängige Variable die Zugehörigkeit der Kreditinstitute zu Verhaltensclustern, während die abhängigen Variablen die einzelnen, metrisch skalierten Merkmale sind.

Die Aufbereitung und Auswertung des erhobenen Datenmaterials erfolgte mit Hilfe von SPSS für Windows (Statistical Package für Social Sciences) in der Programmversion 11.5.<sup>936</sup>

## 5.2 Ergebnisse der empirischen Untersuchung

Vor dem Hintergrund der unter Punkt 3.1.1.3 erläuterten Ertragsprobleme in der Bankenbranche stand die Risikoneigung und das Aktivitätsniveau in der gewerblichen Immobilienfinanzierung im Zentrum des Interesses der empirischen Studie. Zur Annäherung an diese Fragestellungen wurde zunächst nach dem Entwicklungsstand der Institute bei der Umsetzung Basel II-konformer Rating-

---

<sup>933</sup> Vgl. Backhaus/Plinke, Analysemethoden, S. 533.

<sup>934</sup> Im Rahmen der Datenauswertung werden nachstehende Falsifikationsgrenzen verwendet: Ein Zusammenhang zwischen den Variablen wird als nicht gegeben angenommen, wenn Cramer's V einen Wert bis 0,1 einnimmt. Bis 0,2 ist ein nur schwach ausgeprägter Zusammenhang gegeben, während Werte zwischen 0,2 und 0,3 auf einen relativ starken Zusammenhang hindeuten. Nimmt Cramer's V einen Wert jenseits dieser Grenze an, liegt ein ausgeprägt starker Zusammenhang vor. Vgl. Backhaus/Plinke, Analysemethoden, S. 245.

<sup>935</sup> Vgl. Bortz/Döring, Forschungsmethoden, S. 397.

<sup>936</sup> Erläuternden Ausführungen zu dieser Statistik Software siehe o. V., SPSS.

verfahren gefragt. Das stellt für die Banken derzeit eine zentrale Herausforderung dar und ist durch die MaK zwingend vorgeschrieben.<sup>937</sup>

Nach den Angaben der befragten Banken haben 17,3% angefangen; 28,8% sind zur Hälfte fertig und 50,0% sind fast fertig. 3,8% der Institute haben angegeben, die Baseler Ratinganforderungen bereits jetzt voll erfüllen zu können (vgl. Abbildung 48).

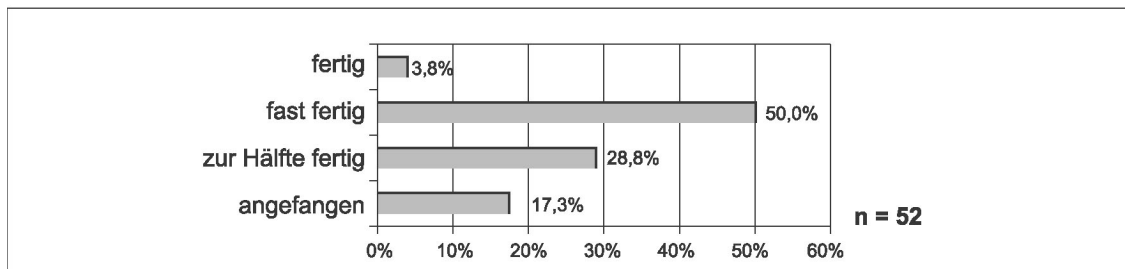


Abbildung 48: Vorbereitungsstand bei der Einführung von Ratingsystemen

Neben dem Entwicklungsstand spielt die Auswahl des Ratingansatzes eine wesentliche Rolle, da sich die Ratingansätze in ihrer Risikosensitivität und Genauigkeit, aber auch in ihrer Komplexität unterscheiden. Wie unter Punkt 3.2.2.3.6 erläutert, ist der fortgeschrittene IRB-Ansatz am besten geeignet, den Anforderungen einer Immobilienfinanzierung gerecht zu werden. Im fortgeschrittenen Ansatz kommt der Sicherungswert der Grundschild angemessen zum Ausdruck, da nur hier die Verlustquoten von der Bank selbst geschätzt werden dürfen.<sup>938</sup> Aus Sicht der Banken ist daher anzustreben, diesen Ansatz zu wählen. Die qualitativen und quantitativen Anforderungen an die Kreditinstitute sind allerdings sehr hoch und mit einem erheblichen Ressourceneinsatz verbunden, was für viele Institute derzeit noch ein Hindernis bei der Wahl der fortgeschrittenen Variante des IRB-Ansatzes darstellt.

Vor diesem Hintergrund haben sich 13,5% der Institute (n=52) für die Anwendung des Modifizierten Standardansatzes entschieden. Die große Mehrheit der Institute wird aber den Internen Ratingansatz fahren, der eine wesentlich differenziertere und risikosensitivere Eigenkapitalunterlegung von Krediten ermöglicht als der Standardansatz.<sup>939</sup> Abbildung 49 zeigt, dass insgesamt 65,3% der

<sup>937</sup> Vgl. Weber, Bankenmarkt, S. 457. Siehe hierzu auch Abschnitt 3.1.

<sup>938</sup> Vgl. Hagen, Basel II, S. 45 ff.

<sup>939</sup> Siehe hierzu Punkt 3.2.2.3 und im Speziellen Abbildung 26 auf Seite 109.

Banken den Basisansatz des Internen Ratingansatzes gewählt haben. Bei 28,8% der Institute geschieht dies mit der Zielsetzung, in der Zukunft auf den fortgeschrittenen IRB-Ansatz überzugehen. Diese abwartende Haltung ist damit zu erklären, dass diese Banken die Anforderungen des fortgeschrittenen Ansatzes zur Schätzung der Parameter LGD, EAD und M noch nicht erfüllen.<sup>940</sup> 21,2% der Banken sind offenbar bereits zur eigenständigen Einschätzung aller notwendigen Ratingparameter in der Lage, so dass sie sich für die fortgeschrittene Variante des Internen Ratingansatzes entschieden haben.

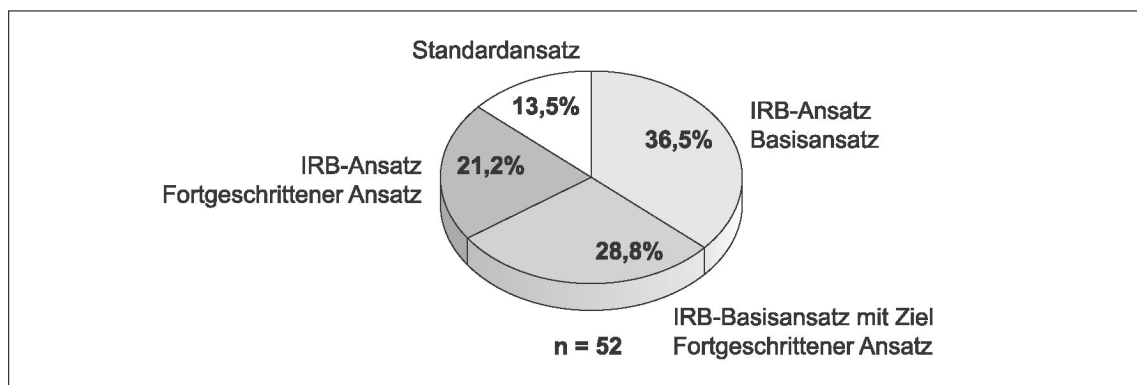


Abbildung 49: Wahl des Ratingsansatzes

Dieses tendenziell pro-aktive Verhalten der Banken bei der Umsetzung und Auswahl der Baseler Ratingansätze geht einher mit einer klar erkennbaren positiven Grundhaltung gegenüber der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung. So befürwortet die große Mehrheit bzw. 91,8% (voll und ganz 53,3%; eher ja 38,5%) der befragten Institute die Neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung, was aus Abbildung 50 hervorgeht.<sup>941</sup>

Dieses klare Votum ist auf die Erwartung der Kreditinstitute zurückzuführen, durch Basel II Kreditrisiken besser einschätzen und preislich bewerten zu können.

<sup>940</sup> Zu den Mindestanforderungen zur Anwendung des fortgeschrittenen IRB-Ansatzes siehe Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Eigenkapitalvereinbarung, S. 105 sowie Punkt 3.2.2.3.4.

<sup>941</sup> Die Frage lautet genau: „Befürworten Sie Basel II als Reform der geltenden Eigenkapitalvereinbarung, die eine risikoorientierte Eigenkapitalunterlegung von Krediten in Abhängigkeit von der Bonität der Schuldner zum Ziel hat.“



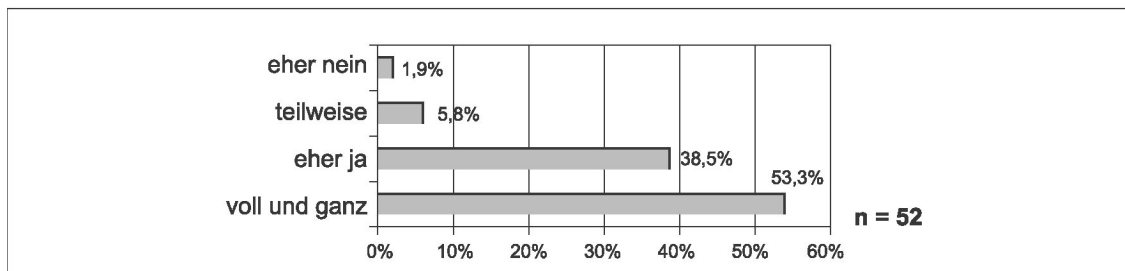


Abbildung 50: Grundhaltung der Banken zu Basel II

Zudem erhoffen sich die Banken, dass durch Basel II eine „Quersubventionierung“ von Schuldern schlechter Bonität durch Schuldner guter Bonität künftig unterbleiben wird.<sup>942</sup> Die Mehrzahl der Banken geht zudem davon aus, dass neben diesem Effekt als Konsequenz von Basel II auch die Risikobestandteile der Zinsmarge steigen werden. Diese tendenziell zunehmenden Zinsmargen werden von 56% (n = 51) der Banken auch als durchsetzbar eingeschätzt.<sup>943</sup>

In Abschnitt 4.1 wurde herausgearbeitet, dass die Banken zur Verbesserung ihrer Ertragssituation höhere Risiken eingehen können, wie es etwa im Rahmen der Finanzierung mit einem Mezzanine-Nachrangdarlehen möglich ist. Ein Wechsel hin zu einer solch pro-aktiven Kreditstrategie ist nach den Meinungen der befragten Banken allerdings nicht erkennbar, denn die meisten Kreditinstitute haben angegeben, höhere Risiken meiden zu wollen.

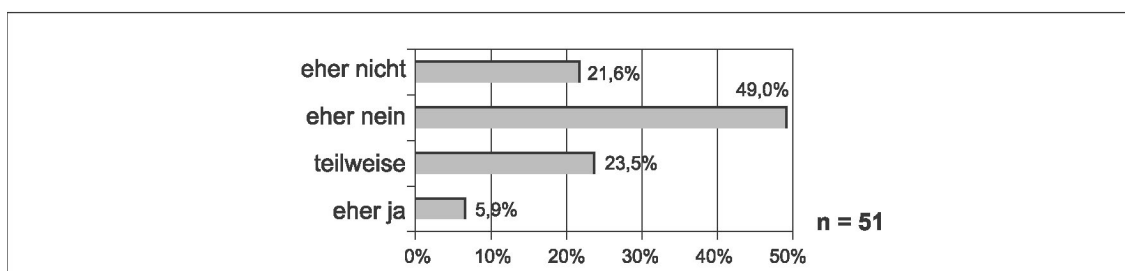


Abbildung 51: Bereitschaft zu einer höheren Risiko-Rendite-Relation

In diesem Zusammenhang lehnen es 66,0% (49,0% eher nein; 21,6% eher nicht) der Banken (n=51) ab, zur Erzielung einer höheren Marge auch ein höhe-

<sup>942</sup> Der Gedanke einer „Quersubventionierung“ von Schuldern schlechter Bonität ist darauf zurückzuführen, dass nach der geltenden Baseler Eigenkapitalvereinbarung (Basel I) die Eigenkapitalunterlegung von Kreditrisiken pauschal - und nicht in Abhängigkeit von der Bonität des Kreditnehmers - berechnet wird. Über den Kreditzins erfolgt damit keine Preisdifferenzierung in Abhängigkeit von der Bonität des Kunden. Durch eine risikoadjustierte Eigenkapitalunterlegung gemäß der Bonität bzw. der Ausfallwahrscheinlichkeit der Schuldner - wie es Basel II mandatiert - wird diese Situation in der Preisfindung für Kreditrisiken verbessert. Vgl. Bonn, Banken, S. 38; Doswald, Basel II. S. 67.

<sup>943</sup> 44% der Banken antworteten „voll und ganz“; 12% der Banken antwortete „eher ja“.

res Risiko einzugehen, was aus Abbildung 51 hervorgeht. Unter Berücksichtigung des klassischen Risiko-Rendite-Zielkonflikts erscheint dies paradox, doch reflektiert die Beantwortung dieser Frage die derzeitige Risikoaversion der Bankenbranche, die insbesondere auf die erheblichen Wertberichtigungen ihrer Kreditportfolios in den letzten Jahren zurückzuführen ist.<sup>944</sup> Diese geringe Risikobereitschaft der Banken ist insbesondere für das Finanzierungsumfeld gewerblicher Projektentwicklungen von Bedeutung, denn Projektentwickler sind bedingt durch die eigene Eigenkapitalknappheit traditionell auf ein hohes Maß an Fremdfinanzierung durch die Banken angewiesen. Abbildung 52 zeigt, dass 26,9% der Kreditinstitute momentan grundsätzlich nicht bereit sind, Immobilien-Projektentwicklungen zu finanzieren (n=51). 63,5% der Institute verlangen dafür einen Vorvermietungsstand von mehr als 50%.<sup>945</sup> Lediglich 9,6% der Institute verlangt einen Vorvermietungsstand von nur 25%.

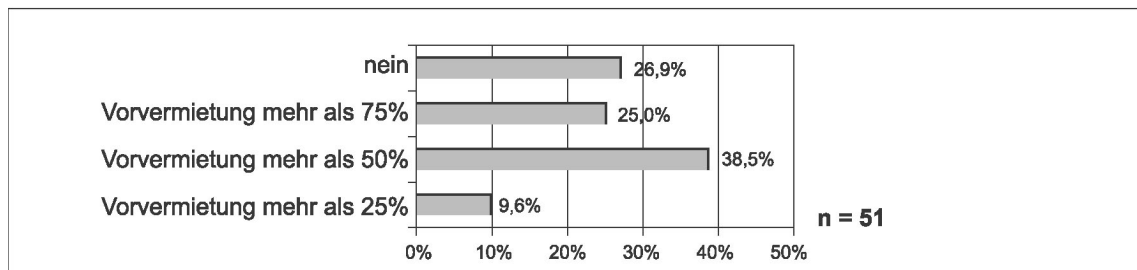


Abbildung 52: Bereitschaft zur Finanzierung von Projektentwicklungen

Neben einem möglichst hohen Vorvermietungsstand fordern die Banken von ihren Kunden mehrheitlich den Einsatz von mehr Eigenkapital, mehr Transparenz sowie die pro-aktive Offenlegung von Risiken.<sup>946</sup> Abbildung 53 zeigt die durchschnittliche Häufigkeit der Antworten der Banken auf die Frage nach den Anforderungen an Projektentwicklungsunternehmen. Daraus sind deutlich die Prioritäten der Banken bei der Kreditvergabe erkennbar.

<sup>944</sup> Vgl. Weber, Bankenmarkt, S. 456.

<sup>945</sup> 63,5% verstehen sich als ein kumulierter Wert, da 25% einen Vorvermietungsstand von mehr als 75% erwarten und 38,5% einen Vorvermietungsstand von mehr als 50%.

<sup>946</sup> Siehe hierzu Punkt 4.1.1.

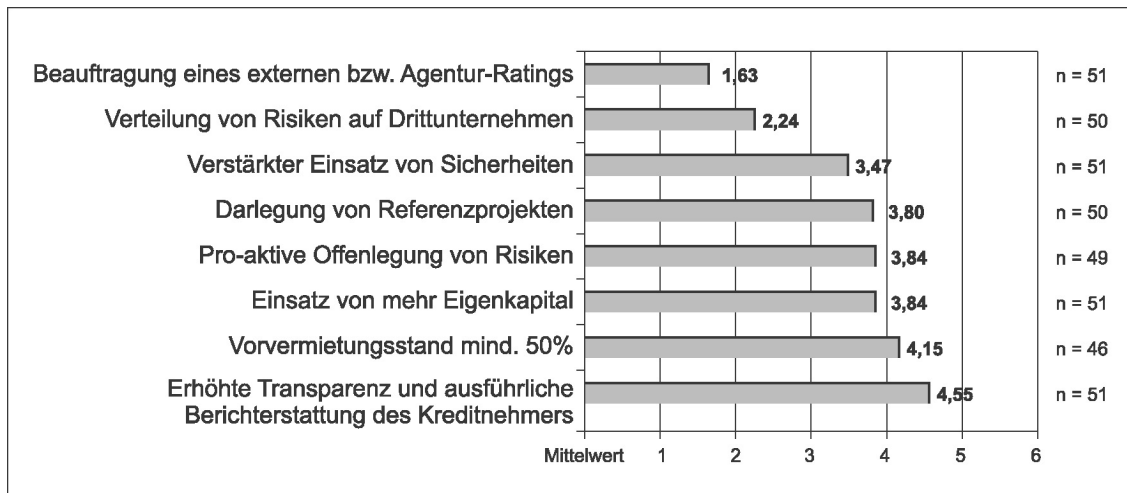


Abbildung 53: Anforderungen an die Kreditnehmer<sup>947</sup>

Demnach sollen Projektentwickler zudem verstärkt auf Referenzobjekte verweisen, um ihre Kompetenz und ggf. einen klaren Fokus der Geschäftstätigkeit auf eine bestimmte Immobilienart vorweisen zu können. Als weitere Anforderung in der oben dargestellten Rangfolge wird der erhöhte Einsatz von Sicherheiten genannt. Die Risikoverteilung auf Dritte bzw. auf Partner (Einschaltung von Vermarktungsagenturen bzw. Maklerhäusern) wird offenbar als weniger relevant eingeschätzt. Am seltensten fordern die Banken von ihren Kunden im Bereich der gewerblichen Immobilienfinanzierung ein Agentur-Rating, was im die unter Punkt 2.3.4.2 getroffene Aussagen zum begrenzten Nutzen von Agentur-Ratings für Developer bestätigt.

Um Kreditrisiken besser messen und überwachen zu können, befinden sich 22% der Institute in der Planungsphase von Risikomanagementsystemen. 64% der Institute sind mit dem Aufbau solcher Systeme befasst (n=50). Aus Abbildung 54 geht hervor, dass 14% der Institute Kredit-Risikomanagementsysteme bereits umgesetzt haben.

<sup>947</sup> Aufgrund der in dieser Frage eingeräumten Möglichkeit, Mehrfachantworten zu geben, musste bei der Auswertung der Antworten auf einen Mittelwert zurückgegriffen werden. Der Mittelwert versteht sich als durchschnittliche Angabehäufigkeit der entsprechenden Antwort. Je höher der Mittelwert ausgefallen ist, desto größer ist die Anforderung der Banken an diesen Punkt.

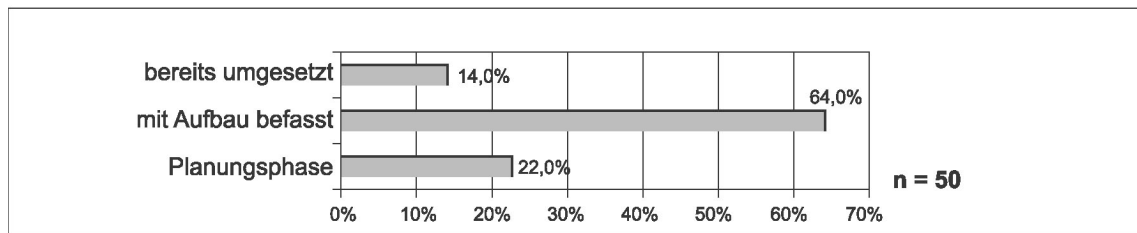


Abbildung 54: Aufbau von Risiko-Managementsystemen

Dass die Einschätzung von Kreditrisiken gemäß der Ratinganforderungen von Basel II eine prozyklische Kreditvergabe verstärken kann, wurde unter Punkt 3.3.2.2 erläutert. Hierzu wurden die Banken nach ihrer Einschätzung gefragt (n=52). Lediglich 15,4% der Banken erwarten nicht, dass die Systematik von Basel II ein prozyklisches Kreditvergabeverhalten verstärken wird. 48% (eher ja 28,8%; ja 19,2%) der Banken hingegen vermuten, dass es durch Basel II zu einer Verstärkung des prozyklischen Kreditvergabeverhaltens kommen wird. 36,5% der Kreditinstitute sind der Auffassung, dass dies partiell der Fall sein wird, wie aus Abbildung 55 hervorgeht.

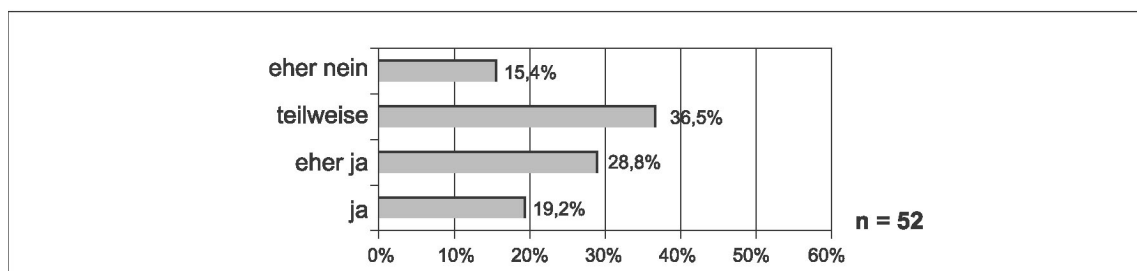


Abbildung 55: Erwartung eines prozyklischen Kreditvergabeverhaltens

Durch das Ziel von Basel II, Kreditrisiken künftig risikoorientiert mit Eigenkapital zu unterlegen, ergeben sich für Projektentwickler und Banken bedeutende Veränderungen in der Praxis der Immobilienfinanzierung, die zu einer differenzierten Preisgestaltung der Kreditzinsen führen werden.<sup>948</sup> Vor dem Hintergrund dieses Trends von der klassischen Finanzierung von Immobilien-Projektentwicklungen hin zur strukturierten Finanzierung kommt der Bekanntheit und Akzeptanz innovativer Finanzierungsformen eine besondere Bedeutung zu.<sup>949</sup> Für die Banken stellt der Einsatz innovativer Finanzierungsinstrumente zudem eine Möglichkeit dar, ihre Erträge zu steigern, was allerdings eine entsprechende Risikobereitschaft bzw. Kreditstrategie voraus-

<sup>948</sup> Vgl. Plessner, Entwicklungen, S. 668.

<sup>949</sup> Vgl. Doetsch, Strukturierte Immobilienfinanzierung, S. 54.

setzt.<sup>950</sup> Für Projektentwicklungsunternehmen kann dies eine Möglichkeit sein, bei gegebenenfalls nicht ausreichenden Finanzierungsmöglichkeiten eine Finanzierungslücke zu schließen.<sup>951</sup> In diesem Zusammenhang wurden die Banken zu folgenden Finanzierungsformen befragt:<sup>952</sup>

- Klassische Immobilienfinanzierung;
- Mezzanine-Kapital;
- Private Equity;
- Joint Venture-Finanzierungen;
- Convertible Mortgages;
- Participating Mortgages.<sup>953</sup>

Die Untersuchung des Angebots dieser Finanzierungsinstrumente zeigt deutlich, dass viele Kreditinstitute nach wie vor primär auf die klassische Immobilienfinanzierung fokussiert sind. Abbildung 56 zeigt die absoluten Nennungen auf die Frage nach dem Angebot der o. g. Finanzierungsformen.

---

<sup>950</sup> Vgl. Pitschke/Kreuter, Win-Win-Situation, S. 15.

<sup>951</sup> Vgl. Spitzkopf, Finanzierung, S. 259 ff.

<sup>952</sup> Zur begrifflichen Klärung wurden auf den Seiten 7 und 8 des Fragebogens die Begriffe definiert.

<sup>953</sup> Participating Mortgages und Convertible Mortgages wurden wegen ihrer bislang noch sehr geringen Relevanz auf dem deutschen Markt für Immobilienfinanzierungen in Abschnitt 4.2 nicht im Rahmen des Fallbeispiels behandelt. Bei einer Participating Mortgage handelt es sich um ein vorrangiges Hypothekendarlehen, das zusätzlich zur normalen Verzinsung des Kredits auch am Erfolg des Projektes partizipiert. Es ermöglicht eine Verbindung der besicherten Gläubigerstellung der Bank mit dem zusätzlichen Ertragspotenzial eines beschränkt haftenden Gesellschafters, ohne dass die Bank in eine vertragliche Mitgesellschafterposition treten muss. Der Grund für die Partizipation der Bank an dem Projekt ist meist der sehr hohe Loan-to-Value (bis zu 90% der Investitionssumme). Zur Besicherung dienen die künftigen Zahlungsströme aus dem Objekt sowie die Eintragung einer Grundschuld. Die Partizipation kann in Form einer Cash-Flow Partizipation (Equity Kicker) oder anhand einer Beteiligung am Veräußerungsgewinn betragen. Bei einer Convertible Mortgage handelt es sich um ein vorrangiges Hypothekendarlehen, das eine Wandoption beinhaltet. Im Darlehensvertrag wird der ausreichenden Bank das Recht eingeräumt, zu einem vordefinierten Zeitpunkt einen Teil des Fremdkapitals in Eigenkapital umzuwandeln. Dafür gesteht die finanzierende Bank dem Darlehensnehmer einen geringeren Zinssatz zu als der marktübliche Zins. Siehe hierzu ausführlich Schulte et al., Immobilienfinanzierung, S. 462; Brueggemann/Fisher, Finance, S. 372 ff.; Spitzkopf, Finanzierung, S. 276.

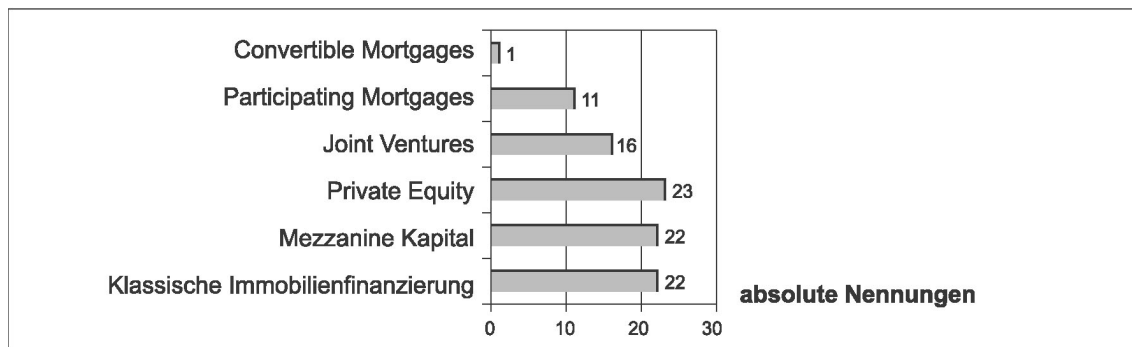


Abbildung 56: Angebot von innovativen Finanzierungsinstrumenten

Zur Beantwortung dieser Frage wurden Mehrfachnennungen zugelassen. 22 Banken haben geantwortet, dass sie sich ausschließlich auf die klassische Immobilienfinanzierung konzentrieren. Die Banken, die auch andere Finanzierungsformen anbieten, nennen am häufigsten Mezzanine-Kapital, Private Equity bzw. Beteiligungskapital sowie Joint Venture-Finanzierungen. Angloamerikanische Darlehenskonstruktionen, wie Convertible Mortgages bzw. Wandelanleihen sowie Participating Mortgages spielen den geringen Nennungen nach zu urteilen in der gewerblichen Immobilienfinanzierung eine untergeordnete Rolle. Für den Einsatz innovativer Finanzierungsinstrumente stellt sich die Frage, welche kritische Größe an Finanzierungsvolumen die Banken bevorzugen. Abbildung 57 zeigt, dass innovative Finanzierungsformen am meisten bei einem Gesamtkreditvolumen zwischen 5 und 50 Mio. € eingesetzt werden. Dies wurde von 66,4% der Banken angegeben. 15,2% der Banken bevorzugen sogar ein Gesamtkreditvolumen von über 50 Mio. €. Allerdings sind auch viele Institute bereit (19,4%),<sup>954</sup> innovative Finanzierungsformen bei einem Gesamtkreditvolumen von weniger als 5 Mio. € einzusetzen.

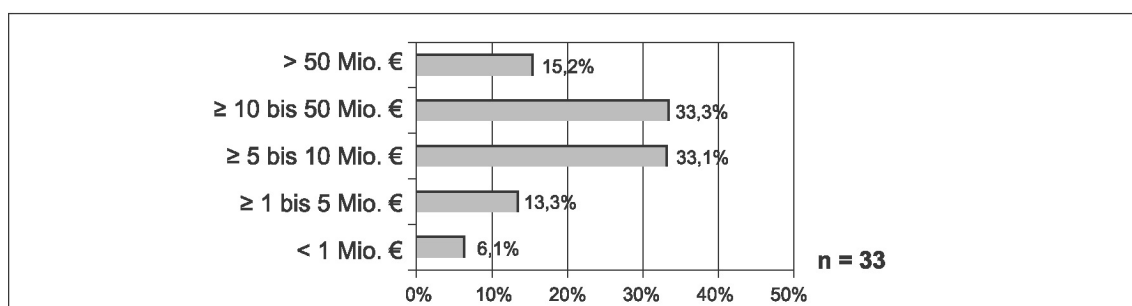


Abbildung 57: Gesamtkreditvolumen für innovative Finanzierungsformen

<sup>954</sup> Dieser Wert entspricht der Summe der Antworten auf die Frage nach einem bevorzugten Gesamtkreditvolumen von kleiner als 5 und 1 Mio. € (13,3%+6,1%).

Vor dem Hintergrund der entsprechenden Präferenzen der Kreditinstitute hinsichtlich des Gesamtkreditvolumens für den Einsatz innovativer Finanzierungsformen wurde nunmehr die konkrete Verwendung der unterschiedlichen Finanzierungsformen erfragt. Zur Beantwortung dieser Frage wurden die Banken gebeten, die angegebenen Finanzierungsformen nach der Häufigkeit der Verwendung in eine Reihenfolge zu bringen. Dabei wurde eine Abstufung von 1 (höchste Häufigkeit) bis 6 (geringste Häufigkeit) vorgenommen. Abbildung 58 zeigt die angegebenen Antworten in der entsprechenden Rangfolge.

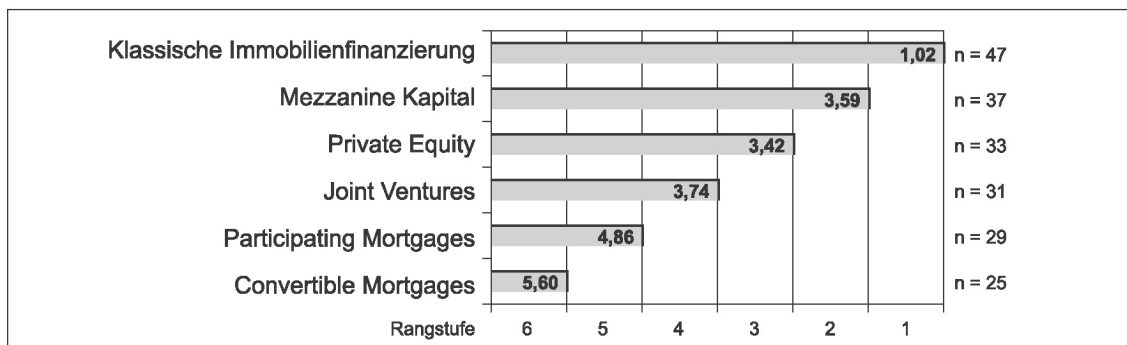


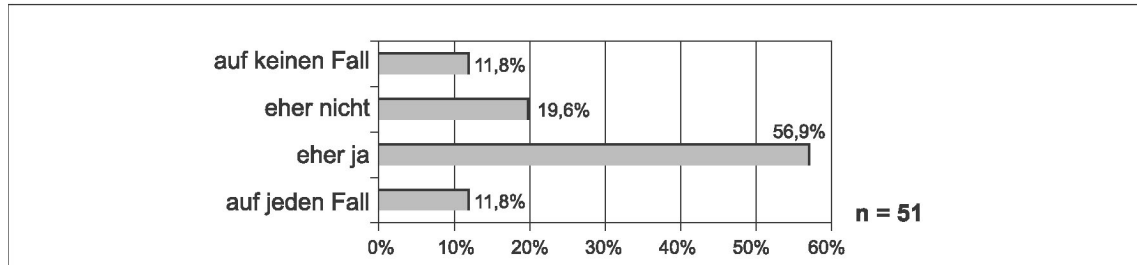
Abbildung 58: Verwendung von Finanzierungsinstrumenten

Die klassische Immobilienfinanzierung hat demnach die größte Bedeutung, gefolgt von Mezzanine-Kapital, Private Equity-Finanzierungen und Joint Ventures. Unter Punkt 4.2.6 wurde die Finanzierung einer Projektentwicklung im Rahmen eines Joint Ventures mit einer Immobilienbank unter den Bedingungen von Basel II untersucht. Eine solche Vorgehensweise hat sich in dem Beispiel aus Perspektive von Bank und Developer mit Einschränkungen als weiterhin grundsätzlich wirtschaftlich erwiesen. Vor diesem Hintergrund wurden die Institute befragt, ob sie sich vorstellen könnten, sich an einer Projektentwicklung mit eigenem Beteiligungskapital unternehmerisch zu engagieren. Dies lehnen 76% der Banken ab (n=49), was neben der o. g. Risikoaversion auf die knappe Ausstattung der Banken mit Eigenkapital zurückzuführen ist. Zudem verfügen nur wenige Kreditinstitute über das notwendige immobilienwirtschaftliche Know-how, um unternehmerische Risiken im Rahmen eines Joint Ventures mit tragen zu können.<sup>955</sup>

Demgegenüber ist es bemerkenswert, dass die Bereitschaft der Banken, sich an einer Immobilien-Projektentwicklung zu beteiligen, an deren Gesamtkonzept

<sup>955</sup> Vgl. Spitzkopf, Finanzierung, S. 275.

ein Private Equity-Investor beteiligt ist, sehr hoch ist. Abbildung 59 zeigt, dass 68,7% (56,9% eher ja + 11,8% auf jeden Fall) der Banken ein solches Kreditengagement eingehen würden.



*Abbildung 59: Bereitschaft zur Beteiligungsfinanzierung zusätzlich zur erst-rangigen Kreditvergabe*

Da Fremdkapitalgeber im Insolvenzfall vor Eigenkapitalgebern bedient werden müssen, ist deren Risiko hier auf das relativ sichere erstrangige Darlehen beschränkt. Dieses Sicherheitsgefühl der Bank wird durch die Beteiligung eines Private Equity-Partners offenbar gesteigert. Hinsichtlich der in Abschnitt 3.1 beschriebenen Branchensituation der Banken und der damit verbundenen Unsicherheit über die zukünftige Kreditstrategie wurden die befragten Banken bezüglich ihres Aktivitätsniveaus und ihrer Risikobereitschaft untersucht. Es wurden drei verschiedene Verhaltensgruppen bzw. Cluster von Kreditinstituten gebildet, die sich anhand ihrer Risikobereitschaft und ihres Aktivitätsniveaus nach folgenden Merkmalen deutlich unterscheiden:

- Aktivität im Geschäftsbereich der gewerblichen Immobilienfinanzierung,
- Anzahl der Mitarbeiter in der gewerblichen Immobilienfinanzierung,
- Anteil des auf die gewerbliche Immobilienfinanzierung entfallenden Kreditvolumens,
- Gewählter Ratingansatz,
- Bereitschaft zur Finanzierung von Immobilien-Projektentwicklungen.

Die Antworten zu diesen Fragestellungen haben eine Einteilung der Banken in die Verhaltensgruppen Aktive, Selektive und Passive nahegelegt. Die entsprechende Aufteilung ist in Abbildung 60 dargestellt.



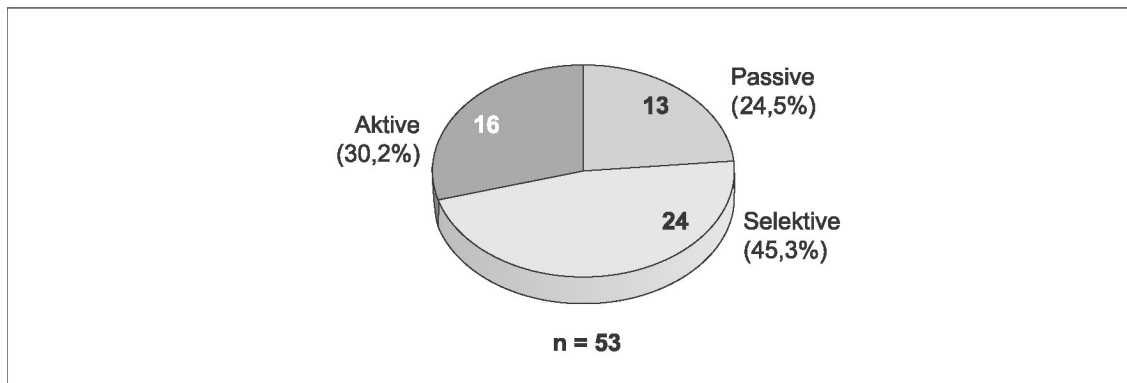


Abbildung 60: Verhaltensgruppen der Institute

Bei den 16 als „Aktive“ gekennzeichneten Banken liegt durchweg ein hohes Aktivitätsniveau im Bereich der gewerblichen Immobilienfinanzierung vor, was durch die Angabe eines starken bis ausschließlichen Engagements in der gewerblichen Immobilienfinanzierung sowie durch einen relativ hohen prozentualen Anteil gewerblicher Kredite am Gesamtkreditvolumen und durch eine hohe Mitarbeiterzahl in der gewerblichen Immobilienfinanzierung deutlich wird. Auch die Bereitschaft zur Finanzierung von Projektentwicklungen ist im Vergleich zu den Wettbewerbern ausgeprägter. Besonders auffallend ist die Tatsache, dass die aktiven Kreditinstitute zur Anwendung des risikosensitiven fortgeschrittenen IRB-Ansatzes tendieren.<sup>956</sup>

Im Vergleich zu den als „Aktive“ gekennzeichneten Banken zeichnen sich die 24 „selektiven“ Institute durch ein niedrigeres Aktivitätsniveau und durch eine geringere Risikobereitschaft aus. Der prozentuale Anteil des Kreditvolumens in der gewerblichen Immobilienfinanzierung im Verhältnis zum Gesamtvolumen ist kleiner und es sind weniger Mitarbeiter im Bereich der gewerblichen Immobilienfinanzierung beschäftigt. In Relation zu den aktiven Banken ist auch die Bereitschaft zur Finanzierung von Projektentwicklungen geringer. Die „Selektiven“ verlangen zumeist einen Vorvermietungsstand von mindestens 50%, um eine Projektentwicklung zu finanzieren und nehmen eine eher abwartende bzw. eine orientierende Haltung ein. Bezüglich der Auswahl des Risikomessverfahrens findet der Basisansatz des Internen Ratingansatzes die häufigste Anwendung und - wie bei den „Aktiven“ ist die Motivation sehr groß, mittel- bis langfristig den fortgeschrittenen IRB-Ansatz anwenden zu können.

<sup>956</sup> Siehe hierzu Abschnitt 3.2 und insbesondere Abbildung 26, S. 109.

Als „passive“ wurden 13 Kreditinstitute klassifiziert, deren prozentualer Anteil gewerblicher Kredite am Gesamtkreditvolumen geringer ist und die angeben, sich teilweise bis wenig in der gewerblichen Immobilienfinanzierung zu engagieren. Die Mitarbeiterzahl dieser Institute ist gering und es besteht nur eine eingeschränkte Bereitschaft, Projektentwicklungen zu finanzieren. Dazu sind diese Banken im äußersten Fall bereit, wenn ein Vorvermietungsstand von mindestens 75% vorliegt. Auffallend ist, dass die meisten Kreditinstitute dieser Gruppe auch im Bereich der Auswahl des Ratingansatzes tendenziell den wenig risikosensitiven Standardansatz bevorzugen und damit den für die Immobilienfinanzierung am wenigsten geeigneten Ratingansatz favorisieren.

Abbildung 61 zeigt, dass das Aktivitätsniveau und die Risikobereitschaft der Banken vom passiven Verhaltenscluster über das selektive Cluster zum aktiven Cluster ansteigen.

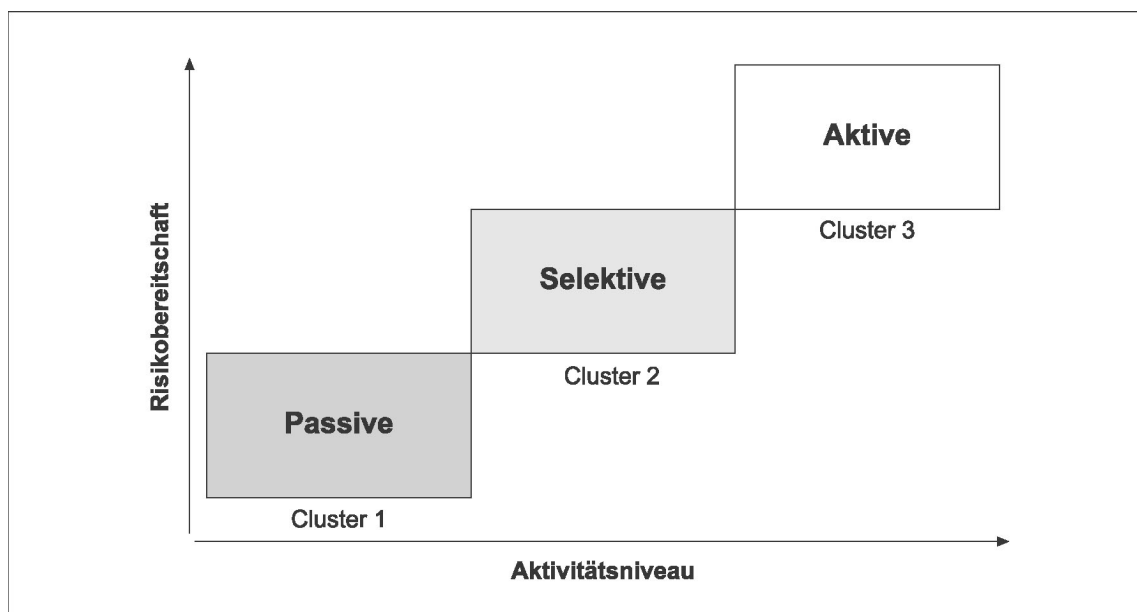


Abbildung 61: Verhaltenscluster der befragten Kreditinstitute

Diese Clusterbildung und die starke Präsenz „selektiver“ Institute belegt, dass sich viele deutsche Banken hinsichtlich der Strategie für das Geschäftsfeld der gewerblichen Immobilienfinanzierung in einer Orientierungsphase befinden.<sup>957</sup> Mit Hilfe einer Varianzanalyse wurde der Homogenitätsgrad innerhalb der Cluster untersucht, um zu prüfen, ob diese Clusterbildung statistisch gerechtfertigt ist.

<sup>957</sup> Vgl. Pitschke/Breidenbach, Banken, S. 21.

tigt ist. Dazu sind in Tabelle 42 die Mittelwerte und Varianzen innerhalb der gebildeten Cluster und die Varianzen der Stichprobe abgebildet.

	Passive		Selektive		Aktive		Stichprobe	
	Mittelwert	Varianz	Mittelwert	Varianz	Mittelwert	Varianz	Mittelwert	Varianz
Aktivitätsniveau in der gewerblichen Immobilienfinanzierung	2,83	0,33	3,46	0,26	3,94	0,33	3,46	0,45
Mitarbeiterzahl	1,90	0,54	4,38	1,98	5,19	1,10	4,14	2,78
Anteil der gewerblichen Immobilienfinanzierung am Gesamtkreditvolumen	19,68	226,14	16,24	52,13	59,92	583,90	29,07	596,75
Gewählter Ratingsatz	1,92	0,58	2,83	0,84	2,73	1,07	2,58	0,95
Bereitschaft zur Finanzierung von Projektentwicklungen	3,67	0,24	2,04	0,39	2,94	1,00	2,69	0,96
n	8-13		23 - 24		12 - 16		43 - 52	

*Tabelle 42: Varianzen der Stichprobe und der Grundgesamtheit*

Die aufgeführten Varianzen innerhalb der Cluster sind deutlich geringer als die Varianzen der Stichprobe. Um die Homogenität der Cluster zu prüfen, wurden die F-Werte der Cluster berechnet. Dabei wird die Varianz der Variablen in der Gruppe durch die Varianz in der Stichprobe dividiert. Wenn alle F-Werte kleiner eins sind, kann ein Cluster als vollkommen homogen angesehen werden.<sup>958</sup> Die entsprechenden Ergebnisse bzw. die F-Werte sind in Tabelle 43 dargestellt.

	Passive	Selektive	Aktive
	F-Wert	F-Wert	F-Wert
Aktivitätsniveau in der gewerblichen Immobilienfinanzierung	0,74	0,58	0,73
Mitarbeiterzahl	0,20	0,71	0,39
Anteil der gewerblichen Immobilienfinanzierung am Gesamtkreditvolumen	0,38	0,09	0,98
Gewählter Ratingsatz	0,60	0,88	1,12
Bereitschaft zur Finanzierung von Projektentwicklungen	0,25	0,40	1,03

*Tabelle 43: F-Werte der drei Verhaltenscluster<sup>959</sup>*

Unter Berücksichtigung der in Abbildung 45 dargestellten Struktur der Stichprobe nach Unternehmensgröße soll nun untersucht werden, ob bei den befragten Banken ein Zusammenhang zwischen den Größenkriterien (Mitarbeiteranzahl, Bilanzsumme, Kreditvolumen) und den gebildeten Clustern besteht. Diese Betrachtung basiert auf der Vermutung, dass bei eher großen Banken aufgrund

<sup>958</sup> Vgl. Backhaus/Plinke, Analysemethoden, S. 533.

<sup>959</sup> Eine geringfügige Inhomogenität besteht lediglich bei dem Cluster „Aktive“, da hier bei dem Punkt „Gewählter Ratingansatz“ und „Bereitschaft zur Finanzierung von Projektentwicklungen“ die F-Werte etwas zu hoch ausfallen.

einer entsprechenden Ressourcenausstattung eine aktivere Grundhaltung vorzufinden ist als bei kleineren Instituten.

Aus Tabelle 44 ist ersichtlich, dass die Durchschnittswerte aller drei Größenkategorien von den „passiven“ zu den „aktiven“ Instituten ansteigen. Dargestellt sind die Mittelwerte der Variablen Mitarbeiter, Bilanzsumme und Kreditvolumen nach Clustern.

	Mitarbeiter	Bilanzsumme	Kreditvolumen
Passive	1,9	24.066	7.438
Selektive	4,4	63.044	42.573
Aktive	5,2	110.269	59.931
Insgesamt	4,1	66.998	39.411

*Tabelle 44: Zusammenhang zwischen den Größenkriterien und den Verhaltensclustern*

Der Befund zeigt deutlich, dass die Kreditinstitute mit zunehmender Größe über ein aktiveres Kreditvergabeverhalten mit einem höheren Ressourceneinsatz verfügen. Mit anderen Worten: Große Banken verfügen tendenziell über ein höheres Aktivitätsniveau und über eine höhere Risikobereitschaft als mittelgroße und kleine Institute. Die Korrelationsanalyse bestätigt diesen auch augenscheinlichen Zusammenhang mit zum Teil ausgeprägten Zusammenhangsmaßen, die allerdings nicht statistisch signifikant sind. Neben der Größe soll im Folgenden der Einfluss des Entwicklungsstandes von Risikomanagementsystemen auf das Verhalten der Banken untersucht werden. In diesem Zusammenhang lässt sich vermuten, dass Banken, die weit entwickelte Risikomanagementsysteme einsetzen, auch über eine höhere Risikobereitschaft und über ein höheres Aktivitätsniveau verfügen. Tabelle 45 zeigt, die Antworten 3 bis 5 auf diese Frage gruppiert nach den drei Verhaltensclustern.

		Passive	Selektive	Aktive	Gesamt
Planungsphase	Anzahl	5	4	2	11,00
	in % vom Cluster	45,5%	16,7%	13,3%	22,0%
Mit Aufbau befasst	Anzahl	6	16	10	64,00
	in % vom Cluster	54,5%	66,7%	66,7%	64,0%
Bereits umgesetzt	Anzahl	0	4	3	14,00
	in % vom Cluster	0,0%	16,7%	20,0%	14,0%
Gesamt	Anzahl	11	24	15	50
	in % vom Cluster	100%	100%	100%	100%

*Tabelle 45: Verhaltensgruppen in Bezug auf den Aufbau von Risikomanagementsystemen*

Die Tabelle zeigt deutlich, dass ein Gefälle zwischen „Aktiven“, „Selektiven“ und „Passiven“ Instituten hinsichtlich des Entwicklungsstandes der Risikomanagementsysteme besteht. Banken, die zur aktiven Verhaltensgruppe gehören, haben offenbar mehr Ressourcen in den Aufbau von Risikomanagementsystemen gelenkt als die selektiven und die passiven Banken.

Die Antworten 1 und 2 wurden von keiner der Banken der Stichprobe gewählt, was bedeutet, dass sich alle Banken zumindest mit dem Thema beschäftigen und die Diskussionsphase bereits hinter sich gelassen haben.<sup>960</sup> Daher ist die Auswertung dieser Frage auf die Antwortmöglichkeiten 3 bis 5 beschränkt.<sup>961</sup> Demnach sind alle Institute zumindest in der konkreten Planungsphase der Risikomanagement-Systeme.

Insbesondere die „Selektiven“ und die „Aktiven“ geben an, mit dem Aufbau befasst oder bereits fertig zu sein. Lediglich zwei der Gruppe der aktiven Banken befinden sich noch in der Planungsphase. Fünf der passiven und vier der selektiven Institute befinden sich noch in der Planungsphase. Keine der passiven Banken hat angegeben, bereits Risikomanagement-Systeme umgesetzt zu haben. Von den „Selektiven“ sind es bereits vier und von den „Aktiven“ drei. Der Befund, dass aktive Institute hinsichtlich des Aufbaus von Risikomanagementsystemen weiter fortgeschritten sind, wird durch einen relativ starken Erklärungsbeitrag des Zusammenhangsmaßes (Cramer's  $V = 0,241$ ) unterstützt.

Eine Analyse eines möglichen Zusammenhangs zwischen dem Angebot innovativer Finanzierungsformen und den Verhaltensclustern der Banken zeigt, dass die „aktiven“ Banken eher bereit sind, innovative Finanzierungsformen einzusetzen als die „Selektiven“ und „Passiven“. Tabelle 39 zeigt, dass acht Banken des passiven Verhaltensclusters (61,54% des Clusters) angegeben haben, keine innovativen Finanzierungsformen anzubieten. Auch sechs Banken aus dem selektiven Verhaltenscluster haben dies angegeben. Diese Beschränkung auf die klassische Finanzierung ist demgegenüber bei den aktiven Banken am geringsten.

---

<sup>960</sup> Auf diese Frage haben  $n=50$  Banken geantwortet.

<sup>961</sup> Siehe Frage 1 von Themenbereich II des im Anhang abgebildeten Fragebogens.

	Passive	Selektive	Aktive	Gesamt
Keine innovativen Finanzierungsformen	8	6	1	15
in % vom Cluster	61,54	25,00	6,25	28,30
Mezzanine-Finanzierungen	3	9	3	15
in % vom Cluster	23,08	37,50	18,75	28,30
Private-Equity-Finanzierungen	2	7	4	13
in % vom Cluster	15,38	29,17	25,00	24,53
Joint-Venture-Finanzierungen	0	1	3	4
in % vom Cluster	0,00	4,17	18,75	7,55
Participating Mortgages	0	1	4	5
in % vom Cluster	0,00	4,17	25,00	9,43
Convertible Mortgages	0	0	1	1
in % vom Cluster	0,00	0,00	6,25	1,89
Gesamt	13	24	16	53
in % vom Cluster	100	100	100	100

*Tabelle 46: Verhaltensgruppen in Bezug auf den Einsatz innovativer Finanzierungsformen*

Ihre Bereitschaft, innovative Finanzierungsformen anzubieten und einzusetzen, ist damit vice versa am höchsten. Das Aktivitätsniveau und die Risikobereitschaft der Banken korreliert mit Anwendung innovativer Finanzierungsinstrumente. Die Korrelationsanalyse bestätigt diesen Befund dementsprechend mit einem stark ausgeprägten Zusammenhangsmaß (Cramer's  $V = 0,459$ ). Wie unter Punkt 4.1.1 erwähnt wurde, können externe Controller zu einer objektiven Erfassung der Baufortschrittssituation beitragen. Diese können als neutrale Dritte Instanz die Qualität, die Kosten und die zur erfolgreichen Projektentwicklung wichtigen Termine entsprechend des Baufortschritts kontrollieren. Die Bank würde diese Monitoring-Aufgabe damit an ein professionelles Drittunternehmen „outsourcen“ können und der Developer würde der Bank ein Höchstmaß an Transparenz bieten. Vor diesem Hintergrund wurden die Banken nach der Häufigkeit der Einbindung externer Controller gefragt. Auch bei der Beantwortung dieser Frage wurde untersucht, ob es bei den Verhaltensgruppen Unterschiede hinsichtlich der Einbindung externer Controller gibt. Abbildung 39 zeigt die Antworten ( $n=46$ ) auf diese Frage. Da die Antwortmöglichkeiten eins und drei nicht gewählt wurden, beschränkt sich diese Analyse auf die Antworten zwei und vier (vgl. Tabelle 47). In Verbindung mit den Bankenclustern zeigt das Ergebnis, dass die „Aktiven“ externe Controller stärker nutzen als es die „Selektiven“ und „Passiven“ tun.

		Passive	Selektive	Aktive	Gesamt
Teilweise externe Controller	Anzahl	3	14	11	28
	in % vom Cluster	33,3%	58,3%	84,6%	60,9%
Künftig verstärkt externe Controller	Anzahl	6	10	2	18
	in % vom Cluster	66,7%	41,7%	15,4%	39,1%
Gesamt	Anzahl	9	24	13	46
	in % vom Cluster	100%	100%	100%	100%

*Tabelle 47: Verhaltensgruppen in Bezug auf den Einsatz externer Controller*

Zudem bestätigt die Korrelationsanalyse (Cramer's  $V = 0,361$ ), dass die „Aktiven“ mehr externe Controller einsetzen als dies bei den „Selektiven“ und „Passiven“ der Fall ist. Die Motivation der aktiven Institute, dies künftig verstärkt zu tun, ist aufgrund einer ohnehin vorhandenen teilweisen Einbindung externer Controller geringer als bei den passiven und selektiven Instituten, die dies offenbar für die Zukunft verstärkt geplant haben.

Hinsichtlich der in Abschnitt 3.1 beschriebenen Ertragsprobleme der Banken stellt sich neben der Frage nach Kostenreduzierungen auf der Ausgabenseite die Frage nach der Gestaltung der Einnahmenseite der Banken. Hier spielt insbesondere die Frage nach Vergütungsformen neben der klassischen Festverzinsung eine bedeutende Rolle. Bei einer angestrebten und notwendigen Ertragssteigerung wird eine Fokussierung auf die klassische Festverzinsung nicht ausreichen. Daher spielt die Kreativität bei dem Einsatz von Vergütungsformen neben der klassischen Festverzinsung eine entscheidende Rolle. Daher wurde die Frage gestellt, welche Vergütungsformen neben der klassischen Festverzinsung in den Kreditverträgen mit innovativen Finanzierungsinstrumenten eingesetzt werden. Je mehr Vergütungsformen eine Bank anwendet, desto kreativer ist sie tendenziell bei der Gestaltung des Kreditvertrages und bei dessen Risiko-Ertrags-Orientierung. In Tabelle 48 sind die Häufigkeiten der Nennungen angegeben. Dabei wurde die Auswertung dahingehend aggregiert, dass der Einsatz von ein oder zwei Vergütungsformen dem Einsatz von drei und mehr Vergütungsformen gegenübergestellt wurde. Hinsichtlich der Verhaltenscluster wurde nun geprüft, welche Verhaltensgruppe eher weniger Vergütungsformen und welche Gruppe relativ viele Vergütungsformen anwendet. Die tabellarische Aufstellung zeigt, dass die „Selektiven“ und „Aktiven“ mehr Vergütungsformen zusätzlich zur klassischen Festverzinsung verwenden als die „Passiven“.

	Passive	Selektive	Aktive	Gesamt
1 oder 2 Vergütungsformen	6	8	6	20
% von Cluster	75,00	36,36	37,50	43,48
3 und mehr Vergütungsformen	2	14	10	26
% von Cluster	25,00	63,64	62,50	56,52
Gesamt	8	22	16	46
% von Cluster	100	100	100	100

*Tabelle 48: Verhaltensgruppen in Bezug auf den Einsatz innovativer Vergütungsformen*

Die Vergütungsform „Anteil am Gewinn des Projektes“ wurde dabei am häufigsten genannt.

### 5.3 Zusammenfassung

Da vor dem Hintergrund von Basel II noch keine Informationen zu Einschätzungen und Verhalten von Marktteilnehmern in der gewerblichen Immobilienfinanzierung vorliegen, hat der Verfasser die relevanten Fragestellungen im Rahmen einer empirischen Untersuchung erhoben. Hierzu wurden 205 Kreditinstitute angeschrieben und gebeten, einen Fragebogen zur gewerblichen Immobilienfinanzierung auszufüllen. Im fünften Kapitel wird diese Studie vorgestellt. Einleitend erfolgt dazu in Abschnitt 5.1 eine Darstellung des gewählten Vorgehens und das Design der Datenerhebung und -auswertung. Im Anschluss daran erfolgt in Abschnitt 5.2 eine Präsentation und Diskussion der empirischen Befunde. Auf der Grundlage der empirischen Erhebung werden drei verschiedene Verhaltensgruppen bzw. Cluster von Kreditinstituten gebildet, die sich anhand ihrer Risikobereitschaft und ihres Aktivitätsniveaus unterscheiden. Folglich kann zwischen „aktiven“, „selektiven“ und „passiven“ Verhaltensgruppen differenziert werden. Dabei ist festzuhalten, dass die Banken grundsätzliche Entscheidungen hinsichtlich der zukünftigen Ausrichtung ihrer Kreditstrategie fällen müssen, da die meisten Institute in die Gruppe der „Selektiven“ fallen und somit noch keine eindeutige strategische Positionierung in Bezug auf die zukünftige Finanzierung von gewerblichen Projektentwicklungen vorgenommen haben.



## 6 Zusammenfassung und Ausblick

Das Ziel der vorliegenden Arbeit war es, die Konsequenzen der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung für die Finanzierung gewerblicher Immobilien-Projektentwicklungen herauszuarbeiten und Handlungsoptionen für Developer und Banken aufzuzeigen.

Zur Erreichung dieser Zielsetzung wurden

- 1.) die dafür relevanten Unterschiede zwischen Basel I und Basel II offengelegt;
- 2.) die Punkte im Dritten Konsultationspapier, die Immobilien-Projektentwickler schwerpunktmäßig betreffen, erläutert;
- 3.) das Umfeld für die Finanzierung von Immobilien-Projektentwicklungen untersucht;
- 4.) die Implikationen der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung für Projektentwickler abgeleitet;
- 5.) Handlungsoptionen für die Geschäfts- und Finanzierungspolitik von Developern und Banken aufgezeigt;
- 6.) Beispielrechnungen aus Developer- und Bankperspektive unter den Prämissen von Basel I (Punkt 4.2.3) und ceteris paribus unter Basel II (Punkt 4.2.4) durchgeführt;
- 7.) die drei vorherrschenden Finanzierungsalternativen von Immobilien-Projektentwicklungen anhand eines Beispiels unter den Bedingungen von Basel II kalkuliert und ihre Vorteilhaftigkeit diskutiert;
- 8.) Handlungsempfehlungen für ein pro-aktives Zins-Management gegeben;
- 9.) die Meinungen und Verhaltensweisen der in der gewerblichen Immobilienfinanzierung tätigen Banken zum Thema Basel II sowie aktuelle Entwicklungen in der Immobilienfinanzierung im Rahmen einer empirischen Studie erhoben und ausgewertet.

Aufgrund der nachstehend aufgeführten Erkenntnisse kann festgehalten werden, dass die Neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung für Banken und Projekt-

entwicklungsunternehmen weitreichende Konsequenzen auf die Finanzierungsbedingungen hat.

- Die künftig risikoadäquater ermittelte Risikoprämie wird in Verbindung mit tendenziell höheren Eigenkapitalkosten der Banken von diesen in die Kreditmarge eingepreist. Dies wird für Developer zu höheren Kapitalkosten führen.
- Das prozyklische Kreditvergabeverhalten des Bankensektors wird durch die Systematik von Basel II tendenziell verstärkt.
- Finanzierungsmittel von Banken werden vermutlich nur noch in geringerem Umfang für Developer verfügbar sein, sofern sich an der aktuell zu beobachtenden Risikoaversion der Kreditinstitute nichts ändert. Zudem wird eine sinkende Anzahl an Finanzierungsadressen in der gewerblichen Immobilienfinanzierung präsent sein.
- Der Leverage-Effekt wird in seiner positiven Ausprägung aufgrund des restriktiveren Kreditvergabeverhaltens der Banken nicht mehr im bisherigen Umfang durch Projektentwickler genutzt werden können.
- Das restriktivere Kreditvergabeverhalten der Banken stellt Projektentwicklungsunternehmen vor die Wahl, mehr Eigenkapital einzusetzen oder eine alternative Strukturierung der Finanzierung zu suchen.<sup>962</sup> Bei einer solchen Änderung der Finanzierungsstruktur ist allerdings in Kauf zu nehmen, dass weitere Kapital- bzw. Kreditgeber Mitbestimmungsansprüche und risikoadjustierte Gewinnanteile für sich reklamieren werden.

Die in Kapitel 5 vorgestellte empirische Studie hat gezeigt, dass in der gewerblichen Immobilienfinanzierung eine Einteilung von Kreditinstituten in „aktive“, „selektive“ und „passive“ Verhaltensgruppen möglich ist. Die Einteilung der Verhaltenscluster erfolgte dabei in Abhängigkeit von der Risikobereitschaft und dem Aktivitätsniveau der befragten Banken. Dabei ist festzuhalten, dass die Banken grundsätzliche Entscheidungen hinsichtlich der zukünftigen Ausrichtung

---

<sup>962</sup> Vgl. Del Mestre, Internes Rating, S. 51.

ihrer Kreditstrategie fallen müssen, da die meisten Institute in die Gruppe der „Selektiven“ fallen.<sup>963</sup>

Die in Abschnitt 4.2 dargestellte beispielhafte Berechnung der Projektentwicklung einer innerstädtischen Büroimmobilie hat die Erkenntnis bestätigt, dass Banken in der Vergangenheit im Verhältnis zum eingegangenen Risiko tendenziell zu wenig verdient haben. Es lag häufig eine asymmetrische Risiko-Rendite-Verteilung zugunsten der Projektentwicklungsunternehmen vor.<sup>964</sup> Erhöhte Eigenkapitalunterlegungserfordernisse unter Basel II für projektentwicklungsbezogene Kredite werden dazu führen, dass die Eigenkapital- bzw. Opportunitätskosten, die den Kreditinstituten für solche Kredite entstehen, steigen werden. Dies führt zu einer Umorientierung bzw. Neuausrichtung der Kreditstrategie der meisten Kreditinstitute.

Hinsichtlich der Kreditstrategie bleibt den Banken mittel- bis langfristig nur die Wahl zwischen einer aktiven und einer passiven Reaktionsalternative.

### **Passive Reaktionsalternative der Banken**

Banken, die eine eher passive Strategie und damit nicht den fortgeschrittenen IRB-Ansatz wählen, werden künftig mit der Problematik konfrontiert, dass sie bei niedrigen Kreditrisiken eine tendenziell höhere Eigenkapitalbelastung durch die standardisierten Wertvorgaben der Aufsichtsbehörden haben werden als die Banken mit den feineren Risikomesssystemen. Daraus folgend werden sie mit den niedrigeren Konditionen, die ihre Wettbewerber diesen Kreditnehmern bieten, nicht mithalten können.

Andererseits verlangen feinere Risikomesssysteme bei höheren Kreditrisiken eine risikoadäquate und damit höhere Eigenkapitalunterlegung. Kunden mit höherem Risikoprofil werden demnach passive Banken, deren Eigenkapitalerfordernis durch Standardwerte determiniert ist, bevorzugen. Dadurch ist eine risikomäßige strukturelle Portfolioverschlechterung von Banken mit weniger feinen Risikomesssystemen ceteris paribus determiniert.

---

<sup>963</sup> Dabei kommt den Fähigkeiten eines Kreditinstituts zur Risikoeinschätzung eine steigende Bedeutung zu.

<sup>964</sup> Siehe hierzu Punkt 4.2.3.3.

Das Kerngeschäft mit dem Segment Development-Finanzierungen werden demnach primär aktive Banken mit verfeinerten Risikomessverfahren durchführen, wodurch aufgrund der hohen Ressourcenanforderungen eine Oligopolisierung von Bankadressen eintreten dürfte. Diese absehbare Entwicklung wird dazu führen, dass für Developer tendenziell weniger, aber dafür professionellere Finanzierungsadressen verfügbar sein werden.

### **Aktive Reaktionsalternative der Banken**

Im Unterschied zum zuvor erläuterten Szenario für passive Banken bietet sich den aktiven Finanzierern die Möglichkeit, aus der absehbaren Oligopolisierung und dem geringeren Finanzierungsangebot für Developer die risikomäßig akzeptablen Finanzierungen herauszufiltern, für die höhere Margen als bisher realisiert werden können. Zusätzlich bieten sich attraktive Möglichkeiten, über innovative Finanzierungsformen, insbesondere durch Mezzanine-Nachrangdarlehen, den Ertrag auf das eingesetzte Eigenkapital zu erhöhen.

Weiterhin besteht die Möglichkeit, ein Joint Venture mit Eigenkapitalbeteiligung in die Finanzierungsstruktur einzubringen. Die aktive Reaktionsalternative erfordert dafür innerhalb der Bank einen Aufbau von immobilienbezogenem Know-how und eine entsprechende geschäftspolitische Grundhaltung bzw. Kreditstrategie.

Die Banken, die zukünftig im Geschäftsfeld der gewerblichen Immobilienfinanzierung engagiert bleiben, müssen ihre Erträge über höhere Zinsmargen und Risikoprovisionen steigern, um einen positiven Wertbeitrag auf der Gesamtbankebene leisten zu können. Das wird in der Konsequenz zu höheren Zinssätzen und für Projektentwickler zu höheren Kapitalkosten führen.

### **Passive Reaktionsalternative der Developer**

Developer haben ebenfalls die Wahl zwischen einer passiven und aktiven Reaktionsalternative. Vor dem Hintergrund der abgeleiteten Entwicklungen ist von einer Verdrängung von solchen Projektentwicklungsunternehmen auszugehen, die sich nicht rechtzeitig auf die bankenaufsichtlichen Änderungen einstellen

und nach geeigneten Handlungsoptionen suchen. Angesichts der mit der in Kapitel 5 empirisch nachgewiesenen Risikoaversion einhergehenden Verringerung der Finanzierungsbereitschaft der Banken führt eine passive Strategie eines Projektentwicklungsunternehmens unweigerlich zu einer suboptimalen Position gegenüber den Wettbewerbern. Die aktive Reaktionsalternative ist daher der einzig gangbare Weg für Developer, sich in den verändernden Märkten mittel- bis langfristig zu behaupten.

### **Aktive Reaktionsalternative der Developer**

Projektentwicklungsunternehmen, die unter den Bedingungen einer konjunkturrell gedämpften Nachfrage und erschwelter Finanzierungsbedingungen am Markt bestehen wollen, müssen pro-aktiv geschäftspolitische Maßnahmen ergreifen, wie sie in Abschnitt 4.1 dargestellt wurden. Hierzu zählen in erster Linie eine verbesserte Transparenz, die pro-aktive Offenlegung von Risiken und Referenzprojekten, die Stärkung der Eigenkapitalbasis sowie der Aufbau von strategischen Partnerschaften sowie das Angebot von Service Developer-Leistungen.

Unter Punkt 4.2.5 wurde ermittelt, dass Mezzanine-Nachrangdarlehen für Banken und für Developer die beste Finanzierungsalternative darstellen. Dabei kann der Eigenkapitalanteil des Developers im Vergleich zum Status Quo theoretisch sinken, was mittels Leverage-Effekt zu einer Erhöhung der Eigenkapitalrendite führt. Dies ist möglich, da der renditeschmälernde Effekt des in absoluter Höhe sinkenden Trading Profits durch den renditesteigernden Effekt des höheren Leverage-Effekts überkompensiert wird. Die Mitspracherechte der Bank sind dabei auf Covenants im Kreditvertrag begrenzt.

Bei Finanzierungen über Eigenkapitalpartnerschaften muss das Projektentwicklungsunternehmen eine weitgehende unternehmerische Mitsprache dieser in Kauf nehmen. Deren Anteil am Projektgewinn ist i. d. R. deutlich höher als die zahlbare Risikoprovision bei einem Mezzanine-Nachrangdarlehen durch eine Bank. Dies wurde in Abschnitt 4.2.6 und 4.2.7 am Beispiel einer Finanzierung einer Joint Venture Tranche und Private Equity-Tranche dargestellt.

Developer müssen daher versuchen, sich auf die Baseler Ratingkriterien einzustellen und die Kommunikation mit den verbleibenden, professionellen Finanzierungsanbietern verbessern.

Die risikogerechte Eigenkapitalunterlegung von Kreditengagements wird die Bedeutung der Machbarkeitsstudien im Vorfeld der Kreditvergabe verstärken, um maßgebliche Risiken identifizieren zu können. Durch die Fokussierung der Banken und der Private Equity-Investoren auf die Due Diligence im Rahmen der Kapitalvergabe wird es zu einer Erhöhung der Qualität des zukünftigen Immobilienangebots kommen. Developer werden daher in Zukunft mehr Anstrengungen in Standort- und Marktanalysen investieren müssen, insbesondere hinsichtlich der Marktfähigkeit und Drittverwendungsfähigkeit des Nutzungskonzeptes. Dabei ist von ihnen volle Transparenz und Überprüfbarkeit ihrer Leistungen in allen Phasen des Entwicklungsprozesses gefordert. Neben den Transparenzerfordernissen auf der Projektebene müssen Projektentwicklungsunternehmen künftig auf eine sachliche Selbstdarstellung und auf die Erfüllung von Publizitätsanforderungen Wert legen. Dadurch sollen Kapitalgebern insbesondere qualitative Aspekte, wie etwa die interne Organisation, Kompetenz, Referenzobjekte sowie die Netzwerke mit anderen Projektentwicklungsakteuren offengelegt werden. Die Entwicklung unabhängiger Benchmarks für unternehmens- und objektbezogene Ratings stellt dabei eine große Herausforderung für die Immobilienwirtschaft dar. Um zukünftig eine objektive und standardisierte Erfassung von Rating-Kriterien in der Projektentwicklung sicherzustellen, besteht in der Immobilienökonomie erheblicher Forschungsbedarf.

Projektentwickler, die diesen steigenden Anforderungen entsprechen, können durch die fortschreitende Professionalisierung des Finanzierungsmarktes im Bereich der gewerblichen Immobilienfinanzierung auch mit geringerem Eigenkapitaleinsatz weiterhin attraktive Verzinsungen erreichen.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass es durch Basel II neben einem verstärkten Konsolidierungsdruck zu einem Professionalisierungsschub in der

Banken- und in der Projektentwicklerbranche kommen wird.<sup>965</sup> Zudem ist Basel II ein Anstoßpunkt für die weitergehende wissenschaftliche Untersuchung der Schnittmenge von Risikomanagement und Immobilienökonomie.

Hinsichtlich der Bedeutung des Ratings für die Finanzierungskonditionen für Developer zeichnet sich weiterer Forschungsbedarf zudem im Bereich der Prozessoptimierung von Projektentwicklungsunternehmen ab.

---

<sup>965</sup> Vgl. Schulte, Basel II, S. 53; Plesser, Entwicklungen, S. 670; Völker, Unternehmensstrategie, S. 5.

**Beispielverzeichnis**

Beispiel 1: Eigenkapitalunterlegung gemäß Standardansatz.....	280
Beispiel 2: Eigenkapitalunterlegung gemäß Elementaransatz für die Finanzierung von Mietimmobilien.....	281
Beispiel 3: Eigenkapitalunterlegung gemäß Elementaransatz für die Finanzierung von hochvolatilen gewerblichen Realkrediten.....	282
Beispiel 4: Fallstudie – Auswirkungen restriktiverer Fremdfinanzierungs- bedingungen .....	284



### Beispiel 1: Eigenkapitalunterlegung gemäß Standardansatz

Dieses Beispiel illustriert, wie viel Eigenkapital ein Kreditinstitut bei Anwendung des Standardansatzes vorhalten muss. Die Kapitalunterlegung für Kredite an Unternehmen berechnet sich im Standardansatz nach der vom Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht vorgeschlagenen Tabelle 5 auf Seite 107.

Szenario: Eine Bank vergibt einen Kredit an ein Projektentwicklungsunternehmen i. H. v. € 1.000.000.

#### Fall 1:

Das Rating des Developers durch eine anerkannte Rating-Agentur (ECAI) lautet: AAA

A-Rating => Risikogewicht 20%

$$€1.000.000 \times \text{Risikogewicht } 20\% \times 8\% = €16.000 \text{ Kapitalunterlegung}$$

#### Fall 2:

Das Rating des Developers durch eine anerkannte Rating-Agentur (ECAI) lautet: A-

A-Rating => Risikogewicht 50%

$$€1.000.000 \times \text{Risikogewicht } 50\% \times 8\% = €40.000 \text{ Kapitalunterlegung}$$

#### Fall 3:

Das Rating des Developers durch eine anerkannte Rating-Agentur (ECAI) lautet: BBB

BBB-Rating => Risikogewicht 100%

$$€1.000.000 \times \text{Risikogewicht } 100\% \times 8\% = €80.000 \text{ Kapitalunterlegung}$$

Achtung! Nicht geratete Unternehmen bekommen ebenfalls ein Risikogewicht von 100% zugeteilt.

#### Fall 4:

Das Rating des Developers durch eine anerkannte Rating-Agentur (ECAI) lautet: B+

B+ Rating => Risikogewicht 150%

$$€1.000.000 \times \text{Risikogewicht } 150\% \times 8\% = €120.000 \text{ Kapitalunterlegung}$$

*Beispiel 2: Eigenkapitalunterlegung gemäß Elementaransatz für die Finanzierung von Mietimmobilien*

In diesem Beispiel wird gezeigt, wie viel Eigenkapital ein Kreditinstitut bei Anwendung des IRB-Basisansatzes vorhalten muss, um die Anforderungen von Basel II zu erfüllen. Die Kapitalunterlegung für Kredite zur Finanzierung von Mietimmobilien berechnet sich im IRB-Basisansatz nach dem vom Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht vorgeschlagenen Risikogewichten, die den aufsichtlichen Kategorien zugeordnet und in Tabelle 6 auf Seite 123 dargestellt sind.

Szenario: Eine Bank vergibt einen Kredit an ein Projektentwicklungsunternehmen in Höhe von 1.000.000 € zur Finanzierung einer Mietimmobilie.

Fall 1:

Das Rating des Projektentwicklers fällt in die aufsichtlich vorgegebene Kategorie „Sehr gut“.

Sehr gut => Risikogewicht 75%

$$€1.000.000 \times \text{Risikogewicht } 75\% \times 8\% = €60.000 \text{ Kapitalunterlegung}$$

Fall 2:

Das Rating des Projektentwicklers fällt in die aufsichtlich vorgegebene Kategorie „Gut“.

Gut => Risikogewicht 100%

$$€1.000.000 \times \text{Risikogewicht } 100\% \times 8\% = €80.000 \text{ Kapitalunterlegung}$$

Fall 3:

Das Rating des Projektentwicklers fällt in die aufsichtlich vorgegebene Kategorie „Mittel“.

Mittel => Risikogewicht 150%

$$€1.000.000 \times \text{Risikogewicht } 150\% \times 8\% = €120.000 \text{ Kapitalunterlegung}$$

Fall 4:

Das Rating des Projektentwicklers fällt in die aufsichtlich vorgegebene Kategorie „Schwach“.

Schwach => Risikogewicht 350%

$$€1.000.000 \times \text{Risikogewicht } 325\% \times 8\% = €280.000 \text{ Kapitalunterlegung}$$

Fall 5:

Das Rating des Projektentwicklers fällt in die aufsichtlich vorgegebene Kategorie „Ausgefallen“.

Ausgefallen => Risikogewicht 625%

$$€1.000.000 \times \text{Risikogewicht } 625\% \times 8\% = €500.000 \text{ Kapitalunterlegung}$$

*Beispiel 3: Eigenkapitalunterlegung gemäß Elementaransatz für die Finanzierung von hochvolatilen gewerblichen Realkrediten*

In diesem Beispiel wird gezeigt, wie viel Eigenkapital ein Kreditinstitut bei Anwendung des IRB-Basisansatzes vorhalten muss, um die Anforderungen von Basel II zu erfüllen. Die Kapitalunterlegung für Kredite zur Finanzierung von „hochvolatilen gewerblichen Realkrediten“ berechnet sich im IRB-Basisansatz nach dem vom Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht vorgeschlagenen Risikogewichten, die den aufsichtlichen Kategorien zugeordnet sind und im Anhang in Tabelle 7 auf Seite 123 dargestellt werden.

Szenario: Eine Bank vergibt einen Kredit an ein Projektentwicklungsunternehmen in

Höhe von Euro 1.000.000 zur Finanzierung einer Mietimmobilie.

Fall 1:

Das Rating des Projektentwicklers fällt in die aufsichtlich vorgegebene Kategorie „Sehr gut“.

Sehr gut => Risikogewicht 100%

$$€1.000.000 \times \text{Risikogewicht } 100\% \times 8\% = €80.000 \text{ Kapitalunterlegung}$$

Fall 2:

Das Rating des Projektentwicklers fällt in die aufsichtlich vorgegebene Kategorie „Gut“.

Gut => Risikogewicht 125%

$$€1.000.000 \times \text{Risikogewicht } 175\% \times 8\% = €140.000 \text{ Kapitalunterlegung}$$

Fall 3:

Das Rating des Projektentwicklers fällt in die aufsichtlich vorgegebene Kategorie „Mittel“.

Mittel => Risikogewicht 175%

$$€1.000.000 \times \text{Risikogewicht } 350\% \times 8\% = €280.000 \text{ Kapitalunterlegung}$$

Fall 4:

Das Rating des Projektentwicklers fällt in die aufsichtlich vorgegebene Kategorie „Schwach“.

Schwach => Risikogewicht 350%

$$€1.000.000 \times \text{Risikogewicht } 350\% \times 8\% = €280.000 \text{ Kapitalunterlegung}$$

Fall 5:

Das Rating des Projektentwicklers fällt in die aufsichtlich vorgegebene Kategorie „Ausgefallen“.

Ausgefallen => Risikogewicht 625%

$$€1.000.000 \times \text{Risikogewicht } 625\% \times 8\% = €500.000 \text{ Kapitalunterlegung}$$

#### *Beispiel 4: Fallstudie – Auswirkungen restriktiverer Fremdfinanzierungsbedingungen*

Das folgende Beispiel illustriert, wie sich ein restriktiveres Kreditvergabeverhalten der Banken und schlechtere Finanzierungsbedingungen auf die Kalkulation eines Immobilien-Projektentwicklers auswirken. Es handelt sich dabei um eine schematische und vereinfachte Darstellung, bei der in zwei Schritten vorgegangen wird. Dabei werden in Anlehnung an die Projektdaten aus Punkt 4.2.3 die Prämissen des Developers vorgestellt. Es wird die Annahme getroffen, dass der Trader-Developer zum Investor Developer wird, da kein Käufer für die Immobilie gefunden werden kann. Bei der Betrachtung der langfristigen Anschlussfinanzierung wird unterstellt, dass die Bank ihre Kreditmarge um 125 Basispunkte anhebt und statt 80 Prozent lediglich zur Finanzierung von 70 Prozent des Beleihungswertes bereit ist.

#### **Eckdaten der Projektkonzeption**

Bürogebäude Neubau:	10.000 m <sup>2</sup> BGF
Baukosten zzgl. Baunebenkosten:	1.250€/m <sup>2</sup> BGF
Gesamtinvestitionssumme:	28.575.142 €
Beleihungswert:	25.000.000 €
Fremdkapitalzinssatz:	6,00%
Fremdkapitaleinsatz:	20.000.000 €
Eigenkapitaleinsatz des Developers:	8.575.142 €
Nettomieteinnahmen p.a.:	2.100.000 €
Statische Rendite (vor Finanzierung und Steuern):	7,35%
Reinertragsfaktor (Inverse der statischen Rendite):	13,61
Verkaufspreis:	32.860.380 €
(Nettomieteinnahmen p. a. x Faktor 15,65 → 6,39% Rendite ohne ENK)	

#### **Annahmen:**

- Für das Büroobjekt kann bis zur Fertigstellung kein Investor gefunden werden und der Trader-Developer übernimmt die Immobilie in seinen Bestand. Der Developer wendet sich an seine Hausbank, um einen Übergang von der Bauzwischenfinanzierung zu einer langfristigen Anschlussfinanzierung zu sichern.
- In der wirtschaftlichen Voreinschätzung rechnet er mit einem Fremdfinanzierungsanteil von 70% zu 6,00% effektivem Zinssatz. Unter dieser

Prämisse lässt sich eine Eigenkapitalverzinsung von 10,50% erwirtschaften. Die Gesamtkapitalrendite liegt mit 7,35% über dem Fremdkapitalzinssatz, und es lässt sich ein positiver Leverage-Effekt realisieren (Siehe Abbildung 30, S.151).

- Das Projektentwicklungsunternehmen kann ein Mittelstandsrating nachweisen, das von einer anerkannten Rating-Agentur (ECAI) durchgeführt wurde. Das Bonitätsurteil für das Unternehmen lautet: B+.

Die Bank, wendet bei der Berechnung der Eigenkapitalunterlegung den Standardansatz an (Siehe Beispiel 1, Fall 4), da sie die Anforderungen für den IRB-Ansatz noch nicht erfüllen kann. Die Prüfung der Projektidee und das Unternehmensrating des Developers führen bei der Bank zu einer Risikogewichtung von 150% des Kreditengagements (siehe Beispiel 1, Fall 4) Aufgrund der mit diesem Kredit-Engagement verbundenen Kosten und Risiken erklärt sich diese lediglich bereit, 65% der Gesamtinvestition zu 7,50% effektivem Zinssatz zu finanzieren.

Daraus folgt, dass die Fremdkapitalkosten höher sind als die Gesamtkapitalrendite. Das eingesetzte Fremdkapital kostet damit mehr als es erwirtschaftet. Als Konsequenz ergibt sich eine negative Wirkung des Leverage-Effekt, die die Eigenkapitalverzinsung auf 7,07% reduziert (Siehe Abbildung 31, S.151).

#### Fazit:

Ein restriktiveres Kreditvergabeverhalten der Banken und eine Verschlechterung der Kreditkonditionen können in Zukunft zu erheblichen Finanzierungsproblemen führen. Vor diesem Hintergrund wird der positive Leverage-Effekt nicht mehr so effektiv eingesetzt werden können wie bisher.

## Literaturverzeichnis

- Achleitner, A.-K.** (Investment Banking): Handbuch Investment Banking, 2., überarb. und erw. Aufl., Wiesbaden 2000.
- Adrian, R./Heidorn, T.** (Hrsg.) (Bankbetrieb): Der Bankbetrieb - Lehrbuch und Aufgaben, 14., völlig neu konzipierte Aufl., Wiesbaden 1996.
- Akerlof, George A.** (Market for Lemons): The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, Nr. 3/1970, S. 488-500.
- Alvano, Wolfgang** (Kapital-Partner): Kapital-Partner für den Mittelstand, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 135, 14.06.2002, S. 55.
- Arnold, W./Boos, K.-H.** (Basel II): Basel II - Einzel- und gesamtwirtschaftliche Aspekte, in: Die Bank, Nr. 10/2001, S. 712-715.
- Arnold, W.** (Kreditvergabe): Die neuen Baseler Regelungen werden nicht per se zu einer Verteuerung der Kreditvergabe führen, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 54. Jg., Nr. 4/2001, S. 168-169.
- Artopoulos, W.** (Erfahrungen): Erfahrungen und Ansichten eines Aufsehers, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 52. Jg., Nr. 3/1999, S. 142-147.
- Atteslander, P.** (Methoden): Methoden der empirischen Sozialforschung, 5., völlig neu bearb. und erw. Aufl., Berlin/New York 1985.
- Backhaus, E. et al.** (Analysemethoden): Multivariate Analysemethoden, 10. Aufl., Berlin et al. 2003.
- Bader, H.** (Private Equity): Private Equity als Anlagekategorie - Theorie, Praxis und Portfoliomanagement für institutionelle Investoren, Bern/Stuttgart/Wien, 1996.
- Balz, U./Bordemann, H.-G.** (Botschaft): Die Botschaft ist angekommen, in: Bankmagazin, 51. Jg., Nr. 10/2002, S. 28-29.

**Basel Committee on Banking Supervision** (Capital Measurement): International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, June 2004, <<http://www.biz.org>>, Erscheinungsdatum: 25.06.2004, Abrufdatum: 25.06.2004.

**Basel Committee on Banking Supervision** (Results): Quantitative Impact Study - Overview of Global Results, <<http://www.biz.org>>, Erscheinungsdatum: 05.06.2003, Abrufdatum: 07.06.2003.

**Basel Committee on Banking Supervision** (Internal Ratings-Based Approach): The Internal Ratings-Based Approach, Supporting Document to the New Basel Capital Accord, <<http://www.biz.org>>, Erscheinungsdatum: 17.01.2001, Abrufdatum: 25.05.2001, S. 1-102.

**Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht** (Eigenkapitalvereinbarung): Konsultationspapier - Die Neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung, <<http://www.biz.org>>, Erscheinungsdatum: 29.04.2003, Abrufdatum: 30.04.2003.

**Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht** (Erläuternde Angaben): Erläuternde Angaben zur Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung, <<http://www.biz.org>>, Erscheinungsdatum: 17.01.2001, Abrufdatum: 20.01.2003, S. 1-12.

**Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht** (Anleitung): Quantitative Auswirkungsstudie 3 - Anleitung, <<http://www.deutsche-bundesbank.de>>, Erscheinungsdatum: 01.10.2002, Abrufdatum: 20.01.2003, S. 1-48.

**Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht** (Überblick): Konsultationspapier – Überblick über die Neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung, <<http://www.deutsche-bundesbank.de>>, Erscheinungsdatum: 24.01.-2001, Abrufdatum: 20.01.2003, S. 1-42.

**Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht** (Kriterien): Kriterien zur Festlegung einer Ausnahmebehandlung für gewerbliche Immobiliendarlehen - Ergänzendes Dokument zur Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung, <<http://www.bafin.de>>, Erscheinungsdatum: 24.01.2001, Abrufdatum: 20.01.2003, S. 1-12.



- Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht** (Pressemitteilung): Pressemitteilung - Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht erzielt Einigung zu Fragen der Neuen Eigenkapitalvereinbarung, <<http://www.biz.org>>, Erscheinungsdatum: 25.06.2001, Abrufdatum: 25.06.2001, S. 1-5.
- Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht** (Auswirkungsstudie): Quantitative Auswirkungsstudie 3 - Technische Anleitung, [http://www.bundesbank.de/bank/download/pdf/qis3/QIS3\\_TechnischeAnleitungIRB.pdf](http://www.bundesbank.de/bank/download/pdf/qis3/QIS3_TechnischeAnleitungIRB.pdf), Erscheinungsdatum: Oktober 2002, Abrufdatum: 03. 01. 2003.
- Bassen, A.** (Corporate Governance): Institutionelle Investoren und Corporate Governance - Analyse der Einflussnahme unter besonderer Berücksichtigung börsennotierter Wachstumsunternehmen, Wiesbaden 2002.
- Baukosteninformationszentrum Deutscher Architektenkammern** (Baukosten): BKI Baukosten 2002, Teil 1: Kostenkennwerte für Gebäude, Stuttgart 2002.
- Behrenwald, U.** (Rating): Funktionen des Rating für Anleger, in: Büschgen, H. E./Everling, O. (Hrsg.): Handbuch Rating, Wiesbaden 1996, S. 291-325.
- Berblinger, J.** (Rating): Marktakzeptanz des Rating durch Qualität, in: Büschgen, H. E./Everling, O. (Hrsg.): Handbuch Rating, Wiesbaden 1996, S. 21-110.
- Berekoven, L./Eckert, W./Ellenrieder** (Marktforschung): Marktforschung - Methodische Grundlagen und praktische Anwendung, 9., überarb. Auflage, Wiesbaden 2001.
- Berger, A./Udell, G.** (Procyclicality): The Institutional Memory Hypothesis and the Procyclicality of Bank Lending Behaviour, <<http://www.bis.org/publ/work125.pdf>>, Erscheinungsdatum: Januar 2003, Abrufdatum: 07.02.2003.
- Bergmann, M.** (Basel II): Basel II und das Firmenkundenkreditgeschäft - Umsetzung von Basel II in den Kreditinstituten und ihre Vorbereitung der

Firmenkunden, Aschaffenburg 2002.

**Bernet, B./Denk, C. L.** (Finanzierungsmodelle): Finanzierungsmodelle für KMU, in: Geiger, Hans et al. (Hrsg.): Bank- und finanzwirtschaftliche Forschungen, Band 314, Bern/Stuttgart/Wien 2000.

**Bleymüller J./Gehlert, G./Gülicher, H.** (Statistik): Statistik für Wirtschaftswissenschaftler, 13., überarb. Aufl., München 2002.

**Bobber, M./Brade, K.** (Immobilienmarketing): Immobilienmarketing, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Immobilienökonomie, Band 1, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 2. Aufl., München, Wien 2000, S. 581-644.

**Böhme, W.** (Risikomanagement): Erfolgsmessung im Risikomanagement, in: Die Bank, Nr. 11/2002, S. 52-54.

**Bone-Winkel, S.** (Oligopol): Ein Oligopol der Finanzierer ist für die Branche viel gefährlicher als Basel II, in: Immobilien Zeitung, Nr. 7, 28.03.2002, S. 5.

**Bone-Winkel, S.** (Transparenz): Beschleunigung und Transparenz, in: Immobilien Manager, Nr. 7+8/2001, S. 10-17.

**Bone-Winkel, S.** (Wertschöpfung): Wertschöpfung durch Projektentwicklung, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Projektentwicklung, Köln 1996, S. 427-458.

**Bone-Winkel, S./Sotelo, R.** (Büroflächen): Warum werden Büroflächen (nicht) vermietet?, in: GuG, 6. Jg., Nr. 4/1995, S. 199-205.

**Bone-Winkel, S.** (Projektentwicklung): Das strategische Management von offenen Immobilienfonds unter besondere Berücksichtigung der Projektentwicklung von Gewerbeimmobilien, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.), Schriften zur Immobilienökonomie, Band 1, Diss., Köln 1994.

**Bonn, J.** (Banken): Die Krise der deutschen Banken, in: Bankmagazin, Nr. 4/2003, S. 38-39.

**Boos, K.-H./Schulte-Mattler, H.** (Marktdisziplin): Basel II - Marktdisziplin durch erweiterte Offenlegung, in: Die Bank, Nr. 11/2001, S. 795-799.

- Boos, K.-H./Schulte-Mattler, H.** (Risiken): Basel II: Methoden zur Quantifizierung operationeller Risiken, in: Die Bank, Nr. 8/2001, S. 549-553.
- Bortz, J./Döring, W.** (Forschungsmethoden): Forschungsmethoden und Evaluation für Human- und Sozialwissenschaftler, 3. Aufl., Berlin et al. 2002.
- Bortz, J.** (Statistik): Statistik für Sozialwissenschaftler, 5., vollst. überarb. Aufl., Berlin u. a. 1999.
- Braun, R.** (Basel II): Nicht nur Recht haben, sondern mit der richtigen Begründung Recht haben - Zur Diskussion um den Maturity-Aufschlag im Rahmen von „Basel II“, <<http://www.empirica-institut.de>>, Erscheinungsdatum: 15.07.2002, Abrufdatum: 28.01.2003, S. 1-2.
- Brealey, R. A./Myers, S. C.** (Corporate Finance): Principles of Corporate Finance, 6<sup>th</sup> ed., New York et al. 2000.
- Breuer, L.-O./Frydlin, R.** (Risikomanagement): Risikomanagement Mit der „3S-Klasse“ in die sichere Projektentwicklung, in: Immobilien Zeitung, Nr. 20, 26.09.2002, S. 10.
- Brigham, E. F./Houston, J. F.** (Financial Management): Fundamentals of Financial Management, 3<sup>rd</sup> ed., Orlando 2000.
- Brueggeman, W. B./Fisher, J. D.** (Finance): Real Estate Finance and Investments, 9<sup>th</sup> ed., Homewood 1993.
- Brühl, M. J.** (Risikobetrachtung): Neue Ansätze der Risikobetrachtung - No Risk, No Fun, in: Immobilien Zeitung, Nr. 6, 09.03.2001, S. 9.
- Bruse, M.** (Private Equity): Private Equity Strukturen und Investitionen nach der Steuerreform 2000, in: M & A Review, Nr. 12/2000, S. 468-470.
- Bulwien, H.** (Immobilienrating): Immobilienrating als Instrument der Risikobestimmung, in: Immobilien & Finanzierung, 53. Jg., Nr. 11/2002, S. 319-321.
- Bundesverband deutscher Banken** (Hrsg.) (Pro-Cyclicality): Potential Pro-Cyclicality of the Basel-2 Framework - Analysis and Possible Solutions, <<http://www.bdb.de>>, Erscheinungsdatum: 30.05.2003, Abruf-

datum: 22.06.2003, S. 1-2.

**Bundesverband deutscher Banken** (Hrsg.) (Mittelstandsfinanzierung): Mittelstandsfinanzierung vor neuen Herausforderungen, Berlin 2003.

**Bundesverband deutscher Banken** (Hrsg.) (Banken): Banken 2002 - Fakten, Meinungen, Perspektiven, Berlin 2002.

**Burghof, H.-P./Rudolph, B.** (Bankenaufsicht): Bankenaufsicht: Theorie und Praxis der Regulierung, Wiesbaden 1996.

**Byrne, P./Cadman, D.** (Risk): Risk, uncertainty and decision-making in property development, Cambridge 1984.

**Cameron, S./Holme, K./Rapoport, A.** (Interest): Managing Interest Rate Risk in Real Estate Development, in: Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 3, Nr. 1/1990, S. 56-64.

**Christensen, G./Kenny, M.** (Participation): Finding Profit in Development Participation Strategies, in: Real Estate Finance, Vol. 2, Nr. 2/1985, S. 68-70.

**Claussen, R./Klein, J.** (Transparenz): Größtmögliche Transparenz bei größter Diskretion – Vorteile von Ratings für mittelständische Unternehmen, <<http://www.dgbank.de>>, Abrufdatum: 27.05.2001, S. 1-20.

**Coenen, E.** (Immobiliengeschäft): Das Immobiliengeschäft der Banken: Aktivitäten und Risikosteuerung, In: Bierbaum, D./Feinen, K. (Hrsg.) Bank- und Finanzwirtschaft (Festschrift für H. E. Büschgen zum 65. Geburtstag), Wiesbaden 1996, S. 107-125.

**Copeland, T. E./Koller, T./Murrin, J.** (Unternehmenswert): Unternehmenswert - Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung, 2., akt. und erw. Aufl., Frankfurt am Main/New York 1998.

**Cowley, L.** (Basel II): Basel II - A doubled edged sword for European private equity?, in: European Venture Capital Journal, Nr. 9/2002, S. 36-39.

- Cremers, H./Heidorn, T./Moormann, J.** (Operational Risk): Diskussionsbeiträge zur Bankbetriebslehre, Bd. 21: Operational Risk - Herausforderungen bei der Implementierung von Basel II, Frankfurt 2002.
- Czayka, L.** (Wissenschaftsphilosophie): Formale Logik und Wissenschaftsphilosophie - Einführung für Wirtschaftswissenschaftler, München/Wien 1991.
- Del Mestre, G.** (Internes Rating): Internes Rating (2) Im Wechselbad des Strukturwandels der Banken und Unternehmen, in: Rating Aktuell, 02/2003, S. 47-51.
- Del Mestre, G.** (Rating): Rating als strategische Partnerschaft, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 30.11.2001, Nr. 279, S. 53.
- Del Mestre, G.** (Rating-Leitfaden): Rating-Leitfaden für Kreditinstitute und Unternehmen, Köln 2000.
- Deutsche Bank Research** (Hrsg.) (Demografie): Aktuelle Themen - Demografie Spezial, <<http://www.dbresearch.de>>, Erscheinungsdatum: 18.09.2003, Abrufdatum: 08.12.2003, S. 1-32.
- Deutsche Bundesbank** (Hrsg.) (Bankenstatistik): Bankenstatistik Januar 2003, Frankfurt 2003.
- Deutsche Bundesbank** (Hrsg.) (Kreditinstitute): Das Eigenkapital der Kreditinstitute aus bankinterner und regulatorischer Sicht, in: Deutsche Bundesbank Monatsbericht Januar 2002, Frankfurt 2002, S. 41-60.
- Deutsche Bundesbank** (Hrsg.) (Ertragslage): Die Ertragslage der deutschen Kreditinstitute im Jahr 2001, in: Deutsche Bundesbank Monatsbericht September 2002, S. 17-48.
- Deutsche Bundesbank** (Hrsg.) (Grundsatz I): Grundsatz I über die Eigenmittel der Institute - Bankrechtliche Regelungen 2a, Erscheinungsdatum: 21.01.2001, <<http://www.bundesbank.de.de>>, Abrufdatum: 02.10.2003, S. 1-279.

- Deutsche Bundesbank** (Eigenkapitalvereinbarung): Die neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung (Basel II), in: Deutsche Bundesbank Monatsbericht April 2001, S. 15-44.
- Deutsche Presse-Agentur** (Zinsen): Banken senken die Zinsen nicht, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 290, 13.12.2002, S. 25.
- Diederichs, C. J.** (Grundlagen der Projektentwicklung): Grundlagen der Projektentwicklung/Teil 1, in: Bauwirtschaft, Nr. 11/1994, S. 46.
- Dobberstein, M.** (Büromarktakeure): Das prozyklische Verhalten der Büromarktakeure, Interessen, Zwänge und mögliche Alternativen, Arbeitspapier der Universität Dortmund, Dortmund 2000.
- Doetsch, W.** (Finanzierung): Die individuell strukturierte Finanzierung: Eine Produktinnovation der Westdeutschen ImmobilienBank, in: Westdeutsche Immobilien Bank (Hrsg.): Chancen und Risikoaspekte des Immobilien-InvestmentBanking : Marktbericht XII, Mainz 2002, S. 53-62.
- Doetsch, W.** (Strukturierte Immobilienfinanzierung): Strukturierte Immobilienfinanzierung - Nähert sich der klassische Kredit seinem Verfallsdatum, in: Westdeutsche Immobilien Bank (Hrsg.): Chancen und Risikoaspekte des Immobilien-InvestmentBanking : Marktbericht XI, Mainz 2001, S. 57-66.
- Doetsch, W.** (Rating): Rating darf kein Modewort werden. Eine kritische Betrachtung zum aktuellen Umgang mit dem Rating-Begriff in Deutschland, in: Westdeutsche Immobilien Bank (Hrsg.): Chancen und Risikoaspekte des Immobilien-InvestmentBanking : Marktbericht XI, Mainz 2001, S. 31-39.
- Doswald, H.** (Basel II): Auswirkungen von Basel II auf die Immobilienwirtschaft, in: Verband deutscher Hypothekenbanken (Hrsg.): Professionelles Immobilien-Banking, Berlin 2002, S. 65-73.
- Downs, A.** (Developers): What should Office Developers do now?, in: National Real Estate Investor, Vol. 28, Nr. 4/1986, S. 34, 38, 206-208.

- Downs, A.** (Cycles): Examine Property Cycles Before Taking Action, in: National Real Estate Investor, Vol. 38, Nr. 8/1985, S. 26-28.
- Drukarczyk, J.** (Finanzierung): Finanzierung, in: Bea, F.X./Dichtl, E./Schweitzer, M. (Hrsg.): Grundwissen der Ökonomik, 9. Aufl., Jena/Tübingen 2003.
- Dübel, A. et al.** (Eigenkapitalanforderungen): Risikogewichtete Eigenkapitalanforderungen und die Risiken des gewerblichen Hypothekarkredites in Europa, Frankfurt a. M. 1996.
- Dullien, S./Krosta, A.** (Rezession): Deutsche Wirtschaft steht am Rand der Rezession, in: Financial Times Deutschland, Nr. 29, 11.02.2003, S. 1.
- Egbers, B./Jahns S.** (Eigenkapitalforderungen): Neue Eigenkapitalforderungen für Banken, in: Finanz Betrieb, 1. Jg., Nr. 6/1999, S. 415-419.
- Egbers, B./Jahns S.** (Bankenaufsicht): Bankenaufsicht: Angemessenheit der Eigenmittel und aufsichtsrechtliche Konsolidierung, in: Finanz Betrieb, 3. Jg., Nr. 1/2001, S. 30-34.
- Eisele, P.** (Rating): Rating - IRB Ansätze dürften noch mehr Fans gewinnen, <<http://www.bfinance.de>>, Erscheinungsdatum: 08.01.2003, Abrufdatum: 20.01.2003, S. 1-2.
- Engelmann, A./Heitzer, B.** (Business Angels): Beteiligungsprozess von Venture Capital-Gesellschaften und Business Angels bei Marktunvollkommenheiten, in: Finanz Betrieb, 3. Jg., Nr. 3/2001, S. 215-221.
- Eppli, M. J./Benjamin, J. D.** (Evolution): The Evolution of Shopping Center Research: A Review and Analysis, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 9, Nr. 1/1994, S. 5-32.
- Ernst & Young** (Hrsg.) (Banken): Banken in Deutschland: Quo Vadis?, München 2003.

- Europäische Zentralbank** (Eigenkapitalvereinbarung): Die neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung aus Sicht der EZB, in: Europäische Zentralbank Monatsbericht Mai 2001, S. 65-84.
- Everling, O.** (Bankrenditen): Bankrenditen unter Ratingaspekten: Wie rentierlich müssen Banken sein?, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 55. Jg., Nr. 1/2002, S. 35-37.
- Everling, O.** (Rating): Das Rating der Bank, in: Bankmagazin, Nr. 5/2003, S. 15-18.
- Everling, O./Heinke, V.** (Credit Ratings): Der Informationswert der Credit Ratings, in: Anlagepraxis, Nr. 6/1999, S. 11-13.
- Everling, O.** (Ratingagenturen): Ratingagenturen an nationalen und internationalen Finanzmärkten, in: Büschgen, H. E./Everling, O. (Hrsg.): Handbuch Rating, Wiesbaden 1996, S. 5-18.
- Fahrholz, B.** (Formen): Neue Formen der Unternehmensfinanzierung - Unternehmensübernahmen, Big Ticket-Leasing, Asset Backed- und Projektfinanzierungen; die steuer- und haftungsrechtliche Optimierung durch Einzweckgesellschaften (Single Purpose Companies) - dargestellt anhand von Beispielsachverhalten, München 1998.
- Falk, B.** (Hrsg.) (Gewerbe-Immobilien): Beurteilungskriterien für Gewerbe-Immobilien, in: Falk, B. (Hrsg.): Gewerbe-Immobilien, 5., überarb. Aufl., Landsberg/Lech 1992.
- Feess, E.** (Mikroökonomie): Mikroökonomie : Eine spieltheoretisch- und anwendungsorientierte Einführung, Marburg 1997.
- Fehr, B.** (Börsenwoche): Die Börsenwoche, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 273, 23.11.2002, S. 21.
- Fehr, B.** (Kompromiss): Bankenaufseher erzielen Kompromiss, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 237, 13.10.2003, S. 11.
- Fehr, B.** (Eigenkapitalbeschlüsse): Banken befürworten Madrider Eigenkapitalbeschlüsse, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 287, 10.12.2003, S. 12.



- Follak, K. P.** (Projektfinanzierung): Immobilien-Projektfinanzierung - Joint Ventures und andere Modelle zur Teilung von Profit und Risiko, in: Der Langfristige Kredit, 44. Jg., Nr. 4/1993, S. 100-103.
- Franke, G./Hax, H.** (Finanzwirtschaft): Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 4. Aufl., Berlin et al. 1999.
- Friedemann, J.** (Basel II): Basel II stellt Unternehmen vor große Probleme, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 136, 15.06.2001, S. 53.
- Friedemann, J.** (Eigenkapitalfonds): Viele Finanzierungen scheitern an den Banken - Wenn das Eigenkapital nicht ausreicht - Neue Vorsicht im Kreditgeschäft, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 236, 11.10.2002, S. 43.
- Frien, B./Lüdke, U.** (Bankenbefragung): „Basel II ist jetzt!“ - Deutschlands große Bankenbefragung: Wie ist der Stand der Vorbereitungen, Frankfurt 2002.
- Füser, K./Gleißner, W.** (Rating): Leitfaden Rating – Basel II: Rating-Strategien für den Mittelstand, München 2002.
- Garrn, R.** (Rating): HERMES-Rating für den Mittelstand, in: Everling, O. (Hrsg.): Rating - Chance für den Mittelstand nach Basel II, Wiesbaden 2001, S. 263-288.
- Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung** (Hrsg.) (Immobilienrisiken): Empfehlung zur Analyse von Immobilienrisiken - Fragenkatalog zur Risikoidentifizierung, Wiesbaden 2001.
- Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung** (Hrsg.) (Richtlinie): Richtlinie zur Berechnung der Mietfläche für Büroraum (MF-B), Oestrich-Winkel 1996.
- Gesinn, F.-J.** (Gewerbekredit): Neue strategische und operative Herausforderungen im Gewerbekredit, , in: Immobilien & Finanzierung, 56. Jg., Nr. 19/2003, S. 672-674.

- Glazov, B. E.** (Co-venturing): Co-venturing Offers Rewards to Limited Partnerships, in: National Real Estate Investor, Vol. 26, Nr. 9/1984, S. 239-242.
- Goepfert, A./Raddatz, A.** (Private Equity): „Private Equity ist kein Manna, das vom Himmel regnet“, in: Immobilien Zeitung, Nr. 21, 16.10.2003, S. 11.
- Gop, R.** (Bauriesen): Bauriesen. Run auf Projektentwicklung, in: Immobilien Manager, Nr. 3/1991, S. 6-12.
- Göppert, K.** (Wagniskapital): Wagniskapital für die Branche, in: Immobilien Zeitung, Nr. 6, 15.03.2001, S. 1.
- Graaskamp, J. A.** (Feasibility): A Rational Approach to Feasibility Analysis, in: Appraisal Journal, Vol. 40, Nr. 4/1972, S. 513-521.
- Graaskamp, J. A.** (Fundamentals): Fundamentals of Real Estate Development (1981), in: Jarchow, S. P. (Hrsg.): Graaskamp on Real Estate, Washington D.C. 1991, S. 228-265.
- Greer, G. E./Farrel, M. D.** (Investment Analysis): Investment Analysis for Real Estate Decisions, 3<sup>rd</sup> ed., Chicago 1993.
- Grill, W./Perczynski, H.** (Wirtschaftslehre): Wirtschaftslehre des Kreditwesens, 34. Aufl., Bad Homburg v. d. H. 2000.
- Groß, C.** (Mindestanforderungen): Die neuen Mindestanforderungen an das Kreditgeschäft der Kreditinstitute, in: Die Bank, Nr. 2/2003, S. 94-98.
- Grunert, J./Kleff, V./Norden, L./Weber, M.** (Mittelstand): Mittelstand und Basel II – Der Einfluss der neuen Eigenkapitalvereinbarung für Banken auf die Kalkulation von Kreditzinsen, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 72. Jg., Nr. 10/2002, S. 1045-1064.
- Grunert, J./Kleff, V./Norden, L./Weber, M.** (Basel II): Basel II verteuert Kredite für den Mittelstand, in: Kredit & Rating Praxis, 27. Jg., Nr. 1/2002, S. 15-17.

- Grunwald, E./Grunwald, S.** (Bonitätsanalyse): Bonitätsanalyse im Firmenkundengeschäft – Handbuch Risikomanagement und Rating, 2. aktualisierte, überarb. und erw. Aufl., Stuttgart 2001.
- Gürtler, M.** (IRB-Ansatz): Der IRB-Ansatz im Rahmen von Basel II, in: Die Betriebswirtschaft, 62 Jg., Nr. 4/2002, S. 450-452.
- Hagen, L.** (Basel II): Der Hypothekarkredit in Basel II, in: Verband deutscher Hypothekenbanken (Hrsg.): Professionelles Immobilien-Banking, Berlin 2002, S. 41-52.
- Hagen, L./Marburger, C.** (Auswirkungen): Auswirkungen von Basel II auf die Hypothekenbanken und ihre Kunden, in: Immobilien & Finanzierung, 53. Jg., Nr. 3/2002, S. 69-73.
- Hagen, L./Holter, R.** (Auswirkungen): Auswirkungen von Basel II auf das Risikomanagement deutscher Hypothekenbanken, in: Verband deutscher Hypothekenbanken (Hrsg.): Professionelles Immobilien-Banking, Berlin 2002, S. 53-64.
- Hahmann, M.** (Managementdiskurse): Komplementäre Managementdiskurse - Polarisierung oder Paradigmenvielfalt?, Wiesbaden 2000.
- Hammerstein, W.** (Zins): Caps und Floors - Damit der Zins nicht weiter schwankt - Sicherheitsvereinbarungen reduzieren das Risiko für den Immobilieninvestor, in: Immobilien Zeitung, Nr. 4, 11.02.1999, S. 11.
- Hammerstein, W.** (Zinsrisiken): „Geh’n Sie mit der Konjunktur“: Die Cap-Vereinbarung reduziert künftige Zinsrisiken, in: Immobilien Zeitung, Nr. 3, 28.01.1999, S. 11.
- Harlfinger, T./Jacobi, J.** (Projektentwickler): Basel II: Projektentwickler unter der Lupe, in: Immobilien Zeitung, Nr. 21, 16.10.2003, S.13.
- Healey, P.** (Process): An institutional model of the development process, in: Journal of Property Research, 9. Jg., Nr. 1/1992, S. 33-44.
- Heinke, E.** (Bankenaufsicht): Das Baseler 3-Säulen-Konzept und die Rolle der dezentralen Bankenaufsicht, in: Tietmeyer, H./Rolfes, B. (Hrsg.): Basel II - Das neue Aufsichtsrecht und seine Folgen, Wiesbaden 2002, S. 1-12.

- Heinke, E.** (Basel II): Basel II und seine Bedeutung für die mittelständische Wirtschaft, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 54. Jg., Nr. 4/2001, S. 174-178.
- Heinke, G. V.** (Zertifizierungswert): Der Signal- und Zertifizierungswert von Credit-Ratings am Euromarkt, in: Die Betriebswirtschaft, Nr. 3/2000, S. 314-335.
- Heinke, G. V.** (Bonitätsrisiko): Bonitätsrisiko und Credit Rating festverzinslicher Wertpapiere, Eine empirische Analyse am Euromarkt, in: Steiner, Manfred (Hrsg.): Reihe Portfoliomanagement, Band 10, Diss., Bad Soden/TS 1998.
- Heinke, G. V./Steiner, M.** (Finanzierungstheorie): Rating aus Sicht der modernen Finanzierungstheorie, in: Büschgen, H. E./Everling, O. (Hrsg.) Handbuch Rating, Wiesbaden 1996, S. 579-625.
- Hempel, D. H./Simonson, D. G./Coleman, A. B.** (Bank Management): Bank Management, 4<sup>th</sup> ed., New York et al. 1994.
- Heismann, G.** (Zinsstreik): Banken ignorieren Breuers Aufforderung zum Zinsstreik, in: Financial Times Deutschland, Nr. 243, 16.12.2003, S. 20.
- Heismann, G. et al.** (Zinsvorteil): Banken kassieren Zinsvorteil ein, in: Financial Times Deutschland, Nr. 9, 14.01.2003, S. 17.
- Hennerkes, B.-H./Kirchdörfer, R.** (Anforderungen): Anforderungen an die Bank aus Sicht von Familienunternehmen, in: Juncker, K./Priewasser, E. (Hrsg.): Handbuch Firmenkundengeschäft - Technologie, Rating und Risikosteuerung als Kernkompetenz der Banken, 2., völlig überarb. Aufl., Frankfurt 2002, S. 70-80.
- Hirschmann, S./Romeike, F.** (MaK): Die MaK sind der ‚Aufgalopp‘ zu Basel II, in: Rating Aktuell, Nr. 1/2003, S. 10-15.
- Hoffelner, M./Golz, R. T.** (Finanzierungsformen): Alternative Finanzierungsformen - Mezzanine Capital für den Mittelstand, in: Kredit & Rating Praxis, 28. Jg., Nr. 6/2002, S. 19-24.

- Holzner, P.** (Immobilienfonds): Der offene Immobilienfonds - Eine interessante Kapitalanlage, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 3. Jg. Nr. 1/1992, S. 5-8.
- Holzkämper, H.** (Finanzierungsalternative): Mezzanine Kapital - eine Finanzierungsalternative für den Mittelstand, in: Handbuch Corporate Finance, Achleitner, A. K./Thoma, G. F. (Hrsg.), Loseblattausgabe, 2. Aufl. Köln 2001: Deutscher Wirtschaftsdienst, Stand: 10. Ergänzungslieferung Oktober 2003, S. 1-34.
- Holzkämper, H./Fischer, J.** (Rating Advisory): Der Markt für Rating Advisory, in: Finanz Betrieb, 5. Jg., Nr. 3/2003, S. 146-154.
- Holzkämper, H./Kausemann, A.** (Bauwirtschaft): Die Bauwirtschaft in Finanzierungsnöten, in: Immobilien Business, Nr. 4/2002, S. 28-33.
- Holzkämper, H.** (Kreditzinsen): Kreditzinsen werden mittelfristig steigen, in: Handelsblatt, Nr. 206, 25.10.2002, S. B2.
- Holzkämper, H.** (Basel II): Basel II - Eine intensive Vorbereitung auf das Rating ist geboten (I), in: Immobilien Business, Nr. 3, 2002, S. 30-32.
- Hommel, U./Lehmann, H.** (Risiko-Management): Risiko-Management in der Immobilienfinanzierung, in: Schulte, K.-W. et al. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Banking - Von der traditionellen Immobilien-Finanzierung zum Immobilien-Investmentbanking, Köln 2002, S. 229-252.
- Iblher, F./Lucius, D. I.** (Mezzanine-Finanzierungen): Innovative Immobilienfinanzierung - Mezzanine-Finanzierungen gehört die Zukunft, in: Immobilien Zeitung, Nr. 24, 22.11.2001, S. 13.
- Institut der deutschen Wirtschaft (Hrsg.)** (Zahlen): Deutschland in Zahlen, Köln 2002.
- Institut für Wirtschaftsforschung (Hrsg.)** (Pressemitteilung): Pressemitteilung - Die Lage der Weltwirtschaft und der deutschen Wirtschaft im Herbst 2003, < [http://www.ifo.de/pls/portal30/docs/FOLDER/IFO\\_PORTAL-/IFO\\_INSTUT/DATEN\\_UND\\_PROGNOSEN/PROGNOSE\\_X\\_FORECAST/GD102003/GD-21102003-PRESSE.PDF](http://www.ifo.de/pls/portal30/docs/FOLDER/IFO_PORTAL-/IFO_INSTUT/DATEN_UND_PROGNOSEN/PROGNOSE_X_FORECAST/GD102003/GD-21102003-PRESSE.PDF)>, Erscheinungsdatum: 21.10.2003, Abrufdatum: 23.10.2003.

- Isenhöfer, B.** (Strategisches Management): Strategisches Management von Projektentwicklungsunternehmen, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.), Schriften zur Immobilienökonomie, Band 8, Diss., Köln 1999.
- Isenhöfer, B./Väth, A.** (Projektentwicklung): Projektentwicklung, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Immobilienökonomie, Band 1, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 2., überarb. Aufl., München/Wien 2000, S. 149-228.
- Isenhöfer, B./Väth, A.** (Lebenszyklus): Lebenszyklus von Immobilien, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Immobilienökonomie, Band 1, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 2., überarb. Aufl., München/Wien 2000, S. 143-147.
- Isenhöfer, B./Väth, A.** (Immobilienanalyse): Immobilienanalyse, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Immobilienökonomie, Band 1: Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 2., überarb. Aufl., München/Wien 2000, S. 319-380.
- Jänisch, C./Moran, K./Waibel, N.** (Mezzanine-Finanzierung): Mezzanine-Finanzierung - Intelligentes Fremdkapital und deutsches Steuerrecht, in: Der Betrieb, Jg. 55, Nr. 47/2002, S. 2451-2456.
- Jehl, H.** (Projektentwicklungsfonds): Der „Basel II–Projektentwicklungsfonds“, <<http://www.dr-jehl.de>>, Erscheinungsdatum: 02.10.2002, Abrufdatum 27.01.2003, S.1-2.
- Jehl, H.** (Beteiligungsfonds): Zur Sache - Sie haben für die Projektfinanzierung mittelständischer Bauträger einen Beteiligungsfonds konzipiert - Wie funktioniert er und was bringt er den Beteiligten?, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 102, 03.05.2002, S. 61.
- Jensen, M. C./Meckling, W. H.** (Theory of the Firm): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, in: Journal of Finance and Economics, Vol. 3, 1976, S. 305-360.
- Jones Lang LaSalle** (Immobilienhochburgen): Presseinformation - Die fünf deutschen Immobilienhochburgen, Büromarkt 3. Quartal 2003, <<http://www.joneslanglasalle.de>>, Erscheinungsdatum: 06.10.2003, Abrufdatum 03.12.2003, S.1-7.

- Kabuth, A.** (Ratingberatung): Impulse zur Ratingberatung durch Basel II, in: Achleitner, A.-K./Everling, O. (Hrsg.): Rating Advisory, Wiesbaden 2003, S. 3-14.
- Kimmich, M.** (Due Diligence): Due Diligence bei der Akquisition von gewerblichen Immobilienprojekten, in: Schulte, K.-W./Bone-Winkel, S. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Projektentwicklung, 2., akt. und erw. Aufl., Köln 2002, S. 201-222.
- Kirsch, W.** (Empirische Forschung): Über den Sinn der empirischen Forschung in der angewandten Betriebswirtschaftslehre, in: Witte, E. (Hrsg.): Der praktische Nutzen empirischer Forschung, Tübingen 1981, S. 189-229.
- Khan, M./Miran, A.** (Beteiligungskapital): Beteiligungskapital für den Mittelstand: Motive und Bedeutung von Investoren in Private Equity, in: M&A Review, Nr. 6/1999, S. 257-263.
- Kley, C. R./Everling, O.** (Ratingagenturen): Allgemeine Pflichten von Ratingagenturen (I), in: Finanz Betrieb, 3. Jg., Nr. 3/2001, S. 172-176.
- Knobloch, B.** (Immobilien-Banking): Rahmenbedingungen und Strukturwandel im Immobilien-Banking, in: Schulte, K.-W. et al. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Banking – Von der traditionellen Immobilien-Finanzierung zum Immobilien-Investmentbanking, Köln 2002, S. 41-65.
- Kolbeck, C./Wimmer, R.** (Gläserne Unternehmen): Gläserne Unternehmen, in: Frankfurter Allgemeinen Zeitung, 21.05.2001, S. B2.
- Kohler, J.** (Baukreditsicherungsrecht): Baukreditsicherungsrecht, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Immobilienökonomie, Band 2, Rechtliche Grundlagen, München 2001, S. 611-648.
- Korte, H./Lückenkötter, M.** (Anforderungsprofile): Anforderungsprofile für Joint-Ventures zwischen Kreditinstituten und Developern, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 6. Jg., Nr. 1, 1995, S. 20-25.
- KPMG** (Eigenkapitalvereinbarung): Die neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung, <<http://www.kpmg.de/library/brochures/satellit/Basel2.pdf>>, Abrufdatum: 31.01.2003, S. 1-7.

- Krämer-Eis, H.** (Finanzierungskosten): Ratings, Basel II und die Finanzierungskosten von KMU, in: KfW-Beiträge zur Mittelstands- und Strukturpolitik, S. 21-30.
- Kretschmer, R.** (Gewerbe-Immobilien): Mehrfunktional genutzte Gewerbe-Immobilien, in: Falk, B. (Hrsg.): Gewerbe-Immobilien, 5. Aufl., Landsberg/Lech 1992, S. 231-249.
- Kretzer, M.** (Refinanzierungskosten): EZB-Zinssenkung verringert kaum die Refinanzierungskosten der Banken, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 14, 17.01.2003, S. 21.
- Kromrey, H.** (Sozialforschung): Empirische Sozialforschung, Opladen 1986.
- Krosta, A./Major, T.** (Wachstumsprognose): EZB zweifelt an Wachstumsprognose, in: Financial Times Deutschland, Nr. 29, 11. 02. 2003, S. 17.
- Küting, K./Kessler, H.** (Mittelstand): Hat der Mittelstand eine Wahl?, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 220, 22.09.2003, S. 22.
- Küting, K./Weber, C.-P.:** Der Konzernabschluss – Lehrbuch und Fallstudie zur Praxis der Konzernrechnungslegung, 7. Aufl., Stuttgart 2001.
- Kütter, G./Pyle, K./Weigel, W.** (Banking): Banking in Germany - A summary of the major legal requirements, Frankfurt 1998.
- Kuhner, C.** (Financial Rating Agencies): Financial Rating Agencies: Are they credible? Insights into the reporting incentives of Rating Agencies in times of enhanced systemic risk, in: Schmalenbachs Business Review, Vol. 53, Nr. 1/2001, S. 2-26.
- Kyrein, R.** (Ratingstandards): Basel II - Ratingstandards für Entwickler, in: Immobilienwirtschaft und Recht, Nr. 2/2003, S. 44-47.
- Kyrein, R.** (Projektentwickler): Basel II - Ratingstandards für Projektentwickler, in: Immobilienwirtschaft und Recht, Nr. 3/2003, S. 46-49.
- Lauer, J.** (Baufinanzierung): Risikoorientierte Baufinanzierung, in: Westdeutsche Immobilien Bank (Hrsg.): Chancen und Risikoaspekte des



Immobilien-InvestmentBanking : Marktbericht XII, Mainz 2002, S. 62-71.

**Laupenmühlen, M./Moschitz, R.** (Basel II): Herausforderung Basel II - Anforderungen des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht auf der Grundlage des 2. Konsultationspapiers und aktuelle Entwicklungen, 3., erw. Aufl., Frankfurt 2002.

**Laux, M./Ohl, K.** (Grundstücksinvestment): Grundstücksinvestment - Die offenen Immobilienfonds, 2. Aufl., Frankfurt 1988.

**Lebert, R.** (Zinssenkung): Breuer gegen Weitergabe der EZB-Zinssenkung, in: Financial Times Deutschland, Nr. 242, 13.12.2002, S. 22.

**Lebert, R.** (Ertragskrise): Breuer sieht Ertragskrise bei Banken, in: Financial Times Deutschland, Nr. 219, 12.11.2002, S. 19.

**Lehner, A. H.** (Rating): Rating für Immobilienfinanzierungen, in: Der Langfristige Kredit, 46. Jg. Nr. 11/1995, S. 366-369.

**Leinberger, C. B.** (Strategy): Strategy for Real Estate Companies: Marketing, Finance, Organization, Washington D.C. 1993.

**Leffers, B.** (Rating): Das Rating im Konsortialgeschäft der Banken, in: Büschgen, H. E./Everling, O. (Hrsg.): Handbuch Rating, Wiesbaden 1996, S. 345-372.

**Leopold, G./Frommann, H.** (Eigenkapital): Eigenkapital für den Mittelstand - Venture Capital im In- und Ausland, München 1998.

**Leykam, M.** (Wagniskapital): Bedarf an Wagniskapital wird steigen, in: Immobilien Zeitung, Nr. 21, 05.10.2000, S. 3.

**Liebchen, A.** (Rating-Babylon): Vorbereitung auf Basel II - Steht der Branche ein „Rating-Babylon“ bevor?, in: Immobilien Zeitung, Nr. 12, 06.06.2002, S. 5.

**Linneman, P.** (Real Estate Private Equity Funds): Real Estate Private Equity Funds, in: Immobilien & Finanzierung, 53. Jg., Nr. 14/2002, S. 432-435.

- Lingenhölin, H. M.** (Risikokapital): Mezzanine-Finanzierung - Risikokapital für Immobilien-Projektentwicklungen, in: Immobilienbrief - Informationen über Markt, Steuern, Recht, Bewertung und Bewirtschaftung, <<http://www.roedl.de>>, Erscheinungsdatum: Dezember 2002, Abrufdatum: 08.02.2003, S. 1-12.
- Lingenhölin, H. M.** (Finanzierungsmodelle): Alternative Finanzierungsmodelle unter Basel II - „Mezzanine-Beteiligungen/-Fonds“, Vortrag/Erfahrungsbericht im Rahmen der DFI-Analyse-Tagung in Frankfurt am Main am 3. September 2002.
- Lüthje, B./Deckert, M.** (Banken): Rating der öffentlichen Banken, in: Büschgen, H. E./Everling, O. (Hrsg.): Handbuch Rating, Wiesbaden 1996, S. 455-466.
- Maier, K. M.** (Risikomanagement): Risikomanagement im Immobilienwesen, Frankfurt am Main 1999.
- Malizia, E. E.** (Framework): A Framework for Real Estate Feasibility Research, in: Journal of Property Valuation & Investment, Vol. 10, Nr. 3/1992, S. 640-645.
- Miles, M. E./Hanley, R. L./Berens, G.** (Development): Real Estate Development - Principles and Process, 2<sup>nd</sup> ed., Washington D.C. 1996.
- Meister, E.** (Basel II): Ausführungen zu aktuellen Fragen im Zusammenhang mit Basel II im Rahmen einer Vortragsveranstaltung des Bankenverbandes Baden-Württemberg e. V. in Stuttgart a. 07.07.2003, <<http://www.bundesbank.de/presse/download/reden/2003/07/-20030707meister.pdf>>, Erscheinungsdatum: 05.12.2002, Abrufdatum: 13.01.2003, S. 1-4.
- Meister, E.** (Aktuelle Aspekte): Aktuelle Aspekte im Zusammenhang mit Basel II, <<http://www.bundesbank.de/presse/download/reden/2002/12/-20021205meister.pdf>>, Erscheinungsdatum: 05.12.2002, Abrufdatum: 13.01.2003.
- Meister, E.** (Finanzierungsmöglichkeiten): Auswirkungen von Basel II auf die

Finanzierungsmöglichkeiten des Mittelstandes, <<http://www.bundesbank.de/presse/download/reden/2002/10/20021021meister.pdf>>, Erscheinungsdatum: 21.10.2002, Abrufdatum: 27.12.2002.

- Meister, E./Hohl, S.** (Anforderungen): Bankenaufsichtliche Anforderungen an das Firmenkundengeschäft nach Basel II, in: Juncker, K./Priewasser, E. (Hrsg.): Handbuch Firmenkundengeschäft – Technologie, Rating und Risikosteuerung als Kernkompetenz der Banken, 2., völlig überarb. Aufl., Frankfurt 2002, S. 3-22.
- Messner, S. D./Schreiber, I./Lyon, V. L./Ward, R. L.** (Marketing): Marketing Investment Real Estate - Finance, Taxation, Real Estate. 3. Aufl., Englewood Cliffs 1987.
- Moody's Investor Services** (Credit Ratings): Global Credit Ratings, London, 1991.
- Mönke, R.** (Ausfallrisiken): Ausfallrisiken gewerblicher Immobilienfinanzierungen, Diss., Köln 2002.
- Muldavin, S. R.** (New World): The New World of Real Estate Finance, in: Real Estate Finance, Nr. 2/2001, S. 73-79.
- Müller, O.** (Mezzanine Finance): Mezzanine Finance: Neue Perspektiven in der Unternehmensfinanzierung, Diss., Bern/Stuttgart/Wien 2002.
- Müller, H.** (Rating): Funktionen des Rating für Banken, in: Büschgen, H. E./Everling, O. (Hrsg.): Handbuch Rating, Wiesbaden 1996, S. 327-343.
- Munsch, M./Weiß, B.** (Finanzdienstleistung): Rating - Finanzdienstleistung und Entscheidungshilfe, Veröffentlichung des DIHT (Deutscher Industrie und Handelstag), 11/2000.
- Nagel, K./Stadler, J.** (Rating): Rating - Bonität steigern, bessere Kreditkonditionen erreichen, Finanzierung sicherstellen, München 2002.
- Nahlik, W.** (Immobilien-Developments): Finanzierung von Immobilien-Developments, in: Die Bank, Nr. 7/1994, S. 391-394.

- Naisbitt, J.** (Immobilienmarktprognosen): Immobilienmarktprognosen, in: Verband deutscher Hypothekenbanken (Hrsg.): Professionelles Immobilien-Banking, Berlin 2002, S. 75-81.
- Natusch, I.** (Ratingkultur): Ratingkultur für den Mittelstand im Aufbau, in: Finanz Betrieb, 1. Jg., Nr. 12/1999, S. 409-412.
- Nelles, M./Klusemann, M.** (Finanzierungsalternative): Die Bedeutung der Finanzierungsalternative Mezzanine-Capital im Kontext von Basel II für den Mittelstand, in: Finanz Betrieb, 5. Jg., Nr. 1/2003, S. 1-10.
- Nieschlag, R./Dichtl, E./Hörschgen, H.** (Marketing): Marketing, 16., durchges. Aufl., Berlin 1991.
- O'Connor, J. W.** (Investment): Real Estate Builds Up Investment Returns, in: Cashflow, Vol. 7, Nr. 7/1986, S. 43-44.
- Oehler, K.-D.** (Risikomanagement): Risikomanagement hat kläglich versagt, in: Handelszeitung, 06.11.2002, o. S.
- Offerhaus, J.** (Basel II): Rating - Konsequenzen aus Basel II - Ist der Mittelstand „fit“ für Ratings? – Ergebnisse einer Studie von Haarmann Hemmelrath Management Consultants GmbH, 6. Teil, <<http://www.bfinance.de>>, Erscheinungsdatum: 14.02.03, Abrufdatum: 15.02.03, S. 1-2.
- Ori, J. J.** (Real Estate): The future of commercial real estate financing, in: The Real Estate Finance Journal, Summer/1994, S. 79-84.
- O. V.** (SPSS): SPSS für Windows Professional Statistics, Release 11, Chicago 2003.
- O. V.** (Kreditvergabe): Banken sind zurückhaltend bei der Kreditvergabe, in: Handelsblatt, Nr. 298, 24.10.2003, S. 24.
- O. V.** (Pleiten): Pleiten in Deutschland - Der traurige Europameister, <<http://www.spiegel.de/wirtschaft/0,1518,233989,00.html>>, Erscheinungsdatum: 06.02.2003, Abrufdatum: 06.02.2003.
- O. V.** (Fonds): Initiatoren und ihre Fonds - Überblick über Projektentwickler, in:

Fonds Zeitung, Nr. 27-28, 2003, 10.07.2003, S. 4-6.

- O. V.** (Bank): Die deutsche Bank knausert mit Krediten, in: Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung, Nr. 2, 12. 01. 2003, S. 25.
- O. V.** (Banken): Aufseher will Kapitalregeln für kleine Banken anpassen, in: Handelsblatt, Nr. 215, 07.11.2002, S. 26.
- O. V.** (Real Estate Venture Capital): Real Estate Venture Capital, in: Der Langfristige Kredit, 52. Jg., Nr. 12/2001, S. 407.
- O. V.** (Risks): Risks beyond measure, in: The Economist, Nr. 13.12.1997, S. 82-87.
- O. V.** (Overbuilding): Overbuilding is Not Permanent, But Part of a Cycle, in: National Real Estate Investor, Vol. 25, Nr. 7/1983, S. 22-23.
- Otto, P/Schwarz, P/Storbeck, O.** (Bankenkrise): Bankenkrise wird zur Gefahr für die Realwirtschaft, in: Handelsblatt, Nr. 320, 13.03.2003, S. 15.
- Pallasky, T.** (Paradigmenwechsel): Schlimmer kommt's nimmer – (Finanzierungs-) Paradigmenwechsel am Immobilienmarkt – Was ist zu tun?, in: Der Immobilienbrief, Nr. 57/2004, S. 13 f.
- Pape, D.** (Unternehmens-Rating): Unternehmens-Rating für den Mittelstand, in: Finanz Betrieb, 1. Jg., Nr. 9/1999, S. 245-249.
- Parham, L.** (Banks): Banks Scrutinize Developers Before Lending for Projects in: National Real Estate Investor, Vol. 32, Nr. 8/1990, S. 22.
- Paschedag, H.** (Darlehens- und Hypothekenfinanzierung): Darlehens- und Hypothekenfinanzierung, in: Schulte, K.-W. et al. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Banking - Von der traditionellen Immobilien-Finanzierung zum Immobilien-Investmentbanking, Köln 2002, S. 69-88.
- Paul, S.** (Bankenaufsicht): Tendenzen der Bankenaufsicht in Europa, in: Hummel, D./Breuer, R.-E. (Hrsg.): Handbuch Europäischer Kapitalmarkt, S. 135-150.

- Paul, W.** (Finanzmarketing): Rating als Instrument des Finanzmarketing, in: Büschgen, H. E./Everling, O. (Hrsg.): Handbuch Rating, Wiesbaden 1996, S. 373-419.
- Peiser, R. B./Schwanke, D.** (Development): Professional Real Estate Development. The ULI Guide to the Business, Washington D.C. 1992.
- Peiser, R. B.** (Partnership): Partnership Allocations in Real Estate Joint Ventures, in: Real Estate Review, Vol. 59, Nr. 1/1991, S. 7-20.
- Peiser, R. B.** (Changes): Evaluating the Effect of Development Cost Changes, in: Real Estate Review, Vol. 15, Nr. 2/1985, S. 40-42.
- Perridon, L./Steiner, M.** (Finanzwirtschaft): Finanzwirtschaft der Unternehmung, 11., überarb. Aufl., München 2002.
- Phyrr, S./Roulac S./Born, W.** (Cycles): Real Estate Cycles and their Strategic Implications for Investors and Portfolio Managers in the Global Economy, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 18, No. 1/1999, S. 7-68.
- Phyrr, S. A./Cooper, J. R. et al.** (Real Estate Investment): Real Estate Investment - Strategy, Analysis, Decisions, 2. Aufl., New York 1989.
- Picot, A./Dietl, H./Franck, E.** (Organisation): Organisation : Eine ökonomische Perspektive, Stuttgart 1997.
- Pitschke, C./Breidenbach, M.** (Banken): Banken in der Orientierungsphase, in: Immobilien Manager, Nr. 11/2003, S. 21-23.
- Pitschke, C./Ilgner, T.** (Swaps): Swaps - Finanzierung trotz Basel II, in: Immobilien Zeitung, Nr. 19, 18.09.2003, S.14.
- Pitschke, C./Kreuter, M.** (Win-Win-Situation): Mezzanine-Finanzierungen - Win-Win-Situation für Developer und Banken, in: Immobilien Manager, Nr. 7+8/2003, S. 12-14.
- Pitschke, C./Pauser, S.** (Strukturen): Komplexe Strukturen, in: Immobilien Manager, Nr. 5/2003, S. 19-20.

- Plessner, J.** (Entwicklungen): Aktuelle Entwicklungen in der gewerblichen Immobilienfinanzierung, in: Immobilien & Finanzierung, 56. Jg., Nr. 19/2003, S. 668-670.
- Potthoff, Christian** (Banken-Krise): Banken-Krise - Japan ist weit weg - noch, in: Handelsblatt, Nr. 193, 08.10.2002, S. 9.
- Porter, M. E.** (Wettbewerbsstrategie): Wettbewerbsstrategie. Methoden zur Analyse von Branchen und Konkurrenten, 10. Aufl., Frankfurt am Main/New York 1999.
- Rams, A./Remmen, J.** (Unternehmensfinanzierung): Private Equity und Unternehmensfinanzierung - Theoretisches Konzept und empirischer Befund für den deutschen Markt, in: M&A Review, Nr. 2/1999, S. 74-82.
- Rappaport, A.** (Shareholder Value): Shareholder Value. Ein Handbuch für Manager und Investoren, 2. Aufl., Stuttgart 1999.
- Rathmann, C.** (Mezzanine): Die lukrative Nische „Mezzanine“ wird kaum ausgefüllt, in: Börsenzeitung, Nr. 249, 28.12.2002, S. 17.
- Raum, B.** (Kreditrating): Kreditrating in der Immobilienwirtschaft: Teil 7: Risiken erkennen und kategorisieren ist ein Muss, in: Immobilien Zeitung, Nr. 9, 25.04.2002, S. 10.
- Raum, B.** (Unternehmen): Kreditrating in der Immobilienwirtschaft: Teil 3: Ein Unternehmen sollte transparent, aber nicht gläsern sein, in: Immobilien Zeitung, Nr. 5, 28.02.2002, S. 10.
- Reich, H. W.** (Kreditklemme): Das Schlagwort „Kreditklemme“ trifft daneben, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 158, 11.07.2003, S. 22.
- Reich, P.** (Gläserne Partner): Gläserne Partner gesucht, in: Immobilien Manager, Nr. 10/2002, S. 16-18.
- Reichel, R.** (Geldgeber): Projektentwickler suchen neue Geldgeber, in: Handelsblatt, 27.02.2004, S. 36.
- Reiss, K. E.** (Basel II): Was sich für den Mittelstand durch Basel II ändert, in: Börsenzeitung, o. N., 11.01.2003, S. 8.

- Remsperger, H.** (Germany): Germany at the Crossroads, <<http://www.bundesbank.de/presse/download/reden/2002/11/20021126remasperger.pdf>>, Erscheinungsdatum: 26.11.2002, Abrufdatum: 31.01.2003.
- Richter, R./Furubotn, E. G.** (Institutionenökonomik): Neue Institutionenökonomik : eine Einführung und kritische Würdigung, Tübingen 1996.
- Rockenfelt et al.** (Basel II): Deutsche Banken auf dem Weg zu Basel II - Empirische Ergebnisse und strategische Implikationen, München 2002.
- Rohmert, W.** (Real Estate): AIG International Real Estate platziert 107 Mio. Euro bei IPO, in: Der Immobilienbrief, Nr. 23/2002, S. 1-12.
- Ropeter, S.-E.** (Gewerbeimmobilien): Investitionsanalyse für Gewerbeimmobilien, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.), Schriften zur Immobilienökonomie, Band 5, Diss., Köln 1997.
- Roth, M.** (Bankkredit): Der entpolitisierte Bankkredit, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 152, 08.08.2002, S. 11.
- Rottke, N./Holzmann, C.** (Deals): Discounts Deal und (Re-) Development, in: Immobilien Manager, Nr. 12/2003, S. 28-30.
- Rottke, N.** (Finanzierungsform): Alternative Finanzierungsform, in: Immobilien Wirtschaft und Recht, Nr. 9/2003, S. 32-34.
- Rottke, N./Wernecke, M.** (Projektentwicklung): Management im Immobilienzyklus, Teil 14: Antizyklische Projektentwicklung. Schnellboote und Eigenkapitaldinosaurier, in: Immobilien Zeitung, Nr. 26, 20.12.2001, S. 12.
- Rottke, N./Wernecke, M.** (Immobilienfinanzierung): Management im Immobilienzyklus, Teil 11: Immobilienfinanzierung. Alle reden davon, doch keiner tut's: Antizyklisch investieren, in: Immobilien Zeitung, Nr. 23, 08.11.2001, S. 10.



- Rottke, N./Wernecke, M.** (Exogene Einflüsse): Management im Immobilienzyklus, Teil 4: Exogene Einflüsse auf die Immobilienmärkte, in: Immobilien Zeitung, Nr. 16, 02.08.2001, S. 10.
- Rottke, N./Wernecke, M.** (Endogene Mechanismen): Management im Immobilienzyklus, Teil 3: Endogene Mechanismen - Marktmechanismen begünstigen Überreaktionen „nach oben“ und „nach unten“, in: Immobilien Zeitung, Nr. 15, 19.07.2001, S. 9.
- Rösler, P./Pohl, R.** (Kreditgeschäft): Kreditgeschäft, in: Rösler, Peter/Mackenthun, Thomas/Pohl, Rudolf (Hrsg.): Handbuch Kreditgeschäft, 6. Aufl., Wiesbaden 2002.
- Roulac, S. E.** (Capital Access): Capital Access: That was then - This is now, Journal of Real Estate Finance, Jg. 21, Nr. 10/1993, S. 5-7.
- Rudolph, B./Fischer, C.** (Private Equity): Der Markt für Private Equity, in: Finanz Betrieb, 2. Jg., Nr. 2/2000, S. 49-56.
- Rümker, D.** (Anstaltslast): Probleme der Anstaltslast und Gewährträgerhaftung bei öffentlich-rechtlichen Kreditinstituten, in: Festschrift für Ernst C. Stiefel zum 80. Geburtstag, Frankfurt 1987, S. 600-650.
- Sachs, S./Hauser, A.** (Forschung): Das ABC der betriebswirtschaftlichen Forschung : Anleitung zum wissenschaftlichen Arbeiten, Zürich 2002.
- Santen, A.** (Immobilien-Joint-Ventures): Immobilien-Joint-Ventures - Gemeinsam zum Erfolg, in: Westdeutsche Immobilien Bank (Hrsg.): Immobilien-InvestmentBanking: Marktbericht XI, Mainz 2001, S. 83-89.
- Sauter, W.** (Grundlagen): Grundlagen des Bankgeschäftes, 4. Aufl., Frankfurt am Main 1996.
- Schäfer, J./Conzen, G.** (Projektentwicklung): Definition und Abgrenzung der Projektentwicklung, in: Schäfer, J./Conzen, G. (Hrsg.): Praxishandbuch der Immobilien-Projektentwicklung, München 2002, S. 1-5.
- Scherer, A. G.** (Organisation): Kritik der Organisation oder Organisation der Kritik?, in: Kieser, A. (Hrsg.): Organisationstheorien, 4. Aufl., Stuttgart/Berlin/Köln 2001, S. 1-37.

- Scherer, A. G.** (Theoriepluralismus): Zum Theoriepluralismus im Strategischen Management. Das Inkommensurabilitätsproblem und Perspektiven zu seiner Überwindung, in: Kahle, E. (Hrsg.): Betriebswirtschaftslehre und Managementlehre. Selbstverständnis - Herausforderungen - Konsequenzen, Wiesbaden 1997, S. 55-97.
- Scherer, A. G.** (Pluralismus): Pluralismus im Strategischen Management. Der Beitrag der Teilnehmerperspektive zur Lösung von Inkommensurabilitätsproblemen in Forschung und Praxis, Wiesbaden 1995.
- Schieritz, M.** (Rezession): Deutsche Wirtschaft steht vor einer Rezession, in: Financial Times Deutschland, Nr. 29, 11.02.2003, S. 9.
- Schleiter, L.-W.** (Immobilien-Projektentwicklung): Historische, gesellschaftliche und ökonomische Grundlagen der Immobilien-Projektentwicklung, Köln 2000.
- Schmidt, P.** (Mezzanine-Finanzierungen): Mezzanine-Finanzierungen gewinnen an Fahrt, in: vwd: Basel II spezial - Bankenpraxis, Unternehmensfinanzierung, Rating, Nr. 2/2002, S. 9.
- Schmidt, P.** (Prozyklität): Prozyklität: Für Basel II ein Spagat, in: vwd: Basel II spezial - Bankenpraxis, Unternehmensfinanzierung, Rating, Nr. 3, 2003, S. 1-3.
- Schmitz, F./Frick, S.** (Engineering): Instrumentenkasten des Financial Engineering hat einiges zu bieten - Möglichst frühzeitig kritische Faktoren antizipieren – Stellenwert von Mezzanine-Capital hat sich weiter gefestigt, in: Börsenzeitung, Nr. 232, 30.11.2002, S. B2.
- Schmitz-Morkramer, G.** (Gewerbeimmobilien): Beurteilung von Gewerbeimmobilien und Bewertung an ausgewählten Beispielen aus Sicht eines Kreditinstitutes, in: Falk, B. (Hrsg.): Gewerbe-Immobilien, 4. Aufl., Landsberg/Lech 1992, S. 413-447.
- Schniewind, H. J.** (Projektfinanzierung): Projektfinanzierung - ein Instrument auch für mittelständische Firmen?, in: Juncker, K./Priewasser, E. (Hrsg.): Handbuch Firmenkundengeschäft - Technologie, Rating und

Risikosteuerung als Kernkompetenz der Banken, 2., völlig überarb. Aufl., Frankfurt am Main 2002, S. 311-320.

**Schröder, G. A./Hallmann, A. M.** (Investment Banking): Trends im regionalen Investment Banking, in: Juncker, K./Priewasser, E. (Hrsg.): Handbuch Firmenkundengeschäft - Technologie, Rating und Risikosteuerung als Kernkompetenz der Banken, 2., völlig überarb. Aufl., Frankfurt am Main 2002, S. 267-277.

**Schulte, K.-W.** (Corporate Governance): Corporate Governance, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 212, 12.09.2003, S. 41.

**Schulte, K.-W.** (Projektcontrolling): Baubegleitende Rechtsberatung und Projektcontrolling als Bausteine der Immobilienökonomie, in: Brüggmann et al. (Hrsg.): Festschrift für Walter Jagenburg zum 65. Geburtstag, München 2002, S. 801-814.

**Schulte, K.-W.** (Rentabilitätsanalyse): Rentabilitätsanalyse für Immobilienprojekte, in: Schulte, K.-W./Bone-Winkel, S. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Projektentwicklung, 2., akt. und erw. Aufl., Köln 2002, S. 223-254.

**Schulte, K.-W.** (Basel II): Basel II - Zur Sache, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 136, 15.06.2001, S. 53.

**Schulte, K.-W.** (Lehr- und Forschungskonzept): Immobilienökonomie – ein innovatives Lehr- und Forschungskonzept!, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): 10 Jahre **ebis** IMMOBILIENAKADEMIE - Festschrift, Frankfurt am Main 2000, S. 36-47.

**Schulte, K.-W.** (Wirtschaftlichkeitsrechnung): Wirtschaftlichkeitsrechnung, 4. Aufl., Heidelberg/Wien 1986.

**Schulte, K.-W./Allendorf, G./Ropeter, S.-E.** (Immobilieninvestition): Immobilieninvestition, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Immobilienökonomie, Band 1, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 2. Aufl., München/Wien 2000, S. 507-579.

**Schulte, K.-W./Bone-Winkel, S./Rottke, N.** (Grundlagen der Projektentwicklung): Grundlagen der Projektentwicklung aus immobilienwirt-

schaftlicher Sicht, in: Schulte, K.-W./Bone-Winkel, S. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Projektentwicklung, 2., akt. und erw. Aufl., Köln 2002, S. 27-90.

**Schulte, K.-W./Schäfers, W.** (Grundlagen): Grundlagen des Immobilien-Banking, in: Schulte, K.-W. et al. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Banking - Von der traditionellen Immobilien-Finanzierung zum Immobilien-Investmentbanking, Köln 2002, S. 29-40.

**Schulte, K.-W./Schäfers, W.** (Disziplin): Immobilienökonomie als wissenschaftliche Disziplin, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Immobilienökonomie, Band 1, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 2. Aufl., München/Wien 2000, S. 97-115.

**Schulte, K.-W. et al.** (Immobilienökonomie): Betrachtungsgegenstand der Immobilienökonomie, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Immobilienökonomie, Band 1, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 2. Aufl., München/Wien 2000, S. 15-80.

**Schulte, K.-W. et al.** (Immobilienfinanzierung): Immobilienfinanzierung, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Immobilienökonomie, Band 1, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 2. Aufl., München/Wien 2000, S. 451-506.

**Schulte, K.-W./Gerreth, B.** (Mezzanine-Finanzierung): Mezzanine-Finanzierung. Bergisch Gladbach, 1992.

**Schulte-Mattler, H.** (Konsultationspapier): Basel II: Das Dritte Konsultationspapier (CP 3), in: Die Bank, Nr. 6/2003, S. 386-393.

**Schulte-Mattler, H.** (Impact Study): Basel II: Start der Quantitative Impact Study 3, in: Die Bank, Nr. 11/2002, S. 768-773.

**Schulte-Mattler, H./Tysiak, W.** (Basel II): Basel II - Neue IRB-Formel für den Mittelstand, in: Die Bank, Nr.12/2002, S. 836-841.

**Siegert, H.** (Kreditrisikobereich): Informations- (Kreditrisikobereich) Perspektiven auf Grund neuer Mindesteigenkapitalanforderungen im Kreditrisikobereich, in: Juncker, K./Priewasser, E. (Hrsg.): Handbuch Firmenkundengeschäft - Technologie, Rating und Risikosteuerung

als Kernkompetenz der Banken, 2., völlig überarb. Aufl., Frankfurt am Main 2002, S. 557-579.

**Simons, H.** (Kreditfabrik): Diskussion im Bankengewerbe: „Kreditfabrik“ bleibt umstritten, in: vwd basel II spezial - Bankenpraxis, Unternehmensfinanzierung, Rating, 1. Jg., Nr. 3/2002, S. 1.

**Sirmans, C. F.** (Finance): Real Estate Finance, 2<sup>nd</sup> ed., New York et al. 1989.

**Sönnichsen, C.** (Ratingsysteme): Ratingsysteme am Beispiel der Versicherungswirtschaft, in: Büschgen, H. E./Everling, O. (Hrsg.): Handbuch Rating, Wiesbaden 1996, S. 423-453.

**Sorenson, R. C.** (Projects): Why Real Estate Projects Fail, in: The Journal of Commercial Bank Lending, Vol. 72, Nr. 4/1990, S. 4-11.

**Sotelo, R.** (Projektentwickler): Projektentwickler und Investoren - welche Produkte für welche Kunden?, in: Schulte, K.-W./Bone-Winkel, S. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Projektentwicklung, 2., akt. und erw. Aufl., Köln 2002, S. 699-720.

**Speyer, B.** (Kapitalmarktfinanzierung): Verstärkte Kapitalmarktfinanzierung statt klassischem Bankkredit?, in: Juncker, K./Priewasser, E. (Hrsg.): Handbuch Firmenkundengeschäft - Technologie, Rating und Risiko-steuerung als Kernkompetenz der Banken, 2., völlig überarb. Aufl., Frankfurt am Main 2002, S. 197-210.

**Spicka, P.** (Eigenkapitalregelungen): Fortentwicklung internationaler Eigenkapitalregelungen: Die Reform der Baseler Eigenkapitalvereinbarung, in: Eller, R./Gruber, W./Reif, M. (Hrsg.): Handbuch Gesamtbanksteuerung - Integration von Markt-, Kredit- und operationalen Risiken, Stuttgart 2001, S. 721-733.

**Spitzkopf, H. A.** (Finanzierung): Finanzierung von Immobilienprojekten, in: Schulte, K.-W./Bone-Winkel, S. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Projektentwicklung, 2., akt. und erw. Aufl., Köln 2002, S. 257-286.

**Statistisches Bundesamt** (Bruttoinlandsprodukt): Bruttoinlandsprodukt 2003 für Deutschland, <http://www.destatis.de>, Erscheinungsdatum:

16.01.2003, Abrufdatum: 11.03.2003.

- Steiner, C.** (Immobilienfinanzierung): Immobilienfinanzierung in den Ländern der Europäischen Gemeinschaft, Band 100, Frankfurt am Main 1990.
- Steiner, M./Heinke, V. G.** (Finanzierungstheorie): Rating aus Sicht der modernen Finanzierungstheorie, in: Büschgen, H. E./Everling, O. (Hrsg.): Handbuch Rating, Wiesbaden 1996, S. 579-628.
- Stellmann, F.** (Wohn- und Gewerberaummiere): Wohn- und Gewerberaummiere, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Immobilienökonomie, Band 2, Rechtliche Grundlagen, München 2001, S. 173-266.
- Stinner, J.** (Immobilienfinanzierung): Immobilienfinanzierung 2002 - Klassischer Kredit reicht nicht, in: Immobilien & Finanzierung, 53. Jg., Nr. 1-2/2002, S. 18-19.
- Stinner, J.** (Immobilien-Joint-Ventures): Immobilien-Joint-Ventures - ein Bankprodukt, in: Der Langfristige Kredit, 51. Jg., Nr. 5-6/2000, S. 186-189.
- Ströer, C.** (Basel II): Basel II und die Folgen, in: Bankmagazin, Nr. 4/2001, S. 17-19.
- Stur, G.** (Ratings): Externe Ratings für den Mittelstand, in: Juncker, K./Priewasser, E. (Hrsg.): Handbuch Firmenkundengeschäft - Technologie, Rating und Risikosteuerung als Kernkompetenz der Banken, 2., völlig überarb. Aufl., Frankfurt am Main 2002, S. 397-412.
- Süchting, J./Paul, S.** (Bankmanagement): Bankmanagement, 4. Aufl., Stuttgart 1998.
- Sultze, H.-G.** (Zukunftsperspektiven): Zukunftsperspektiven des Ratingmarktes, in: Everling, O. (Hrsg.): Rating - Chance für den Mittelstand nach Basel II, Wiesbaden 2001, S. 29-41.
- Szyperski, N.** (Planungswissenschaft): Planungswissenschaft und Planungspraxis, in: ZfB, 44. Jg., Nr. 10/1974, S. 667-684.
- Tholen, M.** (Mittelstand): Basel II - Was erwartet den Mittelstand?, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 53. Jg., Nr. 10/2000, S. 49-51.

- Thommen, J.-P./Achleitner, A.-K.** (Betriebswirtschaftslehre): Allgemeine Betriebswirtschaftslehre - Umfassende Einführung aus managementorientierter Sicht, 4., vollständig überarb. u. erw. Aufl., Wiesbaden 2001.
- Tytko, D.** (Projektfinanzierungen): Projektfinanzierungen im Immobilien-geschäft, in: Schulte, K.-W. et al. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Banking - Von der traditionellen Immobilien-Finanzierung zum Investment-Banking, Köln 2002, S. 147-174.
- Ulrich, H.** (Anwendungsorientierte Wissenschaft): Anwendungsorientierte Wissenschaft, in: Die Unternehmung, Jg. 36, Nr. 1/1982, S. 1-10.
- Ulrich, H.** (Sozialwissenschaft): Die Betriebswirtschaftslehre als anwendungsorientierte Sozialwissenschaft, in: Geist, M./Köhler, R. (Hrsg.): Die Führung des Betriebes, Bern/Stuttgart 1981, S. 1-25.
- Ulrich, P.** (Managementlehre): Systemsteuerung und Kulturentwicklung. Auf der Suche nach einem ganzheitlichen Paradigma der Managementlehre, in: Die Unternehmung, Jg. 38, Nr. 4/1984, S. 303-325.
- Varnholt, B./Zimmermann, H.** (Level Playing Field“-Diskussion): Eigenkapitalvorschriften für Banken und Wertpapierhäuser: Überlegungen zur „Level Playing Field“-Diskussion, in: Hörter, S./Wagner, A. (Hrsg.): Visionen im Bankmanagement - Zukünftige Anforderungen an die Führung von Banken, München 1997, S. 33-40.
- Verband der Vereine Creditreform** (Insolvenzen): Insolvenzen, Neugründungen und Löschungen, 1. Halbjahr 2003, <[http://www.creditreform.de/angebot/Downloads\\_Analysen/Wirtschaftsanalysen/Insolvenzen.pdf](http://www.creditreform.de/angebot/Downloads_Analysen/Wirtschaftsanalysen/Insolvenzen.pdf)>, Erscheinungsdatum: 26.06.2003, Abrufdatum: 08.12.2003, S. 1-45.
- Verband der Vereine Creditreform** (Europa): Insolvenzen in Europa 2001/2002, <[http://www.creditreform.de/angebot/Downloads\\_Analysen/Wirtschaftsanalysen/Europa1.pdf](http://www.creditreform.de/angebot/Downloads_Analysen/Wirtschaftsanalysen/Europa1.pdf)>, Abrufdatum: 01.06.2001, S. 1-37.

- Verband Deutscher Hypothekenbanken** (Hrsg.) (Kreditgeschäft): Das Kreditgeschäft der Hypothekenbanken, in: VDH Jahresbericht 2002, <http://www.hypverband.de/hypverband/html/smartcms/index.cfm?fuseaction=ShowPages&pageid=36>, Abrufdatum: 15.12.2003, S. 27-43.
- Vogler, J.** (Risikoerkennung): Risikoerkennung, -messung und -steuerung für Immobilieninvestitionen, in: Schulte, K.-W./Bone-Winkel, S./Thomas, M. (Hrsg.) Handbuch Immobilien-Investition, Köln 1998, S. 271-304.
- von Nell, J.** (Projektentwickler): Projektentwickler und Banken - eine nutzenstiftende Symbiose?, in: Der Langfristige Kredit, 50. Jg., Nr. 11/1999, S. 363-364.
- von Ranke, L.** (Basel II): Zwischen Basel II und Börse - die Finanzierung als wichtige Nebenbedingung von Strategieentwicklung und -kommunikation, in: Paul, M. (Hrsg.): So entwickeln Sie Ihre Unternehmensstrategie - Vision, Analyse, Umsetzung, Basel II; Das Praxis- und Arbeitsbuch, Frankfurt am Main/Wien 2002, S. 40-63.
- von Reden, E.** (Rating): Rating für den europäischen Mittelstand, in: Breuer, R.-E./Hummel, D. (Hrsg.): Handbuch Europäischer Kapitalmarkt, Wiesbaden 2001, S. 648-655.
- von Stengel, R./Wiedenmann, M.** (Projektmanagement): Projektmanagement bei der Projektentwicklung - Mit Monte Carlo mehr Rating-Sicherheit, in: Immobilien Zeitung, Nr. 12, 06.06.2002, S. 10.
- von Tippelskirch, A.** (Kreditfinanzierung): Neuere Entwicklungen in der langfristigen Kreditfinanzierung, in: Juncker, K./Priewasser, E. (Hrsg.): Handbuch Firmenkundengeschäft - Technologie, Rating und Risiko-steuerung als Kernkompetenz der Banken, 2., völlig überarb. Aufl., Frankfurt am Main 2002, S. 281-297.
- von Weichs, Caspar Freiherr** (Private Equity): Ein großer Markt für Private Equity, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 102, 03.05.2002, S. 61.
- von Weichs, Caspar Freiherr** (Fonds): Neue Märkte für Fonds, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 136, 15.06.2001, S. 53.



- Völker, A.** (Rating): Das Rating wird entscheiden, wer wieviel für einen Kredit bezahlt, in: Immobilien Zeitung, Nr. 12, 08.06.2001, S. 5.
- Völker, A.** (Unternehmensstrategie): Immobilien werden mobiler - zumindest in der Unternehmensstrategie, in: Immobilien Zeitung, Nr. 13, 21.06.2001, S. 5.
- Vornholz, G./Berhorst, U.** (Perspektiven): Perspektiven der Bauwirtschaft - Suche nach neuen Märkten, in: Immobilien&Finanzierung, 54. Jg., Nr. 4/2003, S. 217-220.
- Wagner, R. C./Mielicki, U.** (Rating): Rating muss bauwirtschaftliche Besonderheiten berücksichtigen, in: Immobilien&Finanzierung, 54. Jg., Nr. 4/2003, S. 221-225.
- Walter, N.** (Basel II): Basel II - Der Mittelstand benötigt neue Modelle, in: Handelsblatt, Nr. 112, 14.06.02, S. 11.
- Wambach, M./Rödl, B.** (Rating): Rating - Finanzierung für den Mittelstand, Frankfurt am Main 2001.
- Wanner, C.** (Geschäftsbereiche): Nur schleppend lagern deutsche Banken Geschäftsbereiche aus - „Kontrollwahn“ kontra betriebswirtschaftliche Vernunft, in: Financial Times Deutschland, Nr. 28, 10.02.2003, S. 18.
- Warnholtz, T. A.** (Mezzanine-Finanzierung): Trends in der Mezzanine-Finanzierung, in: Juncker, K./Priewasser, E. (Hrsg.): Handbuch Firmenkundengeschäft - Technologie, Rating und Risikosteuerung als Kernkompetenz der Banken, 2., völlig überarb. Aufl., Frankfurt am Main 2002, S. 298-309.
- Weber, M.** (Strukturwandel): Bankenmarkt Deutschland: I. Der Strukturwandel, in: Die Bank, Nr. 6/2002, S. 398-404.
- Weber, M.** (Bankenmarkt): Bankenmarkt Deutschland: II - Perspektiven, in: Die Bank, Nr. 7/2002, S. 456-459.
- Weber, M.** (Banken): Die deutschen Banken im europäischen Bankenmarkt, in: Die Bank, Nr. 8/2002, S. 514-519.

- Weikamp, K./Kammermeier, E.** (Prozessoptimierung): Prozessoptimierung in der Projektentwicklung, in: Immobilien Zeitung, Nr. 22, 24.10.2002, S. 20.
- Weis,H.-C./Steinmetz, P.** (Marktforschung): Marktforschung 5., überarb. und erw. Aufl., Ludwigshafen 2002.
- Westerbeck, M.** (Pension): Pension funds, developers break new ground, in: Pension & Investment Age, Vol. 12, Nr. 3/1984, S. 31-32.
- Westrup, L. M.** (Real Estate Investment Banking): Real Estate Investment Banking, in: Verband deutscher Hypothekenbanken (Hrsg.): Professionelles Immobilien-Banking, Berlin 2002, S. 29-40.
- Whipple, R. T.** (Development): Evaluating Development Projects, in: Land Development Studies, Vol. 5, Nr. 2/1988, S. 91-119.
- Wiedenmann, M./Harlfinger, T./Wagner, J.** (Projektrisiken): Projektrisiken - Keine Zahl für die Gefahr, in: Immobilien Manager, Nr. 1+2/2003, S. 20-21.
- Wiedenmann, M.** (Risikoanalyse): Risikoanalyse bei Projektentwicklungsunternehmen - Alle Möglichkeiten durchspielen, in: Immobilien Manager, Nr. 6/2002, S. 18-20.
- Williamson, O. E.** (Institutionen): Die ökonomischen Institutionen des Kapitalismus. Unternehmen, Märkte, Kooperationen, in: Homann, K. (Hrsg.): Die Einheit der Gesellschaftswissenschaften, Band 64, Tübingen 1990.
- Wittmann, Jürgen** (Kreditpolitik): Eine üble Kreditpolitik, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 8, 10.01.2003, S. 43.
- Wöhe, G.** (Betriebswirtschaftslehre): Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 21., überarb. und erw. Aufl., München 2002.
- Zitlmann, R.** (Risk): No Risk, No Fun, in: Immobilien Manager, Nr. 4/2001, S. 32-36.
- Zitlmann, R.** (Immobilienprodukte): Immobilienprodukte in der Krise, in: Die Bank, Nr. 12/2000, S. 836-839.

**Zoller, E./Kiesl, B.** (Structured Finance): Real Estate Structured Finance, in:  
Schulte, K.-W. et al. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Banking : Von der  
traditionellen Immobilien-Finanzierung zum Investment-Banking, Köln  
2002, S. 199-228.

## Interviewverzeichnis

### Interview 1

Name: Hubert Abt, MRICS, CFP  
Anschrift: Rommelsbacher Str. 27  
72760 Reutlingen  
Name des Unternehmens: Ardes AG  
Website: <http://www.ardes.de>  
Position des Interviewpartners: Vorstand  
Tätigkeitsbereich / Expertise in: Private Equity Investments  
Art der Auskunftserteilung: Telefonisches Interview  
Datum der Auskunftserteilung: 21.01.2003

### Interview 2

Name: Dr. Oliver Everling  
Anschrift: Ditmarstrasse 1  
60487 Frankfurt  
Name des Unternehmens: Everling Advisory Services  
Website: <http://www.everling.de>  
Position des Interviewpartners: Geschäftsinhaber  
Tätigkeitsbereich / Expertise in: Credit Ratings / Rating Advisory  
Art der Auskunftserteilung: Telefonisches Interview  
Datum der Auskunftserteilung: 24.09.2003

## Interview 3

Name: Ulrich Höller MRICS  
Anschrift: Nibelungenplatz 3  
60318 Frankfurt  
Name des Unternehmens: Deutsche Immobilien Chancen  
Website: <http://www.dic-ag.de>  
Position des Interviewpartners: Vorstand  
Tätigkeitsbereich / Expertise in: Private Equity Investments  
Art der Auskunftserteilung: Telefonisches Interview  
Datum der Auskunftserteilung: 27.01.2003

## Interview 4

Name: Wolfgang Oepen  
Anschrift: Friedrichsstraße 1a  
55124 Mainz  
Name des Unternehmens: Urban City Consultants  
Website: <http://www.urban-city.de>  
Position des Interviewpartners: Geschäftsinhaber  
Tätigkeitsbereich / Expertise in: Consulting, Marketing  
Art der Auskunftserteilung: Telefonisches Interview  
Datum der Auskunftserteilung: 14.01.2003

## Interview 5

Name: Herr Toni Ilgner  
Anschrift: Kaiserplatz  
60261 Frankfurt am Main  
Name der Unternehmens: Commerzbank AG  
Website: <http://www.commerzbank.de>  
Position des Interviewpartners: Kreditanalyst  
Tätigkeitsbereich / Expertise in: Immobilienfinanzierung  
Art der Auskunftserteilung: Persönliches Interview  
Datum der Auskunftserteilung: 11.06.2003

## Interview 6

Name: Prof. Dr. Stephan Bone-Winkel  
Anschrift: Neue Schönhauser Straße 3-5  
10178 Berlin  
Name des Unternehmens: BEOS Projektentwicklung  
Website: <http://www.beos-projektentwicklung.de>  
Position des Interviewpartners: Geschäftsführer  
Tätigkeitsbereich / Expertise in: Projektentwicklung  
Art der Auskunftserteilung: Persönliches Interview  
Datum der Auskunftserteilung: 01.07.2003

## Interview 7

Name:	Carsten Schröder
Anschrift:	Taunusanlage 10 D-60329 Frankfurt
Name des Unternehmens:	DekaBank
Website:	<a href="http://www.deka.de">http://www.deka.de</a>
Position des Interviewpartners:	Bankdirektor, Bereichsleiter Kredit Support
Tätigkeitsbereich / Expertise in:	Rating, Kreditgeschäft
Art der Auskunftserteilung:	Telefonisches Interview
Datum der Auskunftserteilung:	22.01.2003

## Gesetzesverzeichnis

**Handelsgesetzbuch** (HGB): Handelsgesetzbuch vom 10.05.1897 (RGBl. S. 219) mit allen späteren Änderungen einschließlich der Änderungen durch Art. 5 des Dritten Gesetzes zur Änderung der Gewerbeordnung und sonstiger gewerberechtlicher Vorschriften (BGBl. 2002 Teil I Nr. 62 S.3412) vom 30.08.2002.

**Hypothekendarbankgesetz** (HBG): Hypothekendarbankgesetz vom 10.05.1897 (RGBl. S. 219) mit allen späteren Änderungen einschließlich der Änderungen durch Art. 5 des Dritten Gesetzes zur Änderung der Gewerbeordnung und sonstiger gewerberechtlicher Vorschriften (BGBl. 2002 Teil I Nr. 62 S. 3412) vom 30.08.2002.

**Grundsatz I über die Eigenmittel der Institute:** In der Fassung der Bekanntmachung vom 29. Oktober 1997 (BAnz. Nr. 210 vom 11.11.1997 S. 13555) zuletzt geändert durch die Bekanntmachung vom 20.07.2000 (BAnz. Nr. 160 vom 25.08.2000, s. 17077.)

**Kreditwesengesetz** (KWG): Die vorliegende Fassung wurde auf der Grundlage des Gesetzes über das Kreditwesen laut Bekanntmachung vom 22. Januar 1996 (BGBl. I S. 64), geändert durch Artikel 25 des Gesetzes vom 18. Juni 1997 (BGBl. I S. 1430), erstellt. Eingearbeitet wurde das Sechste Gesetz zur Änderung des Gesetzes über das Kreditwesen (6. KWG-Novelle) gemäß Bekanntmachung vom 28.10.1997 (BGBl. I S. 2518).

**Solvabilitätsrichtlinie** (SolvRL): Richtlinie des Rates der Europäischen Gemeinschaften über einen Solvabilitätskoeffizienten für Kreditinstitute - 89/647/EWG - vom 18.12.1989, Amtsblatt der EG, Nr. L 386/14 vom 30.12.1989.



## Anhang

Anrede

Name

Position

Firma

Straße

PLZ Ort

Oestrich-Winkel, 29. Mai 2003

### **Empirische Studie zur gewerblichen Immobilienfinanzierung: Basel II, Kredit-Risikomanagement, innovative Finanzierungsformen & Securitisation**

Sehr geehrte Damen und Herren,

Kreditinstitute in Deutschland sehen sich momentan mit strukturellen und regulatorischen Änderungen konfrontiert. Die Auswirkungen auf die gewerbliche Immobilienfinanzierung sind derzeit noch nicht absehbar. Vor diesem Hintergrund führt das **ebs** DEPARTMENT OF REAL ESTATE an der EUROPEAN BUSINESS SCHOOL eine Umfrage zu den Themen „Basel II, Kredit-Risikomanagement, innovative Finanzierungsformen & Securitisation“ durch.

Mit dem beiliegenden Fragebogen, der auf unserer ersten Umfrage zu innovativen Immobilien-Finanzierungsinstrumenten aus dem Jahr 2001 basiert, verfolgen wir das Ziel, eine Studie zu den aktuellen Fragestellungen der Immobilienfinanzierer in Deutschland durchzuführen. Es sollen aktuelle Tendenzen, die in der deutschen Immobilienwirtschaft eine hohe Relevanz besitzen, identifiziert und analysiert werden.

Auf Basis der oben angeführten ersten Umfrage wird zudem eine vergleichende Analyse der Entwicklung dieser innovativen Immobilien-Finanzierungsinstrumente durchgeführt. Diese Umfrage soll in Zukunft ein fester Bestandteil der Forschungsaktivitäten des **ebs** DEPARTMENT OF REAL ESTATE, insbesondere des Stiftungslehrstuhls Immobilienökonomie werden. Damit dieses

Vorhaben gut gelingt, würde ich mich über Ihre Teilnahme an diesem wichtigen und aktuellen immobilienökonomischen Forschungsprojekt sehr freuen.

Bitte senden Sie hierzu den ausgefüllten Fragebogen, dessen Beantwortung ca. fünfzehn bis zwanzig Minuten in Anspruch nehmen wird, bis zum 30. Juni 2003 an die auf dem Fragebogen aufgedruckte Adresse zurück. Ein Rückumschlag liegt bei.

Die Auswertung der Daten wird anonymisiert. Um den Namen Ihres Instituts wird lediglich zur Nachvollziehung des Rücklaufes gebeten. Hierdurch sind wir natürlich auch in der Lage, Ihnen die Ergebnisse der Studie unaufgefordert zukommen zu lassen.

Für Fragen und Anmerkungen stehen Ihnen selbstverständlich gerne meine wissenschaftlichen Mitarbeiter, Herr Dipl.-Kfm. Marc Breidenbach und Herr Dipl.-Kfm. Christoph Pitschke, unter der Telefonnummer: 06723 / 69 118, oder per E-mail unter [marc.breidenbach@ebs.de](mailto:marc.breidenbach@ebs.de) und [christoph.pitschke@ebs.de](mailto:christoph.pitschke@ebs.de) zur Verfügung.

Ich möchte mich im Voraus bei Ihnen sehr herzlich für Ihre Mithilfe bedanken und verbleibe mit freundlichen Grüßen

**Prof. Dr. Karl-Werner Schulte HonRICS**

EUROPEAN BUSINESS SCHOOL

Lehrstuhl für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre,  
insbesondere Immobilienökonomie  
(Stiftungslehrstuhl)

## Herzlichen Dank für Ihre Bereitschaft, an dieser Umfrage teilzunehmen.

Wir haben uns bemüht, die Fragen so einfach und prägnant wie möglich zu gestalten. Wir bitten Sie, alle Fragen zu beantworten. Sollten Sie eine Frage nicht beantworten können, überspringen Sie diese bitte und fahren mit der nächsten fort. Zur Unterstützung bei der Beantwortung finden Sie auf den Seiten 7 und 8 ein **Glossar**, das die wichtigsten Begriffe und Definitionen erläutert.

Die Fragebögen wurden zeitgleich an ca. 200 Kreditinstitute versendet. Die Namen und Adressen wurden aus öffentlich zugänglichen Quellen zusammengetragen. Sämtliche Antworten und Angaben werden ausschließlich anonym

ausgewertet und in aggregierter Form veröffentlicht. Rückschlüsse sind weder auf ausführende Personen noch auf die dahinter stehenden Unternehmen möglich.

Um jedoch den Rücklauf nachvollziehen zu können, bitten wir Sie um die **Angabe des Namens und der Adresse Ihres Institutes**. Bei Angabe dieser Daten werden wir Ihnen die Ergebnisse dieser empirischen Erhebung unaufgefordert zur Verfügung stellen.

Zur Rücksendung des ausgefüllten Fragebogens nutzen Sie bitte den beiliegenden Rückumschlag mit Adressfenster.

Vom **ebs** Department of Real Estate stehen Ihnen für Rückfragen Herr Dipl.-Kfm. Marc Breidenbach (0 67 23 / 69-118) und Herr Dipl.-Kfm. Christoph Pitschke (0 67 23 / 88 57 62) gerne zur Verfügung.

Vielen Dank für Ihre Zeit und Ihr Engagement.

### Angaben zu Ihrem Institut

(Wichtig für die Zusendung der Ergebnisse der Studie)

Name Ihres Instituts:

z. Hd.:

1. Welcher Art von Kreditinstitut gehören Sie an?  
(Mehrfachantworten möglich)

- |   |  |
|---|--|
| <input type="checkbox"/> Genossenschaftsbank                    | <input type="checkbox"/> Landesbank      |
| <input type="checkbox"/> Hypothekenbank / Immobilienfinanzierer | <input type="checkbox"/> Privatbank      |
| <input type="checkbox"/> Investmentbank                         | <input type="checkbox"/> Sparkasse       |
| <input type="checkbox"/> Kreditbank                             | <input type="checkbox"/> Sonderinstitute |
| <input type="checkbox"/> Sonstige, welche?:                     |  |

2. Sind Sie im Bereich der gewerblichen Immobilienfinanzierung tätig?

- ☐ wenig   ☐ teilweise   ☐ stark   ☐ ausschließlich   ☐ geplant

3. Wie viele Mitarbeiter sind in Ihrem Unternehmen mit dem Bereich der gewerblichen Immobilienfinanzierung beschäftigt?  
(eventuell in volle Kräfte umrechnen)

- ☐ 1–5   ☐ 6–10   ☐ 11–20   ☐ 21–50   ☐ 51–100   ☐ mehr als 100

4. Wie groß ist die Bilanzsumme Ihres Instituts?

Mio €

5. Wie groß ist das Kreditvolumen Ihres Instituts?

Mio €

6. Wie viel Prozent des Kreditvolumens fällt auf die gewerbliche Immobilienfinanzierung?

%

7. Wie hat sich Ihre Risikovorsorge im Bereich der gewerblichen Immobilienfinanzierung im Vergleich zum Vorjahr entwickelt?

- ☐ stark gesunken   ☐ gesunken   ☐ konstant   ☐ gestiegen   ☐ stark gestiegen

8. Welche Erwartung haben Sie an die Entwicklung der Risikovorsorge für dieses Jahr?

- ☐ weniger Risikovorsorge   ☐ konstant   ☐ mehr Risikovorsorge

9. Welche Erwartung haben Sie an das Neugeschäft in *diesem* Jahr im Vergleich zum vergangenen Jahr?

- ☐ weniger Neugeschäft   ☐ konstant   ☐ mehr Neugeschäft

10. Welche Erwartung haben Sie an das Neugeschäft im *kommenden* Jahr im Vergleich zu diesem Jahr?

- ☐ weniger Neugeschäft   ☐ konstant   ☐ mehr Neugeschäft

## I. Themenbereich: Basel II

Im Rahmen der Überarbeitung der geltenden Baseler Eigenkapitalvereinbarung (Basel I) hat der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht im Mai 2003 das sog. Dritte Konsultationspapier veröffentlicht, welches als Diskussionsgrundlage für die Neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung (Basel II) dient. Mit der Revidierung von Basel I soll die aufsichtsrechtliche Eigenkapitalausstattung der Banken stärker an den tatsächlichen Risiken des Bankgeschäfts orientiert werden, um somit die Stabilität des Bankensystems zu stärken. Die bisher pauschale Bewertung von Kreditrisiken soll einer risiko-adäquaten Bewertung gemäß der Bonität der Kreditnehmer weichen. Dazu sollen Kreditinstitute künftig auf Ratings zurückgreifen, wobei ihnen zur Wahl gestellt wird, Agentur-Ratings (Standardansatz) zu verwenden oder bankinterne Ratings (Interner Ratingansatz) durchzuführen (siehe Glossar, Seite 7).

1. Wie weit ist der Entwicklungsstand Ihres Instituts bei der Umsetzung der im Baseler Akkord vorgegebenen Ratingverfahren?
 

<input type="checkbox"/> nicht angefangen (0%)	<input type="checkbox"/> angefangen (25%)	<input type="checkbox"/> zur Hälfte fertig (50%)
<input type="checkbox"/> fast fertig (75%)	<input type="checkbox"/> fertig (100%)	
2. Für welchen Ratingansatz zur Bestimmung des zu unterlegenden Eigenkapitals wird sich Ihr Institut wahrscheinlich entscheiden bzw. hat sich entschieden?
 

<input type="checkbox"/> Standardansatz
<input type="checkbox"/> Interner Ratingansatz (Basisansatz)
<input type="checkbox"/> Interner Ratingansatz (Basisansatz) mit der Zielsetzung, den fortgeschrittenen Internen Ratingansatz zu verwenden.
<input type="checkbox"/> Interner Ratingansatz (Fortgeschrittener Ansatz)
3. Befürworten Sie Basel II als Reform der geltenden Eigenkapitalvereinbarung, die eine risikoorientierte Eigenkapitalunterlegung von Krediten in Abhängigkeit von der Bonität der Schuldner zum Ziel hat?
 

<input type="checkbox"/> voll und ganz	<input type="checkbox"/> eher ja	<input type="checkbox"/> teilweise	<input type="checkbox"/> eher nein	<input type="checkbox"/> eher nicht
--	----------------------------------	------------------------------------	------------------------------------	-------------------------------------
4. Erwarten Sie, durch die Implementierung der im Baseler Akkord vorgegebenen Ratingansätze Kreditrisiken besser bewerten zu können?
 

<input type="checkbox"/> voll und ganz	<input type="checkbox"/> eher ja	<input type="checkbox"/> teilweise	<input type="checkbox"/> eher nein	<input type="checkbox"/> gar nicht
--	----------------------------------	------------------------------------	------------------------------------	------------------------------------
5. Die Risikobestandteile der Zinsmarge im Kreditgeschäft werden in Folge von Basel II eher
 

<input type="checkbox"/> a) steigen	<input type="checkbox"/> b) gleich bleiben	<input type="checkbox"/> c) sinken
-------------------------------------	--	------------------------------------
6. Wenn 5a): Erwarten Sie, dass dann höhere Zinsmargen durchsetzbar sind?
 

<input type="checkbox"/> voll und ganz	<input type="checkbox"/> eher ja	<input type="checkbox"/> teilweise	<input type="checkbox"/> eher nein	<input type="checkbox"/> eher nicht
--	----------------------------------	------------------------------------	------------------------------------	-------------------------------------
7. Ist Ihr Institut bereit, zur Erzielung einer höheren Marge ein höheres Risiko einzugehen?
 

<input type="checkbox"/> grundsätzlich ja	<input type="checkbox"/> eher ja	<input type="checkbox"/> teilweise	<input type="checkbox"/> eher nein	<input type="checkbox"/> eher nicht
---	----------------------------------	------------------------------------	------------------------------------	-------------------------------------
8. Finanzieren Sie zur Zeit grundsätzlich Immobilien-Projektentwicklungen?
 

<input type="checkbox"/> bei einem Vorvermietungsstand von mehr als 25%
<input type="checkbox"/> bei einem Vorvermietungsstand von mehr als 50 %
<input type="checkbox"/> bei einem Vorvermietungsstand von mehr als 75 %
<input type="checkbox"/> nein
9. Vermuten Sie, dass sich durch die Systematik von Basel II ein pro-zyklisches Kreditvergabeverhalten verstärken wird?
 

<input type="checkbox"/> ja	<input type="checkbox"/> eher ja	<input type="checkbox"/> teilweise	<input type="checkbox"/> eher nein	<input type="checkbox"/> gar nicht
-----------------------------	----------------------------------	------------------------------------	------------------------------------	------------------------------------
10. Hat Basel II bereits jetzt unabhängig von den aktuellen Marktverhältnissen Auswirkungen auf Ihr Kreditvergabeverhalten?
 

<input type="checkbox"/> Die Kreditvergabe ist viel restriktiver geworden.
<input type="checkbox"/> Die Kreditvergabe ist restriktiver geworden.
<input type="checkbox"/> Die Kreditvergabe hat sich nicht verändert.
<input type="checkbox"/> Die Kreditvergabe ist weniger restriktiv geworden.

## II. Themenbereich: Kredit-Risikomanagement

Der Baseler Ausschuss fordert von den Kreditinstituten den Einsatz eines zuverlässigen Risikomanagementsystems, das in ein funktionierendes bankinternes Risikomanagement integriert sein soll.

**1. Inwieweit ist Ihr Institut mit dem Aufbau bzw. Ausbau eines Risikomanagementsystems zur systematischen Erfassung des Risikos auf Kreditportfolioebene beschäftigt?**

- ☐ Wir beschäftigen uns nicht mit dem Thema.  
☐ Wir sind in der Diskussionsphase.  
☐ Wir sind in der Planungsphase.  
☐ Wir sind mit dem Aufbau befasst.  
☐ Es ist bereits umgesetzt worden.

**2. Inwieweit schalten Sie insbesondere bei der Kreditvergabe an Immobilien-Projektentwickler und Bauträger externe Controller zur Risikoüberwachung nach Projektstart ein? (Mehrfachantworten möglich)**

- ☐ Wir setzen stets externe Controller ein.  
☐ Wir setzen teilweise externe Controller ein.  
☐ Wir setzen keine externen Controller ein.  
☐ Wir werden externe Controller künftig verstärkt einbinden.

**3. In welchem Ausmaß stellen Sie künftig Anforderungen an Ihre Kreditnehmer?**

	immer (100%)	oft (75%)	teilweise (50%)	gelegentlich (25%)	nie (0%)
Einsatz von mehr Eigenkapital	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Verstärkter Einsatz von Sicherheiten	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Erhöhte Transparenz und ausführliche Berichterstattung des Kreditnehmers	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Beauftragung eines externen bzw. Agentur-Ratings	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Pro-aktive Offenlegung von Risiken	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Verteilung von Risiken auf Drittunternehmen*	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Darlegung von Referenzprojekten	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Vorvermietungsstand mind. 50%	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Sonstige, welche?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

\*z. B. Vermarktungsagenturen bzw. Maklerhäuser

## III. Themenbereich: Innovative Finanzierungsformen

Eine mögliche Veränderung der klassischen Immobilienfinanzierung durch Basel II führt zu der Frage nach der Verwendung innovativer Finanzierungsinstrumente durch (deutsche) Kreditinstitute.

**1. Wie geläufig sind Ihnen die folgenden innovativen Finanzierungsinstrumente? (siehe Glossar, Seite 7/8)**

	sehr bekannt	bekannt	teilweise bekannt	wenig bekannt	unbekannt
Private Equity Finanzierung bzw. Beteiligungsfinanzierung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Mezzanine-Finanzierung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Joint-Venture-Finanzierung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Participating Mortgages	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Convertible Mortgages	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

**2. Wie schätzen Sie die Verbreitung der folgenden Finanzierungsinstrumente im Bankensektor in Deutschland ein? (siehe Glossar, Seite 7/8)**

	weit verbreitet	mäßig verbreitet	wenig verbreitet	nicht verbreitet	keine Angabe
Private Equity Finanzierung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Mezzanine-Finanzierung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Joint-Venture-Finanzierung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Participating Mortgages	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Convertible Mortgages	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Klassische Immobilienfinanzierung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

**3. Welche innovativen Finanzierungsinstrumente bieten Sie Ihren Kunden an? (Mehrfachnennungen möglich)**

- ☐ Keine, d.h. nur traditionelle Immobilienfinanzierung  
☐ Mezzanine-Finanzierung  
☐ Private Equity bzw. Beteiligungsfinanzierung  
☐ Joint Venture Finanzierung  
☐ Participating Mortgages  
☐ Convertible Mortgages

**4. Ab welchem Gesamtkreditvolumen bieten Sie innovative Finanzierungsinstrumente an?**

- ☐ < 1 Mio. €    ☐ 1 Mio. €    ☐ 5 Mio. €    ☐ 10 Mio. €  
☐ 50 Mio. €    ☐ 100 Mio. €    ☐ 200 Mio. €    ☐ 500 Mio. €  
☐ > 500 Mio. €

**5. Wie hoch ist das Interesse Ihrer Kunden an den folgenden Finanzierungsinstrumenten?**

	hohes Interesse	mäßiges Interesse	geringes Interesse	kein Interesse
Mezzanine-Finanzierung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Private Equity	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Joint-Venture-Finanzierung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Participating Mortgages	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Convertible Mortgages	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Klassische Immobilienfinanzierung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

**6. Wie hat sich Ihrer Meinung nach die Nachfrage auf dem Gesamtmarkt nach folgenden Instrumenten in den letzten drei Jahren entwickelt?**

Die Nachfrage ist	deutlich gestiegen	leicht gestiegen	konstant geblieben	leicht gesunken	deutlich gesunken	keine Angabe
Mezzanine-Finanzierung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Private Equity	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Joint Venture-Finanzierung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Participating Mortgages	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Convertible Mortgages	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Klassische Finanzierung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

**7. Wie schätzen Sie die zukünftige Entwicklung der Nachfrage auf dem Gesamtmarkt nach folgenden Instrumenten in den nächsten drei Jahren ein?**

Die Nachfrage wird	deutlich steigen	leicht steigen	konstant bleiben	leicht sinken	deutlich sinken	keine Angabe
Mezzanine-Finanzierung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Private Equity	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Joint Venture-Finanzierung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Participating Mortgages	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Convertible Mortgages	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Klassische Finanzierung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

**8. Welche der folgenden Instrumente werden in Ihrem Hause am meisten verwendet?**

(Bitte geben Sie für die folgenden Finanzierungsformen die Häufigkeiten durch die Rangfolge an, wobei 1 = höchste Häufigkeit und 6 = geringste Häufigkeit kennzeichnet.)

Mezzanine Kapital	
Private Equity bzw. Beteiligungsfinanzierung	
Joint Ventures	
Participating Mortgages	
Convertible Mortgages	
Klassische Finanzierung	
Sonstige, welche?	

**9. Welche Vergütungsformen zusätzlich zur klassischen Festverzinsung verwenden Sie in Kreditverträgen mit innovativen Finanzierungsinstrumenten? (Mehrfachnennungen möglich)**

- ☐ Kostenerstattung für Finanzierungsprüfung (Rating/Beleihungswertermittlung)  
☐ Anteil am Gewinn des Projektes  
☐ Anteil am Cash Flow des Projektes  
☐ Höhere laufende Marge für Teile der Finanzierung  
☐ Option auf Eigenkapitalbeteiligung bei Erreichen bestimmter Rentabilitätsziele  
☐ Erhalt einer Eigenkapitalbeteiligung ohne Bedingungen  
☐ Höhere commitment fee (zu Beginn der Laufzeit)  
☐ Risikoprämien bei Nicht-Erreichen von Meilensteinen  
☐ Sonstige, welche?

---

10. Ist Ihr Institut bereit, eine Immobilien-Projektentwicklung mit einer nachrangigen Kredittranche zu finanzieren, ohne an der erstrangigen Kreditvergabe beteiligt zu sein?

☐ auf jeden Fall    ☐ eher ja    ☐ eher nicht    ☐ auf keinen Fall

11. Ist Ihr Institut bereit, eine Immobilien-Projektentwicklung zu finanzieren, in deren Gesamtkonzept anteilig Private Equity bzw. Beteiligungskapital zusätzlich zu Ihrer erstrangigen Kreditvergabe enthalten ist?

☐ auf jeden Fall    ☐ eher ja    ☐ eher nicht    ☐ auf keinen Fall

12. Ist Ihr Institut bereit, ggf. über eine Tochtergesellschaft, eine Immobilien-Projektentwicklung mit Private Equity bzw. Beteiligungskapital auszustatten, ohne an der erstrangigen Kredittranche beteiligt zu sein?

☐ auf jeden Fall    ☐ eher ja    ☐ eher nicht    ☐ auf keinen Fall