

Marcel Crommen

## **Finanzierung von Unternehmensimmobilien**

### **Eine Shareholder Value-orientierte Analyse**

## INHALTSVERZEICHNIS

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

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

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

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

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

4.3.3.2.2	Kreditsubstitute	173
4.3.3.2.3	Sonstige wertbeeinflussende Faktoren	174
4.3.3.3	Marktwert des Eigenkapitals	175
4.4	Zusammenfassende Würdigung des Modells	175
<b>5</b>	<b>Shareholder Value-orientierte Analyse traditioneller Finanzierungsinstrumente</b>	<b>179</b>
5.1	Grundsätzliche Alternativen im Rahmen der Finanzierung betrieblicher Immobilien	179
5.1.1	Die Bedeutung von Innen- und Außenfinanzierung	179
5.1.2	Die Bedeutung von Eigen- und Fremdfinanzierung	182
5.2	Analyse traditioneller immobilienpezifischer Finanzierungsinstrumente	184
5.2.1	Voraussetzungen für die Finanzierbarkeit mit immobilienpezifischen Instrumenten	184
5.2.2	Hypothekarkredit als Ausgangspunkt	185
5.2.2.1	Das Pfandbriefsystem als Grundlage des Hypothekarkredits	185
5.2.2.2	Finanzierungsstruktur	191
5.2.2.3	Wesentliche Konstruktionsmerkmale	192
5.2.2.4	Auswirkungen auf den Marktwert des Eigenkapitals	197
5.2.2.4.1	Quantitative Aspekte	197
5.2.2.4.2	Qualitative Aspekte	201
5.2.2.5	Marktwertsteigerung durch Bildung von Sicherheitenpools	203
5.2.3	Immobilienleasing und leasingähnliche Modelle als Alternativen zum Hypothekarkredit	206
5.2.3.1	Klassisches Immobilienleasing	207
5.2.3.1.1	Finanzierungsstruktur	207
5.2.3.1.2	Wesentliche Konstruktionsmerkmale	210
5.2.3.1.2.1	Vertragsmodelle	210
5.2.3.1.2.2	Zahlungsstrukturen	214

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



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









