

Markus Hens

**Marktwertorientiertes Management
von Unternehmensimmobilien**

HLuHB Darmstadt



15362162

Inhaltsverzeichnis

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

Inhaltsverzeichnis

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

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

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

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

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

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