

ULF LASSEN

Immobilienfinanzierung und -investition

Eine Einführung in
Praxis und Theorie



ESV ERICH
SCHMIDT
VERLAG

100 Jahre

ESV ERICH
SCHMIDT
VERLAG

100 Jahre

Immobilienfinanzierung und -investition

Eine Einführung in Praxis und Theorie

Von

Prof. Dr. Ulf Lassen

ERICH SCHMIDT VERLAG

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <https://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Weitere Informationen zu diesem Titel finden Sie im Internet unter

<https://ESV.info/978-3-503-21267-5>

ISBN 978-3-503-21267-5 (gedrucktes Werk)

ISBN 978-3-503-21266-8 (eBook)

Alle Rechte vorbehalten

© Erich Schmidt Verlag GmbH & Co. KG, Berlin 2024

www.ESV.info

Satz: Arnold & Domnick, Leipzig

Druck: docupoint, Barleben

Inhaltsüberblick

Vorwort und Bedienungsanleitung	13
Abbildungsverzeichnis	17
Tabellenverzeichnis	21
1. Fundamente und Finanzierungsbeziehungen	23
1.1 Fundamente: Begriffe Investition und Finanzierung 1.2 Eigenkapital und Fremdkapital 1.3 Zinsen und Zinsbegriff 1.4 Rating und Scoring 1.5 Bonitätsanalyse 1.6 Kreditwirtschaft und Regulierung 1.7 Kreditinstitute und Einlagensicherung 1.8 Zahlungsverkehr und Geldwäsche-Prävention	
2. Immobilienfinanzierung	133
2.1 Immobilienkredite: Laufzeit, Zinsbindung und Tilgungsformen 2.2 Private Immobilienfinanzierung 2.3 Projektfinanzierung und Unternehmensfinanzierung 2.4 Kapitaldienstfähigkeit und Strukturierte Rangklassenfinanzierung 2.5 Leverage Ratio, Gearing und Hebelstrategien 2.6 Methoden der Werttreiberanalyse 2.7 Finanzierung in Fremdwährung 2.8 Portfolio-Finanzierung 2.9 Außerbilanzielle Finanzierung	
3. Immobilieninvestition	254
3.1 Investition: Fundamente 3.2 Investitionen und Entscheidungstheorie 3.3 Immobilieninvestitionen: Direkt und indirekt 3.4 Kapitalwert einer Immobilieninvestition 3.5 Immobilienwert: Beleihungswert und Marktwert 3.6 Interner Zins 3.7 Zinsberechnungen 3.8 Fallstudien mit Kommentierungen	
4. Produkte und Instrumente	354
4.1 Immobilienaktien, Börsen und Aktienbewertung 4.2 Wertpapierkredite und Finanzierung durch Anleihen 4.3 Asset-Backed-Securities (ABS) 4.4 Real Estate NPL-Investments 4.5 Fondsprodukte und Immobilienfonds 4.6 Buchkredite 4.7 Immobilienbezug innovativer Instrumente 4.8 Reverse-Mortgage	
Literaturverzeichnis	450
Stichwortverzeichnis	454

Inhaltsverzeichnis

Vorwort und Bedienungsanleitung	13
Abbildungsverzeichnis	17
Tabellenverzeichnis	21
1. Fundamente und Finanzierungsbeziehungen	23
1.1 Fundamente: Begriffe Investition und Finanzierung.	23
1.2 Eigenkapital und Fremdkapital.	25
1.2.1 Unterscheidungskriterien und Gestaltungsmöglichkeiten	25
1.2.2 Rechtsformen und Finanzierungsspielraum.	27
1.2.3 Private Equity und Real Estate Private Equity	30
1.2.4 Mezzanine-Instrumente.	34
1.2.4.1 Gestaltungsformen und Quellen.	34
1.2.4.2 Mezzanine-Kapital: Praktische Anwendung	39
1.2.4.3 Stille Beteiligungen.	39
1.2.4.4 Nachrangdarlehen	43
1.2.4.5 Genussrechte	45
1.2.4.6 Wandelanleihen	47
1.3 Zinsen und Zinsbegriff.	48
1.3.1 Zinsbegriff und Differenzierungskriterien.	49
1.3.2 Geldmarktzinsen	50
1.3.3 Leitzinsen der Europäischen Zentralbank (EZB)	52
1.3.4 Risk-Free-Asset und Ex-ante- bzw. Ex-post-Perspektive	54
1.3.5 Zinsentwicklung und Zinsniveau	56
1.3.6 Zinsstrukturdaten Deutschland: Zinsstrukturkurve und Zinsniveau	59
1.3.7 Zins-Spreads	61
1.3.8 Fallstudie: Zinsen, Zinsstrukturkurven, Risk-Spread, Laufzeit-Spread	64
1.3.9 Fallstudie: Referenzzins, Bankenmarge, Kundensatz und Zinsbelastung	65

1.4	Rating und Scoring.....	66
1.4.1	Rating-Begriff und Rating-Prozess.....	66
1.4.2	Länder-Rating und Länderrisiko (Country-Risk).....	72
1.4.3	Rating-Fallstudie.....	74
1.4.4	Privatkunden-Scoring.....	75
1.5	Bonitätsanalyse.....	78
1.5.1	Insolvenzen in Deutschland.....	79
1.5.2	Bonitätsanalyse und Kennzahlen.....	80
1.5.3	Operativer und freier Cashflow.....	88
1.5.4	ROI: Return on Investment.....	91
1.6	Kreditwirtschaft und Regulierung.....	94
1.6.1	Finanzierung über Kreditinstitute und Transformationsleistungen.....	94
1.6.2	Kreditwesengesetz, Bankenaufsicht und Basel-Regime.....	97
1.6.2.1	KWG – Kreditwesengesetz.....	98
1.6.2.2	Basel-Regime.....	101
1.6.2.3	Basel III: Spezialregelungen für Immobilienkredite ..	106
1.6.2.4	Basel-III-Regelungskreise: Output-Floor, Leverage und Liquidität.....	107
1.7	Kreditinstitute und Einlagensicherung.....	109
1.7.1	Drei-Säulen-Modell der Deutschen Kreditwirtschaft.....	109
1.7.2	Strukturentwicklungen innerhalb der Kreditwirtschaft.....	116
1.7.3	Einlagensicherung und Sparerschutz.....	118
1.8	Zahlungsverkehr und Geldwäsche-Prävention.....	123
1.8.1	Zahlungsverkehr und Kartenzahlungen.....	124
1.8.2	Geldwäscheprävention.....	128
2.	Immobilienfinanzierung.....	133
2.1	Immobilienkredite: Laufzeit, Zinsbindung und Tilgungsformen	133
2.1.1	Fundament: Leistungsrate und Zinsvereinbarung.....	133
2.1.2	Annuitäten und Tilgungsrechnung.....	135
2.1.3	Fallstudie: Tilgungsverläufe beim Volltilgerkredit.....	141
2.1.4	Annuitätische Tilgung: Tilgungsplan, Tilgungsdauer und Annuitätenformel.....	145

2.2	Private Immobilienfinanzierung	150
2.2.1	Konditionentableau und vertragliche Regelungen	151
2.2.2	Bausparen	154
2.2.3	Private Immobilienfinanzierung: Struktur der Gesamtfinanzierung	158
2.2.4	WIKR – Wohnimmobilien-Kredit-Richtlinie	160
2.2.5	Fallbeispiele	162
2.2.5.1	Immobilienwerb und Finanzierungsspielraum	162
2.2.5.2	Private Immobilienfinanzierung, WIKR und Regulierung	163
2.2.6	Vorfälligkeitsentschädigung und Nichtabnahmeentschädigung	164
2.2.7	Fallstudie zur VFE: Anwendung und Berechnung.....	165
2.3	Projektfinanzierung und Unternehmensfinanzierung	169
2.3.1	Projektfinanzierung: Cashflow related lending	170
2.3.2	Konsortialgeschäft und Syndizierung.....	173
2.3.2.1	Konsortialkredit und Kreditkonsortium	173
2.3.2.2	Kreditsyndizierung.....	175
2.3.3	Term Sheet: Basis kreditvertraglicher Vereinbarungen	175
2.3.4	Beschlussfassung und Funktionstrennung	180
2.3.5	Covenants und Auszahlungsvoraussetzungen.....	181
2.3.5.1	Financial und Non Financial Covenants	181
2.3.5.2	Loan to Value	185
2.3.5.3	Eigenkapital: Bereitstellung und Freisetzung.....	188
2.3.6	Bau- und Bauträger-Finanzierung	189
2.3.6.1	Baufinanzierung, Zwischen- und Endfinanzierung ..	190
2.3.6.2	Risiken der Bau- und Bauträger-Finanzierung	191
2.4	Kapitaldienstfähigkeit und Strukturierte Rangklassenfinanzierung ..	192
2.4.1	Mietbegriffe.....	193
2.4.2	Kapitaldienstfähigkeit: NOI, ICR, DSCR	195
2.4.2.1	Liquides Ergebnis, Vermögensmehrung und Kapital- dienstfähigkeit	196
2.4.2.2	Kritische Werte: Annuität, Zins, Tilgung	199
2.4.2.3	Strukturierte Rangklassenfinanzierung: Zeitpunkt Betrachtung initial (to/t1)	201
2.4.2.4	Strukturierte Rangklassenfinanzierung: Zeitraum Betrachtung dynamisch (tn)	204
2.4.3	Whole-Loan und Kreditversorgung aus einer Hand	212

2.5	Leverage Ratio, Gearing und Hebel-Strategien	215
2.5.1	Leverage-Strukturierung	215
2.5.2	Fallstudie zum Leverage	216
2.5.3	Eigenkapital und Grenzen der Leverage-Finanzierung	220
2.6	Methoden der Werttreiberanalyse	222
2.6.1	Sensitivitätsanalysen: Parameter-Variation und Szenario-Simulation	222
2.6.2	Stresstest und inverser Stresstest	224
2.6.3	WALT – Weighted Average Lease Time	225
2.6.4	Werttreiber-Analyse	226
2.6.5	Konzept „kritischer Werte“ in der Immobilienwirtschaft	231
2.7	Finanzierung in Fremdwährung	238
2.7.1	Vorbemerkung zu Risikogehalt und Fallstudien	238
2.7.2	Fallstudie: Fondsobjekt, Fremdwährung und Wahrungsparitaten	239
2.7.3	Fallstudie: Inlandisch belegene Immobilie, Fremdwahrungsfinanzierung	242
2.8	Portfolio-Finanzierung	243
2.8.1	Portfoliostrategien und praktische Vorgehensweise	243
2.8.2	Fallstudie: Portfolio-Finanzierung und -Investition	246
2.9	Außerbilanzielle Finanzierung	250
2.9.1	Immobilien-Leasing	250
2.9.2	Factoring und Forfaitierung	251
3.	Immobilieninvestition	254
3.1	Investition: Fundamente	254
3.1.1	Investition: Begriff und Merkmale	254
3.1.2	Investitionsziele und Konflikte	255
3.1.3	Investition: Kalkulationszins und Vorteilhaftigkeit	256
3.1.4	Investition: Planungshorizont	258
3.1.5	Begriff „Risiko“	260
3.1.6	Steuerliche Betrachtung: VV- und KAP-Erträge	260
3.1.7	Spezifika der Immobilieninvestitionen	261

3.2	Investitionen und Entscheidungstheorie	266
3.2.1	Praktische Handreichung zu Regeln der Entscheidungstheorie	266
3.2.2	Anwendungsbeispiel: Entscheidung unter Unsicherheit.	272
3.3	Immobilieninvestitionen: Direkt und indirekt	274
3.3.1	Investmentvehikel.	274
3.3.2	Asset-Deal, Share-Deal und Grunderwerbsteuer	275
3.4	Kapitalwert einer Immobilieninvestition	281
3.4.1	Hausmaklerformel und Multiplikatoren	281
3.4.2	Fallstudie zur Hausmaklerformel	285
3.4.3	Ertragswert einer Immobilieninvestition	286
3.4.3.1	Allgemeine Barwertformel und Arbeitsformeln für Rentenzahlungen	287
3.4.3.2	Anwendungsbeispiele: Arbeitsformeln zum Kapitalwertverfahren	298
3.4.3.3	Phasenmodelle: differenzierte Wachstumsperioden . .	300
3.4.3.4	Fallstudie: Phasenmodelle und -formeln	304
3.4.3.5	Fallstudie: Phasenmodelle, Investorenkalkül und Wertermittlung.	305
3.5	Immobilienwert: Beleihungswert und Marktwert	306
3.5.1	Beleihungswertermittlungsverordnung und Immobilienwertermittlungsverordnung	307
3.5.2	Regelwerke: Zahlungsströme, Werttreiber und Diskontierung	311
3.5.3	Abweichungen zwischen Marktwert und Beleihungswert	314
3.5.4	Gespaltenes Ertragswertverfahren.	318
3.6	Interner Zins	321
3.6.1	Interne Verzinsung und Kapitalwert.	321
3.6.2	Anwendung Interner Zinsfuß und Vergleich mit der Kapitalwertmethode.	323
3.6.3	Fallbeispiel: Mietrendite, Kapitalwert und Interner Zins	326
3.7	Zinsberechnungen	329
3.7.1	Einfache Zinsen, unterjährige Effekte und Zinseszinsen	329
3.7.2	Fallstudie: einfacher Zins, Zinseszins, unterjährige Verzinsung	333
3.7.3	Anwendungen der Zinseszinsformel	334

3.8	Fallstudien mit Kommentierungen	338
3.8.1	Wohnungsbau in Deutschland.....	338
3.8.2	Förderungen im Wohnungsbau.....	340
3.8.3	Projektentwicklung im Bestand und Neubau.....	342
3.8.3.1	Fallstudie: Projektentwicklung Berlin	342
3.8.3.2	Fallstudie: Projektentwicklung Westdeutschland.....	346
3.8.3.3	Fallstudie: Entwicklung im gehobenen innerstädtischen Wohnen	348
4.	Produkte und Instrumente	354
4.1	Immobilienaktien, Börsen und Aktienbewertung	354
4.1.1	Aktien, Immobilienaktien und REITs	354
4.1.2	Bezugsrechte.....	359
4.1.3	Börsen, Börsengänge und Börsenlisting in Deutschland	362
4.1.4	Aktienanalyse als Einzelwert- und Marktanalyse	364
4.1.4.1	Aktien-Charts.....	366
4.1.4.2	Fallstudie: Investition in (Immobilien-)Aktien und Aktienbewertung.....	370
4.1.4.3	Fallstudie Immobilienaktien: Kurszettel und Unternehmensvergleich.....	372
4.2	Wertpapierkredite und Finanzierung durch Anleihen	374
4.2.1	Schuldverschreibungen: Typisierung und Gestaltungsmöglichkeiten.....	374
4.2.2	Immobilienanleihen.....	380
4.2.3	Pfandbriefe	381
4.2.4	Wertpapier-Abrechnungen	383
4.2.5	Anleihen: Renditeberechnung nach der Praktiker-Formel ...	387
4.2.6	Gewichtete Laufzeit, Kapitalbindungsdauer und Duration....	392
4.3	Asset-Backed-Securities (ABS)	395
4.3.1	ABS-Strukturierung	395
4.3.2	ABS-Konstruktionsvarianten: True-Sale und Synthetic-Sale ..	398

4.4 Real Estate NPL-Investments	402
4.5 Fondsprodukte und Immobilienfonds	404
4.5.1 Fonds-Konstruktionen und Marktbeispiele	404
4.5.2 Immobilienfonds und KAGB.	407
4.5.2.1 Gestaltungsvarianten und Marktbedeutung	407
4.5.2.2 OIF: Offene Immobilienfonds	409
4.5.2.3 AIF: Geschlossene Immobilienfonds	411
4.5.3 Fonds-Zweitmärkte und Zirkulationsmarkt	416
4.6 Buchkredite	418
4.6.1 Real- und Personalkredite	418
4.6.2 Kreditlinien	420
4.6.3 Abzahlungskredite.	422
4.6.4 Schuldscheindarlehen	423
4.6.5 Lieferantenkredit	426
4.7 Immobilienbezug innovativer Instrumente.	429
4.7.1 Crowdfunding für Immobilien	429
4.7.2 Zertifikate	435
4.7.3 SPAC – Special Purpose Acquisition Company	439
4.8 Reverse-Mortgage.	440
4.8.1 Gestaltungsmöglichkeiten der Umkehrhypothek	441
4.8.2 Anwendungsbeispiele zur Reverse-Mortgage.	445
Literaturverzeichnis	450
Stichwortverzeichnis	454

Vorwort und Bedienungsanleitung

Man soll die Dinge so einfach wie möglich machen. Aber nicht einfacher.
Albert Einstein

Vorwort

Die Literatur zum Thema „Investition und Finanzierung“ ist schier unerschöpflich. Das gilt allerdings nicht für die zusammengesetzten Substantive der Immobilien-Investition und der Immobilien-Finanzierung. Das hat Gründe: Die quantitativen Größen für Investitions- und Finanzierungsentscheidungen bei Immobilien unterscheiden sich wesentlich von den üblichen Verdächtigen bei Investitionen und Finanzierungen, die außerhalb der Immobilienwirtschaft betrachtet werden. Mietbegriffe, Bewirtschaftungskosten, objektspezifische Restnutzungsdauern und Mietausfallwagnisse bilden immobilienpezifische Werttreiber, die außerhalb der Immobilienwirtschaft wenig oder gar keine Bedeutung finden. Gleiches gilt für Begriffe wie strukturierte Rangklassenfinanzierung, nachhaltiger Beleihungswert und NPL-Charakter eines notleidenden Immobilienkreditportfolios. Mit anderen Worten: Die Spezifika der Branche erfordern ein Spezialwerk.

Es spricht also einiges dafür, die zeitlos aktuellen Themen der Immobilien-Investition und Immobilien-Finanzierung gesondert und umfassend darzustellen. Dies geschieht in Form eines einführenden Überblicks, der die Breite des Fachgebiets darstellt und dessen Tiefe verdeutlicht. Das Buch gibt dabei eine Gesamtchau und ordnet seine Themen in die benachbarten betriebswirtschaftlichen, rechtlichen, regulatorischen und finanzmathematischen Zusammenhänge ein. Dieser Konzeption gemäß kann, soll und muss im Text die thematische Breite stärker als die Tiefe bespielt werden. Wo es allerdings erforderlich ist, beispielsweise bei den Spielformen einer strukturierten Rangklassenfinanzierung, kommt auch die Tiefe nicht zu kurz.

Die einzelnen Sachverhalte werden so dargestellt, wie sie in der Praxis vorzufinden sind, und gleichzeitig theoretisch eingeordnet, um die übergeordneten Wesensmerkmale und Strukturen verstehen zu können. Damit unterscheidet sich das vorliegende Buch substanziell von der Ratgeberliteratur, die theoretische Einordnungen und quantitative Ansätze tunlichst vermeidet. Die Entstehung dieses Werks ist ganz wesentlich vor dem Hintergrund jahrzehntelanger immobilienpezifischer Lehrveranstaltungen in Diplom-, Bachelor-, Master- und MBA-Studiengängen zu sehen. Diese Lehrveranstaltungen waren und sind primär auf eine Anwendungsorientierung hin ausgerichtet. Das wird durch Aufbau und Inhalt des Buchs widerspiegelt. Gleiches gilt für die Einbeziehung der Immobilienpraxis außerhalb der Hochschultätigkeiten.

In dem Buch werden sowohl die praktischen Erfahrungen als auch die akademischen Lehrveranstaltungen des Autors verarbeitet. Die jeweiligen Bezüge reichen über eine große Zeitspanne bis zum aktuellen Stand. Daraus resultiert eine gewisse Unaufgeregtheit in der Darstellung, denn es gibt sehr viel alten Wein in neuen Schläuchen und manche angebliche Innovation taucht über die Jahrzehnte unter neuen Namen immer wieder einmal auf. Ein Nutzer des Werks ist daher gut beraten, aktuelle Entwicklungen immer wieder in einen historischen Kontext zu stellen. Das gilt nicht nur – aber eben auch – für die zyklischen Tendenzen des Zinsniveaus und der Wertbildung auf Immobilienmärkten.

Als Schlussfolgerung darf mit einem Lächeln festgestellt werden, dass die Abfassung eines Lehrtextes ein klassisches Entscheidungsproblem darstellt: Unter Berücksichtigung der wahrscheinlichen Zielgruppen sind Entscheidungen erforderlich, die Bearbeitungsbreite und Bearbeitungstiefe betreffen. Dabei sind unter anderem explizite und implizite quantitative Restriktionen bezüglich des (sozial-)adäquaten Seitenumfanges eines Lehrtextes als Nebenbedingung zu beachten. Deshalb habe ich mich entschieden, im Text der unmittelbar praktischen Nutzbarkeit des vermittelten Wissens den Vorrang vor grundsätzlichen Erörterungen zu geben. Es handelt sich in der Konsequenz um ein sehr pragmatisch angelegtes Grundlagenwerk, das allerdings einen breiten Überblick vermitteln kann. Das vorliegende Werk dient insbesondere als Leitfaden für Studierende und Praktizierende. Der Aufbau ist dabei so konzipiert, dass vielerlei theoretische Hintergründe erwähnt und entwickelt werden. Daneben wird im Literaturverzeichnis auf hilfreiche weiterführende Literatur hingewiesen, die herangezogen werden kann, die aber für die Lösung der dargestellten Probleme und Fallbeispiele nicht zwingend herangezogen werden muss.

Sie erhalten eine pragmatische und theoretisch unterfütterte Handreichung, die in einer didaktisch bewährten Vorgehensweise funktioniert. Ihnen wird eine Gesamtübersicht geboten. Die Themen der Gesamtübersicht sollten die im Metier tätigen Praktiker bzw. Akademiker kennen. Die teilweise unorthodoxe Vorgehensweise ist besonders durch die überaus nachdrückliche Einladung zum Mitrechnen der Beispiele, Fallstudien und Übungen gekennzeichnet. Der betriebswirtschaftliche Bezug dominiert. Sie werden bei der Lektüre keinen leistungslosen Lernerfolg ohne aktive Mitarbeit bei den Beispielen und Berechnungen erzielen, denn jede Reduktion von Komplexität bedarf zunächst einmal des Wissens um die Komplexität des betrachteten Gegenstands.

Den Damen und Herren des Verlags gilt mein aufrichtiger Dank. Dies gilt gleichermaßen für Organisation, Lektorat, Satz und Korrekturarbeit. Es war für mich eine Freude, Ehre und Hilfe, kompetent und engagiert begleitet zu werden. Dieser Dank führt selbstverständlich nicht zu einer Teilung und Verwässerung der Verantwortlichkeit: Ungenauigkeiten, sprachliche Schwächen und alle Fehler gehen ausschließlich zu meinen Lasten. Hinweise aus der Leserschaft sind zur Optimierung des Produkts daher sowohl sehr willkommen als auch herzlich erbeten.

Ulf Lassen
im Oktober 2023

Bedienungsanleitung

Lesefluss

In den letzten Jahren ist eine Veränderung des Lern- und Leseverhaltens deutlich zu erkennen. Ich habe deshalb das Buch in einer Abfolge möglichst kurzer Abschnitte erstellt, denen regelmäßig ein Grundgedanke vorangestellt wird. Dadurch soll die Erfassung von Sinn und Zweck der Ausführungen eingeleitet und erleichtert werden.

Selektives Lesen

Ein selektives Lesen ist eingeschränkt möglich. Wenn Sie beispielsweise ausschließlich an gewissen Problemstellungen der privaten Immobilienfinanzierung interessiert sind, dann müssen Sie keine Details zu den gewerblichen Rangklassenfinanzierungen kennen. Ohne Kenntnis grundlegender Tilgungsrechnungen, die zuerst einmal in der privaten Immobilienfinanzierung gelten, haben Sie allerdings keine Chance, später die Details gewerblicher Rangklassenfinanzierungen zu verinnerlichen. Die gesamte Darstellung ist – wie bereits erwähnt – auf eine primär betriebswirtschaftliche Sichtweise hin ausgerichtet. Juristische Fragen werden an erforderlicher Stelle erwähnt, aber nicht vertieft. Dies gilt beispielsweise für die Vorfälligkeitsentschädigung, die Reverse Mortgage oder für die Darstellung der zahlreichen Instrumente der Mezzaninefinanzierung.

Aufforderung und Einladung zur Mitarbeit – sprich: rechnen, rechnen, rechnen ...

Die konkrete Umsetzung betriebswirtschaftlicher Sachverhalte in finanzmathematische Verfahren bereitet oft gedankliche Probleme. Das gilt auch umgekehrt, denn Studierende haben oft Schwierigkeiten, hinter den zunächst einmal als abstrakt empfundenen finanzmathematischen Berechnungen die konkreten betriebswirtschaftlichen Fallgestaltungen erst einmal zu erkennen und dann zu interpretieren. Das führt in der Konsequenz dazu, dass das Denken in Plausibilitäten, nämlich die Abschätzung, ob und wie ein rechnerisches Ergebnis überhaupt möglich sein könnte, auf der Strecke bleibt. Der Einsatz von Taschenrechnern führt dann erschwerend dazu, dass in ganzen Zehnerpotenzen falsch abgebildet wird. Bei Studierenden fehlt hier ganz zwangsläufig noch das praktische Gespür. Praktiker hingegen haben oft das Problem, ein konkretes Immobilienprojekt in eine finanzmathematische Sprache zu transformieren. Eine gute oder schlechte Erwartung aus einem von Erfahrung geprägten Bauchgefühl kann dann nicht mit konkreten Szenarien und quantifizierten Werten abgestützt werden. Hier fehlt die exakte zahlenmäßige Abbildung der eigenen Erfahrung, denn jedes gute oder schlechte Bauchgefühl muss natürlich letztlich mit Zahlen unterfüttert werden können.

Sie sind deshalb an dieser Stelle in der Bedienungsanleitung noch einmal nicht nur eingeladen, sondern vielmehr dringend aufgefordert, aktiv mitzurechnen. Während der Lektüre zusätzlich auch noch den Taschenrechner benutzen zu müssen, mag lästig erscheinen. Bei den quantitativen Teilen darauf zu verzichten, grenzt allerdings an Zeitverschwendung. Man hört mitunter, dass Bauchgefühl wichtiger als Finanzmathematik ist. Als Variante wird ebenfalls geäußert, dass Rechnen die Beschäftigung von Theoretikern sei, man selbst aber Praktiker wäre. Nun, diese ausgesprochen sportlichen Denkansätze priorisieren eine recht krude „Entweder-oder“-Denkweise. Das vorliegende Werk möchte dem ein integrierendes „Sowohl-als-auch“-gegenüberstellen. Ohne Kenntnis beider Welten lebt man mit der Einstellung „Was kümmern mich Fakten, ich habe meine Meinung!“. Und diese Einstellung darf dann mit Fug und Recht als suboptimal charakterisiert werden. Deshalb gilt: rechnen, rechnen, rechnen! Da dies erfahrungsgemäß trotzdem nicht immer ausführlich genug geschieht, sollten wenigstens die für Sie individuell relevanten Daten und Sachverhalte des Buchs auch von den Zahlen aus den Beispielen her nachvollzogen werden.

Literaturhinweise und ergänzendes Lernmaterial

Dieses Buch kratzt an der Oberfläche – nicht überall, aber in vielen Abschnitten. Deshalb wird zusätzlich auf die bewusst knappen Literaturhinweise verwiesen. Diese weitergehenden Quellen beinhalten Hintergründe, die in der im Text gebotenen Kürze zu kurz kommen müssen. Die wenigen Literaturhinweise dienen daher nicht nur der Kür, sondern sie sind vielmehr Pflicht, wenn stellenweise die Breite der Themen dieses Buchs durch die Tiefe ergänzender Literatur abgerundet werden soll und muss. Die Literaturhinweise enthalten hilfreiche Werke von grundlegendem Charakter, die zur Festigung des hier gelieferten Wissens herangezogen werden können. Die Auswahl der Literaturhinweise ist dabei zugegebenermaßen ebenso pragmatisch erfolgt wie stark subjektiv geprägt.

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1.1:	Sachlogischer Zusammenhang Investition und Finanzierung	24
Abb. 1.2:	Merkmale Eigen- und Fremdkapital	26
Abb. 1.3:	Private und Public Equity	29
Abb. 1.4:	Equity, Mezzanine, Debt: Private und Public	30
Abb. 1.5:	Abstufungen: Eigenkapital, Mezzanine, Fremdkapital	34
Abb. 1.6:	Gestaltung des Debt Mezzanine	34
Abb. 1.7:	Kapitalinstrumente: dispositives und zwingendes Recht	36
Abb. 1.8:	KIID-Transparenz durch Beipackzettel	38
Abb. 1.9:	Ex-ante-Sicht und Ex-post-Sicht	56
Abb. 1.10:	Umlaufrenditen und Risk-Spread	57
Abb. 1.11:	Nominalzins, Inflation, Realzins	58
Abb. 1.12:	Höchstrechnungszins (Quelle: GDV)	58
Abb. 1.13:	Zinsstruktur und Zinsniveau	59
Abb. 1.14:	Zinsstrukturkurven: normal, flach, invers	60
Abb. 1.15:	Zins-Spreads Bundeswertpapiere und Pfandbriefe	61
Abb. 1.16:	Entwicklung des Laufzeitspreads: Steilheit der Zinsstrukturkurve	62
Abb. 1.17:	Zinsstrukturkurven USA und Deutschland	63
Abb. 1.18:	Schufa: Produkte Geschäftskunden (Quelle: Schufa.de)	77
Abb. 1.19:	Schufa: Anforderung Datenkopie (Quelle: meineschufa.de)	78
Abb. 1.20:	Insolvenzen in Deutschland 2000 bis 2022 (Quelle: Statistisches Bundesamt)	81
Abb. 1.21:	Operativer und freier Cashflow	90
Abb. 1.22:	Beispiel: verkürztes ROI-Schema	92
Abb. 1.23:	ROI-Schema und Beispiel (Unt-ABC)	93
Abb. 1.24:	ROI-Schema und Vergleichsunternehmen (XYZ)	93
Abb. 1.25:	Direkte und indirekte Finanzierung, Transformationsleistungen	95
Abb. 1.26:	Eigenkapitalausstattung nach Basel III (Quelle: Deutsche Bundesbank)	104
Abb. 1.27:	Immobilienkredite und Eigenkapitalunterlegung (Quelle: Deutsche Bundesbank)	106
Abb. 1.28:	Realkreditsplitting und whole loan (Quelle: Deutsche Bundesbank)	107
Abb. 1.29:	Interne Modelle und Output Floor (Quelle: Deutsche Bundesbank)	108
Abb. 1.30:	Kreditwirtschaft in Deutschland	110
Abb. 1.31:	Trennung von Geldfluss und Risikoübernahme	115
Abb. 1.32:	Kreditinstitute: Anzahl (Quelle: Deutsche Bundesbank)	116
Abb. 1.33:	Kreditinstitute: Verteilung (Quelle: Deutsche Bundesbank)	117
Abb. 1.34:	Kreditinstitute: Sektoren (Quelle: Deutsche Bundesbank)	117
Abb. 1.35:	Kreditinstitute: Zweigstellen (Quelle: Deutsche Bundesbank)	118
Abb. 1.36:	Einlagensicherung und 3-Säulen-System	120
Abb. 1.37:	Reform des Einlagensicherungsfonds: Schutzzumfang ab 2023 (Quelle: Einlagensicherungsfonds)	121
Abb. 1.38:	Einsatz von Zahlungsinstrumenten (Quelle: Deutsche Bundesbank)	126
Abb. 2.1:	Zinsvereinbarungen fest und variabel	134
Abb. 2.2:	Festkredit, endfällige Tilgung, Ratenstruktur	137

Abb. 2.3:	Festkredit, endfällige Tilgung, Kreditvaluta	138
Abb. 2.4:	Ratenkredit, lineare Tilgung, Ratenstruktur	139
Abb. 2.5:	Ratenkredit, lineare Tilgung, Kreditvaluta	139
Abb. 2.6:	Annuitäten-Kredit, Ratenstruktur	140
Abb. 2.7:	Annuitäten-Kredit, Kreditvaluta	141
Abb. 2.8:	Kapitalverrentung einer Schuld bzw. eines Vermögens	142
Abb. 2.9:	Volltilgerkredit über 30 Jahre	143
Abb. 2.10:	Tilgungssatz und Tilgungsdauer	143
Abb. 2.11:	Effekt der ersparten Zinsen	144
Abb. 2.12:	Anfangstilgung und Niedrigzinsphase	145
Abb. 2.13:	Volltilgerkredit über 30 Jahre	146
Abb. 2.14:	Zinsniveau: ersparte Zinsen, Tilgungsdauer	146
Abb. 2.15:	Annuitätenformel und kritische Werte	147
Abb. 2.16:	Darlehensverlauf und Annuitäten bei Volltilgerkredit über 20 Jahre	148
Abb. 2.17:	Annuitätenformel und Laufzeitberechnung	149
Abb. 2.18:	Annuitätenformel und Volltilgerkredit 30 Jahre	150
Abb. 2.19:	Bausparvertrag und Vertragsphasen (Quelle: angelehnt an BSH)	155
Abb. 2.20:	Zuteilung und Bewertungsziffer	157
Abb. 2.21:	Strukturierung der privaten Gesamtfinanzierung: Alternativen	159
Abb. 2.22:	WIKR und Regulierungsansätze	161
Abb. 2.23:	Finanzierungsspielraum und Annuitätenformel	163
Abb. 2.24:	Berechnung der Vorfälligkeitsentschädigung	169
Abb. 2.25:	Unternehmens- und Projektfinanzierung	170
Abb. 2.26:	Recourse und Haftungseinbindung	172
Abb. 2.27:	Kompetenzordnung und Beschlussfassung	181
Abb. 2.28:	Cross Default und Kreditvergabe	183
Abb. 2.29:	Sicherheitenportfolio und Handlungsoptionen	185
Abb. 2.30:	Loan to Value	186
Abb. 2.31:	Tilgungskultur und Nachbeleihung	187
Abb. 2.32:	Bauträgerfinanzierung	190
Abb. 2.33:	Mietbegriffe, Rohertrag, Reinertrag, Kapitaldienst	194
Abb. 2.34:	NOI-Ermittlung: Kapitaldienstfähigkeit und Wertfindung	197
Abb. 2.35:	NOI-Analyse: Überschüsse, ICR und DSCR, RoE	198
Abb. 2.36:	Strukturierte Finanzierung und Finanzierungsbausteine	201
Abb. 2.37:	Beispiel (Einstieg): eine Flächenkategorie, ein FK-Baustein	202
Abb. 2.38:	Beispiel (Struktur): mehrere Flächen, mehrere FK-Bausteine	203
Abb. 2.39:	Rangklassenfinanzierung in to/t1: NOI	205
Abb. 2.40:	Rangklassenfinanzierung in t2	207
Abb. 2.41:	Rangklassenfinanzierung: grafischer LtV Verlauf to-tn	207
Abb. 2.42:	Rangklassenfinanzierung: grafischer LtV-Verlauf to-tn	209
Abb. 2.43:	Rangklassenfinanzierung: grafischer ICR/DSCR-Verlauf to-tn	211
Abb. 2.44:	Whole-Loan-Finanzierung: Analyse und Synthese	214
Abb. 2.45:	Leverage: Beispiel EK/FK	217
Abb. 2.46:	Leverage: Beispiel FK-Hebel	217
Abb. 2.47:	Leverage: Beispiel Ertragseinbruch	218
Abb. 2.48:	Leverage: Beispiel EK/FK-Strukturierung	218
Abb. 2.49:	Leverage: Beispiel Minimierung EK-Einsatz	221
Abb. 2.50:	Parameter-Variation und Ceteris-paribus-Prämisse	223
Abb. 2.51:	Parameter-Variation und Szenario-Simulation	224

Abb. 2.52:	Stresstest und inverser Stresstest	225
Abb. 2.53:	WALT- und WAULT-Differenzierungen	226
Abb. 2.54:	Werttreiberanalyse Verlaufskurven	229
Abb. 2.55:	Werttreiberanalyse Immobilienwerte	230
Abb. 2.56:	Kritische Annuität und Prolongation.	232
Abb. 2.57:	Kapitaldienstgrenze und Finanzierungsspielraum.	233
Abb. 2.58:	Beispiel: Kalkulation und kritischer Mezzanine-Zins.	234
Abb. 2.59:	Beispiel: Renditeforderung und kritische Miethöhe	235
Abb. 2.60:	Verkaufspreise: Median und Durchschnitt	237
Abb. 2.61:	Standort und Einkommensverteilung: Median und Durchschnitt.	237
Abb. 2.62:	Ausgangssituation und Szenario-Annahmen	240
Abb. 2.63:	Tilgungsverlauf und initialer LtV in to.	240
Abb. 2.64:	Prüfung Covenant-Verletzungen t1-t5.	241
Abb. 2.65:	Beispiel: NOI-Analyse Misch-Portfolio, tabellarische Darstellung	249
Abb. 2.66:	Beispiel: NOI-RoE-Analyse Misch-Portfolio, strukturierte Darstellung	249
Abb. 3.1:	Anlage-Universum und Risk/Return	260
Abb. 3.2:	Einkommensteuertarife 2021–2024 (Quelle: Grafik Wikipedia, Zahlen BMF)	261
Abb. 3.3:	Immobilien und Investitionsmotive	262
Abb. 3.4:	Core, Value-Added, Opportunity.	263
Abb. 3.5:	Risiko-Rendite-Profil	264
Abb. 3.6:	Risiken im Zeitablauf.	264
Abb. 3.7:	Investment-Story: buy, make, sell, hold	265
Abb. 3.8:	Direkte und indirekte Immobilieninvestitionen.	275
Abb. 3.9:	Asset-Deal und Share-Deal.	276
Abb. 3.10:	Share-Deal und Grunderwerbsteuer	277
Abb. 3.11:	Renditen und Multiplikatoren.	282
Abb. 3.12:	Hausmaklerformel und Korrekturgrößen.	283
Abb. 3.13:	Fallstudie Hausmaklerformel mit Beispielzahlen.	286
Abb. 3.14:	Zahlungscharakteristik: Allgemeine Barwertformel	287
Abb. 3.15:	Kapitalwertverfahren: Varianten.	289
Abb. 3.16:	Zahlungscharakteristik: konstante ewige Rente	290
Abb. 3.17:	Zahlungscharakteristik: dynamische ewige Rente	291
Abb. 3.18:	Zahlungscharakteristik: konstante endliche Rente.	291
Abb. 3.19:	Rentenbarwert: Prinzip der Abzinsung und Aufsummierung.	292
Abb. 3.20:	Zahlungscharakteristik: dynamische endliche Rente	292
Abb. 3.21:	Zahlungscharakteristik: konstante endliche Rente und Exit-Erlös.	293
Abb. 3.22:	Zahlungscharakteristik: dynamische endliche Rente und Exit-Erlös.	294
Abb. 3.23:	Anwendungen Rentenbarwertfaktor.	296
Abb. 3.24:	Rentenbarwertfaktoren im zeitlichen Verlauf	297
Abb. 3.25:	Kapitalwertbildung bei dynamischer Rente und Exit-Erlös.	299
Abb. 3.26:	Zwei-Phasen-Modell mit Exit-Erlös	300
Abb. 3.27:	Fallstudie: Zwei-Phasen-Modell mit Exit-Erlös	305
Abb. 3.28:	Fallstudie: Phasenmodell Detailplanung und Pauschalplanung.	306
Abb. 3.29:	Wertschöpfung: Gutachter und Investoren	308
Abb. 3.30:	Beleihungswert und Marktwert (Quelle: Pfandbrief.de)	309
Abb. 3.31:	Marktwert und Beleihungswert: vergleichbarer Kapitalisierungszins.	315

Abb. 3.32:	Marktwert und Beleihungswert: abweichender Kapitalisierungszins.	316
Abb. 3.34:	Beispiel: Gespaltenes EWV und RBWF-Kapitalisierung	320
Abb. 3.35:	Beispiel Kapitalwert bei gegebenem Zinsfuß von 7%	324
Abb. 3.36:	Beispiel Kapitalwert bei gegebenem Zinsfuß von 8%	325
Abb. 3.37:	Beispiel Kapitalwert und Investitionsbetrag bei Internem Zinsfuß ...	327
Abb. 3.38:	Persönlicher Kalkulationszins 5,00 % und im Ergebnis positiver Kapitalwert	327
Abb. 3.39:	Interne Verzinsung 6,92 % führt zum barwertigen Rückfluss 1,0 Mio. Euro	327
Abb. 3.40:	Ohne Miet- und Wertsteigerungen liegt der Barwert unter 1,0 Mio. Euro	328
Abb. 3.41:	Der interne Zins liegt unterhalb des persönlichen Kalkulationszinsansatzes	328
Abb. 3.42:	Beispiel unterjährige Verzinsung	331
Abb. 3.43:	Werbe-Flyer quartalsweise Zinszahlung (Quelle: Auszug Hypothekenanleihe, damalige Gebhardt Real Estate)	331
Abb. 3.44:	Vergleich Einfachzins, Zinseszins, Unterjährigkeit	332
Abb. 3.45:	Anlegernutzen: konstante endliche Rente und Exit-Erlös	337
Abb. 3.46:	Wohnungsbau 1991–2022 Grafik (Quelle: Statistisches Bundesamt) .	338
Abb. 3.47:	Kalkulation Basis-Szenario.	343
Abb. 3.48:	Kalkulation Kostendeckung	344
Abb. 3.49:	Kalkulation Bad-Case.	344
Abb. 3.50:	Zahlungsanfall zeitliche Staffelung.	345
Abb. 3.51:	Kalkulation Szenario Verkauf nach 2 Jahren Bestandhaltung.	347
Abb. 3.52:	Kalkulation Szenario Vermietung.	348
Abb. 3.53:	Strukturierte Rangklassenfinanzierung: Annuitäten, NOI, ICR, DSCR, Vorlasten.	350
Abb. 3.54:	Verkauf nach Bestandhaltungsphase.	352
Abb. 3.55:	Verkauf nach Bestandhaltungsphase: Spreadsheet-Darstellung to bis t10.	352
Abb. 3.56:	Beispiel Beleihungswertverordnung	353
Abb. 4.1:	G-REIT und REIT-G.	356
Abb. 4.2:	Bezugsrecht: Bezugsverhältnis und Wert	360
Abb. 4.3:	Börsensegmente und Transparenzstandards	364
Abb. 4.4:	Jahreschart Vonovia SE (Quelle: factset, Commerzbank brokerage) ..	366
Abb. 4.5:	OHLC-Chartbalken.	367
Abb. 4.6:	Beispiel: Chartverlauf und gleitender Durchschnitt.	369
Abb. 4.7:	Covered-Bonds und Deckungsmasse.	381
Abb. 4.8:	Pfandbriefumlauf 2002–2022 (Quelle: Darstellung angelehnt an Pfandbrief.de)	383
Abb. 4.9:	Inhaberschuldverschreibung und Stückzinsberechnung.	386
Abb. 4.10:	Beispiel (to): Immobilienanleihe, Renditeermittlung nach Praktikerformel.	388
Abb. 4.11:	Beispiel (t1): Immobilienanleihe, Renditeermittlung nach Praktikerformel.	388
Abb. 4.12:	Beispiel (t2): Immobilienanleihe, Renditeermittlung nach Praktikerformel.	389

Abb. 4.13:	Modified Duration und Barwertfunktion (Zahlenbeispiel)	395
Abb. 4.14:	ABS als True-Sale und Synthetic-Sale	397
Abb. 4.15:	ABS-Tranchierung und Wasserfall-Prinzip	398
Abb. 4.16:	ABS-Tranchierung eines Kreditportfolios im SPV.	400
Abb. 4.17:	Whole-Loan-Verbriefung über ABS	401
Abb. 4.18:	RE-NPL-Transaktionsstruktur	404
Abb. 4.19:	Immobilienfonds: Gestaltungsvarianten	408
Abb. 4.20:	Publikums-AIF: Finanzierung und Investition	415
Abb. 4.21:	Beispiel: Handel am Zweitmarkt (Quelle: Zweitmarkt.de)	417
Abb. 4.22:	Standardisierter Ratenkredit	423
Abb. 4.23:	Lieferantenkredit (Beispiel) Zinskosten bei üblichen Zahlungszielen.	428
Abb. 4.24:	Lieferantenkredit (Beispiel) Zinskosten bei ausgedehnten Zahlungszielen	428
Abb. 4.25:	Begriffe Crowdfunding (Quelle: Crowdinvest.de und Crowdfunding.de).	430
Abb. 4.26:	Crowdinvesting Marktvolumen (Quelle: Crowdinvest.de und Crowdfunding.de).	430
Abb. 4.27:	Angebotsbeispiele: Immobilien Crowdinvesting (Quelle: tagesgeldvergleich.net)	432
Abb. 4.28:	Zertifikat Symboldarstellung	436
Abb. 4.29:	SPAC Darstellung und Transaktionsstruktur	440
Abb. 4.30:	Rentenendwert und Reverse-Mortgage.	442
Abb. 4.31:	Reverse-Mortgage: Beispielrechnung.	444
Abb. 4.32:	Reverse-Mortgage: Sicherheitsabschlag und Rentenendwert	443
Abb. 4.33:	Rentenendwert und anschließende Kapitalverrentung	447

Tabellenverzeichnis

Tab. 1.1:	Rechtsformen nach Anzahl und Umsatz Ende 2020 (Quelle: Statistisches Bundesamt)	28
Tab. 1.2:	Rating-Noten und -Klassen (Quelle: Börse Frankfurt).	70
Tab. 1.3:	Länder-Rating 2022 (Quelle: Börsen-Zeitung, Auszug)	72
Tab. 1.4:	Insolvenzen in Deutschland 2000–2022 (Quelle: Statistisches Bundesamt)	80
Tab. 1.5:	Sparkassen Ende 2021 (Quelle: DSGVO, Auszug).	111
Tab. 1.6:	Geno-Banken Ende 2021 (Quelle: BVR, Auszug)	111
Tab. 1.7:	Die 10 größten Kreditinstitute (Quelle: FAZ)	114
Tab. 2.1:	Tilgungsformen endfällig, ratierlich, annuitätisch	135
Tab. 2.2:	Festkredit, endfällige Tilgung.	137
Tab. 2.3:	Ratenkredit, lineare Tilgung.	138
Tab. 2.4:	Annuitäten-Kredit, annuitätische Tilgung	140
Tab. 2.5:	Konditionentableau im Privatkundengeschäft (Quelle: angelehnt an ING).	152
Tab. 2.6:	Fragestellungen: Immobilienwert konstant bzw. ansteigend.	242
Tab. 3.1:	Planungshorizont und Eignung einer Investition	259

Tabellenverzeichnis

Tab. 3.2:	Grunderwerbsteuersätze in den Bundesländern (Stand März 2023) ..	279
Tab. 3.3:	Beispiele stichtagsbezogener ortsüblicher Multiplikatoren (Quelle: angelehnt an FAZ)	284
Tab. 3.4:	Rentenbarwertfaktoren, tabellarische Darstellung	297
Tab. 3.5:	Beispiel: Marktwert und Beleihungswert (bei 5,5 % und 60 J.)	317
Tab. 3.6:	Vergleich: Abweichung Marktwert und Beleihungswert	317
Tab. 3.7:	Abzinsung Exit-Erlös über Restnutzungsdauer	320
Tab. 3.8:	Anwendungen der Zinseszins-Formel	336
Tab. 3.9:	Anlegernutzen: Zahlungstableau und Interner Zins	337
Tab. 3.10:	Wohnungsbau 1991–2022 Tabellen (Quelle: Statistisches Bundesamt)	339
Tab. 3.11:	Projekt Boardinghouse: Ankauf und RENovierung einer Bestandsimmobilie	346
Tab. 4.1:	Deutsche börsennotierte Immobilienunternehmen (Quelle: STOXX Ltd. DAX subsector Indizes)	358
Tab. 4.2:	börsennotierte Unternehmen 2007 bis 2022	363
Tab. 4.3:	Intrinsic-Value, KGV und Wachstumsfaktoren	372
Tab. 4.4:	Beispiel: Anleihen, Neuemissionen	378
Tab. 4.5:	Pfandbriefgattungen und Umlaufstruktur 2003–2022 (Quelle: angelehnt an Pfandbrief.de)	383
Tab. 4.6:	Beispiel (to): Immobilienanleihe, Renditeermittlung Interner Zins	390
Tab. 4.7:	Beispiel (t1): Immobilienanleihe, Renditeermittlung Interner Zins. . .	390
Tab. 4.8:	Beispiel (t2): Immobilienanleihe, Renditeermittlung Interner Zins. . .	391
Tab. 4.9:	Schwerpunkt der Zahlungsreihe und Duration (Zahlenbeispiel)	393
Tab. 4.10:	Duration (Zahlenbeispiel)	393
Tab. 4.11:	Duration und Modified Duration (Zahlenbeispiel)	394
Tab. 4.12:	Schuldscheindarlehen und Inhaberschuldverschreibung	425
Tab. 4.13:	Schuldscheindarlehen in der Immobilienwirtschaft (Quelle: Immobilien Zeitung)	426
Tab. 4.14:	Marktteilnehmer Crowdfunding (Quelle: Crowdinvest.de und Crowdfunding.de)	432
Tab. 4.15:	Crowdfunding und Finanzinstrumente 2015 (Quelle: Immobilien-Zeitung)	433
Tab. 4.16:	Rentenendwertfaktor (REWF) in tabellarischer Darstellung	444
Tab. 4.17:	Annuitätenfaktor (KWGF) in tabellarischer Darstellung	447

1. Fundamente und Finanzierungsbeziehungen

1.1 Fundamente: Begriffe Investition und Finanzierung

Grundgedanke

Wie gehören Investition und Finanzierung zusammen? Das ist geradezu eine Standardfrage. Schließlich gibt es Lehrwerke für Investition, und es gibt solche für Finanzierung. Außerdem gibt es Werke für Investition und Finanzierung gemeinsam. Warum ist das so? Wie nähert man sich in sinnvoller Weise den Themen Investition und Finanzierung, die ja irgendwie etwas miteinander zu tun haben. Dieser Grundgedanke des Zusammenhangs, der besonders in der Bau- und Immobilienwirtschaft bedeutsam ist, soll ganz am Anfang betrachtet werden.

Sachlogischer Zusammenhang von Investition und Finanzierung

Investition und Finanzierung sind untrennbar miteinander verbunden. Man kann mit Fug und Recht von den beiden Seiten einer Medaille sprechen: Der Investor (= Geldgeber) benötigt jemanden (= Geldnehmer), der Finanzierungsbedarf hat. Der Kapitalsuchende (= Finanzbedarf) benötigt wiederum einen Investor (= Anlagesuchender). Eine Trennung beider Sphären ist schwierig, um nicht zu sagen künstlich. Besonders deutlich wird dies, wenn man konkrete Instrumente betrachtet: Eine Immobilienaktie dient einer Immobilien-AG zur Finanzierung mit Eigenkapital. Investoren wiederum kaufen diese Immobilienaktie der Immobilien-AG als lukratives Investment.

Die Abbildung 1.1 verdeutlicht aus betriebswirtschaftlicher Sicht diesen untrennbaren Zusammenhang zwischen Finanzierung und Investition.

Es ist hilfreich, die der Abbildung zugrunde liegende bilanzielle Darstellung und die Buchführung, die letztlich zur Bilanz führt, bei Bedarf zu rekapitulieren, denn das Wissen um grundlegende bilanzielle Zusammenhänge wird fortan vorausgesetzt. Dies gilt insbesondere für die Aktivseite, die u.a. immobilienwirtschaftliche Investitionen „speichert“, und für die Passivseite, welche die dazu benötigte Finanzierung nachweist.

Volkswirtschaft: Finanzierungsketten und -netze

Mit dieser exemplarischen Darstellung wird nur ein Ausschnitt aus der ganzen Kette von Finanzierungen und Investitionen betrachtet. Der Investor in eine Immobilienaktie, beispielsweise ein Aktienfonds, bedarf wiederum einer Finanzierung, um überhaupt erst Mittel für Investitionen zu erhalten. Die Immobilien-AG, die Immobilienaktien herausgibt, wird diese zugeflossenen Mittel investieren, beispielsweise in Tochtergesellschaften, die dann wiederum Immobilien halten oder

1. Fundamente und Finanzierungsbeziehungen

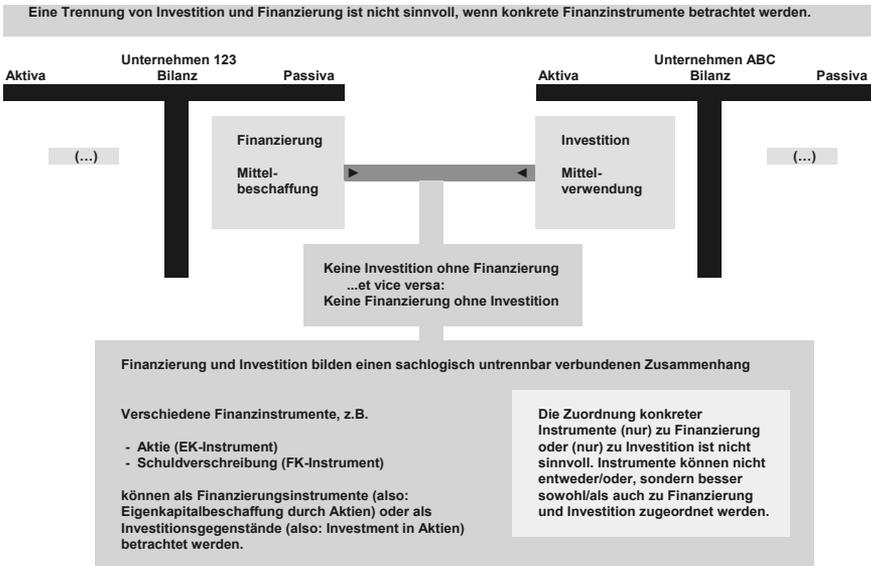


Abb. 1.1: Sachlogischer Zusammenhang Investition und Finanzierung

erwerben. Die ganze Kette von Finanzierungen und Investitionen durchzieht somit alle Teile einer Volkswirtschaft. Hier wird dann allerdings das Gebiet der Betriebswirtschaft verlassen und man wendet sich volkswirtschaftlichen Fragestellungen zu. Insbesondere gilt dies, wenn man in eine vernetzte Betrachtung weitere Akteure wie den Staat und das Ausland mit Steuern, Abgaben, Zöllen, Subventionen, Exporten und Importen mit einbezieht: Aus Finanzierungsketten werden volkswirtschaftliche Finanzierungsnetze.

Zeitliche Komponente bei Investition und Finanzierung

Wirtschaftliche Vorgänge werden nicht in einer „logischen Sekunde“ und damit nicht zeitlos abgewickelt, sondern sie benötigen Zeit. Projektentwicklungen in der Bau- und Immobilienwirtschaft bilden gewissermaßen ein „Musterbeispiel“, weil sich eine Projektentwicklung über Jahre erstrecken kann. Es liegt auf der Hand, dass Auszahlungen und Einzahlungen im Rahmen einer Projektentwicklung nicht synchron ablaufen. Daraus resultiert Kapitalbedarf, den es zu finanzieren gilt. Investoren decken diesen Finanzierungsbedarf.

Produktionszyklus

Wenn man sich im Produktionszyklus die klassische Abfolge von

(außen)	Markt:	Beschaffungsmarkt →
(innen)	Betrieb:	Beschaffung → Produktion → Absatz
(außen)	Markt:	→ Absatzmarkt

vergegenwärtigt, dann ist unmittelbar ersichtlich, dass man nicht absetzen (= verkaufen) kann, bevor produziert worden ist und bevor – noch weiter vorher – Produktionsfaktoren beschafft wurden.

Zeitliche Friktion, Zeitbedarf

Diese zeitliche Friktion führt offenkundig zu einem Kapitalbedarf, der irgendwie gedeckt werden muss. Man benötigt Finanzmittel, um am Beschaffungsmarkt einzukaufen und um eine Immobilie, eine Fabrik oder eine Verkaufsstelle aufzubauen. Spätere Finanzmittel, die durch Verkauf am Absatzmarkt Erlöse werden, führen dazu, dass man neu einkaufen und produzieren kann: Die Erlöse am Absatzmarkt dienen teilweise dem Einkauf am Beschaffungsmarkt. Damit schließt sich dieser Zyklus.

Dies ist letztlich ein permanenter Prozess, ein Kreislauf, der im Unternehmen gesteuert werden muss, um das finanzielle Gleichgewicht aus Einnahmen und Ausgaben zu erreichen. Dies gilt besonders, weil dieser Kreislauf viele Abzweigungen besitzt, die in der finanziellen Disposition einer Unternehmung zu berücksichtigen sind: Abflüsse z.B. durch Steuern oder Sponsoring, Zuflüsse z.B. durch Finanzerträge oder Subventionen.

1.2 Eigenkapital und Fremdkapital

Grundgedanke

Es gibt nicht *das* Kapital als solches, es gibt vielmehr Gestaltungsmöglichkeiten, um das jeweils richtige Kapital zwischen einer Überschusseinheit (Investor mit Anlagebedarf) und einer Defiziteinheit (mit Finanzierungsbedarf) auszutauschen. Hierbei bedeutet richtig zuerst einmal, dass ausgetauschtes Kapital den jeweiligen Präferenzen beider Vertragsparteien entsprechen muss. Wäre dies nicht der Fall, würde es nicht zu einem gegenseitigen Vertrag und somit auch nicht zu einer Investition bzw. Finanzierung kommen.

1.2.1 Unterscheidungskriterien und Gestaltungsmöglichkeiten

Finanzierungsmittel können sehr unterschiedlich gestaltet sein und für Investments gilt das Gleiche. In der Praxis hat sich eine breite Palette von Instrumenten gebildet, die dem einen als Finanzierungsmittel (= zur Deckung seines Finanzbedarfs) und dem anderen als Investment (= zur Deckung seines Anlagebedarfs) dienen.

Diese Instrumente können anhand von differenzierenden Merkmalen strukturiert dargestellt werden. Dies zeigt die grundlegende Unterscheidung nach Eigen- und Fremdkapital:

1. Fundamente und Finanzierungsbeziehungen

Merkmale und Charakteristika von Eigenkapital und Fremdkapital		
<u>Merkmal, Charakteristik</u>	<u>Eigenkapital</u>	<u>Fremdkapital</u>
Leitungs-, Einsichts- und Kontrollrechte?	Mitspracherecht Leitungsfunktion	kein Mitspracherecht keine Leitungsfunktion
Rechtstellung der Kapitalbereitstellung?	Eigentümerstellung Haftungskapital	Gläubigerstellung schuldrechtlicher Vertrag
Charakterisierung der Ertragsanteile?	Gewinnanteil und somit kein Verzinsungszwang	Verzinsungszwang auch in Verlustsituation
Höhe eines Rückzahlungsanspruchs?	Liquidationserlös und somit Anteil an stillen Reserven	vertraglich definierter nominaler Geldanspruch
Laufzeit und Kündigung der Kapitalbereitstellung?	Langfristkapital eingeschränkte Kündigung	definierte Laufzeit Kündigungsrechte (ord./ao.)
Steuerliche Behandlung der Kapitalbereitstellung?	Dividenden und Entnahmen sind Gewinnverwendung	Fremdkapitalzinsen sind steuerlich abzugsfähig

Es handelt sich hier um idealtypische Formen von Eigenkapital bzw. von Fremdkapital. In der Praxis werden regelmäßig mezzanine Formen zwischen EK und FK benutzt.

Abb. 1.2: Merkmale Eigen- und Fremdkapital

Hieraus können wechselseitige Präferenzen erkannt werden: Eigenkapitalgeber legen Wert darauf, in irgendeiner Form mitzureden. Fremdkapitalgeber hingegen präferieren eine sichere Anlage ohne komplexen Mitentscheidungsbedarf. Diese Gegenüberstellung verschiedener Präferenzen ist natürlich nur grundsätzlich zu verstehen: Das Mitreden beim Eigenkapital betrifft womöglich nur das eigene quotal minimale Stimmrecht eines Kleinaktionärs, und die Sicherheit einer Investition in Fremdkapital ist nur sehr relativ zu sehen und kann in der Praxis (trotzdem) zum Totalverlust führen. Darauf kommt es aber im Grundsatz nicht an; im Grundsatz gilt vielmehr die in der Abbildung 1.2 dargestellte idealtypische Differenzierung.

Typische Kapitalinstrumente: Eigenkapital und Fremdkapital

Der Gewinn steht den Eigenkapitalgebern zu. Gewinn ist ein Residuum, also eine Restgröße, nachdem alle Ansprüche aller anderen Akteure, hierbei insbesondere der Gläubiger, befriedigt worden sind. Die Gläubiger sind hingegen Festbetragsbeteiligte mit klar begrenzt definierten Ansprüchen. Die klar definierten und begrenzten Zinsansprüche der Banken an ein Immobilienunternehmen bilden ein Beispiel dafür. Festbetragsbeteiligte sind vor den Eigentümern und damit relativ zu den Eigentümern in sicherer vorrangiger Position zu befriedigen. Die Eigentümer, die auf das Residuum angewiesen sind, müssen stattdessen sehen, ob nach Befriedigung aller Festbetragsbeteiligten noch etwas da ist. Genau darin liegt aber der Reiz einer Beteiligung mit Eigenkapital, weil das Residuum von der Höhe her unbegrenzt ist und somit außerordentlich hoch sein kann. Damit hat Eigenkapital höhere (Ertrags-)Chancen aber eben auch höhere (Ausfall-)

Risiken im Vergleich zum Fremdkapital. Dies zeigen bereits wenige Beispiele, wenngleich es an dieser Stelle nur um die Nennung typischer Instrumente geht. Erforderliche Details werden später anhand von Praxisbeispielen dargestellt.

Eigenkapitalinstrumente

- = unbegrenzte Ertragschance, Totalverlustrisiko, Mitbestimmungsrechte
 - Aktienkapital einer AG
 - Stammkapital einer GmbH
 - Kommanditkapital einer KG

Fremdkapitalinstrumente

- = definierte Erträge, Vorrang zum Eigenkapital, keine Einflussrechte
 - Darlehen über ein Kreditinstitut
 - Schuldverschreibung über den Kapitalmarkt
 - Privatdarlehen über den Familien- und Freundeskreis

Viele Eigenkapitalinstrumente und Fremdkapitalinstrumente können – aber müssen nicht – in Form von Wertpapieren verbrieft sein. Verbriefungen ermöglichen den Marktzugang zum Börsenhandel.

Wertpapiere, Wertrechte, Effekten, Effektingiroverkehr

Wertpapiere verkörpern ein Vermögenrecht. Die börsenfähigen Wertpapiere werden Effekten genannt. Effekten sind vertretbare Kapitalwertpapiere, die entweder einen schuldrechtlichen Anspruch (Anleihen) oder ein Eigentumsrecht (Aktien) verbiefen. Aktien sind Effekten, die einen definierten Anteil mit definierten Rechten an einer Aktiengesellschaft zum Inhalt haben. Die Aktie ist ein Anteil an einem Unternehmen in der Rechtsform der Aktiengesellschaft (AG). Aktien verkörpern somit Eigenkapital. Ein Aktienkäufer wird als Aktionär Miteigentümer einer AG. Anleihen haben hingegen als Fremdkapital einen schuldrechtlichen Anspruch auf Zinszahlung und auf Rückzahlung des zur Verfügung gestellten Kapitals zum Inhalt. Effekten sind in der Praxis als Wertrechte entstofflicht (stückelos). Diese Wertrechte können im Effektingiroverkehr sehr schnell und kostengünstig übertragen werden, was Börsenhandel und Eigentumsübertragung ungemein erleichtert.

1.2.2 Rechtsformen und Finanzierungsspielraum

Grundgedanke

Große Unternehmen benötigen viel Kapital, kleine Unternehmen benötigen wenig Kapital – sicherlich eine Binsenweisheit, noch dazu als triviale Faustregel formuliert. Trotzdem hat dies eine ganz praktische Konsequenz, die u.a. über die Wahl der Rechtsform entscheidet: Die Rechtsform bestimmt für ein Unternehmen entscheidend den Finanzierungsspielraum in Quantität und Qualität. Man kann es auch anders formulieren: Unterschiedlichen Rechtsformen stehen unterschiedliche Kapitalquellen offen.

Rechtsformen und Kapitalmarktfähigkeit

Nur Aktiengesellschaften sind per se kapitalmarktfähig, um über die Börse von einem anonymen unübersehbar breiten Publikum Geld einzusammeln. Die Aktiengesellschaften finanzieren sich über die Börse. Die Aktienkäufer wiederum, also die Aktionäre, investieren in diese Aktiengesellschaften. Alle anderen Gesellschaften mit anderer Rechtsform müssen ihr Kapital anders einsammeln, weil die Börse eben nicht zur Verfügung steht. Um Investoren zu gewinnen, muss jede Gesellschaft eine (glaubhafte) Story haben, die es attraktiv erscheinen lässt, in diese Gesellschaft zu investieren, also dieser Gesellschaft (sein) Geld zu geben, um damit etwas zu verdienen. Die Investment-Story entscheidet, ob Investitionsideen eine Idee bleiben oder ob diese Ideen zur Realisierung kommen.

Tabelle 1.1 verdeutlicht einerseits, dass es (nur) relativ wenige Aktiengesellschaften gibt. Andererseits ist jedoch ersichtlich, dass die stückmäßige Betrachtung innerhalb der Rechtsformen anders aussieht als deren wertmäßige Betrachtung, da Aktiengesellschaften über den bei weitem größten Durchschnittsumsatz (Umsatz als ein mögliches und übliches Größenmerkmal) verfügen.

Anzahl und Umsatz der Rechtsformen / Firmen

(Erhebung der steuerpflichtigen Personen nach ausführlichem Rechtsformschlüssel)

<u>Rechtsform</u>	Betrachtung in Stück		Betrachtung wertmäßig	
	<u>Anzahl Betriebe</u> (jeweils in tausend Stück)	<u>Netto-Umsatz</u> (in Mrd. Euro)	<u>Durchschnittsumsatz</u> (jeweils in Mio. Euro)	
e.K. (und sonstige Gewerbetreibende)	1.926,5	622,2	0,3	
OHG (inkl. GbR)	209,0	129,8	0,6	
zzgl. AG/GmbH+CoOHG	0,4	32,9	82,3	
KG	13,8	122,4	8,9	
zzgl. GmbH+CoKG	146,9	1.156,7	7,9	
zzgl. AG+CoKG	0,3	91,5	332,7	
GmbH	552,3	2.627,1	4,8	
zzgl. UG (haftungsbeschr.)	43,4	9,9	0,2	
AG	7,4	841,1	113,7	
zzgl. SE (+KGaA)	0,4	256,6	612,4	
e.G.	5,3	71,3	13,5	

ohne Sonstiges (z.B. Stiftungen, Körperschaften, Vermögensmassen, Vv.a.G.)

Tab. 1.1: Rechtsformen nach Anzahl und Umsatz Ende 2020 (Quelle: Statistisches Bundesamt)

Innengesellschaft

Die Firmen, die eine der genannten Rechtsformen aufweisen, stehen im Handelsregister. Sie treten nach „außen“ unter ihrer Firma mit Rechtsform auf. Es gibt daneben jedoch zahlreiche „Innengesellschaften“, die nicht im HR eingetragen sind. Für die Bau- und Immobilienwirtschaft ist die stille Gesellschaft sehr bedeutsam. Eine GmbH (oder auch jede andere Gesellschaft), die keine weite-

ren Gesellschafter mit allen Rechten und Pflichten aufnehmen möchte, kann als weitere Gesellschafter einen oder mehrere stille Gesellschafter aufnehmen. Ein sehr bekanntes Beispiel bildete die Commerzbank AG oder die Lufthansa AG, die durch eine staatliche stille Einlage die Rechtsform „AG (und stille)“ trugen, wobei „(und stille)“ eben gerade nicht im HR eingetragen war.

Public, Private und Rechtsformen: Überblick

Eigen- und Fremdkapital können entweder (nur) zwischen zwei (oder wenigen) Parteien vertraglich vereinbart und ausgetauscht werden (sozusagen private), oder über (Börsen-)Plattformen in standardisierter Form einem breiten Publikum angeboten und von diesem nachgefragt werden. Über eine derartige (quasi öffentliche) Plattform wird es dann öffentlich gehandelt. Damit ist es für jeden Interessenten transparent und nicht mehr privat.

Dies zeigt die folgende Übersicht der Abbildung 1.3 am Beispiel des Eigenkapitals:

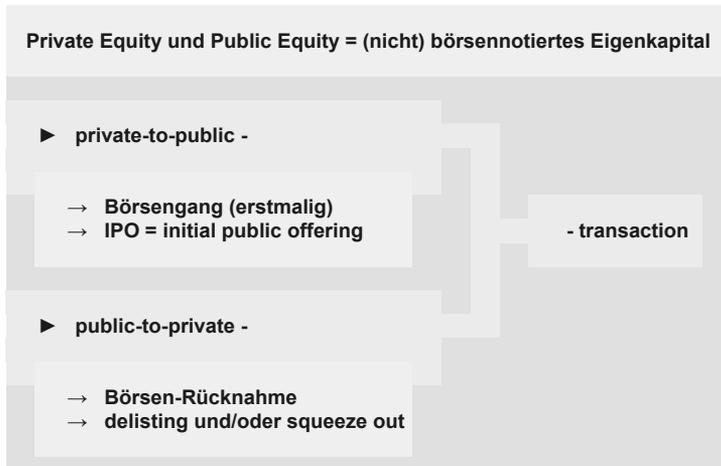


Abb. 1.3: Private und Public Equity

Nichts ist so öffentlich wie die Börse, heißt es. Wie man sieht, können sich Public- und Private-Instrumente durch den Gang in die Öffentlichkeit, sprich durch (neue) Börsennotierung, oder durch den Rückzug aus der Öffentlichkeit, sprich durch Börsen-Rücknahme, immer wieder ändern. Der Rückzug von der Börse oder von einem Börsensegment (das Delisting oder Downlisting) beinhaltet zuerst einmal nur eine geringere Transparenz und eine weniger liquide Handelsmöglichkeit, nämlich außerhalb einer Börse. Es ist dabei vom Ausschluss von verbliebenen Minderheitsaktionären (das Squeeze-Out) strikt zu unterscheiden. Ein Ausschluss gegen angemessene Abfindung ist grundsätzlich (erst) dann möglich, wenn die Minderheitsaktionäre weniger als 5 % des Grundkapitals halten.

Squeeze Out und Immobilienaktien

Der Ausschluss von Minderheitsaktionären ist im AktG unter den §§ 327a ff. geregelt. Die Übertragung von Aktien auf den Hauptaktionär erfolgt grundsätzlich gegen eine angemessene Barabfindung. Stets sind die Minderheitsaktionäre mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses aus der Gesellschaft ausgeschieden. Ihre Aktien gehen dabei kraft Gesetzes auf den Hauptaktionär über. Nach der Jahrtausendwende sind Immobilien Aktiengesellschaften immer wieder durch Squeeze-Out vom Kurszettel verschwunden. Zumindest in Fachkreisen bekanntere Namen sind bzw. waren beispielsweise die Bayerische Immobilien AG, MG Vermögensverwaltungs-AG, Harpen AG, Tempelhofer Feld AG oder die RSE Grundbesitz und Beteiligungs-AG. Andere Beispiele außerhalb der Immobilienwirtschaft können aus der Kreditwirtschaft genannt werden, wobei hier die Vereins- und Westbank AG oder die Landesbank Berlin AG (damals als ehemalige Bankgesellschaft Berlin AG) nur exemplarisch genannt werden sollen.

1.2.3 Private Equity und Real Estate Private Equity

Private Equity (PE)

Beim PE geht es um außerbörslich gehandeltes Eigenkapital. EK ist hierbei üblicherweise in einem wirtschaftlichen Sinn zu verstehen, was demnach das weite Gebiet der Mezzanine-Kapitalinstrumente mit umfasst. Diese Abgrenzung ist sinnvoll, weil es regelmäßig darum geht, Nachrangkapital in der Bilanz auszuweisen, um Vorrangkapital, insbesondere Bankkredite, mit einer stärkeren wirtschaftlichen Haftungsbasis durch das Nachrangkapital auszustatten. Die Quellen für dieses weit definierte PE liegen zuerst einmal im Bereich der FFFF, hierunter werden, etwas despektierlich, Family, Friends, Fans and Fools verstanden. Natürlich haben sich seit mehreren Jahrzehnten daneben vielerlei Profis, insbesondere Kapitalsammelstellen aller Art, ebenfalls im Bereich der PE-Investments etabliert.

Ein Going public oder ein Going private ist mit EK-, FK- und den Mezzanine-Instrumenten gleichermaßen möglich, sofern diese Instrumente börsenfähig sind. Statt Eigenkapital wird oft von Equity gesprochen. Dies gilt genauso für die Bezeichnung des Fremdkapitals als Debt oder eben für Hybridkapital mit der gängigen Bezeichnung als Mezzanine. Die Abbildung 1.4 liefert einen Überblick zu dieser gedanklichen Strukturierung.

Real Estate Private Equity (REPE)

Für die Eigenkapitalfinanzierung von Immobilien-Investitionen wird regelmäßig der Begriff Real Estate Private Equity (REPE) benutzt. Dies ist keine besondere Kategorie des Eigenkapitals, sondern der Begriff beschreibt lediglich die investive Verwendung dieses Eigenkapitals. Bei REPE handelt es sich demnach um nicht an Börsen gehandeltes Beteiligungskapital für immobilienwirtschaftliche Unternehmen bzw. Unternehmungen und Projekte. In der Praxis der REPE-Pro-

Immobilien-Investitionen können sich aus einer Vielzahl unterschiedlicher Finanzierungsquellen speisen.

= Abhängig von der konkreten Ausgestaltung der Finanzierungsinstrumente sind verschiedene Zuordnungsformen möglich (z.B. (außer-)börsliches Genusskapital)

Differenzierung...	private	public
Equity	Kommanditkapital Privatplatzierung (Club-Deal) Direktanlagen in Immobilien (...)	Aktienkapital i. w. S. Offene Immobilienfonds Real Estate Investment Trust (...)
Mezzanine	Gesellschafterdarlehen stille Beteiligung (a/typisch) Darlehen mit Equity-Kicker (...)	Genussrechtskapital Wandelanleihen Optionsanleihen (...)
Debt	Bankkredite (i.w.S.) Realkredite Schuldscheindarlehen (SSD) (...)	Anleihenfinanzierung ABS-Transaktionen Internet-Kreditplattformen (...)

Abb. 1.4: Equity, Mezzanine, Debt: Private und Public

jekte speist sich das Kapital aus Family Offices, wohlhabenden Privatpersonen über Private Placements und Club-Deals, sowie aus Institutionellen Anlegern (z.B. Banken, Versicherungen, Fonds, Pensionskassen) über Kreditfonds, Mezzanine-Fonds und Opportunity-Fonds. Dabei kommen verschiedene Arten von Investment-Vehikeln zum Einsatz. Zu nennen sind insbesondere Zweckgesellschaften (z.B. für Private Placements) und Publikums-KGen als AIF gemäß KAGB mit ihrem Kommanditisten-Zeichner-Kapital.

Investitionsansätze von PE-Gesellschaften: Geschäftsmodelle

Die aus der Informationsasymmetrie zwischen Unternehmens-Insidern und -Outsidern resultierende Intransparenz der Investitionsobjekte ist den potenziellen Zielunternehmen immanent. Das Lemon-Problem, also die saure Zitrone, auf die man beißen kann, wenn man mit dem Investment eine böse Überraschung erlebt, verdeutlicht diesen Umstand. Konsequenz ist ein tendenzieller Mangel an Beteiligungskapital, weshalb es sinnvoll ist, Profis aus Kapitalbeteiligungsgesellschaften (KBG) mit der Auswahl aus den Investitionsobjekten zu beauftragen. Eine indirekte risikoärmere Beteiligung an den Investitionsobjekten ist dann über die Vehikel möglich, die die KBG-Profis bereitstellen.

Die grundsätzliche Positionierung am Markt bedarf einer Investment-Story, die abhängig ist von Gesellschafterstruktur und Gesellschafterhintergrund, wobei bei den Gesellschaftern erwerbswirtschaftliche Interessen und/oder Gemeinwohlinteressen im Mittelpunkt stehen (z.B. Renditemotive und/oder Motive der Wirtschaftsförderung für eine Region). Im Rahmen der Wirtschaftsförderung ist

1. Fundamente und Finanzierungsbeziehungen

als Begriff für Gründerzentren der Incubator zu nennen, der neu gegründeten Unternehmen eine förderliche Infrastruktur und ein Kommunikationsumfeld bieten kann.

Es gibt bei allen denkbaren Investitionsansätzen kein richtig oder falsch bei einer solchen Investment Story. Es geht vielmehr darum, dass die jeweilige Story glaubhaft ist und ggf. durch einen sachlich und/oder persönlich positiven Track-Record der vorangegangenen Projekte bzw. der Key-Individuals unterlegt werden kann. Zusätzlich sind (private) Business-Angel zu nennen, die Investitionsansätze fördern können. Die Analogie der „zwei Flügel“ in der Bezeichnung (d.h. Kapital und Know-how; ggf. auch Kontakte) stellt bereits eine zutreffende Charakterisierung dar.

Damit ergeben sich ganz unterschiedliche Ansätze für Geschäftsmodelle, und aus dem jeweiligen Geschäftsmodell resultieren die verschiedenen Stories des Beteiligungserwerbs einer PE-Gesellschaft:

- Branchenfokussierung versus Breitenausrichtung, also Spezialisten versus Generalisten
- regional versus (inter-)national
- buy or make and sell or hold
- Unternehmensreife der Zielgesellschaft als Investitionsansatz
- Zielobjekte/-projekte von REPE: Core, Value Added, Opportunity (immobilien-spezifische Fokussierungen)

In der Bau- und Immobilienwirtschaft werden sowohl junge Unternehmen (z.B. Start-ups, Proptechs) als auch große und etablierte Unternehmen mit PE finanziert. Daneben wird PE intensiv in der Projektfinanzierung eingesetzt.

Kapitalbeteiligungsgesellschaften und Unternehmensreife

Kapitalbeteiligungsgesellschaften stellen nicht börsennotierten Unternehmen haftende Mittel, also Mezzanine und Eigenkapital, befristet zur Verfügung. Auf unternehmerischen Einfluss wird weitgehend verzichtet. Informations-, Kontroll- und Zustimmungsrechte werden in einem Beteiligungsvertrag festgelegt. Zu unterscheiden sind KBGen i.e.S. bzw. i.w.S. mit unterschiedlichen Beteiligungsansätzen:

- KBG i.e.S. für Kapitalbeteiligungen an eher etablierten Unternehmen als Zielgesellschaften der KBG
- Venture-Capital-Gesellschaften (VCG) bzw. Private Equity Gesellschaft (PEG) als KBG i.w.S. und VC verstanden als Frühphasenfinanzierung mit den grundsätzlichen Unterscheidungen als
 - seed fund finance Gründungsfinanzierung
 - early stage finance Frühphasenfinanzierung
 - growth finance Wachstumsfinanzierung

Zugegebenermaßen sind die Begriffe hier unscharf, und die Ausprägungen sind in der Praxis fließend. Eine grobe Orientierung kann jedoch anhand dieses idealtypischen Verlaufs des Wachstums- bzw. Lebenszyklus einer Unternehmung erfolgen.

REPE-Gesellschaften als Fonds-Konstruktionen

Fonds-Konstruktionen akquirieren Anlegerkapital für die Finanzierung und Investition von REPE-Gesellschaften. Durch derartige Fondsvehikel werden Anlageobjekte, also Immobilien, in Kapitalmarktprodukte, also in Fondsbeteiligungen, transformiert.

LBO, MBO, MBI

Beim Leveraged-Buyout erfolgt der Kauf des Investitionsgutes in einer Finanzierungsstruktur als Mix aus EK, Mezzanine und FK (LBO i.e.S.). In der Praxis werden unterschiedliche Leverage-Strategien kombiniert, was zu spezifischen Chancen-Risiko-Profilen führt. Ein Risikomanagement mit definierten Handlungskriterien soll Verlust-/Insolvenzgefahren minimieren. Der LBO besitzt zwei Ausprägungsformen:

- MBO: Der Management-Buyout ist eine LBO-Ausprägung, bei der ein bereits existierendes Management Gesellschaftsanteile im Rahmen eines LBO übernimmt.
- MBI: Beim Management-Buyin übernimmt hingegen ein externes (neues) Management die Gesellschaftsanteile durch einen LBO.

Mergers and Acquisitions

Beim M&A-Geschäft geht es darum, Synergieziele (i.w.S.) bezüglich Märkten, Produkten, Konkurrenten, Technologien usw. zu erreichen. Dies soll durch Fusion, also durch Verschmelzung zweier oder mehrerer Firmen, geschehen. Man unterscheidet je nach Ausmaß der Verständigung zwischen den zu fusionierenden Unternehmen zwischen dem „friendly (or hostile) takeover“. Demzufolge können M&A-Initiatoren als „corporate raider“ (oder häufig genannt Geschäfts-*pirat*, Heuschrecke, Unternehmensplünderer) oder als „white knight“ wahrgenommen werden. Es existiert eine Vielzahl von Strategien, um einen Merger zu forcieren oder aber bestmöglich zu verhindern oder zu verzögern. Üblich sind u.a. „poison pills“, die, verbunden mit einer Change-of-control-Klausel, Unternehmensübernahmen verteuern können, weil diese Klauseln aufgrund des Change-of-control dem bisherigen Management dann einen lukrativen Ausstieg ermöglichen.

Das Ausmaß an Einflussmöglichkeit bei einem Beteiligungserwerb ist an die entsprechenden gesetzlichen Grenzen gekoppelt, wie das Beispiel der aktienrechtlichen Regelung zeigt:

Beteiligung	90 % (95 %)	Squeeze-out-Grenze (die Grenze ist abhängig von der Art des Squeeze-out)
	75,1 %	qualifizierte (satzungsändernde) Mehrheit
	50,1 %	Mehrheitsbeteiligung
	25,1 %	Sperrminorität (dadurch Verhinderung einer satzungsändernden Mehrheit)
	bis <25 %	Minderheitsbeteiligung
	3 %–5 %	Begriff Streubesitz (verschiedene Definitionen zur konkreten Höhe)

1.2.4 Mezzanine-Instrumente

Grundgedanke

Die konkreten individuellen Präferenzen von Kapitalgebern und Kapitalnehmern werden nicht immer (oder besser gesagt: eher selten) durch den Austausch von lupenreinem Eigen- oder Fremdkapital befriedigt. Um trotzdem zusammen zu kommen, werden adäquate Risiko- und Ertragsstrukturen zwischen Kapitalgeber und Kapitalnehmer vertraglich ausgehandelt. Dies geschieht durch die individuell gestaltbaren mezzaninen Kapitalinstrumente. Diese Mezzanine-Kapitalinstrumente stehen irgendwo zwischen Eigen- und Fremdkapital.

1.2.4.1 Gestaltungsformen und Quellen

Die Abbildung 1.5 verdeutlicht den grundsätzlichen Zusammenhang. Das lupenreine EK bzw. FK bildet erkennbar (nur) die Eckpunkte eines stetigen Kontinuums an verschiedensten Ausgestaltungsmöglichkeiten.

Merkmale des Mezzanine-Kapital

Bei dem in der Praxis ungemein wichtigen Mezzanine-Kapital gilt nicht das „Entweder-Oder“ des Eigen- oder Fremdkapitals. Es gilt vielmehr ein „Sowohl-Als-auch“. Man kann beispielsweise als Kreditgeber neben dem festen gewinnunabhängigen Verzinsungsanspruch zusätzlich eine wie auch immer definierte Gewinnbeteiligung vereinbaren. Gleiches gilt für die Vereinbarung einer Zustimmungspflicht des Gläubigers vor gewissen Investitionen. Dies sind dann typische verhandelbare Vertragselemente, die irgendwo zwischen EK und FK liegen, aber eben nicht idealtypisch exakt bei EK oder FK liegen.

Am Beispiel des dem Fremdkapital näherem Debt Mezzanine können Übergänge und Gestaltungsformen in Abbildung 1.6 näher aufgezeigt werden:

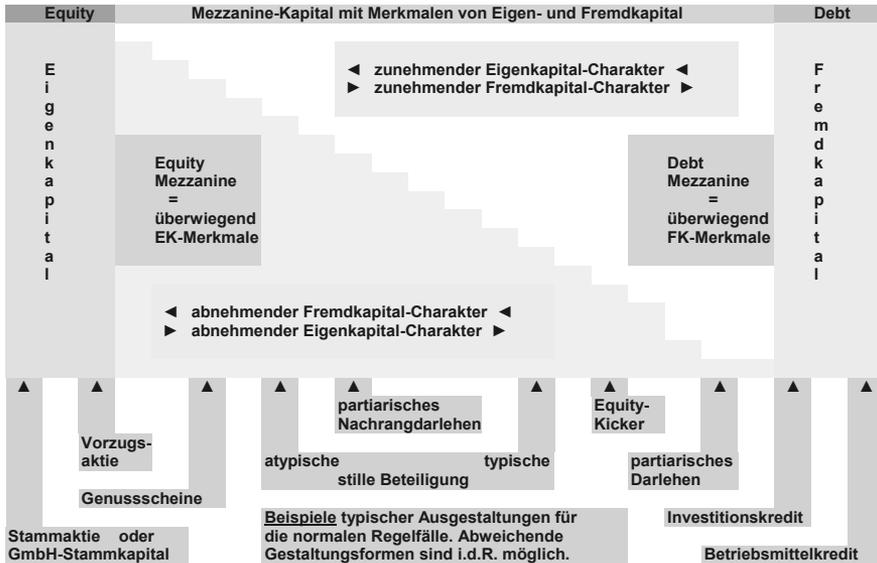


Abb. 1.5: Abstufungen: Eigenkapital, Mezzanine, Fremdkapital

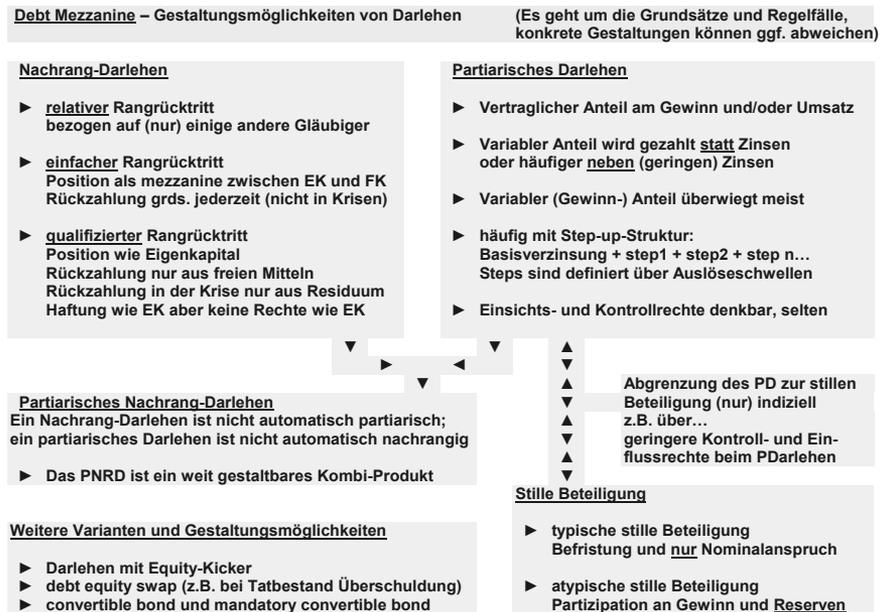


Abb. 1.6: Gestaltung des Debt Mezzanine

Gestaltbarkeit von Finanzinstrumenten

Investitionen und Finanzierungen können mit einer Vielzahl von Kapitalinstrumenten durchgeführt werden. Manche Instrumente sind (gesetzlich) streng geregelt, andere Instrumente sind vertraglich weitestgehend frei vereinbar zwischen den Parteien. Dies liegt daran, dass das deutsche Privatrecht zwar grundsätzlich dispositiver Natur, also gestaltbar, ist, dass in vielen Fällen jedoch aus Schutzgründen von dieser Gestaltbarkeit abgewichen wird. Bei derartigen Schutzgründen, die der Gesetzgeber privilegiert, darf der Anlegerschutz besonders hervorgehoben werden. Beispielsweise sind der Pfandbrief oder die Aktie klar gesetzlich geregelt, so dass jeder Investor genau weiß, was ihn erwartet. Genauso muss jeder, der sich mit Aktien oder Pfandbriefen finanzieren will, das liefern, was der Gesetzgeber verlangt.

Abbildung 1.7 zeigt diesen ganz grundsätzlichen Zusammenhang.

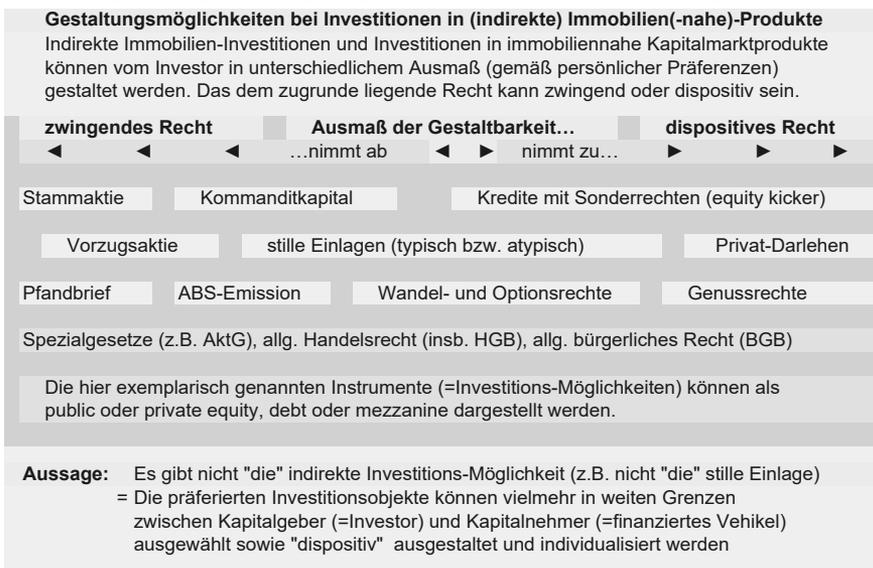


Abb. 1.7: Kapitalinstrumente: dispositives und zwingendes Recht

Vermögensanlagengesetz und Anlegerschutz

Trotz der Dispositionsfreiheit und der weitgehenden Gestaltbarkeit bei vielen Formen von Vermögensanlagen ist der Anleger einer Vermögensanlage nicht schutzlos. Das Gesetz über Vermögensanlagen (Vermögensanlagengesetz – VermAnlG) enthält durchaus wirksame Schutzvorschriften. Dabei geht es insbesondere um die Transparenz von Vermögensanlagen. Um diese Transparenz zu gewährleisten, ist grundsätzlich ein Prospekt, also eine detaillierte Darstellung der Vermögensanlage, erforderlich. Eine Befreiung von gewissen Vorschriften (insbesondere von der Prospektspflicht) gibt es hingegen nur in gesetzlich definierten Ausnahmefällen:

§ 1 Anwendungsbereich (= und damit die grundsätzlich gegebene Prospektspflicht)

Vermögensanlagen im Sinne dieses Gesetzes sind:

- keine Wertpapiere nach dem Wertpapierprospektgesetz
- Anteile, die eine Beteiligung am Ergebnis eines Unternehmens gewähren,
- Anteile an einem Vermögen, das der Emittent in eigenem Namen für fremde Rechnung hält
- Partiarische Darlehen
- Nachrangdarlehen
- Genussrechte
- Namensschuldverschreibungen
- sonstige Anlagen, die eine Verzinsung und Rückzahlung gewähren

§ 2 (1) Ausnahmen (= also Abweichungen vom Grundsatz des § 1)

- Von derselben Vermögensanlage werden nicht mehr als 20 Anteile angeboten.
- Wenn (...) der Preis jedes angebotenen Anteils einer Vermögensanlage im Sinne von § 1 Absatz 2 mindestens 200.000 Euro je Anleger beträgt.

Besonders dieser § 2 (1) hat in der Praxis der Immobilienprodukte am Kapitalmarkt große Bedeutung, weil hierdurch Privatplatzierungen bei einem kleinen Kreis von Investoren ermöglicht werden. Der Gesetzgeber geht davon aus, dass Anleger, die sich an derartigen (kleinen) Investment Clubs und/oder mit gewissen (hohen) Beträgen beteiligen (können), nicht schutzbedürftig sind, zumindest nicht zusätzlich zu den allgemein geltenden zivil- bzw. strafrechtlichen Vorschriften. Der außerdem existierende § 2 a VermAnlG mit seiner Befreiung für Schwarmfinanzierungen (das Crowdinvesting-Privileg) wird bei den Crowd-Investments besprochen.

Anlegerschutz und Anlegerinformation

Mezzanine-Kapitalinstrumente haben aufgrund ihrer Nachrangigkeit, der stark eingeschränkten Einflussrechte und der Intransparenz des geschäftlichen Verlaufs einer Mezzanine-Beteiligung erhebliche Risiken. Der Gesetzgeber fordert insoweit zwingend den Totalverlust-Hinweis, um potenzielle Investoren in plakativer Form zu warnen und um damit zu erhöhter Aufmerksamkeit aufzufordern. Dieser Totalverlust-Hinweis ist von einer grundsätzlichen gesetzlichen Natur und ist deshalb nicht automatisch mit tatsächlichen akut bestehenden Risiken gleichzusetzen. Außerdem ist ein Informationsblatt zu erstellen. Dieses VIB bildet einen Teil der je nach Kapitalinstrument erforderlichen KIID, volkstümlich besser bekannt als Beipackzettel für Kapitalanlageprodukte. Die Abbildung 1.8 strukturiert die unterschiedlichen Ausprägungen der KIIDs, die je nach Form der gegenständlichen Kapitalanlage verbindlich einzusetzen sind.

1. Fundamente und Finanzierungsbeziehungen

Anlegerschutz und Kapitalanlagen: Beratungsprotokoll und Beipackzettel	
Die <u>Geeignetheitserklärung</u> ersetzt das (alte) Beratungsprotokoll: Aussage (neu) <u>warum</u> geeignetes Produkt? Aussage seit 2018 als Suitability report mit der Pflicht zur <u>Aushändigung</u> an den Anleger <u>vor</u> Abschluss.	
Es gibt nicht <u>den</u> <u>Beipackzettel</u> bzw. nicht <u>das</u> KIID oder KID: <u>key investor information document</u> Für verschiedene Arten von Kapitalanlagen sind unterschiedliche KIID vorgesehen:	
WAI	= Wesentliche Anleger Informationen → nach KAGB §168 + §268 → Investmentvermögen: offene und geschlossene (AIF) Publikums-Fonds
VIB	= Vermögensanlagen Informations Blatt → für Produkte nach §1(2) VermAnlG → partiarische Darlehen, Nachrangdarlehen, Genussrechte, Produkte über Crowd-Plattformen
PIB	= Produkt Informations Blatt → Versicherungsverträge inkl. Altersvorsorgeverträge → nicht strukturierte Bankprodukte und Wertpapiere: Bankeinlagen, Schuldverschreibungen, Aktien
BIB	= Basis Informations Blatt → für PRIIP Anlagen: packaged retail and insurance based investment products (inkl. Unternehmen-ISV) → strukturierte Finanzprodukte (insb. Zertifikate), Lebensversicherungen (inkl. Fonds-/Index gebunden)
Anforderungen an die jeweiligen KIID:	Inhalte im jeweiligen KIID:
→ leichte Verständlichkeit	→ Anlageziele und Anlegergruppen
→ keine werblichen Aussagen	→ Kosteninformation
→ Grundsatz 2 Seiten (max. 3 Seiten)	→ historische performance
→ Risiko- bzw. Totalverlust-Hinweis	→ Ergebnis-Szenarien

Abb. 1.8: KIID-Transparenz durch Beipackzettel

Konkrete Informationen und Warnungen werden im VermAnlG gefordert:

§ 12 VermAnlG: Werbung für Vermögensanlagen

Die Werbung für Vermögensanlagen ist gemäß § 12 VermAnlG Absätze (2), (3) und (5) zwingend mit hervorgehobenen Warnhinweisen zu versehen. Diese Warnhinweise sollen deutlich auf die Vermögens- und Ertragsrisiken hinweisen sowie zur Produktklarheit bezüglich der Natur der jeweiligen Vermögensanlage beitragen. Aus diesem Grund sind die folgenden Angaben hervorzuheben bzw. zu berücksichtigen.

→ **Vermögensrisiko** nach § 12 (2):

Der Erwerb dieser Vermögensanlage ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann zum vollständigen Verlust des eingesetzten Vermögens führen. Dies wird ebenfalls für das Informationsblatt gemäß § 13 ausdrücklich im Wortlaut vorgeschrieben.

→ **Ertragsrisiko** nach § 12 (3):

Der in Aussicht gestellte Ertrag ist nicht gewährleistet und kann auch niedriger ausfallen.

→ **Produktklarheit** nach § 12 (5):

Es darf weder der Begriff Fonds noch ein Begriff, der diesen Begriff enthält, verwendet werden, um die Vermögensanlage zu beschreiben.

Sofern darüber hinaus bei Schwarmfinanzierungen das Crowdprivileg Anwendung findet, ist auf die fehlende Prospektspflicht hinzuweisen. Die rechtliche Basis ist konkret zu benennen, was im Wortlaut sinngemäß bedeutet: Diese Vermögens-

anlage ist (z.B.) gemäß § 2 Abs. 1 Nr. 3 lit. b) VermAnlG (o.a.) von der Prospektspflicht befreit.

§ 13 VermAnlG: Vermögensanlagen-Informationsblatt (VIB)

Besonders ist darauf hinzuweisen, dass das VIB erst nach Gestattung durch die Bundesanstalt veröffentlicht werden darf. Zwingend ist der im Wortlaut des VIB vorgeschriebene Text:

→ Der Erwerb dieser Vermögensanlage ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann zum vollständigen Verlust des eingesetzten Vermögens führen.

Dieser Text ist drucktechnisch hervorzuheben und auf der ersten Seite, dort unmittelbar unterhalb der ersten Überschrift, zu positionieren. Damit kann der Totalverlusthinweis nicht im sonstigen Text quasi untergehen, zumal das gesamte VIB nicht mehr als drei DIN-A4-Seiten umfassen darf. Alle Vorschriften ändern jedoch einzeln und in ihrer Summe nichts daran, dass derartige Hinweise zuerst gelesen und dann vor allem gewürdigt und bewertet werden müssen.

1.2.4.2 Mezzanine-Kapital: Praktische Anwendung

Grundgedanke

Entsprechen die Chancen meines Investments meinen übernommenen Risiken? Diese elementare Fragestellung zielt darauf ab, das passende Risiko-Profil für die jeweilige Risiko-Affinität eines Investors (bzw. einer Investorengruppe) an den Markt zu bringen. Dabei helfen die fast unbegrenzt modellierbaren Gestaltungsformen des Mezzanine-Kapitals. Im Bereich der mittelständischen, also eher kleinteiligen Immobilienwirtschaft sind hier die Off-Market-Transaktionen als Club-Deal unter Nutzung der natürlichen Markt-Ineffizienzen durch eine Privatplatzierung zu nennen. Aufgrund persönlicher Kontakte kann Investorenkapital hier sehr individuell eingeworben werden. Der Begriff „Family and Friends“ kommt nicht von ungefähr.

Einige ausgewählte mezzanine Kapitalinstrumente sollen daher näher betrachtet werden. Der Schwerpunkt liegt auf den wenigen gängigen Instrumenten mit hoher praktischer Bedeutung in der Bau- und Immobilienwirtschaft.

1.2.4.3 Stille Beteiligungen

Grundgedanke

Mitunter wollen weder Investoren noch Firmeninhaber, dass eine Beteiligung mit wirtschaftlichem Eigenkapital nach außen erkennbar wird. Investoren suchen Anonymität, Firmeninhaber möchten nicht, dass außerhalb der Firma über eventuell mitbestimmende Partner diskutiert wird. Hier bietet sich die stille Beteiligung innerhalb einer Innengesellschaft an.

Wesen der stillen Beteiligung

Das Handelsgesetzbuch regelt die stille Beteiligung in § 230 HGB (ff.):

- (1) Wer sich als stiller Gesellschafter an dem Handelsgewerbe, das ein anderer betreibt, mit einer Vermögenseinlage beteiligt, hat die Einlage so zu leisten, dass sie in das Vermögen des Inhabers des Handelsgeschäfts übergeht.
- (2) Der Inhaber wird aus den in dem Betrieb geschlossenen Geschäften allein berechtigt und verpflichtet.

Die stille Beteiligung ist folglich still, weil sie nicht im Handelsregister eingetragen wird. Das bedeutet nicht, dass die stille Beteiligung auch geheim ist: Oft weiß das Publikum um die Existenz einer stillen Beteiligung, das beste Beispiel war die Staatsbeteiligung an der Commerzbank AG. Die Rechtsform lautet daher eigentlich AG und Stille – was aber eben nicht im Handelsregister eingetragen wird.

Errichtung der stillen Gesellschaft: vertragliche Grundlagen

Ein frei verhandelbarer Vertrag über die Errichtung einer stillen Gesellschaft sollte die folgenden Regelungskreise beinhalten, um die Vertragsparteien über die gegenseitigen Rechte und Pflichten aufzuklären und – besonders im Streitfall – zu verpflichten. Eine solche stille Gesellschaft kann beispielsweise die Projektgesellschaft bei einer Projektentwicklung betreffen.

(Beispiel)

- 1 – Begründung der stillen Gesellschaft
- 2 – Dauer der stillen Gesellschaft, Geschäftsjahr
- 3 – Einlage
- 4 – Geschäftsführung
- 5 – Konten der stillen Gesellschafterin
- 6 – Jahresabschluss
- 7 – Gewinn- und Verlustbeteiligung
- 8 – Entnahmen
- 9 – Informations- und Kontrollrechte der stillen Gesellschafterin
- 10 – Übertragung der stillen Beteiligung, Nießbrauch
- 11 – Kündigung
- 12 – Auseinandersetzung
- 13 – Schriftform
- 14 – Salvatorische Klausel

Dieses Beispiel kann praktisch wie folgt formuliert und ausgefüllt werden:

Vertrag

über die Errichtung einer stillen Gesellschaft

zwischen (a) Gesellschaft (Name/Firma)

und (b) stille Gesellschafterin (Name/Firma)

1 – Begründung der stillen Gesellschaft

z.B. Die Gesellschaft betreibt ein Unternehmen, dessen Gegenstand der Erwerb von Grundstücken und grundstücksgleichen Rechten, deren Verwaltung, Vermietung und Verwertung sind.

An diesem Handelsgewerbe beteiligt sich die stille Gesellschafterin nach Maßgabe der folgenden Bestimmungen.

2 – Dauer der stillen Gesellschaft, Geschäftsjahr

z.B. Die stille Gesellschaft wird auf unbestimmte Zeit geschlossen.

Das Geschäftsjahr entspricht dem der Gesellschaft.

3 – Einlage

z.B. Die stille Gesellschafterin leistet eine Einlage von (Betrag und Fälligkeit).

4 – Geschäftsführung

z.B. Die Geschäftsführung steht allein der Gesellschaft zu.

Die Gesellschaft darf jedoch (Nennung einzelner Zustimmungserfordernisse) nur mit Einwilligung der stillen Gesellschafterin vornehmen.

5 – Konten der stillen Gesellschafterin

z.B. Für die stille Gesellschafterin werden bei der Gesellschaft Einlagenkonto, Privatkonto und Verlustkonto geführt. (Angaben zur Durchführung der Einlagen-, Gewinn-, Verlust- Verbuchung).

6 – Jahresabschluss

z.B. Die Gesellschaft hat (Frist) ihren Jahresabschluss zu erstellen und der stillen Gesellschafterin eine Abschrift zu übermitteln (ggf. Widerspruchsfrist). Werden (steuerliche Außenprüfung) andere Ansätze für die Handelsbilanz verbindlich, so sind diese auch für die stille Gesellschafterin maßgeblich.

7 – Gewinn- und Verlustbeteiligung

z.B. Die stille Gesellschafterin ist am Gewinn der Gesellschaft beteiligt (Regelungen zur Gewinngutschrift und Gewinnentnahme).

Die Beteiligung am Verlust ist auf die Höhe der Einlage der stillen Gesellschafterin begrenzt (Regelungen zur Verlustbeteiligung, Verlustkonto, Wiederauffüllung Verlustkonto und spätere Gewinne)

8 – Entnahmen

z.B. Die stille Gesellschafterin ist jederzeit berechtigt, Entnahmen zu Lasten des Guthabens auf ihrem Privatkonto zu tätigen (z.B. Fristen, Termine, Abschläge, vorherige Ankündigung).

Die Gesellschaft kann Auszahlungen ablehnen, soweit die Liquiditätslage der Gesellschaft dies erforderlich macht

1. Fundamente und Finanzierungsbeziehungen

9 – Informations- und Kontrollrechte der stillen Gesellschafterin

z.B. Der stillen Gesellschafterin stehen Informations- und Kontrollrechte zu (z.B. Umfang nach § 716 BGB, ggf. Zustimmungserfordernisse, Reporting und Periodizität, Beendigung der Gesellschaft, Überprüfung des Auseinandersetzungsguthabens, die stille Gesellschafterin ist berechtigt, einen Wirtschaftsprüfer hierzu einzusetzen).

10 – Übertragung der stillen Beteiligung, Nießbrauch

z.B. Die stille Gesellschafterin ist (ggf. mit Zustimmung der Gesellschaft) berechtigt, ihre Beteiligung zu übertragen.

11 – Kündigung

z.B. Die stille Gesellschaft kann von den Vertragsparteien mit einer Frist von (Nennung) zum jeweiligen Ende des (Nennung), von der stillen Gesellschafterin jedoch erstmals zum (Nennung) gekündigt werden. (ggf. weitere Gründe/Fristen/Formen, wichtige Gründe).

12 – Auseinandersetzung

z.B. Bei Beendigung der Gesellschaft steht der stillen Gesellschafterin eine Abfindung zu (Berechnung, Fälligkeit).

Die stille Gesellschafterin ist weder an den stillen Reserven noch am Geschäftswert beteiligt. Am Ergebnis schwebender Geschäfte, die nicht bilanzierungspflichtig sind, nimmt die stille Gesellschafterin nicht teil.

13 – Schriftform

z.B. Nebenabreden wurden nicht getroffen. Alle Änderungen dieses Vertrags bedürfen für ihr Wirksamwerden der Schriftform. (ggf. Ergänzung salvatorische Klausel)

Der still Beteiligte hat nach dem gesetzlichen Leitbild tatsächlich still zu sein, er hat also geringe Einflussrechte. Über dieses Risiko sollte man sich bewusst sein. Es gilt deshalb der alte gesellschaftsrechtliche Grundsatz, dass man sich bei der Abfassung von Gesellschaftsverträgen besonders über die Dinge Gedanken machen sollte, von denen man hofft, dass sie niemals eintreten werden.

Ausprägungsformen: typisch und atypisch

Stille Beteiligungen gibt es in zwei grundsätzlichen Ausprägungen, wobei in der Praxis Mischformen zwischen beiden Ausprägungen möglich und üblich sind:

→ Die typische stille Beteiligung

bezieht sich nur auf einen Nominalkapitalanspruch. Man tätigt beispielsweise eine Einlage über 500.000 Euro, man erhält diese über die Laufzeit (hoch) verzinst, und man bekommt am Laufzeitende die 500.000 Euro zurück – sofern das Unternehmen überlebt hat und man eben nicht mit der getätigten stillen Einlage haften muss.

→ Die atypische stille Beteiligung

erlaubt eine Partizipation an den über die Laufzeit gebildeten stillen Reserven. Man tätigt beispielsweise eine Einlage über 500.000 Euro, erhält diese über die Laufzeit (hoch, weniger hoch oder niedrig) verzinst, und man bekommt am Ende der Laufzeit nicht nur die 500.000 Euro zurück, sondern auch einen Anteil am gestiegenen inneren Wert des Unternehmens (sofern das Unternehmen überlebt hat und seinen inneren Wert über die Ansammlung von Reserven steigern konnte). Dies kann insbesondere bei innovativen und wachstumsstarken Unternehmen äußerst attraktiv sein (man denke dabei sinngemäß an SAP, Microsoft, Amazon, Apple oder Google).

1.2.4.4 Nachrangdarlehen

Für das Nachrangdarlehen sind analoge Bezeichnungen wie Junior-Debt oder Subordinated-Loan ebenfalls üblich.

Grundgedanke

Viele Immobilienprojekte leiden unter einem Mangel an Eigenkapital. Die Beschaffung von Eigenkapital erzeugt aber aus Sicht der Projekt-Initiatoren Informations- und Mitbestimmungsrechte bei den neuen Eigenkapitalgebern. Diese Rechtsfolgen möchte man häufig vermeiden. Dies ist möglich, wenn Nachrangmittel aufgenommen werden, die aus Bankensicht haften, die jedoch aus Eigentümersicht keine oder nur sehr beschränkte Mitspracherechte aufweisen.

Rangklassen und Haftung

Im Insolvenzfall werden die Gläubiger vor den Eigentümern befriedigt. Dies sind zwei sozusagen unterschiedliche Rangklassen und somit auch unterschiedliche Haftungsklassen bei einer Insolvenz. Innerhalb des Fremdkapitals sind weitere gestufte Rangklassen denkbar, nämlich dass gewisse Gläubiger vor den Eigentümern aber erst nach anderen Gläubigern befriedigt werden. Ein Gläubiger kann also aus Sicht der anderen Gläubiger einen Nachrang einnehmen, was den vorrangigen Gläubigern einen höheren Sicherheitspuffer zur Verfügung stellt. Diese nachrangigen Gläubiger werden für ihre Bereitschaft, ein höheres Risiko zu übernehmen, mit einem höheren Verzinsungsanspruch belohnt. Die konkrete Ausgestaltung des Nachrangs wird vertraglich geregelt, weil es *den* typischen Nachrang nicht gibt.

Gestaltungsformen bei Nachrang-Darlehen

Das Zurücktreten in eine Nachrangposition bedeutet, dass andere Anspruchsrechte vorrangig befriedigt werden, was natürlich besonders im Krisenfall bedeutsam ist. Eine Nachrangposition kann unterschiedlich ausgestaltet werden. Übliche Gestaltungsformen bei Nachrang-Darlehen können folgendermaßen aussehen:

1. Fundamente und Finanzierungsbeziehungen

→ Relativer Nachrang

Der relative Nachrang kann zwischen mehreren Gläubigern vereinbart werden. Er entfaltet keine Wirkung gegenüber den nicht an einer derartigen Vereinbarung teilnehmenden anderen Gläubigern. Außerhalb einer Insolvenz kann die gegenständliche Forderung bei Fälligkeit fristgerecht zurückgezahlt werden.

→ Einfacher Nachrang

Hier wird im Rang hinter alle anderen Gläubiger zurückgetreten. Außerhalb einer Insolvenz kann die Forderung jedoch bei Fälligkeit fristgerecht zurückgezahlt werden. Im Falle der Insolvenz führt der Nachrang zur Befriedigung erst nach allen anderen Gläubigern jedoch vor dem Eigenkapital.

→ Qualifizierter Nachrang

Bei drohender Zahlungsunfähigkeit oder Überschuldung kann die Forderung auch außerhalb eines Insolvenz-Szenarios nicht zurückgefordert werden. Im Insolvenz-Szenario selbst wird die Forderung erst zusammen mit dem Eigenkapital befriedigt. Dadurch ist die Forderung vor und während der Insolvenz faktisch dem Eigenkapital gleichgestellt. Wohlgemerkt: Gleichgestellt nur bezüglich der Haftung und keineswegs bezüglich der Einflussmöglichkeiten.

Der qualifizierte Nachrang besitzt bei mezzaninen Instrumenten eine überragende Bedeutung. Um den qualifizierter Nachrang ebenso deutlich wie rechtsicher zu vereinbaren, sind Formulierungen üblich, die sinngemäß wie im Beispiel lauten:

Der Darlehensgeber tritt mit seinen Forderungen auf Tilgung und Zinszahlung aus diesem Darlehensvertrag über die Nachrangforderungen gemäß dem § 19 Abs. 2 S. 2 InsO und dem § 39 Abs. 2 InsO im Rang hinter alle anderen Gläubiger des Darlehensnehmers, die keinen Rangrücktritt erklärt haben und daher nach § 39 Abs. 1 InsO befriedigt werden, zurück. Dies gilt für alle gegenwärtigen und zukünftigen anderen Gläubiger, mit Ausnahme gegenüber anderen Rangrücktrittsgläubigern. Tilgung und Zinszahlungen haben nur im Rang des § 39 Abs. 2 InsO zu erfolgen, wenn der Darlehensnehmer dazu aus zukünftigen Gewinnen, aus einem Liquidationsüberschuss oder aus anderem freien Vermögen in der Lage ist. Der Darlehensgeber verpflichtet sich, alle Nachrangforderungen solange und soweit nicht geltend zu machen, wie die teilweise oder vollständige Befriedigung dieser Nachrangforderungen zu einer Zahlungsunfähigkeit i. S. d. § 17 InsO und/oder einer Überschuldung der Darlehensnehmerin i. S. d. § 19 InsO führen würde. Auf die Forderungen auf Tilgung und Verzinsung aus diesem Darlehensvertrag wird unabhängig von vorstehender Regelung nicht verzichtet.

Partiarische Darlehen

Diese regelmäßig (aber nicht zwingend) nachrangigen und gleichzeitig gewinnabhängigen Darlehen sind meistens (aber nicht zwingend) mit einer geringen Grundverzinsung ausgestattet. Zusätzlich existiert allerdings im Rahmen einer Step-up-Struktur ein Gewinnanspruch (besser: ein erhöhter Verzinsungsanspruch), der bei Erreichung vertraglich definierter Gewinnschwellen eine hö-

here Verzinsung ergibt. Werden beispielsweise drei vereinbarte Gewinnziele in unterschiedlichen Höhen alle erreicht, so ergibt sich ein Zins in Höhe von: Grundverzinsung + Gewinnziel1 + Gewinnziel2 + Gewinnziel3 = Gesamtverzinsung des Jahres (also z. B. $6+2+2+2=12\%$).

Equity-Kicker

Denkbar ist auch ein Equity-Kicker, bei dem als Rendite kein (oder nur wenig) Geld gezahlt wird. Stattdessen werden als Renditeersatz Unternehmensanteile – mit der Chance auf Wertsteigerung – ausgegeben bzw. übertragen.

Debt Equity Swap

Die (Nachrang-)Darlehen (Debt) können freiwillig oder müssen unfreiwillig in Eigenkapital (Equity) umgetauscht (Swap) werden. Ein Kreditgeber kann sich die Option einräumen lassen, seinen Kredit in EK zu wandeln, beispielsweise dann, wenn dem FK-Investor die Wachstumschancen des/das kreditnehmende/n Unternehmens attraktiv erscheinen. Ein faktischer Zwang zum Umtausch kann andererseits dann bestehen, wenn das kreditnehmende Unternehmen wegen drohender Überschuldung Insolvenz anmelden müsste und es für Gläubiger somit nur die Insolvenzquote gäbe. Ein Debt-Equity-Swap eröffnet dann die Chance, von einem erhofften Turnaround als neuer Miteigentümer zu profitieren, wenn sich das Unternehmen zukünftig erholen sollte.

1.2.4.5 Genussrechte

Grundgedanke

Genussrechte sind ebenfalls mezzanine Kapitalinstrumente; sie beinhalten als hybrides Kapital Elemente von Eigenkapital und Fremdkapital. Die EK-Komponente besteht meistens in Form einer vertraglich definierten Gewinnbeteiligung, die FK-Komponente besteht in der definierten Laufzeit und in einer Rückzahlungspflicht.

Genussbegriff

Der Begriff „Genuss“ bedarf der Konkretisierung denkmöglicher Genüsse: Regelmäßig ist das ein Ertragsanspruch (dieser ist gekoppelt an einen Gewinnbegriff, z. B. an den Bilanzgewinn) und/oder ein Anteil am Liquidationserlös (Hinweis: dann steuerlich kein Abzug von Betriebskosten). Denkbar sind auch Optionsrechte über Options-Genussscheine (Hinweis: Dies bedarf der Schaffung eines bedingten Kapitals; eine Kapitalerhöhung ist somit erforderlich). Zu beachten ist aber, dass keine mitgliedschaftlichen Rechte – also keine Stimmrechte – durch den Genussschein verbrieft werden dürfen. Aktionäre sollen dadurch vor einer Verwässerung ihrer Eigentümerrechte geschützt werden.

Genussscheine

Genussscheine, also als Wertpapier verbriefte Genussrechte, werden oft an der Börse gehandelt. Es besteht aber die Möglichkeit eines Private Placements, wobei die Genussscheine nur bei wenigen größeren Investoren in entsprechender Mindeststückelung platziert werden. Genussscheine sind grundsätzlich fungibel durch eine Verbriefung. Dies beinhaltet eine Übertragbarkeit, beispielsweise durch den Börsenhandel (notabene: Es gibt wohl keine zwei Genussschein-Emissionen, die vollständig identisch sind). Genussscheine sind beliebt, um EK-Lücken zu schließen. Sie richten sich an erfahrene, risikobewusste Investoren. Genussscheine einer AG bedürfen der Zustimmung der Hauptversammlung, damit keine Gewinnansprüche der Aktionäre durch die Genussschein-Inhaber verwässert werden.

Ausgestaltungsformen

Praktische Ausprägungsmöglichkeiten von Genussrechten sehen wie folgt aus:

- Nachrangabrede
Rückzahlung im Fall von Insolvenz/Liquidation erst nach den Forderungen (anderer) Gläubiger
- Verlustbeteiligung
(Hinweis: praktisches Abgrenzungskriterium zum partiarischen Darlehen)
Diese Verlustbeteiligung besteht quotal mit einem möglichen vertraglichen Wieder-Auffüllungs-Anspruch in Folgejahren bei späteren Gewinnen
- Gewinnabhängigkeit
 - reine Gewinnabhängigkeit oder (geringe Mindest-)Verzinsung und ggf. weiterer Gewinnanteil nach Feststellung Jahresabschluss
 - mögliche Nachholung von in Verlustjahren ausgefallenen Ertragsansprüchen in Folgejahren bei späteren Gewinnen
- Laufzeit und/oder Kündigungsrecht
feste (lange) Laufzeit und/oder (langer) Verzicht auf das Kündigungsrecht (des Gläubigers also des Inhabers der Genussrechte)

Genussrechte: Gesetzliche Regelung

Genussscheine sind kein neues Instrument. Eine gesetzliche Regelung findet sich im AktG § 221 (Zitat nicht wörtlich, hier erfolgt eine Zusammenfassung des Gesetzestextes für Genussrechte):

Schuldverschreibungen und Genussrechte, bei denen Rechte der Gläubiger mit Gewinnanteilen von Aktionären in Verbindung gebracht werden, dürfen nur auf Grund eines Beschlusses der Hauptversammlung ausgegeben werden. Dieser HV-Beschluss bedarf einer 3/4-Mehrheit. Auf Genussrechte haben die Aktionäre ein Bezugsrecht.

Außerhalb dieser strengen und nur an die AG gerichteten Vorschriften können Genussrechte eingesetzt werden, um für risikobewusste Investoren maßge-