

Hochschule Merseburg (FH)
University of Applied Sciences



Masterarbeit

zur Erlangung des Grades Master of Arts (M.A.)

**Vermietete Wohnimmobilien als Investment für Privatanleger –
Optimierung von klassischen Finanzierungen unter
Berücksichtigung der persönlichen Steuerlast**

vorgelegt bei

Prof. Dr. sc. oec. Barbara Streit

Zweitprüfer: Dr. rer. pol. Petra Sandner

eingereicht von:

Benjamin Ebert
Herweghstr. 10
06217 Merseburg

Matrikel: Master Taxation 2013

Kennnummer: 17917

Abgabe: 7. Dezember 2015

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	II
Abbildungs- und Tabellenverzeichnis	V
Abkürzungsverzeichnis	VI
1 Einleitung.....	1
1.1 Problemstellung.....	1
1.1 Untersuchungsgang und Zielformulierung.....	2
2 Immobilien als Kapitalanlage.....	3
2.1 Eigennutzung	3
2.2 Fremdvermietung	5
2.2.1 Direktinvestition.....	8
2.2.2 Offene und geschlossene Immobilienfonds	9
2.2.3 Real-Estate-Investment-Trust	10
3 Kapitalstrukturüberlegungen.....	12
3.1 Finanzierung aus Eigenkapital und Eigenleistung	13
3.2 Finanzierung aus Fremdkapital	14
3.3 Mezzanine Kapital	15
4 Fremdfinanzierungsbausteine im Vergleich.....	18
4.1 Kongruenz zwischen Nutzungsdauer und Finanzierung.....	18
4.1.1 Zusammenhang zwischen Abschreibung und Tilgung.....	18
4.1.2 Abschreibung und Kapitalkosten unter steuerlichen Aspekten	19
4.1.3 wirtschaftliche und steuerliche Nutzungsdauer	21
4.1.4 Laufzeiten von Immobilienfinanzierungen.....	22
4.2 Klassische Instrumente der Erstfinanzierung	23
4.2.1 Annuitätendarlehen.....	24
4.2.2 Tilgungsdarlehen	25
4.2.3 Endfällige Darlehen.....	26

4.2.4	Staatliche Förderung als Mezzanine Kapital.....	27
4.3	Alternative Finanzierungsformen.....	28
4.3.1	Stille Beteiligungen und Gesellschafterdarlehen.....	28
4.3.2	Schuldverschreibungen und Hypothekenanleihen.....	30
4.3.3	Immobilienleasing	31
4.3.4	Real-Estate-Private-Equity.....	32
4.4	Einbezug und Ausgestaltung der Anschlussfinanzierung.....	32
4.4.1	Ansparpotential.....	32
4.4.2	Guthabenverzinsung.....	33
4.4.3	Nachsteuerliche Betrachtung.....	34
4.4.4	Finanzierungsformen zur Anschlussfinanzierung.....	36
4.4.4.1	Bausparverträge.....	36
4.4.4.2	Lebensversicherungen	37
4.4.4.3	Forward-Darlehen	39
5	Optimierung der Kapitalstruktur.....	41
5.1	Bestimmung der Kapitalkosten.....	41
5.1.1	Eigenkapitalkosten.....	41
5.1.1.1	Grundlagen zum CAPM.....	44
5.1.1.2	Basiszinssatz.....	44
5.1.1.3	Marktrisikoprämie	45
5.1.1.4	Betafaktor und Fungibilitätszuschlag.....	46
5.1.1.5	Eigenkapitalzinssatz.....	49
5.1.2	Fremdkapitalkosten.....	50
5.1.2.1	Risikozuschlag	51
5.1.2.2	Tax-Shield	52
5.1.2.3	Fremdkapitalzinssatz.....	52
5.1.3	Gesamtkapitalkosten	52
5.2	Zielsetzungen und Zielkonflikte	53

5.2.1	Subjektives Risikoempfinden.....	53
5.2.2	Berücksichtigung der Einkommenserwartung.....	55
5.2.3	Liquiditätssicherung.....	57
5.2.4	Renditemaximierung.....	57
6	Schlussbetrachtungen	60
6.1	Minimierung der Gesamtkapitalkosten	60
6.1.1	Kapitalstruktur bei minimierten WACC.....	60
6.1.2	Einflussgrößen und Gestaltungsmöglichkeiten	62
6.2	Maximale Sicherung der Liquidität.....	63
6.2.1	Kapitalstruktur zur maximalen Liquiditätssicherung	63
6.2.2	Szenarienvergleich zur optimalen Liquiditätssicherung	64
6.3	Zusammenfassung.....	68
	Literaturverzeichnis.....	69
	Anhangsverzeichnis.....	73
	Anhang	74

Abbildungs- und Tabellenverzeichnis

Abb. 1: Investitionswege in Immobilien.....	3
Abb. 2: Anteil der Immobilienwirtschaft an der Bruttowertschöpfung in Deutschland .	6
Abb. 3: Verlauf Annuitätendarlehen.....	24
Abb. 4: Verlauf Tilgungsdarlehen	25
Abb. 5: Verlauf endfälliges Darlehen mit Lebensversicherung	27
Abb. 6: relative Steuerdifferenz zwischen persönlichem und Abgeltungssteuersatz	35
Abb. 7: Risikozuschlag für Forward-Darlehen zum Stichtag 01.11.2015.....	39
Abb. 8: Eigenkapitalrendite in Abhängigkeit vom Verschuldungsgrad.....	43
Abb. 9: Durchschnittlicher Basiszins.....	45
Abb. 10: Durchschnittliche Marktrisikoprämie.....	46
Abb. 11: Durchschnittliche Eigenkapitalkosten.....	49
Abb. 12: Ziele der Immobilienanlage	54
Abb. 13: Kapitalstruktur vor Steuern.....	61
Abb. 14: Kapitalstruktur nach Steuern	61
Abb. 16: WACC nach Steuern	65
Abb. 17: Barwertvergleich vor Steuern	66
Abb. 18: Barwertvergleich nach Steuern	67
Tab. 1: Kapitalherkunft bei der Immobilienfinanzierung.....	13
Tab. 2: Abzugsfähigkeit von Aufwendungen.....	20
Tab. 3: Technische Lebensdauer von Gebäudebestandteilen.....	21
Tab. 4: Langfristige Betafaktoren von Immobiliengesellschaften.....	47
Tab. 5: Branchenbeta unverschuldeter Unternehmen der Immobilienbranche.....	48
Tab. 6: Finanzierungsregeln im Vergleich	64

Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
Abschn.	Abschnitt
AfA	Absetzung für Abnutzung
AG	Aktiengesellschaft
Art.	Artikel
β	Betafaktor
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BMF	Bundesministerium der Finanzen
bspw.	beispielsweise
BStBl.	Bundessteuerblatt
CAPM	Capital Asset Pricing Model
DAX	Deutscher Aktienindex
DBA	Doppelbesteuerungsabkommen
DeckRV	Deckungsrückstellungsverordnung
DSCR	Debt Service Coverage Ratio
EStG	Einkommensteuergesetz
EÜR	Einnahme-Überschuss-Rechnung
GbR	Gesellschaft bürgerlichen Rechts
GdW	Bundesverband deutscher Wohnungs- und Immobilienunternehmen
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
G-REIT	Real Estate Investment Trust mit Geschäftssitz in Deutschland
i	Zinssatz
IB	Investitionsbank Sachsen-Anhalt
i.d.R.	in der Regel
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer
ICR	Interest Coverage Ratio
i.V.m.	in Verbindung mit
i.S.d.	im Sinne des
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KG	Kommanditgesellschaft
KWG	Kreditwesengesetz

Abkürzungsverzeichnis

KStG	Körperschaftsteuergesetz
LTV	Loan-to-Value Ratio
MSCI World	weltweiter Aktienindex, börsentäglich veröffentlicht von Morgan-Stanley-Capital-International
p.a.	per anno
REIT	Real Estate Investment Trust
REITG	Gesetz über deutsche Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen
r EK	Rendite des Eigenkapitals
r FK	Rendite des Fremdkapitals
r GK	Rendite des Gesamtkapitals
SPV	Special-Purpose-Vehicle
UStG	Umsatzsteuergesetz
WACC	Weighted Avereraged Costs of Capital
WertR	Wertermittlungsrichtlinie
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
V+V	Vermietung und Verpachtung
XETRA	Exchange Electronic Trading
z.v.E.	zu versteuerndes Einkommen

*„Wenn du den Wert des Geldes
kennlernen willst, versuche, dir welches
zu borgen“
Benjamin Franklin*

1 Einleitung

1.1 Problemstellung

Die Verwaltung von privatem Grundvermögen gewinnt immer mehr an Bedeutung. Während die Immobilienpreise deutschlandweit steigen und die Renditen von anderen Anlageformen in den vergangenen Jahren deutlich gesunken sind, erfreut sich der Immobilienmarkt an zunehmender Belebung.¹ Dabei zählen nicht nur Unternehmen zu den Nachfragern, sondern immer mehr auch Privatleute, die über Wohnimmobilien ihre Altersvorsorge absichern.²

Im Vergleich zu anderen Anlageformen sind Immobilien im Ertrag sehr beständig und unterliegen einer geringen Volatilität in der Bewertung.³ Zu beachten ist aber die momentan entstehende Übertreibung und Blasenbildung in Ballungsgebieten. Die Immobilienpreise steigen dort überproportional und lösen Spekulationen auf weiter steigende Preise aus. Es besteht die Gefahr, dass die Immobilien die Wertsteigerungen nicht auf Dauer halten können und wieder auf ein normales Niveau herabfallen. Wichtig ist bei der Auswahl nicht der absolute Wert einer Immobilie, sondern das Verhältnis aus den jährlichen Erträgen zu den Anschaffungs- und Herstellungskosten. Dieses Verhältnis zeigt eine prozentuale Rendite, deren Kehrwert angibt, in wie vielen Jahren die Anschaffungskosten exklusive weiteren Aufwendungen mit den Erträgen gedeckt sind. Dieser Rendite stellt dabei zunächst den Überschuss vor Steuern und vor Aufwendungen dar. Aufgrund der naturgemäßen hohen Kapitalbindung bei Immobilienvermögen kann daher insbesondere über die Kapitalkosten die nachsteuerliche Rendite erheblich beeinflusst und optimiert werden.

¹ Vgl. DIW Wochenbericht Nr. 40/2014, S. 960 f. und Nr. 44/2014, S.1233.

² Vgl. Kofner, 2004, S. 27.

³ Vgl. Schulze, 2008, S. 12 und Nöllke, 2013, S. 6.

1.1 Untersuchungsgang und Zielformulierung

Das Ziel dieser Arbeit liegt in einer optimierten Betrachtung der nachsteuerlichen Finanzstruktur. Um einen Einblick in die Besonderheiten der Immobilienfinanzierung zu erhalten, werden zunächst mögliche Anlageformen dargestellt. Anschließend werden die Grundzüge der denkbaren Mittelherkunft erörtert und auf deren Eigenschaften bzw. Besonderheiten hingewiesen. Darauf aufbauend wird insbesondere auf unterschiedliche Fremdkapitalbausteine und deren Ausgestaltungsformen eingegangen. Die allgemeingültigen Vor- und Nachteile der jeweiligen Fremdkapitalmittel sollen dabei herausgearbeitet werden und die nachsteuerliche, sowie liquiditätsmäßige Betrachtung grundlegend aufgezeigt werden.

Die Hauptzielgruppe der Untersuchung sind Investoren bei denen die Immobilien im Privatvermögen gehalten werden. Folglich wird auf die für Privatanleger zutreffenden Spezialitäten der Fremdfinanzierung eingegangen und die entsprechenden klassischen Varianten konkret dargestellt. Um den Anforderungen einer optimierten Kapitalstruktur gerecht zu werden, erfolgt im weiteren Verlauf die Bestimmung der Kapitalkosten inklusive deren nachsteuerlichen Wirkung, um darauf aufbauend die Zielsetzungen und Zielkonflikte der Kapitalgeber gegenüberzustellen. In der Schlussbetrachtung wird eine abschließende Würdigung der Kapitalstrukturüberlegungen unter Einbezug der gewünschten Zielsetzungen der Immobilienanleger dargestellt.

2 Immobilien als Kapitalanlage

Für die Investition in Immobilien existieren grundlegend zwei Wege. Zum einen kann eine Wohnimmobilie eigengenutzt und zum anderen durch Vermietung an Dritte überlassen werden.

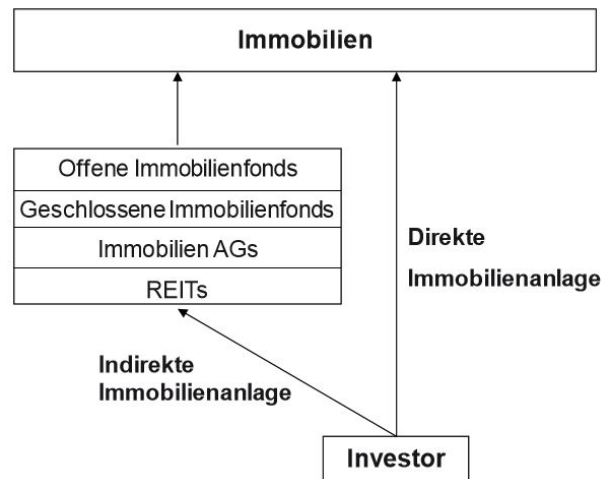


Abb. 1: Investitionswege in Immobilien
(Quelle: übernommen aus Gromer, 2012, S.15)

In Abbildung 1 sind die Anlagemöglichkeiten für einen Investor schematisch dargestellt. Für Eigennutzung und Fremdvermietung gibt es unterschiedliche Investitionswege. Während die Eigennutzung grundsätzlich als Direktinvestition erfolgt, können fremdvermietete Objekte nicht nur direkt, sondern auch indirekt erworben werden.

2.1 Eigennutzung

Um die Unterschiede zwischen Eigennutzung und Fremdvermietung herauszuarbeiten, soll zunächst kurz auf die eigengenutzten Immobilien eingegangen werden. Zum Teil kann auch eine engere Bindung unter beiden Varianten entstehen, durch den Wechsel zwischen den beiden Formen. Eine zunächst eigengenutzte Immobilie kann im Zeitverlauf in eine Fremdvermietung übergehen oder eine fremdvermietete Immobilie umgekehrt später eigengenutzt werden. Der Übergang kann aus verschiedenen Gründen erfolgen. Dabei stehen neben den finanziellen und wirtschaftlichen Interessen hauptsächlich persönliche Präferenzen im Vordergrund. Als Beispiel kann dabei eine Immobilie angesehen

werden, die als Ruhesitz im Alter dienen soll und bis dahin an Fremde vermietet wird. Es gilt neben diesen Aspekten auch die allgemeine Entwicklung des Immobilienmarktes zu beobachten. Die Fremdvermietung kann durch eine überdurchschnittlich hohe Ertragslage vorteilhafter sein, als die Eigennutzung. Das heißt, die Fremdvermietung sollte fortgeführt werden, um die Opportunitätskosten durch Eigennutzung zu verhindern, wenn wirtschaftliche Interessen im Vordergrund stehen.

Bezogen auf die Finanzierung ergeben sich innerhalb eigengenutzter Immobilien Besonderheiten und wesentliche Unterschiede zur Fremdvermietung. Bei Eigennutzung ist die Überwachungsmöglichkeit und die Instandhaltung des Objektes aufgrund persönlicher Interessen höher ausgeprägt, als bei der Fremdvermietung. Durch die Vermietung ist es nicht möglich die Immobilie ständig unter Beobachtung zu halten, wodurch ein gewisser Kontrollverlust stattfindet. Dieses Risiko spiegelt sich in den Finanzierungen wieder, indem für Eigenheime in der Regel günstigere Darlehnszinsen angeboten werden, als für Kapitalanleger bei fremdvermieteten Immobilien.⁴

Ein weiterer wesentlicher Faktor ist zudem die nachsteuerliche Betrachtung. Mit der Eigennutzung existiert einkommensteuerrechtlich keine Einnahmeerzielungsabsicht und somit auch keine steuerliche Berücksichtigung der Immobilie im Sinne der sieben Einkunftsarten. Daraus folgt im Umkehrschluss, dass die im Zusammenhang mit der selbst genutzten Immobilie entstandenen Kosten nicht abzugsfähig sind. Eine steuerliche Berücksichtigung von eigengenutzten Immobilien erfolgt unabhängig davon durch die Förderung von Wohneigentum durch den Gesetzgeber. Mit staatlichen Fördermitteln und Zulagen einerseits und steuerlicher Berücksichtigung von Sanierungsaufwendungen als Sonderausgaben andererseits soll die Eigentums- und Eigennutzungsquote in Deutschland gestärkt werden.⁵

Um eine eigengenutzte Immobilie zu erwerben, existieren mehrere Wege der Direktinvestition. Die klassische Variante ist der Kauf. Das heißt eine bestehende

⁴ Vgl. Vornholz, 2013, S. 167 f.

⁵ Siehe dazu Wohnungsbauprämienengesetz (WoPG), speziell zur Arbeitnehmer-Sparzulage § 3 Abs. 1 WoPG und die einschlägigen einkommensteuerrechtlichen Regelungen, u.a. § 10f EStG i.V.m § 7h EStG.

Immobilie wird von einem Dritten erworben bzw. der Grund und Boden wird erworben und die Immobilie darauf neu errichtet. Nicht zu verachten ist neben dem Kauf durch die Vermögensanhäufung auch das Erben von Grundvermögen. Weitere Varianten sind das Mietkauf- und das Ansparkaufmodell. Deren Vorteil besteht darin, dass der Eigenkapitaleinsatz verringert werden kann und die Flexibilität, die ein Mieter hat, vorhanden bleibt. Neben der Miete wird in beiden Modellen ein Sparbetrag geleistet, der zum späteren Kauf der Immobilie genutzt wird. Das Mietkauf- und das Ansparkaufmodell eignen sich dementsprechend für Personen, die über ein hohes laufendes Einkommen verfügen aber nicht über das entsprechende Eigenkapital.⁶ Beim Mietkaufmodell wird ein vermietetes Objekt mit einer Kaufoption verbunden und kann nach einer festgelegten Mietzeit erworben werden. Der Kaufpreis enthält in der Regel einen Abschlag als Bonus aufgrund der vorherigen Mietzeit und wird mit den geleisteten Sparzahlungen verrechnet.⁷ Dadurch ergibt sich eine gute Eigenkapitalbasis, wodurch der restliche Kaufpreis fremdfinanziert werden kann. Beim Ansparkaufmodell entfällt die Mietphase und die Kaufoption. Das heißt, es handelt sich hierbei um einen Immobilienkauf, der bereits bei Vertragsabschluss notariell beurkundet wird. Dem Käufer wird vom Verkäufer ein Darlehen eingeräumt, welches im Zeitverlauf getilgt und schließlich vom Käufer durch ein eigenes Darlehen abgelöst wird.⁸

2.2 Fremdvermietung

Neben der Eigennutzung ist die Fremdvermietung eine weitere Variante zur Kapitalanlage in Immobilienvermögen. Die Fremdvermietung von Immobilien steuert in der Bundesrepublik Deutschland einen erheblichen Beitrag zur Wertschöpfung des Bruttoinlandsprodukts bei.⁹

⁶ Vgl. Laurer, 2003, S. 32.

⁷ Vgl. Hain/Eisele, 2003, S. 43.

⁸ Vgl. Laurer, 2003, S. 33f.

⁹ Vgl. Kofner 2004, S. 25.

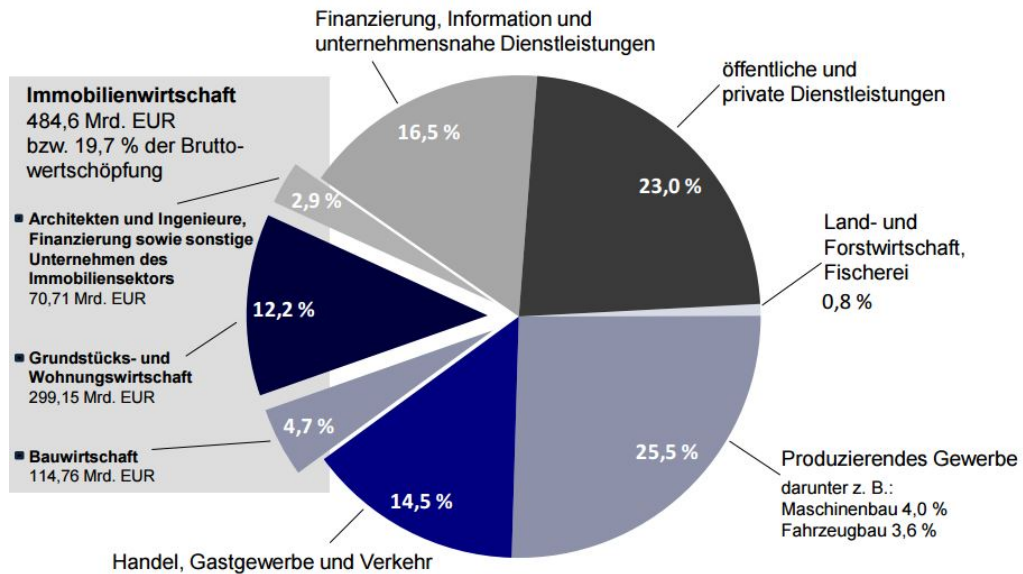


Abb. 2: Anteil der Immobilienwirtschaft an der Bruttowertschöpfung in Deutschland (Quelle: übernommen aus GdW, 2013, abgerufen am 20.10.2015)

In Abbildung 2 ist zu erkennen, dass die Wohnungswirtschaft im engeren Sinne im Jahr 2013 mit 299,15 Mrd. € einen Anteil von 12,2 % am Bruttoinlandsprodukt (BIP) aufweist. Im weiteren Sinne unter Einbezug der Bauwirtschaft und des entsprechenden Dienstleistungssektors vergrößert sich der Anteil der Immobilienwirtschaft auf 484,6 Mrd. € bzw. 19,7 % der Bruttowertschöpfung.

Der Besitz des Vermögens beschränkt sich nicht auf bestimmte Unternehmensgrößen oder -formen, sondern ist über alle Bandbreiten der Wirtschaft – vom DAX Unternehmen bis hin zum Privatvermieter einer Eigentumswohnung – verteilt.¹⁰ Je nach Eigentümerstruktur stehen dabei verschiedene Interessen im Vordergrund. Für den Kapitalanleger, der seine Immobilie im Privatvermögen hält, ist es von besonderer Bedeutung Sicherheit in Form von regelmäßigen Liquiditätsüberschüssen ohne Unterdeckung zu erzielen. Größere Kapitalanleger unterliegen durch das Principal-Agent-Problem der Gefahr, dass durch das auseinanderfallen von Eigentümer und Verwalter gegensätzliche Zielsetzungen sich gegenüberstehen bzw. es zu einer asymmetrischen Informationsverteilung kommt.¹¹ Risiken entstehen durch überhöhte kurzfristige Renditeerwartungen und den daraus resultierenden Liquiditätsengpässen. Die Finanzstruktur kann unter Einbezug der persönlichen

¹⁰ Vgl. Vornholz, 2013, S. 209 ff.

¹¹ Vgl. Brauer, 2013, S. 8.

Präferenzen optimiert werden, um die geforderte Liquidität und Rentabilität zu erreichen. Dabei kann von einem projektbezogenen Finanzierungsansatz ausgegangen werden, der in einem Gesamtkonzept in Form eines Immobilienportfolios mündet.

Die wesentlichen Merkmale der Eigennutzung können im Zusammenhang auf die Fremdvermietung im Umkehrschluss übertragen werden. Steuerlich entsteht in der Regel durch die Einnahmen aus den Nettokaltmieten nach Abzug aller Kosten ein Überschuss. Dieser Überschuss stellt steuerrechtlich Vermietungseinkünfte nach § 21 Abs. 1 Nr. 1 EStG dar, welche der Einkommensbesteuerung zu unterwerfen sind. Werden die Aufwendungen auf Dauer beispielsweise durch die verbilligte Vermietung an nahe Angehörige nicht gedeckt, ist eine nachsteuerliche Betrachtung nicht relevant, da die Verluste als Liebhaberei vom Finanzamt nicht anerkannt werden und damit eine Analogie zur Eigennutzung entsteht.¹²

Die Regel bildet aber eine Vermietung zur zumindest ortsüblichen Miete mit der nach Abzug aller Aufwendungen ein Überschuss entstehen soll. Dadurch wird auch der wesentliche Unterschied in der Betrachtung von Fremdvermietung zur Eigennutzung deutlich. Zur Überschussermittlung werden sämtliche im Zusammenhang mit der Vermietung entstandenen Aufwendungen als Werbungskosten abzugsfähig.¹³ Neben den laufenden Ausgaben zur Verwaltung und Instandhaltung sind das die Kapitalkosten. Diese spiegeln sich im Kapitaldienst, also den Zins- und Tilgungsaufwendungen wieder. Als Werbungskosten sind dabei jedoch nur die Zinsaufwendungen abziehbar.¹⁴ Die Tilgung des eingesetzten Kapitals wird indirekt über die Abschreibung der Immobilie abzugsfähig. Die bei der Eigennutzung erwähnte Risikoerhöhung bei Fremdvermietung führt zu einem erhöhten Fremdkapitalzinssatz zuzüglich eines Aufschlags der Bank durch den soeben erläuterten Vorteil der Abzugsfähigkeit der Schuldzinsen als Werbungskosten.¹⁵

¹² Vgl. Preißer, 2013, S. 161.

¹³ Vgl. Zenthöfer, 2013, S. 29 f.

¹⁴ Vgl. Horschitz, 2013, S.50 f.

¹⁵ Vgl. Vornholz, 2013, S. 137 ff.

2.2.1 Direktinvestition

Für den privaten Kapitalanleger, der in Immobilien investieren möchte, ergeben sich eine Vielzahl von Investitionsmöglichkeiten. Die Wesentliche, über die er im Übrigen auch den größten Einfluss ausüben kann, ist die direkte Anlage. Wie bei der Eigennutzung kann die Direktinvestition durch den Kauf einer Bestandsimmobilie, den Neubau eines Objektes oder durch Erbschaften dieser erfolgen.

Zusätzlich kann bei der Direktinvestition zwischen betrieblichem und privatem Vermögen unterschieden werden. Die Zuordnung hat Einfluss auf die steuerliche und haftungsrechtliche Betrachtung. Eine übliche Ausgestaltung ist dabei die Gründung einer GmbH & Co. KG, welche das Immobilienvermögen bilanziert.¹⁶ Die GmbH & Co. KG ist eine Sonderform der KG, die eine Mischform aus Kapital- und Personengesellschaft darstellt. Die GmbH stellt dabei als Komplementär das Haftungsvehikel dar, ist aber in der Regel nicht am Gewinn beteiligt. Die Kommanditisten sind dagegen nicht an der Gesellschaft beteiligt, bekommen aber den Gewinn zugewiesen. Aufgrund der beschränkten Haftung durch die GmbH erhöhen sich die Finanzierungskosten in Form von Risikoaufschlägen auf die Zinssätze. Die Haftung der Kommanditisten wird jedoch erheblich verringert.¹⁷

Bei den laufenden Einkünften besteht steuerrechtlich zwischen Privat- und Betriebsvermögen in der dargestellten Form insoweit ein Unterschied, dass die Verluste aus Immobilien im Privatvermögen grundsätzlich voll mit anderen positiven Einkünften verrechenbar sind, während bei Verlusten in einer Immobilien-KG die Verlustverrechnung sich auf das Kapitalkonto nach § 15a EStG beschränkt.¹⁸ Die Besteuerung von positiven laufenden Einkünften unterscheidet sich in beiden Formen nicht, da jeweils Vermietungseinkünfte nach § 21 EStG vorliegen. Anders verhält es sich bei einer Kapitalgesellschaft, bei der originär Einkünfte aus Gewerbebetrieb nach § 15 EStG erzielt werden und

¹⁶ Vgl. Lindmayer, 2015, S. 188.

¹⁷ Vgl. Keller, 2013, S. 42.

¹⁸ Vgl. Preißer, 2014, S. 574 ff. Die negativen Vermietungseinkünfte im Privatvermögen können begrenzt auf 1 Mio. € in den letzten Veranlagungszeitraum zurückgetragen werden oder der Höhe nach unbegrenzt in die zukünftigen Veranlagungszeiträume vorgetragen werden.

zunächst auf Gesellschaftsebene eine Besteuerung der Einkünfte nach dem KStG erfolgt.

Werden einmalige Einkünfte durch Veräußerungen erzielt, sind diese grundsätzlich, unabhängig davon, ob es sich um Privat- oder Betriebsvermögen handelt, zu besteuern. Im Privatvermögen greift aber eine Steuerfreiheit nach einer 10-jährigen Haltefrist der Immobilie.¹⁹ Dadurch sind auch zukünftige Wertsteigerungen der Immobilie steuerbefreit, was einen wesentlichen Vorteil zum Betriebsvermögen darstellt, welches generell steuerverhaftet ist.

Aufgrund der steuerlichen Komplexität wird im weiteren Untersuchungsverlauf insbesondere auf den Teil des Privatvermögens eingegangen, der eindeutig Vermietungseinkünfte nach § 21 EStG darstellt und mit dem persönlichen Einkommenssteuersatz besteuert wird.

2.2.2 Offene und geschlossene Immobilienfonds

Neben der Direktinvestition in Immobilien stehen dem Privatanleger auch indirekte Investitionsmöglichkeiten zur Verfügung. Dabei sind Immobilienfonds eine beliebte Anlageform am Kapitalmarkt. Unterschieden werden diese in offene und geschlossene Fonds. Der wesentliche Unterschied besteht darin, dass sich geschlossene Fonds meistens auf ein bestimmtes Objekt beziehen, an dem der Anleger durch Zeichnung Miteigentum erwirbt.²⁰ Die Mindestbeteiligungssumme beträgt dabei mehrere tausend Euro und ist nach Anteilshöhe gestaffelt. Der Erwerber erzielt aus seinem Miteigentumsanteil Erträge aus den laufenden Vermietungseinkünften, die in der Regel auch steuerlich Einkünfte nach § 21 Abs. 1 EStG darstellen und eventuell aus dem anteiligen Ertrag bei Veräußerung des Objektes. In Abgrenzung dazu investieren offene Immobilienfonds in verschiedene Objekte und verfügen über einen zusätzlichen Barbestand, um bei der entsprechenden Gelegenheit weitere Objekte zu erwerben.²¹ Die Beteiligung kann hier schon mit kleineren Anlagebeträgen erworben oder auch als Sparplan eingerichtet regelmäßig aufgestockt werden. Zu beachten ist, dass es sich steuerlich nicht mehr um Vermietungseinkünfte handelt, sondern die

¹⁹ Vgl. Endriss, 2012, S. 91.

²⁰ Vgl. Lindmayer, 215, S. 171.

²¹ Vgl. Brauer, 2013, S. 357f.

Ausschüttungen des Fonds an den Anleger Einkünfte aus Kapitalvermögen nach § 20 EStG darstellen. Diese unterliegen dem Abgeltungssteuersatz von 25 % im Sinne des § 32d EStG und nicht dem persönlichen Einkommensteuersatz. Zu beachten ist die Steuerfreistellung durch ein DBA, die bei im Ausland gelegenen Immobilien erfolgen könnte. So kann im Einzelfall eine vollständige oder teilweise Steuerfreiheit erzielt werden.²²

Nachteil ist beim offenen Immobilienfonds, dass der Anleger sich weniger ein Bild von den Ertragsaussichten des Fonds machen kann, sondern vielmehr vom Management abhängig ist. Auf der anderen Seite ist dies der Vorteil bei geschlossenen Immobilienfonds. Da es sich hierbei um die Investition in ein konkretes Objekt handelt, kann so die Ertragsprognose aufgrund der Transparenz besser überprüft werden. Andererseits besteht somit ein Klumpenrisiko für den Anteilseigner von geschlossenen Immobilienfonds, während bei offenen Immobilienfonds das Risiko durch verschiedene Bestände gestreut wird. Ein wesentlicher Vorteil offener Immobilienfonds besteht zudem in der Veräußerung. Die Anteile können hier frei am Kapitalmarkt gehandelt werden. Bei geschlossenen Immobilienfonds ist man in der Regel eine bestimmte Zeit gebunden und die Anteilsrückzahlung erfolgt nach Auflösung des Fonds, beispielsweise durch Verkauf des Renditeobjektes.

2.2.3 Real-Estate-Investment-Trust

Eine weitere übliche indirekte Investitionsvariante neben den Immobilienfonds bilden die REIT-Gesellschaften. Die Abkürzung bedeutet Real-Estate-Investment-Trust und steht im Deutschen für börsennotierte, in der Immobilienbranche tätige Aktiengesellschaften (AG). Im Unterschied zu einer gewöhnlichen AG unterliegen die REIT's erweiterten Rechtsnormen. Unter anderem sind REIT's verpflichtet ihr Kapital vorherrschend in Immobilienvermögen zu investieren und dem Anleger den überwiegenden Anteil der Erträge auszuschütten. Die Mindestausschüttungs- und Immobilienquote ist je nach Land unterschiedlich.²³

²² Vgl. Lindauer, 2010, S. 31 f.

²³ Vgl. Lindauer, 2010, S. 224.

In Deutschland gibt es seit 2007 spezielle gesetzliche Grundlagen für die German-REIT (G-REIT). Unter anderem bemisst sich die Ausschüttungsquote auf mindestens 90 % des handelsrechtlichen Gewinns der Gesellschaft. Das Vermögen muss zu mindestens 75 % aus Immobilien bestehen und ebenso müssen mindestens 75 % der Bruttoerträge aus unbeweglichen Vermögen stammen. Zu beachten ist, dass nach momentaner Rechtslage Wohnimmobilien jedoch nicht nach § 1 Abs. 1 Nr. 1a des REIT-Gesetzes (REITG) die Kriterien erfüllen und dadurch ausschließlich Gewerbeobjekte das Vermögen bilden.

Bei Erfüllung der G-REIT-Anforderungen wird die Gesellschaft selbst von Körperschafts- und Gewerbesteuer befreit. Die Besteuerung erfolgt dafür ausschließlich auf Gesellschafterebene über die Ausschüttungen nach § 19 Abs. 1 REITG und sind im Privatvermögen als Einkünfte aus Kapitalvermögen nach § 20 Abs. 1 Nr. 1 EStG anzusehen und durch den besonderen Kapitalertragssteuersatz von 25 % abgegolten. Im Betriebsvermögen liegen Einkünfte aus Gewerbebetrieb vor, bei denen nach REITG aber das Halbeinkünfteverfahren nach § 3 Nr. 40 EStG nicht anzuwenden ist. Das heißt die zugeflossenen Dividenden im Betriebsvermögen sind vollständig steuerpflichtig.

3 Kapitalstrukturüberlegungen

Für die Finanzierung von Immobilien steht dem Anleger eine breite Auswahl von Varianten und deren Ausgestaltung zur Verfügung. Um eine optimale Kapitalmischung zu finden, müssen zunächst die Einflussfaktoren bestimmt werden. Diese können als qualitative und quantitative Kriterien klassifiziert werden.²⁴ Die qualitativen Faktoren, welche Einfluss auf die Finanzierung nehmen sind in der Regel fest definierbar, während die quantitativen Faktoren schwer zu bestimmen sind bzw. einen subjektiven Erfahrungswert besitzen. Für eine erste Entscheidungshilfe sind die quantitativen Faktoren daher hilfreich.

Als qualitativ zu betrachten ist beispielsweise das Rating. Das Rating des Darlehensnehmers wird durch eine Vielzahl von Faktoren beeinflusst. Zum einen spielen vergangenheitsbezogene Werte, wie die bisherige Bedienung von Krediten und die Zahlungsmoral eine Rolle und zum anderen die zukünftigen Aussichten des Renditeobjektes und des Kreditnehmers. Hier ist schon zu erkennen, dass es schwierig ist etwaige Zahlungsausfälle in der Vergangenheit als Entscheidungsgrundlage für zukünftige Investitionen heranzuziehen. Die Erwartungen der Zukunft sind ebenfalls schwer zu bestimmen. Während die Kreditinstitute eine vorsichtige Bewertung der Renditeerwartungen bevorzugen und Risikoabschläge in der Objektbewertung erhöht vornehmen, wird der Investor die zukünftige Ertragslage besser bewerten und nicht das Worst-Case-Szenario in den Fokus stellen. Hieran ist zu erkennen, dass insbesondere durch die gegenläufigen Interessen zwischen Kapitalgeber und Kapitalnehmer es schwierig ist, eine objektive Bewertungsgrundlage für die qualitativen Faktoren zu finden. Die Herleitung der optimalen Kapitalstruktur wird sich daher überwiegend auf die quantitativen Merkmale konzentrieren. Zu den quantitativ maßgeblichen Einflüssen bei der Struktur von Finanzierungen für Investitionsobjekte gehören das Investitionsvolumen, das aktuelle Zinsniveau, das vorhandene Eigenkapital und weitere private Sicherheiten, der Steuersatz, die Laufzeit und die Renditeerwartungen.²⁵

²⁴ Vgl. Kofner, 2004, S. 59.

²⁵ Vgl. Schulze, 2005, S. 139 ff.

Zunächst soll in diesem Kapitel die mögliche Kapitalherkunft allgemein dargestellt und im folgenden Kapitel speziell auf die Fremdfinanzierungsbausteine eingegangen werden. Ein Überblick zur Kapitalherkunft ist in folgender Tabelle dargestellt.

Tab. 1: Kapitalherkunft bei der Immobilienfinanzierung
(Quelle: eigene Darstellung)

Mittelherkunft			
Außenfinanzierung			Innenfinanzierung
Eigenfinanzierung		Fremdfinanzierung	
Eigenkapital	Mezzanine Kapital	Fremdkapital	
Eigene Mittel	Zinsverbilligte Darlehen	Bankdarlehen	Überschüsse
Eigenleistung	Tilgungszuschuss	Bausparvertrag	Abschreibungen
	Steuerliche Begünstigung	Lebensversicherung	Veräußerung
		Kontokorrentkredit	

Die Mittelherkunft zur Finanzierung des Kapitalbedarfs wird in die Außen- und die Innenfinanzierung unterteilt. Die Innenfinanzierung beschränkt sich auf die Mittel aus dem jeweiligen Projekt selbst. Die Außenfinanzierung ist insbesondere für die Erstfinanzierung die einzige Möglichkeit Kapital zu beschaffen. Unter Außenfinanzierung sind sämtliche Mittel zu verstehen, die nicht von der Immobilie selbst generiert werden. Dazu gehören die Eigen- und Fremdfinanzierung, die im Folgenden näher erläutert werden.²⁶

3.1 Finanzierung aus Eigenkapital und Eigenleistung

Die Eigenfinanzierung für Immobilienanlagen stellt insbesondere einen Sicherheitsaspekt für die Fremdkapitalgeber dar.²⁷ Aufgrund der hohen Kapitalbindung in Immobilien, sind die benötigten finanziellen Mittel zum größten

²⁶ Vgl. Schulze, 2008, S. 118

²⁷ Vgl. Schulze, 2005, S. 32 f.

Teil nur extern zu besorgen. Die Eigenfinanzierung kann in der Anschaffungsphase durch Eigenkapital oder auch Eigenleistungen erreicht werden. Während das Eigenkapital tatsächlich zum Ausgleich der Anschaffungs- und Herstellungskosten verwendet werden kann, beschränkt sich die Eigenleistung in der Regel auf die Herstellungskosten. Besitzt man das nötige handwerkliche Fachwissen können so die Aufwendungen für Drittleistungen gemindert werden und in die Herstellung der Immobilie eingebracht werden.²⁸

Während der Nutzungsdauer der Immobilie kann mittels der Umsatzerlöse in Form von Kaltmieten, Zinsen und sonstigen Erträgen die Eigenkapitalbasis durch die Innenfinanzierung gestärkt oder auch Fremdmittel zurückgeführt werden. Neben diesen erwirtschafteten Mitteln aus der laufenden Geschäftstätigkeit kann bei einem vorhandenen Immobilienportfolio die Finanzierung auch durch die Kapitalfreisetzung bei Immobilienverkauf gedeckt werden. Ein weiterer wichtiger Baustein der Immobilienfinanzierung stellt die Innenfinanzierung aus Abschreibungen dar.²⁹ Die Abschreibungen verringern als Werbungskosten die zu versteuernden Überschüsse und vermindern damit die Steuerlast. Diese Steuerersparnis führt zu einer Erhöhung der Eigenkapitalbasis.

3.2 Finanzierung aus Fremdkapital

Zur Außenfinanzierung gehören sämtliche finanzielle Mittel, welche nicht durch die Grundstücksgemeinschaft bzw. den Eigentümer selbst zur Verfügung gestellt werden. Im Bereich der Immobilienfinanzierung stellen dabei Kreditinstitute einen wesentlichen Bestandteil der Außenfinanzierung über Fremdkapital dar. Neben den klassischen Kreditinstituten sind auch an diesen angelehnten Institutionen, wie Bausparkassen oder Lebensversicherungsgesellschaften, die hauptsächlichen Fremdkapitalgeber für Immobilieninvestoren.³⁰ Daneben existieren weitere Modelle, um sich Fremdkapital zu besorgen, auf welche im Folgenden noch speziell eingegangen wird.

²⁸ Vgl. Kofner, 2004, S. 62.

²⁹ Vgl. Wöhe, 2013, S. 416 ff. und S. 432.

³⁰ Vgl. Nöllke, 2003, S. 95 f.

Zu unterscheiden ist bei der Beschaffung von Fremdkapital zwischen kurz- und langfristigen Mitteln. Die kurzfristigen Mittel werden zur Beseitigung von vorübergehenden Liquiditätsengpässen durch Zahlungsausfälle oder einmalige bzw. unvorhersehbare Kosten benötigt. Dabei ist der Kontokorrentkredit zur Überziehung der Bankkonten ein klassisches Instrument, welches aber relativ teuer ist.³¹ Bei der langfristigen Finanzierung handelt es sich um die Finanzierung der Investitionskosten in Form von langfristigen Darlehen. Die Darlehen sollten dabei in Kongruenz zur Nutzungsdauer laufen, um so die finanziellen Belastungen durch die Kapitalkosten zeitlich zu verteilen.³² Um eine optimale Struktur zwischen Kapitalkosten und Kapitalbindung zu finden, wird die Ausgestaltung der Fremdfinanzierung in Kapitel 4 erörtert.

3.3 Mezzanine Kapital

Ein weiterer Baustein zur Finanzierung bietet die Mischform aus Eigen- und Fremdkapital, welche als Mezzanine Kapital bezeichnet wird. Mezzanine Mittel werden wirtschaftlich meist als Eigenkapital angesehen, stellen aber bilanziell Fremdkapital dar.³³ In der privaten Vermögensverwaltung ohne Bilanzierungspflicht wird dieses Kapital für die Eigentümer als Fremdkapital angesehen, da es nicht aus den eigenen Mitteln stammt, sondern aus der Quelle Dritter. Auf der anderen Seite behandeln Kreditinstitute die Mezzaninen Mittel als Eigenkapitalbaustein. Dadurch ergibt sich der Vorteil, dass sich der Risikozuschlag für Fremdkapital durch die vorrangige Haftung des Eigenkapitals vermindert. Für den Eigentümer wird somit wirtschaftliches Eigenkapital geschaffen, für das er selber nicht aufkommen muss.

Vergehen werden die Mezzaninen Mittel von Banken und Immobilienfonds, die sich darauf spezialisiert haben. Dadurch wird ein Teil des unternehmerischen Risikos auf die Kreditgeber übertragen, ohne dass diese sich an den unternehmerischen Entscheidungen beteiligen können.³⁴ Aus diesem Grund wird für Mezzanine Mittel in der Regel ein zusätzlicher Risikozuschlag verlangt. Je

³¹ Vgl. Lindmayer, 2015, S.30.

³² Vgl. Kofner, 2004, S. 23 und Keller, 2013, S. 242.

³³ Vgl. Wöhe, 2013, S. 199.

³⁴ Vgl. Loges, 2004, S. 33.

nach Investitions- und Finanzierungsvolumen wird dabei ein erhöhter Zinssatz der Kapitalgeber festgesetzt. Ein weiteres Element zur Risikoentschädigung ist die Vergütung über eine Gewinnbeteiligung. Beispielsweise können die fixen Finanzierungskosten durch Entfall der Zinsen gesenkt werden und im Gegenzug eine Beteiligung am Gewinn vereinbart werden.³⁵ Diese zusätzliche Vergütung für den eigenkapitalähnlichen Kredit wird als Equity-Kicker bezeichnet.³⁶

Da die Kapitalgeber von mezzaninen Mitteln nach Auszahlung in der Regel keinen Einfluss auf den weiteren Projektverlauf haben, werden die Kreditnehmer bei Vertragsabschluss zu bestimmten Maßnahmen bei Risikoerhöhung, den sogenannten Covenants, verpflichtet. Die Covenants stützen sich auf Kennzahlen, die immobilien- oder bilanzbezogen sind. Bei nicht bilanzierenden Unternehmen oder Privatleuten können stattdessen liquiditätsbezogene Kennziffern eingesetzt werden. Wichtige bilanzbezogene Kennziffern sind:

- Debt Service Coverage Ratio (DSCR),
- Interest Coverage Ratio (ICR), sowie
- Loan-to-Value-Ratio (LTV).³⁷

Der DSCR beschreibt die Relation zwischen Nettomieteinnahmen und dem Kapitaleinstrom einer Periode. Wird anstatt des gesamten Kapitaleinstromes nur der Zinsanteil berücksichtigt, erhält man den ICR als Zinsdeckungsrelation. Der LTV beschreibt das Verhältnis aus Kreditverbindlichkeiten zum Immobilienwert.³⁸ Wird eine festgelegte Grenzzahl über- oder unterschritten, kann durch die Covenants der Kreditnehmer verpflichtet werden, weitere Sicherheiten bereitzustellen oder aber auch bei positiver Entwicklung die berechtigten Sicherheiten zurückzufordern.³⁹

Die Kennziffern werden üblicherweise projektbezogen und zur Überprüfung von Covenants herangezogen. Unabhängig davon ist es sinnvoll, zur internen Liquiditätsüberwachung auch im Bereich des privaten Immobilienbestandes die genannten Kennzahlen zu verwenden. Für alle Werte gilt, dass mindestens ein

³⁵ Vgl. Neumann, 2002, S. 2.

³⁶ Vgl. Spitzkopf, 2002, S. 275.

³⁷ Vgl. Knobloch, 2003, S. 46.

³⁸ Vgl. Tytko, 1999, S. 155.

³⁹ Vgl. Knobloch, 2003, S. 46.

Wert über 1 erzielt werden sollte. Bei einem Wert größer 1 ergibt sich beim DSCR eine Deckung zumindest des Kapitaldienstes, beim ICR eine Deckung des Zinsaufwandes und beim LTV eine Deckung der Schulden durch die Immobilie. Liegt der Wert jeweils darunter, entsteht eine Unterdeckung bzw. ein Verzehr des Vermögens. Es wird dann eine Nachschusspflicht aus anderen Mitteln notwendig, um die Kosten abzudecken.

Mezzanine Kredite werden häufig als Brückenfinanzierung eingesetzt, die später von endgültigen Finanzierungen abgelöst werden. Zum Einen erfolgt der Einsatz aufgrund der Notwendigkeit eine Finanzierungslücke im hohen Kapitalbedarf bei der Anschaffung bzw. Herstellung einer Immobilie zu schließen. Zum Anderen besteht in der Herstellungsphase ein höheres Ausfallrisiko, was gegen eine hohe Beleihung mit klassischen Kreditmitteln spricht.

4 Fremdfinanzierungsbausteine im Vergleich

4.1 Kongruenz zwischen Nutzungsdauer und Finanzierung

Zur Optimierung der Finanzierung von Immobilien ist es zunächst notwendig, die Zusammenhänge zwischen den laufenden Erträgen während der Nutzungsdauer und dem Kapitaldienst zur Bedienung der Kapitalgeber zu verstehen. Um eine weitestgehend gleichbleibende liquiditätsmäßige Belastung im Zeitverlauf zu erzielen, sollten Finanzierungs- und Nutzungsdauer der Immobilie deckungsgleich sein.

Für die Ermittlung der Abschreibung ist eine Aufteilung zwischen Grund und Boden und dem Gebäudeteil vorzunehmen. Da der Kaufpreis nicht immer getrennt für die beiden Teile vertraglich vereinbart ist, ergeben sich hier Schwierigkeiten bei der Abgrenzung. Der Wert des Grund und Boden wird in der Regel über Bodenrichtwerte ermittelt und im Verhältnis zum Verkehrswert der Immobilie gesetzt, um den abschreibungsfähigen Gebäudeteil zu ermitteln. Der Wert des Gebäudes kann auch isoliert über die Gebäudeversicherung ermittelt werden.⁴⁰ Bei einer sanierungsbedürftigen Immobilie oder einem Objekt mit schlechten Ertragsaussichten, sind die zukünftigen Erwartungen im Preis berücksichtigt. Dadurch kann bei der Ermittlung des Bodenrichtwerts ein überproportional hoher Bodenwert entstehen oder sogar dieser den Kaufpreis übersteigen. Das Finanzamt akzeptiert in diesen Fällen eine pauschale Aufteilung von 20 % auf den Grund und Boden und 80 % für den Gebäudeteil.⁴¹

4.1.1 Zusammenhang zwischen Abschreibung und Tilgung

Diese Kongruenz resultiert unter anderem aus der Abschreibung der Immobilie. Die steuerlich genannte Absetzung für Abnutzungen (AfA) verteilt die Anschaffungs- und Herstellungskosten auf eine Nutzungsdauer von 40 bzw. 50 Jahren bei Wohnimmobilien. Das heißt, es werden jährlich 2,50 % bzw. 2,00 % der Anschaffungs- und Herstellungskosten über die steuerliche Nutzungsdauer

⁴⁰ Vgl. Preißer, 2014, S. 155.

⁴¹ Vgl. Horschitz, 2013, S. 387 und BMF Schreiben vom 26.02.2007.

aufwandswirksam.⁴² Im Gegenzug werden die Tilgungsleistungen an die Kapitalgeber nicht als abzugsfähige Aufwendungen behandelt. Da die Kosten der Anschaffung und Herstellung von den Kapitalgebern, sei es Eigen- oder Fremdkapital, bereitgestellt worden sind und das Kapital wieder zurückfordern, sind diese in der Gesamtbetrachtung identisch zu den Abschreibungen.⁴³

Während die Abschreibungen steuerlich fixiert sind, kann über die Ausgestaltung der Tilgungsleistungen die Kongruenz erhöht werden. Bezogen auf die Eigenkapitalgeber ist dies nachrangig zu sehen, da eine höhere Rückführung zu einem niedrigeren Liquiditätsüberschuss führt und in Summe damit neutral ist. Für das Fremdkapital ist die Tilgungshöhe aber von besonderer Relevanz. Ist der Tilgungssatz niedriger als die Abschreibung entstehen dadurch zukünftig finanzielle Lasten, weil der Wert des Fremdkapitals den Buchwert der Immobilie übersteigt. Nach Verbrauch der Abschreibung ist dann noch ein Finanzierungsüberhang vorhanden, der nicht durch Abschreibungen gedeckt werden kann. Liegt der Tilgungssatz über dem Abschreibungssatz, wird mehr Kapital zurückgeführt als Vermögen verbraucht. Dadurch wird Vermögenssubstanz geschaffen und die Problematik nach Verbrauch der Abschreibung entfällt. Nachteil ist eine höhere Liquiditätsbelastung in der Tilgungsphase. Zielführend ist insgesamt Tilgungen an die Fremdkapitalgeber so auszugestalten, dass zumindest der Abschreibungssatz erreicht wird.

4.1.2 Abschreibung und Kapitalkosten unter steuerlichen Aspekten

Neben der grundsätzlich linearen Normalabschreibung von 2,00 % für Gebäude die nach 1925 bzw. 2,50 % für Gebäude die vor 1925 fertiggestellt worden, gibt es steuerlich weitere Abschreibungsmöglichkeiten. Das Einkommenssteuerrecht sieht Sonderabschreibungen vor, die bspw. in Sanierungsgebieten oder für Denkmäler in Anspruch genommen werden können. Dabei wird nach § 7h EStG in den ersten zehn Jahren neben der Normal AfA ein zusätzlicher Abschreibungsaufwand von 9,00 % auf die entsprechenden Sanierungsaufwendungen aufwandswirksam.⁴⁴ Nach Ablauf des

⁴² Siehe § 7 Abs. 4 Nr. 2 a) und b) EStG. Bei Fertigstellung vor dem 01.01.2025 gilt der Satz von 2,50 % bzw. bei Fertigstellung nach dem 31.12.2024 der Satz von 2,00 %.

⁴³ Vgl. Zenthöfer, 2013, S. 351 f.

⁴⁴ Vgl. Preißer, 2014, S. 189.

Sonderabschreibungszeitraumes und Verbrauch der Sonderabschreibung ist weiterhin nur die lineare Normalabschreibung abziehbar. In der Liquiditätsbetrachtung führt das zu einer geringeren Steuerbelastung im Zeitraum der genutzten Sonderabschreibung und einer höheren Belastung nach Verbrauch der Sonderabschreibung. Damit sinkt auch der Liquiditätsüberschuss aus dem Vermietungsobjekt im Zeitablauf, während bei der Normalabschreibung ein konstanter Liquiditätsüberschuss durch die lineare Verteilung entsteht. In der nachfolgenden Tabelle sind die steuerlichen Begünstigungen bei Eigennutzung im Vergleich zur Fremdvermietung dargestellt.

**Tab. 2: Abzugsfähigkeit von Aufwendungen
(eigene Darstellung)**

Aufwand	Eigennutzung <u>ohne</u> Denkmalschutz	Eigennutzung <u>mit</u> Denkmalschutz	Fremdvermietung
Herstellung	-	§ 10f EStG (Sonderausgaben)	§ 7 Abs. 4 / 5 EStG (AfA) § 7i EStG (erhöhte AfA)
Erhaltung	-	§ 10f EStG (Sonderausgaben)	§ 4 Abs. 1 / 3 EStG, § 9 EStG (Werbungskosten)

Zu beachten ist hierbei die Wirkung der Sonderausgaben bei Eigennutzung im Vergleich zu den Abschreibungen bei Fremdvermietung. Während die Abschreibungen den Überschuss vermindern und so auch zu Verlusten aus Vermietung und Verpachtung führen können, werden die Sonderausgaben erst nach der Ermittlung des Gesamtbetrags der Einkünfte wirksam und sind dem Verlustabzug nach § 10d EStG nachgelagert. Das heißt ein Verlustvor oder -rücktrag ist bei den Sonderausgaben nicht möglich. Eine Steuerentlastung bei der Eigennutzung stellt sich dadurch nur ein, wenn nach dem Verlustabzug ein positives Einkommen vorliegt.

Für die Finanz- und Liquiditätsplanung ist festzustellen, dass insbesondere die beiden Positionen Zinsen und Abschreibung einen großen Teil der abziehbaren Aufwendungen ausmachen und gleichzeitig aktiv gesteuert werden können. Je nach persönlichen Verhältnissen, zukünftigen Erwartungen oder

Risikoaversionen kann so die Finanzierung in Verbindung mit steuerlichen Wahlrechten in Einklang gebracht und das Ergebnis nach Steuern gestaltet werden.

4.1.3 wirtschaftliche und steuerliche Nutzungsdauer

Die vorhergehend erläuterte steuerliche Abschreibung stimmt nicht mit dem tatsächlichen wirtschaftlichen Verbrauch überein. Der steuerliche Abschreibungsverlauf stellt zur Systemvereinfachung einen modellhaften linearen Verbrauch der Substanz dar. In folgender Tabelle sind für ausgewählte Immobilienbestandteile, die technischen Lebensdauern angegeben.

**Tab. 3: Technische Lebensdauer von Gebäudebestandteilen
(Quelle: Auszug aus WertR – alte Fassung, Anlage 5, 1996)**

	Bezeichnung	Bauart/Baustoff	Technische Lebensdauer
...
4.	Bauteile		
4.1.	Dachhaut	... doppelte Papplage Dachziegel ...	20-30 100
4.2.	Dachstuhl	Holz Stahl	80-100 80-100
4.3.	Dachrinnen, Fallrohre	Stahlblech, verzinkt Zinkblech Kupferblech	15-20 40 100
4.4.	Putz		
	Außenwandputz	Kalk- oder Kalkzementmörtel Trockenmörtel (Edelputz) Zementmörtel	40-60 40-60 40-80
	Innendeckenputz auf Putzträgern in Wohn- und Arbeitsräumen	alle Mörtelgruppen	80
	Innendeckenputz auf Massivdecken in Wohn- und Arbeitsräumen	alle Mörtelgruppen	100
4.5.	Fußböden		
	Estrich	Zementmörtel auf Unterbeton	100
	Plattenböden im Mörtelbett in Wohn- und Arbeitsräumen	Harthandziegel Natursteinplatten Steinzeugplatten	80-100 100 100
	Holzböden	Weichholz Hartholz	40-60 80-100
	Beläge	Textilbeläge Spachtelmasse Linoleum Korkplatten	5-10 10-20 20-30 30-40
	Treppenstufen	Kunststoff Weichholz Hartholz	30-40 50-60 100

Quelle: WertR, Anlage 5 (Ausschnitt)

Aus Tabelle 3 wird ersichtlich, dass die einzelnen Bestandteile eines Gebäudes wesentlich von der genormten steuerlichen Nutzungsdauer von 40 – 50 Jahren abweichen. Während ein Dachstuhl bis zu 100 Jahre genutzt werden kann, ist der Außenputz nach 40 bis 80 Jahren zu ersetzen. Für den Verbrauch der

gesamten Immobilie ist ein progressiver Verlauf der Substanzverringerung daher realitätsnäher als ein linearer Verlauf.

Es ist erkennbar, dass sich nach Fertigstellung des Objektes kaum Instandhaltungsaufwendungen anfallen und im Zeitverlauf bestimmte Gebäudebestandteile schneller abnutzen und erneuert werden müssen. Zudem kann daraus neben dem Abschreibungsverlauf auch das Auseinanderfallen zwischen der wirtschaftlichen und steuerlichen Nutzungsdauer betrachtet werden. Bestimmte Gebäudeteile sind bereits nach 10 bis 20 Jahren verbraucht und andere erst nach 80 bis 100 Jahren. Die wirtschaftliche Nutzungsdauer für das Objekt selbst wird mit 60 – 80 Jahren bei Mietwohngebäuden angegeben.⁴⁵ Die Bestandteile, welche bereits frühzeitig erneuert werden müssen, erhöhen bei Austausch wiederum die durchschnittliche gesamte Restnutzungsdauer. Dadurch übertrifft die wirtschaftliche Nutzungsdauer bei weitem die steuerliche Nutzungsdauer, auch wenn größere Erhaltungsaufwendungen steuerlich aktiviert werden.⁴⁶

4.1.4 Laufzeiten von Immobilienfinanzierungen

Die Verträge zur klassischen Fremdfinanzierung über Darlehen von Immobilien weichen grundsätzlich von deren Nutzungsdauer ab. Zwar sind die Finanzierungen für die gesamte Laufzeit gesichert, es wird aber in eine Abschnittsfinanzierung übergegangen, bei der die Zinskonditionen nach Ablauf der Zinsbindungsfrist neu verhandelt werden. Durch die im BGB geregelten Verbraucherschutzregeln sind Zinsbindungen nach einer Zinsbindungsfrist von 10 Jahren einseitig für den Kreditnehmer kündbar. Durch diese Ungewissheit auf der Seite der Kreditinstitute sind viele Finanzierungen auf eine Zinsbindung von 10 Jahren beschränkt.⁴⁷ Höhere Laufzeiten sind zwar möglich aber unterliegen einem nicht unwesentlichen Risikoaufschlag bei den Zinssätzen. Insgesamt stellen Finanzierungsverträge bis 10 Jahre den Regelfall dar. Kürzere Laufzeiten sind möglich für Zwischenfinanzierungen oder in Hochzinsphasen mit der Erwartung sinkender Zinsen zum Vertragsablauf. Durch die vergleichsweise

⁴⁵ Vgl. Schulte, 2005, S. 219 und S. 487.

⁴⁶ Vgl. Haasmann, 2015, S. 36 i.V.m. § 82b EStDV.

⁴⁷ Vgl. Jenkis, 1995, S. 2 f.

kurze Laufzeit im Vergleich zur Nutzungsdauer und der kongruenten Ausgestaltung, ist aber nach Ende der Zinsbindungsfrist noch eine erhebliche Restschuld vorhanden. Daher ist es in der Planung mindestens genauso wichtig, die Anschlussfinanzierung abzusichern, um den Kapitaldienst weiter zu verteilen.

4.2 Klassische Instrumente der Erstfinanzierung

Grundstückskaufverträge unterliegen in Deutschland speziellen und strengen rechtlichen Vorgaben. Dazu gehören beispielsweise die zwingende notarielle Beurkundung bei Grundstücksverträgen und die lastenfreie Übertragung des Grundbesitzes. In den jeweils örtlich zuständigen Amtsgerichten werden die Grundbücher geführt. Es werden die Eigentumsverhältnisse darin speziell aufgelistet und Belastungen eingetragen. Neben Wege- und Leitungsrechten sind vor allem die mitfinanzierenden Banken mit ihren Belastungen in den Büchern eingetragen.⁴⁸ Bei Zahlungsausfall besteht für die Banken das Recht, die Grundstücke zu verwerten.⁴⁹ Dadurch ist die Finanzierung von Grundvermögen für Banken aufgrund der hinterlegbaren Sicherheiten ein weniger risikoreiches Geschäft, was sich positiv auf die Zinskonditionen für den Endkunden auswirkt.

Bei Immobiliendarlehen handelt es sich um einen Realkredit, da dingliche Sicherheiten an Grundstücken den Kreditinstituten gewährt werden. Aus Sicht der Banken gilt als Realkredit nur der Teil des Kredites, welcher sich innerhalb der ersten 60 % des Beleihungswertes befindet. Vorgeschrieben wird das im Gesetz über das Kreditwesen (KWG).⁵⁰ Überschreitet ein Darlehen 60 % des Beleihungswertes, wird zwar weiterhin von langfristigen Hypotheken gesprochen, es liegt im engeren Sinne aber kein Realkredit vor, da die Besicherung über weiterreichende Bürgschaften oder zweitrangige Sicherheiten erfolgt.⁵¹

Bezogen auf die Investition in Immobilien ist die Besonderheit zu beachten, dass die Immobilie für die Bank als werthaltig zu betrachten ist und als Sicherheit für sich selbst dient. Das heißt, im Bereich der Immobilienfinanzierungen sind durch

⁴⁸ Vgl. Brauer, 2013, S. 51 f.

⁴⁹ Vgl. Jenkis, 1995, S. 37.

⁵⁰ Vgl. Jenkis, 1995, S. 17.

⁵¹ Vgl. Wöhe, 2013, S. 226 f.

die Verwertbarkeit höhere Fremdkapitalquoten möglich und üblicher, als bei anderen Investitionen, deren langfristige Werthaltigkeit nicht sicher bestimmt werden kann. Das ist in zweierlei Hinsicht für den Kapitalanleger vorteilhaft. Erstens minimiert sich das eigene Risiko durch weniger Einsatz von Eigenkapital und erhöht damit den Leverage-Effekt, welcher die Eigenkapitalrendite hebt.⁵² Zweitens sind die Fremdkapitalkosten als Werbungskosten bei der Vermietung abzugsfähig und bieten somit einen steuerlichen Vorteil, während die Kosten für das Eigenkapital nicht abzugsfähig bleiben. Letzteres zeigt sich in der Vielfalt an Varianten der Ausgestaltung von Fremdfinanzierungen.

4.2.1 Annuitätendarlehen

Die klassische Variante besteht in Annuitätendarlehen, bei denen die monatliche Rate aus Zins und Tilgung konstant bleibt, indem die durch Tilgung ersparten Zinsen in die Tilgung mit einfließen.⁵³ In nachstehender Abbildung ist der zeitliche Verlauf eines Annuitätendarlehens schematisch dargestellt.

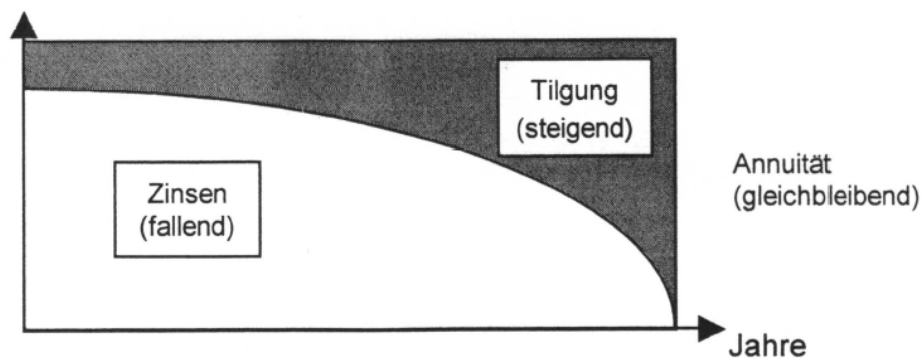


Abb. 3: Verlauf Annuitätendarlehen
(Quelle: übernommen aus Schulte, 2005, S.539)

Die Zinseinsparung durch Tilgung hat über die Laufzeit zur Folge, dass der Zinsanteil exponentiell abnimmt und der Tilgungsanteil exponentiell zunimmt. Dadurch führt ein anfänglicher Tilgungssatz von bspw. 1 % nicht zu einer Laufzeit von 100 Jahren, sondern zu einer Laufzeit von rund 30 Jahren. Was zunächst liquiditätsmäßig keinerlei Unterschied bedeutet, ist unter Berücksichtigung der Steuern ein erheblicher Einflussfaktor. Da nur die Schuldzinsen als Werbungskosten abzugsfähig sind, verringert sich über die Jahre der

⁵² Weiterführende Erläuterungen zum Leverage-Effekt folgen im Kapitel 5.1.1.

⁵³ Vgl. Jenkis 1995, S. 51.

Werbungskostenabzug und erhöht damit den Überschuss und die daraus resultierende höhere Steuerbelastung.⁵⁴ Trotz gleicher Liquiditätsverhältnisse ist damit eine Mehrbelastung an Steuern zu berücksichtigen. Dieser Effekt muss bei der Liquiditätsplanung berücksichtigt werden, damit gegengesteuert und eine Unterdeckung verhindert werden kann. Die Auswirkung der erhöhten Steuerbelastung ist einerseits abhängig von der Annuität und damit der Restlaufzeit des Darlehens und auf der anderen Seite vom persönlichen Steuersatz. Je höher der Steuersatz oder je kürzer die Laufzeit, umso stärker wirkt sich die Liquiditätsdifferenz zwischen den Perioden aus.

4.2.2 Tilgungsdarlehen

Weniger häufig als das Annuitätendarlehen ist das Tilgungsdarlehen anzutreffen. Durch gleichbleibende Tilgungen wird das Darlehen reduziert. Der Kapitaldienst ist daher zu Beginn deutlich höher, sinkt aber von Jahr zu Jahr durch geringere Zinskosten. Das zeigt auch den Nachteil dieser Variante, da die Belastung zu Beginn höher ist, wobei das Einkommen in der Regel eher steigt als weniger wird und eine höhere Belastung zu Beginn nicht wünschenswert ist. Vorteil ist durch die höheren Tilgungen zu Beginn, dass die Finanzierungskosten deutlich geringer sind. Für die Kreditinstitute ist dies von Nachteil und bieten diese Form daher weniger an.⁵⁵ Der Verlauf eines Tilgungsdarlehens ist nachfolgend schematisch dargestellt.

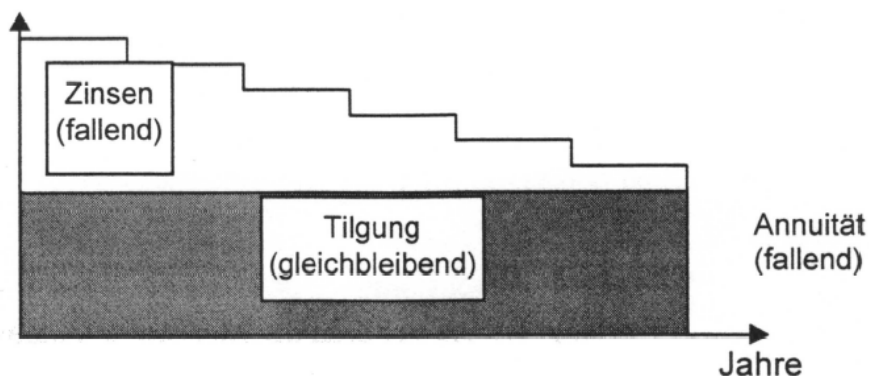


Abb. 4: Verlauf Tilgungsdarlehen
(Quelle: übernommen aus Schulte, 2005, S.539)

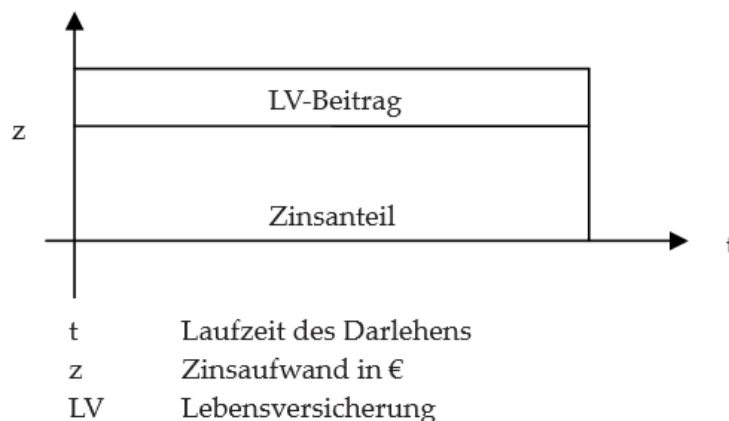
⁵⁴ Vgl. Schulze, 2008, S. 120 ff.

⁵⁵ Vgl. Schulze, 2009, S. 90 f.

Durch die erkennbare gleichbleibende Tilgung wird im Vergleich zum Annuitätendarlehen bereits zu Beginn ein Großteil des Kapitaldienstes zur Tilgung verwendet. Der zuvor erläuterte Steuereffekt wirkt sich auch hier aus, jedoch nehmen die tatsächlichen Zahlungen auch entsprechend ab und führen nicht zu einer nachsteuerlichen Liquiditätsminderung.

4.2.3 Endfällige Darlehen

Als Alternative zum üblichen Annuitätendarlehen existieren weitere Varianten zur Finanzierung. Eine spezielle Form ist das Endfälligkeitsdarlehen, bei dem über die Laufzeit nur Zinsen gezahlt werden und zum Ablauf das gesamte Darlehen einmalig getilgt wird. Das hat den Vorteil, dass die Zinsleistungen konstant bleiben und somit nicht der steuerliche Nebeneffekt durch geringere Werbungskosten, wie beim Annuitätendarlehen entsteht. Nicht zu verachten ist aber die erhebliche Belastung zum Laufzeitende. Hier gibt es verschiedene Varianten, um den endfälligen Betrag abzulösen. Diese funktionieren vom Prinzip her als Tilgungsersatz durch Ansparen von Überschüssen. Als einfachste Variante bildet der Kapitalanleger selbst Rücklagen, die er für die spätere Tilgung verwendet. Üblich ist aber das Ansparen entweder über kapitalbildende Lebensversicherungen oder Bausparverträge.⁵⁶ In Abbildung 5 ist der Verlauf mit gleichbleibenden Zinsen und Tilgungsaussetzung erkennbar. Zum Laufzeitende steht ein einmaliger Zahlungsblock in Höhe des Ursprungsdarlehens zur Ablösung, welcher dann mittels der Lebensversicherung oder einen Bausparvertrag getilgt werden kann.



⁵⁶ Vgl. Spitzkopf, 2002, S. 290 ff.

**Abb. 5: Verlauf endfälliges Darlehen mit Lebensversicherung
(Quelle: übernommen aus Brauer, 2013, S. 481)**

In Kombination mit Bausparverträgen werden die endfälligen Darlehen als Vorausdarlehen bezeichnet. Die Tilgung wird ausgesetzt und stattdessen erfolgt die Einzahlung der Tilgungseinsparung auf einen abgeschlossenen Bausparvertrag. Mit Zuteilung des Bausparvertrages wird das Vorausdarlehen abgelöst.⁵⁷ Dem Grunde nach handelt es sich bei einem endfälligen Vorausdarlehen um eine Zwischenfinanzierung bis das Bauspardarlehen greift. Durch diese Kombination ist es möglich die Finanzierung bereits bei Immobilienanschaffung über die übliche Zinsbindungsfrist von 10 Jahren hinaus zu strecken und so die Anschlussfinanzierung langfristig abzusichern.

4.2.4 Staatliche Förderung als Mezzanine Kapital

Im Bereich des sozialen Wohnungsbaus und der Wohnraumförderung durch den Staat, stellen Förderdarlehen und Tilgungszuschüsse ein zentrales Element der Mezzaninen Immobilienfinanzierung dar. Realisiert wird die Förderung von Unternehmen und dem privaten Wohnungsbau auf Bundesebene durch die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW). Die KfW ist eine Anstalt des öffentlichen Rechts unter Rechtsaufsicht des Bundesministeriums der Finanzen.⁵⁸ Mit den Mitteln der KfW kann die Eigenkapitalbasis gestärkt und so ein besserer Fremdkapitalzins mit dem Kreditinstitut ausgehandelt werden.⁵⁹

Die mezzanine Finanzmittelstruktur durch die KfW wird über verschiedene Wege erreicht. Die wichtigsten Formen sind dabei die Vergabe von zinsvergünstigten und meist auch nachrangigen Darlehen, sowie Tilgungszuschüsse durch die KfW und Sondertilgungsmöglichkeiten durch den Eigentümer.⁶⁰ Im Anhang 1 sind die derzeit gültigen Programme für Wohnimmobilien dargestellt. Die KfW bietet unter anderem Programme zur Schaffung von Wohneigentum, zur energetischen Sanierung und für den Einsatz erneuerbarer Energien. Durch die Möglichkeit der vorzeitigen Ablösung oder zusätzlicher Teiltilgungen ist auch der Flexibilitätsvorteil der KfW-Darlehen nicht außer Acht zu lassen.

⁵⁷ Vgl. Jenkis, 1995, S. 4.

⁵⁸ Vgl. KfW, 2014, S 177.

⁵⁹ Vgl. Kofner 2004, S.137 ff.

⁶⁰ Vgl. Viering, 2015, S. 155 ff.

Neben der KfW als Förderbank des Bundes, bieten auch die Länder spezifische Wohnungsbauförderungsprogramme an. Bezogen auf Sachsen-Anhalt ist damit die IB (Investitionsbank Sachsen-Anhalt) beauftragt. Zusätzlich zu den KfW-Förderungen gewährt die IB ebenfalls zinsverbilligte Darlehen und Tilgungszuschüsse, sowie nachrangige Darlehen. Die Konditionen und verfügbaren Programme im Bereich des Immobilienmarktes sind im Anhang 2 aufgeführt. Im Unterschied zur KfW ist es über die IB Sachsen-Anhalt auch möglich, Bürgschaften zu erhalten. Durch die Bürgschaft wird kein Kapital bereitgestellt aber das Ausfallrisiko für klassische Fremdkapitalgeber reduziert. Dadurch werden Finanzierungen überhaupt erst ermöglicht oder zu verbesserten Konditionen angeboten.⁶¹

4.3 Alternative Finanzierungsformen

Neben den klassischen Fremdfinanzierungsvarianten, auf welche vorhergehend eingegangen wurde, existieren eine Vielzahl weiterer Möglichkeiten sich Fremdkapital zu beschaffen. Nachfolgend wird auf eine Auswahl von weiteren Formen eingegangen, die speziell für Privateigentümer von Interesse sein könnten. Dennoch sind diese Varianten vor allem für Anleger mit wenigen Objekten im Immobilienportfolio aufgrund der hohen Fixkosten für den überwiegenden Teil nicht rentabel und sollen nur der Vollständigkeit halber mit aufgeführt werden.

4.3.1 Stille Beteiligungen und Gesellschafterdarlehen

Ein alternatives Element zur Beschaffung des notwendigen Kapitals sind stille Beteiligungen oder der Abschluss von Gesellschafterdarlehen. Bezogen auf die Finanzierung von Wohnimmobilien im Privatvermögen kann dadurch eine Person mit hoher Liquidität herangezogen werden, um den Finanzbedarf zu decken. Im Falle der stillen Beteiligung handelt es sich um eine außerhalb der Grundstücksgemeinschaft stehende Person. Beim Gesellschafterdarlehen wird vom Gesellschafter der Grundstücksgemeinschaft Kapital eingefordert.

⁶¹ Vgl. Schwarzl, 2012, S. 53 ff.

Das Gesellschafterdarlehen ist insbesondere für Kapitalgesellschaften vorteilhaft, da der Gesellschafter seinem Unternehmen Fremdkapital und kein Eigenkapital zur Verfügung stellt. Problematisch könnte dies bei Vorliegen einer verdeckten Gewinnausschüttung durch § 8a KStG werden. Dann handelt es sich bei den Zinsleistungen um Entnahmen und nicht um Aufwand.⁶² Bei einer Immobilie im Privatvermögen handelt es sich bei Einzelpersonen stets um Einlagen von Kapital bzw. Entnahmen bei der Verzinsung. Handelt es sich um eine vermögensverwaltende Grundstücksgemeinschaft in Form einer GbR, dann könnten die Einlagen als Darlehen behandelt werden. Die Gewinnermittlung erfolgt zunächst auf Ebene der Gemeinschaft und im zweiten Schritt auf Gesellschafterebene. Auf Gesellschafterebene können dem Gesellschafter Sonderwerbungskosten bzw. Sondervergütungen zugerechnet werden, die auch Zinsaufwendungen sein können. Der Zinsaufwand wird zunächst auf die Gesellschafter anteilig verteilt und anschließend dem Gesellschafter als Vergütung zugerechnet. Demzufolge sind in Summe nur die Zinsen des Darlehensgebers überschusserhöhende Sondervergütungen, die nicht auf den eigenen Anteil entfallen.

Bei einer stillen Gesellschaft beteiligt sich ein Außenstehender mit einer Vermögenseinlage an der Immobiliengesellschaft, ohne eine Beteiligung an der Gesellschaft zu begründen. Die stille Beteiligung wird dabei nur im Innenverhältnis begründet und tritt nicht nach außen auf. Die begründete Innengesellschaft ist daher in der Regel nicht von außen erkennbar.⁶³ Die Rechte und Pflichten des stillen Beteiligten beschränken sich demnach auch nur auf das Innenverhältnis. Er nimmt dabei am Verlust der Gesellschaft bis zur Höhe seiner Einlage teil. Die Verlustbeteiligung kann aber vertraglich ausgeschlossen werden. Die Vergütung der Einlage erfolgt über eine Beteiligung am Gewinn. Im Außenverhältnis ist der stille Gesellschafter selbst Gläubiger.⁶⁴

Unterschieden wird zwischen einer typischen und atypischen stillen Beteiligung. Bei der typisch stillen Gesellschaft findet nur eine Beteiligung am Gewinn- und Verlust der Gesellschaft statt. Der typisch stille Beteiligte erzielt in dem Fall

⁶² Vgl. Perridon, 2012, S.449 f.

⁶³ Vgl. Niehus, 2013, S. 51 f.

⁶⁴ Vgl. Wöhe, 2013, S. 201 f.

Einkünfte aus Kapitalvermögen. Für die Gesellschaft stellen die gezahlten Überschussbeteiligungen Ausgaben, bzw. im Verlustfall Einnahmen vom stillen Beteiligten dar. Eine atypisch stille Gesellschaft liegt vor, wenn neben der Gewinn- und Verlustbeteiligung der stille Beteiligte auch an den Vermögenszuwächsen (stillen Reserven) beteiligt wird. Dann ist der Beteiligte als Mitunternehmer anzusehen und erzielt einkommensteuerrechtlich Einkünfte aus Gewerbebetrieb nach § 15 EStG. In der Immobiliengesellschaft verschiebt sich dadurch nur die Gewinnverteilung zu Lasten der übrigen Gesellschafter. Das Gesamtergebnis bleibt gleich.⁶⁵

4.3.2 Schuldverschreibungen und Hypothekenanleihen

Weitere alternative Finanzierungsbausteine sind Schuldverschreibungen und Hypothekenanleihen. Diese Formen der Außenfinanzierungen sind jedoch auch von der Rechtsform des Unternehmens abhängig. Für die hier betrachteten im Privatvermögen gehaltenen Immobilienanlagen sind diese Formen daher irrelevant. Trotz dessen ist zu erwähnen, dass diese Möglichkeiten für größere Immobilienunternehmen eine bedeutende Finanzierungsvariante darstellen. Es wird mittels Schuldverschreibungen und Anleihen der Weg zum Kapitalmarkt geöffnet. Als mezzanine Mittel wird so in der Regel bilanzierungsfähiges Fremdkapital besorgt, welches wirtschaftlich aber als Eigenkapital betrachtet wird und dadurch weitere Fremdfinanzierungsbausteine abgesichert und deren Konditionen verbessert werden können.⁶⁶

Die Immobilien können direkt am Kapitalmarkt finanziert werden, was bei größerem Investitionsvolumen zu Kostenvorteilen und Unabhängigkeit führt. Aufgrund zunehmender Eigenkapitalvorschriften auf Seiten der Kreditinstitute, nutzen Banken die Verbriefungstechnik über Schuldverschreibungen, um damit ihre gegebenen Darlehen zu refinanzieren. Die darlehensgebenden Banken werden daher zunehmend als Dienstleister tätig, um den Privatanlegern den indirekten Zugang zum Kapitalmarkt zu eröffnen.⁶⁷

⁶⁵ Vgl. Niehus, 2013, S. 124.

⁶⁶ Vgl. Wöhe, 2013, S. 203.

⁶⁷ Vgl. Spitzkopf, 2002, S. 274 f.

4.3.3 Immobilienleasing

Beim Leasing wird ein Objekt genutzt aber nicht direkt erworben. Das Wirtschaftsgut bzw. die Immobilie wird dem Leasingnehmer entgeltlich zur Nutzung auf Zeit überlassen. Dabei erfolgt die Unterscheidung zwischen dem Operating Leasing und Financial Leasing. Beim Operating Leasing handelt es sich um kündbare Mietverträge ohne fest vereinbarte Grundmietzeiten und ist für Immobilien nicht relevant. Für das Immobilienleasing steht demnach das Financial Leasing im Fokus. Dabei wird eine vorher festgelegte Grundmietzeit vereinbart, die i.d.R. zwischen 50 % und 75 % der betriebsgewöhnlichen Nutzungsdauer entsprechen.⁶⁸ Für die Immobilien wird von einer betriebsgewöhnlichen Nutzungsdauer analog zu den Abschreibungsvorschriften nach § 7 Abs. 4 oder Abs. 5 EStG von 50 bzw. 40 Jahren ausgegangen.

In der steuerlichen Betrachtung ist die Vertragsgestaltung ausschlaggebend. Für die ertragssteuerliche Behandlung ist entscheidend, ob sich die Grundmietzeit mit der betriebsgewöhnlichen Nutzungsdauer deckt oder geringer als diese ausfällt.⁶⁹ Grundsätzlich ist bei Leasingverträgen ohne Kauf- oder Verlängerungsoption das Gebäude dem Leasingnehmer zuzurechnen, wenn die Grundmietzeit nicht zwischen 40 % bis 90 % der betriebsgewöhnlichen Nutzungsdauer beträgt. Im Umkehrschluss sind bei Grundmietzeiten zwischen 40 % und 90 % die Gebäude dem Leasinggeber zuzurechnen. Derjenige, dem das Objekt wirtschaftlich zugerechnet wird, hat die Aktivierung der Anschaffungs- und Herstellungskosten vorzunehmen. Das Leasing-Modell ist daher grundsätzlich nur für Betriebsvermögen und nicht für den privaten Bereich relevant. Trotz dessen könnte es vorteilhaft sein, die Entscheidung zwischen Betriebs- und Privatvermögen zu durchdenken, was aber nicht Gegenstand dieser Untersuchung ist. Im betrieblichen Immobilienbereich wird insbesondere das Sale-and-Lease-Back Modell verwendet. Der bisherige Eigentümer verkauft seine Immobilie an eine Leasinggesellschaft und mietet diese wieder zurück. Das Leasing kann daher auch als mezzanines Instrument zwischen Eigen- und Fremdkapital angesehen werden.⁷⁰

⁶⁸ Vgl. Perridon, 2012, S. 485 ff.

⁶⁹ Weiterführend dazu: Immobilien-Leasing-Erlass (Vgl. BMF, 23.12.1992, BStBl. I 1992, S. 13)

⁷⁰ Vgl. Lindauer, 2010, S. 51 ff.

4.3.4 Real-Estate-Private-Equity

Reicht bei größeren Investitionsvorhaben die Eigenkapitalbasis nicht aus um das Gesamtfinanzierungsvolumen abzudecken, besteht über Private-Equity der Weg Kapital über außerbörsliche Fonds zu beschaffen. Ein Immobilienfonds schließt die Finanzierungslücke über einen begrenzten Zeitraum zwischen 1,5 bis 5 Jahren und hilft kurz- bis mittelfristige Liquiditätsengpässe zu vermeiden. Die angestrebte jährliche Renditeforderung für Private Equity beträgt dabei 20 %.⁷¹ Die Mittel werden über eine Unternehmensbeteiligung bereitgestellt. Das führt dazu, dass es unumgänglich ist, das zu finanzierende Projekt im Betriebsvermögen zu halten. In der Regel erfolgt dazu die Gründung einer Objektgesellschaft, welche als Special-Purpose-Vehicle (SPV) bezeichnet wird. Die Private-Equity-Geber sind dadurch an den Chancen und Risiken sowie an den unternehmerischen Entscheidungen beteiligt. Das wichtigste Unterscheidungsmerkmal zum mezzaninen Kapital ist dementsprechend das Mitspracherecht, welches bei der Beteiligung gegeben ist.⁷²

4.4 Einbezug und Ausgestaltung der Anschlussfinanzierung

Die Finanzierungslücke nach Ende der Zinsbindungsfrist setzt eine Planung der Kondition der Anschlussfinanzierung voraus, um nicht mit eigenen Mitteln die massive Kapitalunterdeckung zum Vertragsablauf auszugleichen. Dazu stehen dem Eigentümer verschiedene Varianten zur Verfügung. Auf die in der Praxis am häufigsten Verwendeten wird nachfolgend kurz eingegangen. Zunächst ist dafür grundlegend auf die Ermittlung des Ansparpotentials, dessen Verzinsung und deren nachsteuerliche Betrachtung einzugehen.

4.4.1 Ansparpotential

Beim Ansparpotential kann analog zur Mittelherkunft zwischen Innen- und Außenfinanzierung unterschieden werden. Als Innenfinanzierungspotential kann der liquiditätsmäßige Überschuss abzüglich der gewünschten

⁷¹ Vgl. Meyer, 2003, S. 29.

⁷² Vgl. Niehus, 2013, S. 12 f.

Eigenkapitalkosten des Objektes selbst bezeichnet werden.⁷³ Dieser liquiditätsmäßige Überschuss entspricht der effektiven Verzinsung des Eigenkapitals. Sind die geforderten Eigenkapitalkosten der Eigentümer abgegolten, so verbleibt ein Saldo, welches das Ansparpotential aus dem Objekt selbst darstellt. Beim Ansparpotential durch Außenfinanzierung sind dabei die Eigenkapitalgeber selbst gemeint. Diese können ihre tatsächlichen Einnahmen aus der Eigenkapitalverzinsung ansparen oder auch Mittel aus weiteren Einnahmequellen verwenden. In Summe besteht das Ansparpotential demnach aus den Überschüssen des Objektes zuzüglich Überschüssen aus anderen Einnahmequellen der Eigentümer. Dieses Potential stellt den maximal verfügbaren Betrag zum Ansparen dar. Um unvorhersehbare Ausgaben oder Zahlungsausfälle einzukalkulieren, sollte dazu ein Sicherheitsabschlag einbezogen werden, um eine realistische Größenordnung zu erhalten.

4.4.2 Guthabenverzinsung

Parallel zur Verzinsung von Fremdkapital wird das Ansparen von Zahlungsüberschüssen durch Weitergabe von Eigenkapital an Dritte - aus deren Perspektive Fremdkapital - ebenfalls verzinst. Diese Guthabenverzinsung erhöht die verfügbaren Mittel und damit wiederum das Ansparpotential. Zu beachten ist hierbei zum einen die teilweise unterschiedliche steuerliche Würdigung und zum anderen die Höhe der Zinsansprüche.

Die Höhe der Verzinsung hängt von verschiedenen Faktoren ab. Wesentlichen Einfluss haben dabei die Laufzeit und die Art des Finanzierungsproduktes selbst. Grundsätzlich kann das Guthaben entweder selbst verwaltet oder an Dritte abgetreten werden. Bei der eigenen Verwaltung steht es frei, wie das Guthaben verwendet wird. Dies hat den Vorteil, dass es je nach Bedarf kurzfristig oder langfristig angelegt wird und die Verfügbarkeit gestaltet werden kann. Insbesondere Rendite und Risiko werden dabei gegenläufig interagieren. Tagesgeld wird im Vergleich zu einer Fondsanlage relativ gering verzinst, weist dabei aber auch ein wesentlich geringeres Verlustrisiko auf. Zudem korrespondiert die Fristigkeit mit der Rendite. Langfristige Anlagen in Festgeld

⁷³ Vgl. Kofner, 2004, S. 65.

sind in der Regel höher verzinst, da das Kapital für eine bestimmte Dauer festgebunden ist. Nachteil ist, dass über das Kapital in dieser Zeit nicht verfügt werden kann, während Anlagen mit einer kurzen Fristigkeit schnell liquidiert werden können. Eine Abwägung von Risiko und Rendite muss neben der Fremdfinanzierung zugleich bei der Anlage von Guthaben vorgenommen werden.

4.4.3 Nachsteuerliche Betrachtung

Um die effektive Verzinsung zu erhalten, muss die einkommensteuerliche Behandlung einbezogen werden. Dabei gibt es eine wesentliche Besonderheit für Guthabenzinsen. Stehen die Guthaben im direkten Zusammenhang mit den Finanzierungsaufwendungen und damit auch mit den Vermietungseinkünften, erfolgt eindeutig eine Zuordnung zu diesen Einkünften. Nach dem Einkommensteuergesetz würden grundsätzlich Einkünfte aus Kapitalvermögen vorliegen. Durch das Subsidiaritätsprinzip werden die Kapitalerträge aber den Einkünften aus Vermietung und Verpachtung zugerechnet. In Folge bedeutet dies eine Besteuerung zum persönlichen Steuersatz.⁷⁴

Stehen die Guthabenzinsen aber nicht nachweislich im Zusammenhang mit den Vermietungseinkünften, folgt eine beachtliche Unterscheidung in der nachsteuerlichen Betrachtung. Die Zinserträge stellen dann Einkünfte aus Kapitalvermögen dar, welche nicht dem persönlichen Steuersatz, sondern einem besonderen Steuersatz von 25 % unterworfen werden.⁷⁵

In der Praxis bedeutet dies, dass die Steuerlast für Guthabenzinsen und Fremdkapitalzinsen auseinanderfallen. In nachfolgender Abbildung ist die Steuerdifferenz zwischen Kapitalertragssteuer und persönlichem Steuersatz in Abhängigkeit vom zu versteuernden Einkommen (z.v.E.) dargestellt. Ausgangsbasis für das z.v.E. bildet die Grundtabelle unter Berücksichtigung des Grundfreibetrages in Höhe von 8.472 € im Veranlagungszeitraum 2015. Beim Abgeltungssteuersatz ist der Sparerpauschbetrag von 801 € berücksichtigt.⁷⁶

⁷⁴ Vgl. Endriss, 2012, S. 71 f.

⁷⁵ Siehe dazu § 20 EStG i.V.m. § 32d Abs. 1 EStG

⁷⁶ In 2016 erhöht sich der Grundfreibetrag auf 8.652 € (§ 32a Abs. 1 Nr. 1 EStG), der Sparerpauschbetrag besteht weiterhin in Höhe von 801 € (§ 20 Abs. 9 EStG)

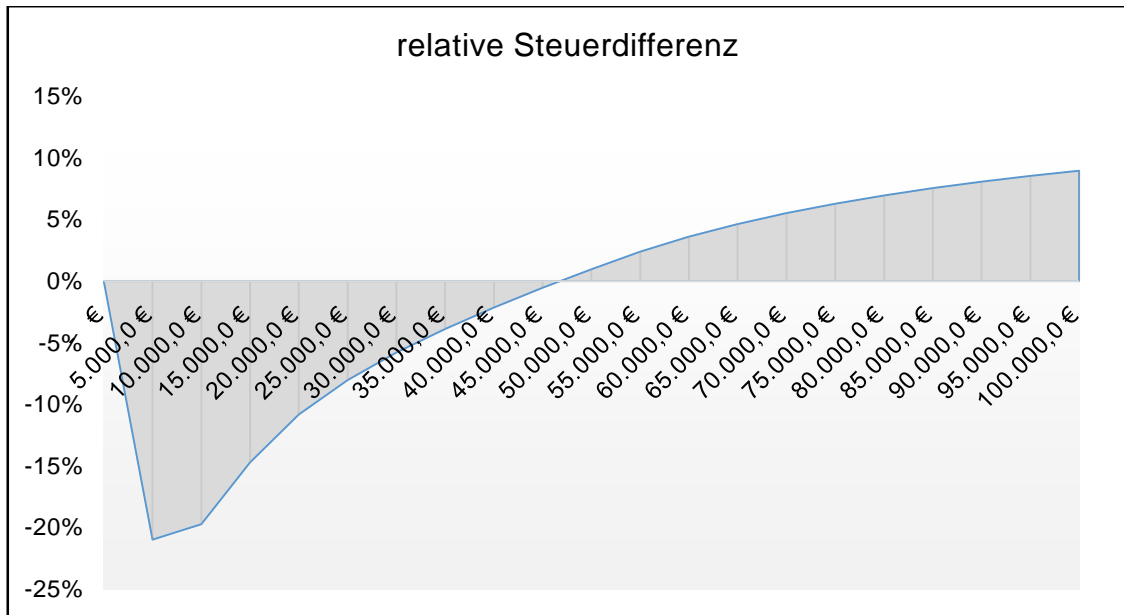


Abb. 6: relative Steuerdifferenz zwischen persönlichem und Abgeltungssteuersatz (Quelle: eigene Darstellung)

Der größte Steuervorteil zugunsten des persönlichen Steuersatzes ergibt sich bei einem z.v.E. in Höhe des Grundfreibetrages, da an diesem Punkt ein Durchschnittssteuersatz von 0 % greift. Auf der anderen Seite werden Kapitalerträge, die 801 € übersteigen bereits mit 25 % besteuert. Beim Schnittpunkt ist der durchschnittlichen Abgeltungssteuersatz identisch zum persönlichem Steuersatz. Dieses Gleichgewicht greift bei einem z.v.E. von etwa 48.300 €. Der Steuervorteil der Kapitalertragssteuer beginnt ab diesem Wert und ist begrenzt auf maximal 20 % (45 % Spitzensteuersatz abzüglich 25 % Kapitalertragsteuer).

Liegt der persönliche Steuersatz über dem Abgeltungssteuersatz von 25 %, dann entsteht ein Steuervorteil zur Differenz zum persönlichem Steuersatz zu Gunsten von Kapitalerträgen, solange keine Zurechnung zu den Einkünften aus Vermietung und Verpachtung erfolgt. Andererseits entsteht ein steuerlicher Nachteil um die Differenz, wenn der persönliche Steuersatz unterhalb des Abgeltungssteuersatzes liegt. Es ist daher von Vorteil, die Guthabenanlagen so auszugestalten, dass je nach Bedarf eine Zurechnung zu den Vermietungseinkünften provoziert bzw. verhindert wird, um die Steuerersparnis zu erhalten.

4.4.4 Finanzierungsformen zur Anschlussfinanzierung

Durch die lange Nutzungsdauer und damit einhergehende kongruente Ausgestaltung der Finanzierung entsteht durch die im Vergleich kürzer ausfallende Laufzeit von klassischen Darlehen die Notwendigkeit, eine Anschlussfinanzierung der Restschuld sicherzustellen. Aus diesem Grund wird auch die Bedeutung des Zinsänderungsrisikos erhöht, welches es abzusichern gilt.⁷⁷

Für die Immobilienfinanzierung wurden aufgrund deren langer Nutzungsdauer und hohen Kapitalbindung spezielle Produkte durch Kreditinstitute und Versicherungsgesellschaften entwickelt, um die langfristige Finanzierung zu sichern. Dazu zählen unter anderem Bausparverträge und kapitalbildende Lebensversicherungen, in unterschiedlichsten Ausgestaltungen. Zudem wird mit Forward-Darlehen vorzeitig im mittelfristigen Bereich eine Weiterfinanzierung vereinbart. Auf diese Varianten soll nachfolgend im Detail eingegangen werden.

4.4.4.1 Bausparverträge

Weiterhin aktuell und im hohen Maße gefragt sind die Bausparkassen. Entstanden ist die erste Bausparkasse in Form einer „Building Society“ bereits 1775 in Birmingham. Beim Bausparen handelt es sich um einen vertraglichen Zusammenschluss von Kreditsuchenden, die sich zum planmäßigen Vorsparen verpflichtet haben. Die heutigen Bausparkassen kooperieren eng mit Banken und Versicherungen und treten als klassische Finanzierer der Zweiten Hypothek auf.⁷⁸

Charakterisiert werden die Bausparkassen durch das Bausparkassengesetz. Demnach wird eine Bausparkasse definiert als „Kreditinstitut, deren Geschäftsbetrieb darauf gerichtet ist, Einlagen von Bausparern (Bauspareinlagen) entgegenzunehmen und aus den angesammelten Beträgen den Bausparern für wohnungswirtschaftliche Maßnahmen Gelddarlehen (Bauspardarlehen) zu gewähren (Bauspargeschäft)“.⁷⁹

⁷⁷ Vgl. Kofner, 2004, S. 104 f.

⁷⁸ Vgl. Kofner 2004, S. 67 ff.

⁷⁹ Vgl. Jenkis, 1995, S. 23.

Es wird zunächst eine Zeitlang gespart und bei Erreichen von in der Regel 40 bis 50 % der vereinbarten Bausparsumme ein zinsgünstiges Bauspardarlehen vergeben, welches dann zur Tilgung des endfälligen Betrages eingesetzt werden kann und so die weitere Finanzierung gesichert ist.⁸⁰ Auch bei Annuitätendarlehen ist die Nutzung von Bauspardarlehen ein Instrument, um die Anschlussfinanzierung zu sichern. Da Immobilien zwar eine stetige aber niedrige Rendite über eine lange Nutzungsdauer aufweisen, sind nach Ablauf der Zinsbindung die Annuitätendarlehen noch nicht vollständig getilgt. Um das Zinsänderungsrisiko auszuhebeln, kann über Bausparverträge frühzeitig gegengesteuert werden und der Restbetrag abgelöst werden. Rückzahlungsdauer und endgültige Darlehenssumme werden vor Vertragsschluss vereinbart. Als größter Nachteil ist zu sehen, dass bei den Konditionen kein Verhandlungsspielraum besteht, sondern vorgefertigte Standardprodukte gebräuchlich sind.

4.4.4.2 Lebensversicherungen

Neben den Kreditinstituten sind auch die Versicherungsunternehmen Kapitalsammelstellen, die Finanzierungsmittel zum Wohnungsbau zur Verfügung stellen. Rechtliche Grundlage für die Versicherer ist das Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG). Nach § 54a VAG kann das gebundene Vermögen der Versicherungsunternehmen unter anderem auch für eine Hypothek an inländischen Grundstücken verwendet werden. Aufgrund der Ansammlung von Spargeldern der Versicherten entfallen für die Versicherungsgesellschaften weitestgehend die Refinanzierungskosten, was zu einem zinsgünstigen Finanzierungsinstrument führt.⁸¹

Die Lebensversicherung spielt dabei zur Umsetzung für die Versicherungsgesellschaften eine beachtliche Rolle. In den vergangenen Jahren war die Variante der kapitalbildenden Lebensversicherungen aus mehreren Gründen beliebt. Die Beiträge in die Lebensversicherung waren steuerlich abzugsfähig und die Renditeerwartungen hoch.⁸² Durch die immer noch

⁸⁰ Vgl. Jenkis, 1995, S. 61.

⁸¹ Vgl. Jenkis, 1995, S. 28 f.

⁸² Vgl. Pinkerneil, 2009, S. 11f.

andauernde Niedrigzinsphase wurden die gesetzlichen Höchstrechnungszinsen von 4,00 % bis zum Jahr 2000 auf aktuell 1,25 % gesenkt, was die Versicherer über die möglichen Kapitalüberschüsse den Endkunden weiterreichten und diese schmälerten. Zudem sind die steuerlichen Vorteile inzwischen weitestgehend weggefallen.⁸³

Durch die Bündelung der Versicherungsbeiträge bei der Versicherungsgesellschaft findet eine Risikominimierung statt, da der individuelle Versicherungsnehmer im Schadenfall nicht das gesamte Risiko zu tragen hat, sondern dieses auf alle Versicherungsnehmer gestreut wird. Versicherungen sind dabei grundsätzlich in Aktiv- und Passivversicherungen zu unterteilen. Zur passiven Versicherung zählt unter anderem auch die Vermögensversicherung, die zur Absicherung der hier beschriebenen Kapitalbindung dient. Als Nebenprodukt der Kreditaufnahme spielen klassische Kreditversicherungen eine wichtige Rolle. Als Zahlungsausfallversicherung sollen so Schäden durch Forderungsausfall gegenüber den Kreditgebern abgedeckt werden.⁸⁴

Als konkretes Produkt der Versicherungsgesellschaften ist die Hypothekarlebensversicherung hervorzuheben. Diese ist eine Mischform aus Er- und Ablebensversicherung mit eingetragener Hypothek. Bei Versicherungsablauf verpflichtet sich das Versicherungsunternehmen die Darlehnstilgung zu übernehmen. Für das Darlehen werden dabei die vereinbarten Zinszahlungen geleistet und Versicherungsbeiträge in die Lebensversicherung eingezahlt. Die Tilgung erfolgt durch die Entnahme des Kapitals aus der Lebensversicherung.

In Verbindung mit einem endfälligen Darlehen zahlt der Kreditgeber für die Hypothek nur Zinsleistungen und Prämien auf die Lebensversicherung. Dabei stellt die Ablaufleistung der Versicherung eine erhebliche Unsicherheit dar. Die zum Teil nicht garantierten Überschüsse lassen sich nicht vom Versicherungsnehmer beeinflussen und sind von äußeren Einflüssen wie Sterbequoten, der Kapitalmarktentwicklung und der Anlagepolitik der Versicherung maßgeblich abhängig.⁸⁵

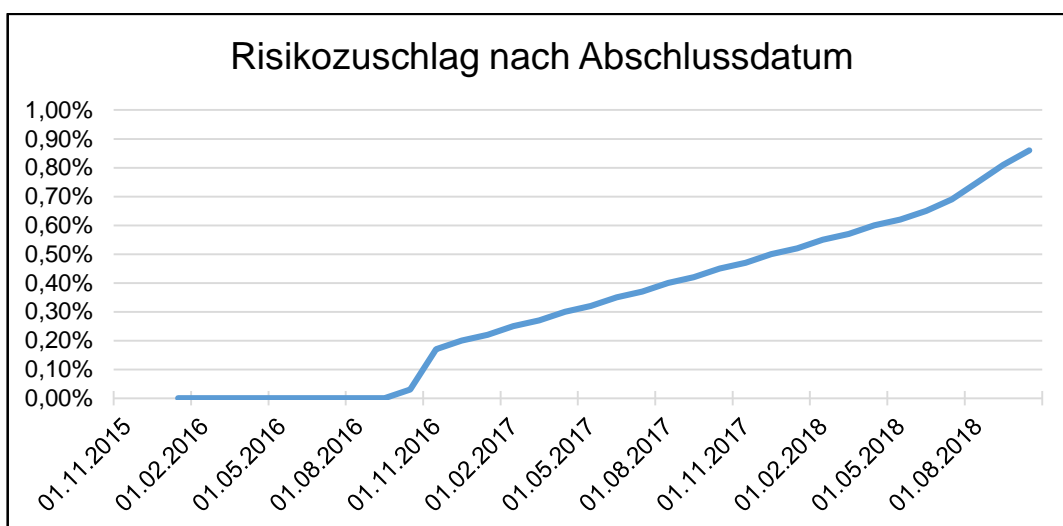
⁸³ Vgl. Keller, 2013, S. 84. i.V.m. § 2 Abs. 1 DeckRV.

⁸⁴ Vgl. Knosp, 2010, S. 22.

⁸⁵ Vgl. Jenkis, 1995, S. 56.

4.4.4.3 Forward-Darlehen

Eine weitere Variante ist mit einem Forward-Darlehen die Konditionen bis zu drei Jahre vor Ablauf der Zinsbindungsfrist neu zu verhandeln, um von einer Niedrigzinsphase zu profitieren und das Risiko einer Zinserhöhung zu mindern. Der Abschluss eines Forward-Darlehens bedingt ein zuvor vorhandenes Darlehen und stellt damit eine Möglichkeit zur Sicherung der kurz- bis mittelfristigen Anschlussfinanzierung dar. Aufgrund der bestehenden Unsicherheiten der zukünftigen Zinsentwicklung erhebt das Kreditinstitut je nach Dauer bis zum Vertragsbeginn einen Risikozuschlag. Der Zuschlag bemisst sich anhand einer Zinsstrukturkurve, die die erwarteten Entwicklungen im Zeitverlauf mit einpreist.⁸⁶ In folgender Abbildung ist der Verlauf des prozentualen Zuschlages in Abhängigkeit zum Laufzeitbeginn dargestellt.



**Abb. 7: Risikozuschlag für Forward-Darlehen zum Stichtag 01.11.2015
(Quelle: eigene Darstellung)**

Die Abbildung orientiert sich am von der ING DiBa bereitgestellten Konditionsrechner. Gut zu erkennen ist, dass der Aufschlag bis Oktober 2016, und damit für etwa ein Jahr, entfällt. Erst dann beginnt die ING DiBa einen Risikoaufschlag zu erheben, welcher zunächst linear ansteigt. Bei der maximalen Forwardlaufzeit mit drei Jahren zum Laufzeitbeginn am 01.11.2018 beträgt der Zuschlag 0,9 % auf die heutigen Konditionen. In der momentanen Niedrigzinsphase ist der Aufschlag dennoch akzeptabel, da zu erwarten ist, dass

⁸⁶ Vgl. KPMG, 2015, S. 25 f.

in naher Zukunft die Zinsen wieder steigen und zumindest der Aufschlag für das Risiko kompensiert wird. In Zeiten von hohen Zinsen ist der Abschluss eines Forwards nur sinnvoll, um die Anschlussfinanzierung sicherzustellen und so die Liquiditätsplanung zu verbessern. Teilweise ist es dann sinnvoll, anstatt der Anschlussfinanzierung eine Zwischenfinanzierung mit variablem Zinssatz zu nutzen.⁸⁷

⁸⁷ Vgl. Franke, 2009, S. 188 ff.

5 Optimierung der Kapitalstruktur

5.1 Bestimmung der Kapitalkosten

Als grundlegende Regel muss gelten, dass bei Investitionsobjekten die Renditeerwartungen den Kapitalbedarf übersteigen. Eine Investition mit höherem Kapitalbedarf als Renditeerwartungen macht zumindest auf das einzelne Projektvorhaben keinen Sinn, da so auf Dauer Verluste erzielt werden.⁸⁸ Ausnahmen ergeben sich in anderen Bereichen, wo beispielsweise durch die Investition in Umweltschutzmaßnahmen zwar ein negativer Kapitalwert erzielt, dieser aber durch Synergieeffekte in anderen Bereichen kompensiert wird. Es ist daher abzuwägen, inwieweit eine Investition einzeln oder im Zusammenhang mit der Gesamtunternehmung betrachtet wird. Im Bereich der Immobilienfinanzierung ist dennoch eine Betrachtung einzelner Projekte ausreichend.

Zur Berechnung der Kapitalkosten wird auf den relativen Wertansatz zurückgegriffen. Die Kapitalkosten sind weitestgehend unabhängig von der absoluten Rendite und des Kapitalbedarfs, sondern vielmehr von der Verhältnisgleichung der beiden Werte abhängig. Skaleneffekte entwickeln sich mit erhöhter Investitionssumme rückläufig und sind in der Modellbetrachtung ausgeblendet. Beispielsweise wird durch fixe Erwerbsnebenkosten und Verwaltungsaufwendungen die Rendite bei niedrigen Investitionssummen geschmälert. Dieser Effekt verringert sich Zunehmens mit dem Anstieg des Investitionsvolumens.

5.1.1 Eigenkapitalkosten

Als Kosten des Eigenkapitals wird die geforderte Rendite der Eigenkapitalgeber bezeichnet. Diese Eigenkapitalrendite ist im Vergleich zur geforderten Rendite der Fremdkapitalgeber hoch. Das resultiert aus der Eigenschaft des Eigenkapitals. Zum einen sind die tatsächlichen Renditeansprüche der Eigenkapitalgeber nicht fix, sondern ergebnisabhängig und zum anderen wird

⁸⁸ Vgl. Schulte, 2005, S. 787 ff.

dieses bei Zahlungsschwierigkeiten vorrangig verbraucht. Um dem Risiko gerecht zu werden, verlangen die Eigenkapitalgeber in der Regel einen höheren Zinssatz für ihr eingesetztes Kapital als die Fremdkapitalgeber.⁸⁹

Zu den Eigenkapitalkosten gehören ausschließlich die Kosten aus variabel verzinstem Kapital der Eigentümer. Der variable Zins resultiert aus den Überschüssen und ist nicht fix vereinbart. Bei einer negativen Rendite werden die Eigenkapitalkosten auch negativ, was sich in einer Nachschusspflicht bzw. Deckung der Engpässe durch die Eigenkapitalgeber widerspiegelt. Die Eigenkapitalkosten sind aufgrund ihrer variablen Verzinsung zu unterscheiden in die geforderte Rendite der Eigenkapitalgeber und der tatsächlichen Vergütung. Da die Eigenkapitalgeber keinen Anspruch auf die Vergütung haben, sind die Ansprüche nachrangig zu behandeln. Aufgrund dieser Diskrepanz zwischen geforderter und realisierter Rendite ist es schwierig, die Eigenkapitalkosten zu bestimmen. Um die geforderte Rendite zu ermitteln, wird im folgenden Kapitel auf die Bestimmung der Kapitalkosten genauer eingegangen.

Bezogen auf den steuerlichen Einbezug, kann keine Berücksichtigung der Eigenkapitalkosten erfolgen. Diese sind steuerlich neutral und nicht abzugsfähig. Bezeichnet wird dies als Diskriminierung des Eigenkapitals. Da die tatsächliche Rendite der Eigenkapitalgeber abhängig von den Überschüssen der Investition ist, wird deutlich, dass die Rendite auch abhängig von der Kapitalstruktur ist. Je geringer der Eigenkapitalanteil, desto höher ist die Rendite der Eigenkapitalgeber auch bei gleichbleibenden Überschüssen. Diese Hebelwirkung wird als Leverage-Effekt bezeichnet, da die Rendite der Eigenkapitalgeber durch Einsatz von Fremdkapital erhöht wird.⁹⁰ Der Leverage-Effekt ist in nachfolgender Abbildung im Zwei-Alternativen-Vergleich systematisch dargestellt.

⁸⁹ Vgl. Fischer, 2002, S. 131 f.

⁹⁰ Vgl. Perridon, 2007, S. 482.

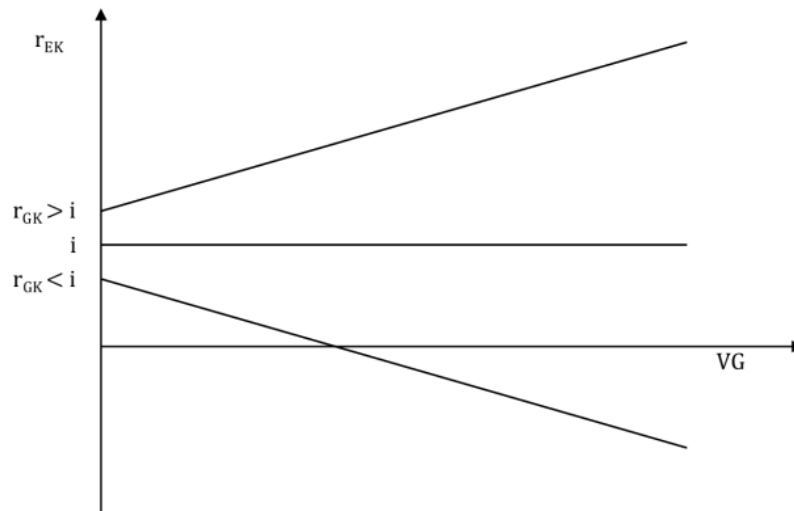


Abb. 8: Eigenkapitalrendite in Abhängigkeit vom Verschuldungsgrad
(Quelle: angelehnt an Perridon, 2012, S. 525)

Ist die Gesamtkapitalrendite (r_{GK}) größer als die Fremdkapitalrendite (i), wirkt sich der Leverage-Effekt positiv auf die Eigenkapitalrendite aus. Mit zunehmendem Verschuldungsgrad (VG) und dementsprechend sinkendem Eigenkapitalanteil erhöht sich die Rendite der Eigenkapitalgeber. Erkennbar ist zudem das Umschlagen des Effektes bei einer Gesamtkapitalrendite unterhalb des Fremdkapitalzinssatzes. Das bedeutet, das Eigenkapital wird, je höher der Verschuldungsgrad ist, aufgebraucht. Man spricht in diesem Fall vom Leverage-Risiko. Das heißt demnach also auch, dass eine geringere Eigenkapitalquote durch den umgekehrten Hebeleffekt ein höheres Risiko für die Eigenkapitalgeber bedeutet. Es ist in der Risikobetrachtung vorteilhafter, einen höheren Eigenkapitaleinsatz vorzunehmen. Dies mindert andererseits aber die Rendite des Eigenkapitals und des Gesamtkapitals.⁹¹

Aus den bereits erwähnten Eigenschaften des Eigenkapitals ist zu erkennen, dass sich eine Bestimmung der Kosten für die Eigenkapitalgeber als schwierig gestaltet. Aus diesem Grund sind Modelle zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten entstanden. Um eine erste Entscheidungsgrundlage zur Finanzierungsstruktur zu treffen und die Risiko- und Renditeabwägung

⁹¹ Vgl. Perridon, 2012, S. 520 ff.

vorzunehmen, wird nachfolgend die Ermittlung mittels des Capital Asset Pricing Modells (CAPM) vorgenommen.⁹²

5.1.1.1 Grundlagen zum CAPM

Mittels des CAPM kann in vereinfachter Form die geforderte Rendite der Eigenkapitalgeber ermittelt werden. Die folgende Formel stellt die Berechnung der erwarteten Eigenkapitalrendite dar.⁹³

$$E(r_j) = r_f + (r_m - r_f) \cdot \beta_j$$

mit

$E(r_j)$ = erwartete Rendite des Wertpapiers j

r_f = risikoloser Zinssatz

r_m = erwartete Rendite des Kapitalmarkts

β_j = systematisches Risiko des Wertpapiers j

Dazu wird zu einem risikolosen Basiszins eine Marktrisikoprämie aufgeschlagen, um die Eigenkapitalkosten zu bestimmen.⁹⁴ Die Marktrisikoprämie ist die Differenz aus der erwarteten Rendite des Kapitalmarktes und dem risikolosen Basiszinssatz. Bereinigt wird diese Marktrisikoprämie durch einen unternehmens- bzw. branchenabhängigen Betafaktor, der die Prämie erhöht oder vermindert.

5.1.1.2 Basiszinssatz

Grundlage zur Ermittlung des Eigenkapitalkostensatzes ist zunächst ein risikoloser Basiszins. Für langfristige Darlehen wird dabei von den Unternehmen auf Staatsanleihen bzw. Zinsstrukturkurven mit einer Laufzeit von 30 Jahren oder mehr zurückgegriffen.⁹⁵ Vom Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW), wird in der Praxis die Svensson-Methode zur Ermittlung einer

⁹² Vgl. Fischer, 2002, S. 71 f.

⁹³ Vgl. Gromer, 2012, S. 158.

⁹⁴ Vgl. Gerke, 2004, S. 242 ff.

⁹⁵ Vgl. KPMG, 2015, S. 28 f.

Zinsstrukturkurve empfohlen.⁹⁶ In nachfolgender Abbildung ist der durchschnittlich verwendete Basiszins von Unternehmen im Verlauf der letzten Jahre dargestellt.

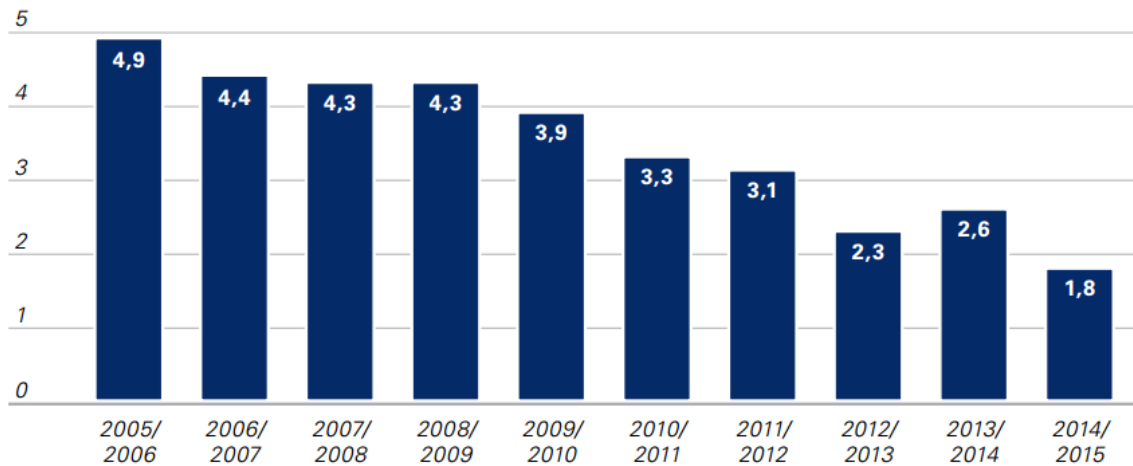


Abb. 9: Durchschnittlicher Basiszins
(Quelle: übernommen aus KPMG Kapitalkostenstudie, 2015)

Erkennbar ist eine stetig fallende Tendenz seit Beginn der Studie im Jahr 2005. Für den Untersuchungszeitraum 2015/2016 ist von einem gleichbleibenden bis leicht fallenden verwendeten Basiszins der Unternehmen auszugehen.⁹⁷ Zur Vereinfachung der Modellannahmen und Ermittlung der Kapitalkosten im weiteren Verlauf wird auf den durchschnittlich verwendeten Basiszins aus dem Jahr 2015 mit 1,80 % zurückgegriffen.

5.1.1.3 Marktrisikoprämie

Die Marktrisikoprämie des Eigenkapitals wird relativ zum Gesamtmarkt bestimmt.⁹⁸ Aus der Formel des CAPM ergibt sich die Marktrisikoprämie aus dem Zuschlag des Risikos zum Basiszins, um die geforderten Renditeerwartungen des Kapitalmarktes zu erreichen. In Abbildung 10 ist analog zum verwendeten Basiszins die durchschnittlich verwendete Marktrisikoprämie dargestellt.

⁹⁶ Vgl. IDW, 2015.

⁹⁷ Der Basiszins zum 01.11.2015 nach IDW S1 in Verbindung mit der Zinsstrukturkurve ergibt einen Wert von 1,41 %. Zur Ermittlung siehe WP-Handbuch, Band II, 14. Auflage 2014, S. 119 ff.

⁹⁸ Vgl. Fischer, 2002, S. 144 ff.

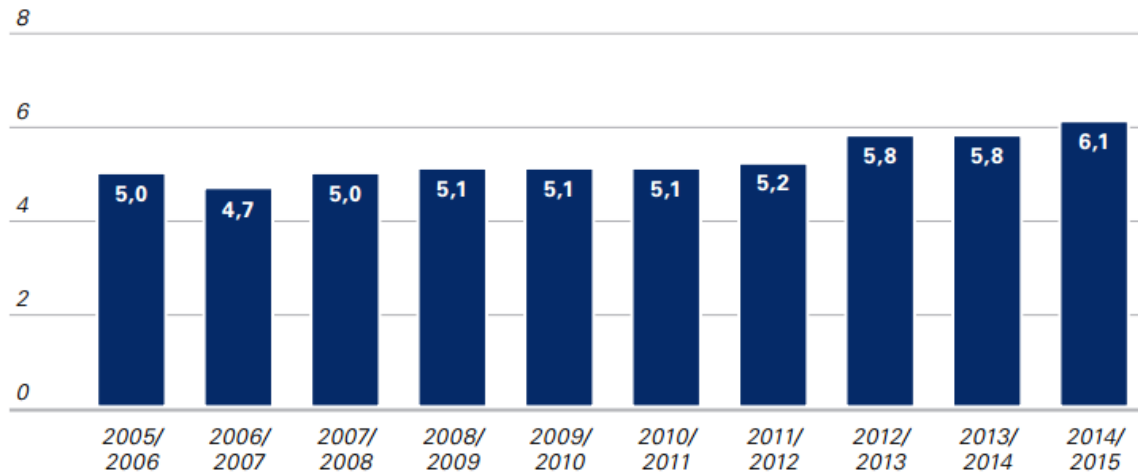


Abb. 10: Durchschnittliche Marktrisikoprämie
(Quelle: übernommen aus KPMG Kapitalkostenstudie, 2015)

Im Vergleich zur Entwicklung des Basiszinssatzes, ist bei der Marktrisikoprämie ein weitestgehend konstanter bzw. leicht ansteigender Zinssatz im Zeitverlauf festzustellen. Durch den außergewöhnlich niedrigen Basiszinssatz der letzten Jahre, haben sich die Risikozuschläge der letzten beiden Jahre signifikant erhöht. Dadurch kompensieren die Anleger den Renditeeinbußen aus der niedrigen Basisverzinsung. Die durchschnittlich verwendete Marktrisikoprämie von aktuellen 6,10 % wird ebenfalls zur Ermittlung der Eigenkapitalkosten herangezogen.

5.1.1.4 Betafaktor und Fungibilitätszuschlag

Um dem Risiko einzelner Unternehmen näher zu kommen, bestimmt man die Marktrisikoprämie, indem vergleichbare Unternehmen herangezogen werden. Aus diesen Vergleichsunternehmen werden Betafaktoren bestimmt, welche über die Volatilität der Aktienkurse eine Indikation für die Schwankungsanfälligkeit im Vergleich zum Gesamtmarkt geben.⁹⁹ Je höher die Volatilität desto höher auch das Verlustrisiko und damit auch höhere Renditeerwartungen. Ist die Volatilität gering, so wird auch das Verlustrisiko als geringer angesehen und die Anlage als weniger riskant. Im Beta ausgedrückt, entsteht dadurch folgender Einfluss:

Beta < 1 geringe Volatilität zum Markt, geringere Marktrisikoprämie

Beta > 1 höhere Volatilität zum Markt, höhere Marktrisikoprämie

⁹⁹ Vgl. Gerke, 2004, S.245 f.

Bezogen auf die Immobilienbranche werden dazu Aktiengesellschaften herangezogen und deren Betafaktor ermittelt. Die einzelnen Betas können durch unternehmensspezifische Einflüsse oder Entwicklungen vom eigenen Unternehmen abweichen. Um die Fehlerquote des Betafaktors zu minimieren, wird aus den ermittelten Faktoren ein Durchschnittswert ermittelt. Dieses gewichtete Branchenbeta wird für die weitere Berechnung herangezogen.

Vom Betreiber der größten deutschen Aktienhandelsplatzform XETRA der Deutschen Börse Group werden täglich indexbezogene Auswertungen und Kennzahlen herausgegeben.¹⁰⁰ Unter anderem werden dabei auch die Betafaktoren bereitgestellt. Ausgehend vom Prime-All-Share-Index, welcher eine Vielzahl am Markt gehandelter Aktien beinhaltet, wurden dazu die darin enthaltenen Wertpapiere der Immobilienaktien separiert und aus deren Beta ein Mittelwert gebildet.

**Tab. 4: Langfristige Betafaktoren von Immobiliengesellschaften
(Quelle: eigene Darstellung)**

Unternehmen	Beta
ADLER REAL ESTATE AG	0,6427
ALSTRIA OFFICE REIT-AG	0,5867
DEUTSCHE WOHNEN AG INH	0,8179
DIC ASSET AG NA	0,7633
FAIR VALUE REIT-AG INH.ON	0,3956
HAMBORNER REIT AG O.N.	0,5899
LEG IMMOBILIEN AG	0,7013
PATRIZIA IMMOBILIEN NA ON	0,9100
TAG IMMOBILIEN AG	0,6173
VONOVIA SE NA O.N.	0,7012

Mittelwert 0,6726

Für die Immobilienbranche ergibt sich demnach ein durchschnittlicher aktueller Branchenbetafaktor von gerundet 0,67. Genau genommen gibt der genannte Mittelwert an, dass sich die ausgewählten Aktien im Vergleich zum Prime-All-Share-Index um den Faktor 0,67 bewegen. Das bedeutet, zum Gesamtmarkt ist

¹⁰⁰ Vgl. Deutsche Börse AG, 2015.

die Branche weniger krisenanfällig und dadurch ist ein geringerer Risikozuschlag durch die Eigenkapitalgeber nötig. Die Marktrisikoprämie ist im Immobilienbereich demnach um circa ein Drittel geringer, bezogen auf den Gesamtmarkt.

Zu beachten ist, dass sich dieses Beta auf ein verschuldetes Unternehmen bezieht und zunächst auf ein unverschuldetes Beta (unlevered Beta) zurückzurechnen ist. Aswath Damodaran veröffentlicht jährlich branchenbezogene Betas, die er aus eigens durchgeführten empirischen Studien ermittelt.¹⁰¹

**Tab. 5: Branchenbeta unverschuldeter Unternehmen der Immobilienbranche
(Quelle: angelehnt an Damodaran, 2015)**

Industry	Beta	D/E Ratio	Tax rate	Unlevered beta	Cash/Firm value	Unlevered beta corrected for cash
Real Estate	0,73	109,30%	13,51%	0,37	3,56%	0,39

Die oben gezeigte Tabelle zeigt einen Auszug aus der zuletzt veröffentlichten Betaberechnung zum 5. Januar 2015. Dabei stellt Damodaran das Branchenbeta, ermittelt aus 191 westeuropäischen Immobilienunternehmen zum MSCI World Index, zur Verfügung. Im Vergleich zum zuvor berechneten tagesaktuellen Durchschnittsbeta von 0,67, bezogen auf deutsche Immobilien AG's, kann zum Beta von 0,73 von Damodaran von einer statistischen Abweichung ausgegangen werden. Zur Vereinfachung ist daher die Annahme des Betas von 0,73 fortzuführen, um so die Überleitung zum Unlevered-Beta vereinfacht herzustellen.¹⁰² Als Ergebnis steht schließlich ein unverschuldeter Betafaktor von 0,39.

¹⁰¹ Vgl. Damodaran, 2015.

¹⁰² Auf die rechnerische Ermittlung der Betas soll zur Erhaltung der Übersichtlichkeit nicht weiter eingegangen werden. Die verschuldeten Betas ergeben sich aus dem Verhältnis der Kovarianz des Wertpapiers zur Varianz des Gesamtmarktes. Die unverschuldeten Betas werden durch Bereinigung um Verschuldungsgrad und Steuersatz auf ein hypothetisch 100 % eigenfinanziertes Unternehmen genormt. Vgl. Fischer, 2002, S. 121 f.

5.1.1.5 Eigenkapitalzinssatz

Die Eigenkapitalkosten ergeben sich anhand der vorgehend ermittelten Daten aus dem Basiszins von 1,80 % zuzüglich der mit dem Betafaktor von 0,39 gewichteten langfristigen Marktrisikoprämie von 6,10 %. Daraus ergibt sich ein Eigenkapitalkostensatz von derzeit 4,18 % für Immobilienanlagen.

$$1,80 \% + (0,39 * 6,10 \%) = 4,18 \%$$

Bei einem Betafaktor von 1 würden sich die durchschnittlich verwendeten Eigenkapitalkosten aller Unternehmen ergeben. Nachfolgend sind diese im Zeitverlauf zum Vergleich mit dargestellt.

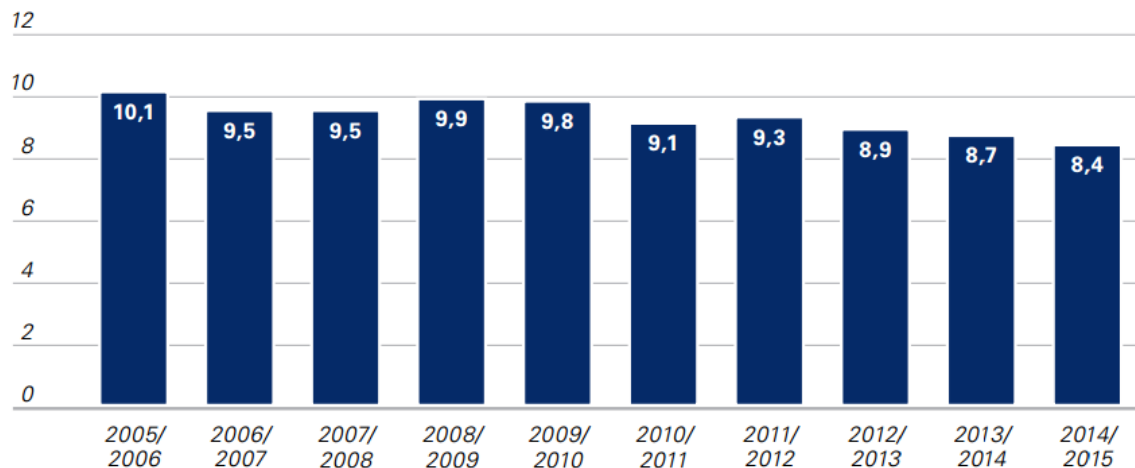


Abb. 11: Durchschnittliche Eigenkapitalkosten
(Quelle: übernommen aus KPMG Kapitalkostenstudie, 2015)

Aufgrund des niedrigen Betafaktors für ein unverschuldetes Immobilienunternehmen, weicht die branchenübliche Verzinsung erheblich von der durchschnittlichen Eigenkapitalverzinsung aller Unternehmen ab. Die Verzinsung von 4,18 % im Vergleich zu 8,40 % zeigt auf, dass das systematische Risiko der Immobilienbranche als gering angesehen wird und dadurch die Renditeforderungen entsprechend gemindert sind. Die Eigenkapitalverzinsung kann dadurch im nächsten Schritt zur Optimierung der Kapitalkosten und Kapitalstruktur herangezogen werden.

5.1.2 Fremdkapitalkosten

Im Gegensatz zu den Eigenkapitalkosten werden den Fremdkapitalgebern in der Regel eine feste Verzinsung und die Rückzahlung des Kapitals garantiert. Unter fester Verzinsung ist dabei auch eine Verzinsung unter variablen Zinssätzen zu verstehen. Diese variablen Zinsen bauen auf einen definierten Basiszins auf und sind mit einem festen Aufschlag versehen. Zudem besteht für die Fremdkapitalgeber ein Rückführungsanspruch des Kapitals, welches den Eigenkapitalgebern nicht zusteht. Weiter müssen die Fremdkapitalgeber nicht für Verluste aufkommen. Der Ausgleich von Verlusten obliegt dabei ausschließlich den Eigenkapitalgebern.¹⁰³ Aus diesen Gründen besteht für die Fremdkapitalgeber ein geringeres Ausfallrisiko, was sich in niedrigeren Zinssätzen widerspiegelt. Mit steigender Fremdkapitalquote steigt jedoch auch der Zinssatz der Fremdkapitalgeber, da im Resultat auch deren Risiko ansteigt.

Aus steuerlicher Betrachtung spielen bei den Investitionen in fremdvermietete Immobilien die Fremdkapitalkosten eine wesentliche Rolle. Die Verzinsung an die Kapitalgeber sind Kosten, die im Rahmen der Überschussermittlung als Werbungskosten abzugsfähig sind. Aus Sicht der Eigentümer sind die Fremdkapitalzinsen daher um den Steuervorteil zu bereinigen, um einen effektiven Zinssatz nach Steuern zu bekommen. In Abhängigkeit vom persönlichen Steuersatz steigt bzw. sinkt der Vorteil linear. Der Steuervorteil steigt proportional bei ansteigenden Zinsen. Der absolute Steuervorteil ist bei höherem Zinsniveau größer als bei niedrigen Zinsen. Bei einem Steuersatz von 50 % und einer Verzinsung von 2,00 % beträgt der Steuerentlastungseffekt 1,00%. Bei dem gleichen Steuersatz und einer Verzinsung von 5,00 % liegt der Steuereffekt schon bei 2,50 %.

Die Fremdkapitalkosten lassen sich im Vergleich zu den Eigenkapitalkosten relativ einfach bestimmen. Zum einen sind diese aufgrund von vorhandenen Verträgen mit den Fremdkapitalgebern bereits vorgegeben und zum anderen lassen sich aus Kalkulationen unter verschiedenen Prämissen, wie Laufzeit und Kapitalquoten, Kapitalkostenkurven entwickeln. Um die Kapitalstruktur zu optimieren, fehlt in der Regel aber eine größere Anzahl an realen Angeboten

¹⁰³ Vgl. Preißer, 2014, S. 161.

verschiedener Szenarien bzw. die zukünftigen Entwicklungen können noch nicht eingebunden werden, da die Kalkulationen auf aktuellen Fakten beruhen. Aus diesem Grund muss eigens eine Ermittlung der Fremdkapitalkosten zur Gestaltung von Szenarien erfolgen.

5.1.2.1 Risikozuschlag

Zu dem Basiszins ist noch ein Risikozuschlag hinzuzurechnen, um die Fremdkapitalkosten zu bestimmen. Das Risiko erhöht sich für die Fremdkapitalgeber überwiegend durch einen vergrößerten Fremdkapitalanteil im Vergleich zum Gesamtkapital. Ein weiterer Faktor ist die Laufzeit der Finanzierung. Je länger die Laufzeit, desto höher ist das potentielle Ausfallrisiko für die Bank.¹⁰⁴

Im Anhang 3 sind die aktuellen Zinskonstellationen für Immobilienkredite der ING-DiBa dargestellt. Diese beziehen sich zwar auf die Finanzierung von Eigenheimen, die einen grundsätzlich geringeren Zinssatz aufweisen, können aber zumindest in der Differenzbetrachtung zur Aufschlagsermittlung herangezogen werden. Nach Analyse des Zinstableaus sind daraus bestimmte Richtwerte erkennbar. Die drei Laufzeitebenen 5, 10 und 15 Jahre werden zu einer vereinfachten Zinsstrukturkurve herangezogen. Als Basis dient eine Laufzeit von 5 Jahren. Verlängert sich die Laufzeit bei sonst gleichbleibenden Ausgangsbedingungen auf 10 Jahre ist im Schnitt ein Risikoaufschlag von 0,35 % einzupreisen. Eine Laufzeit von 15 Jahren führt zu einem Risikoaufschlag von 1,00 %. Der überproportional erhöhte Aufschlag von 10 auf 15 Jahre im Vergleich zur Erhöhung von 5 auf 10 Jahre hat zwei Gründe. Als Erstes erhöhen sich das Risiko und die Erwartung steigender Zinsen zunehmend mit längerer Laufzeit. Ein zweiter wesentlicher Aspekt ist das Vertragsrecht nach BGB. Zinsbindungen über 10 Jahre können zwar vertraglich vereinbart werden, aus Sicht des Verbraucherschutzes steht nach § 489 Abs. 1 BGB dem Kreditnehmer aber ein Kündigungsrecht nach Ablauf von 10 Jahren zu. Das heißt, die Bank hat ein erhöhtes Risiko, dass der Kunde das Darlehen einseitig vorzeitig aufkündigt, falls die Marktkonditionen zu diesem Zeitpunkt besser sind als vertraglich

¹⁰⁴ Vgl. Gerke, 2003, S. 357.

vereinbart. Als zweiter Einflussfaktor auf den Risikozuschlag ist der Beleihungsauslauf hervorzuheben - das heißt die Fremdkapitalquote.

5.1.2.2 Tax-Shield

Im Bereich des Fremdkapitals entsteht eine besondere steuerliche Wirkung aufgrund der Abzugsfähigkeit der Schuldzinsen. Während die Eigenkapitalkosten steuerlich nicht relevant sind, führt der Abzug von Fremdkapitalkosten zu einer Steuerentlastung. Diese Entlastung wird als Tax-Shield bezeichnet, da der nachsteuerliche Zinssatz um den Steuersatz zu bereinigen ist.¹⁰⁵ Demzufolge ist das Tax-Shield maßgeblich abhängig vom persönlichen Steuersatz des Privatanlegers. Bei einem hohen Steuersatz führt die Wirkung des Tax-Shields zu einer hohen Steuerentlastung bzw. umgekehrt zu einer weniger starken Entlastung bei einem niedrigen persönlichen Steuersatz.

5.1.2.3 Fremdkapitalzinssatz

Der nachsteuerliche und damit effektive Fremdkapitalzinssatz ergibt sich aus den vorhergehend erläuterten Bestandteilen der Fremdkapitalkosten. Basiszins und Risikozuschlag ergeben den Zinssatz vor Steuern. Nach Berücksichtigung des Tax-Shields ergibt sich der Zinssatz nach Steuern. Ausgestaltet werden kann der Zinssatz über verschiedene Wege. So kann mittels eines Disagios ein einmaliger Abschlag auf den Auszahlungsbetrag erfolgen und der vereinbarte Zinssatz geringer ausfallen. Das Disagio stellt dabei inzwischen weniger die Funktion der Deckung von Verwaltungsaufwendungen dar als vielmehr ein Rechenfaktor für die Zinsbemessung dar. Es handelt sich daher in der Regel um eine laufzeitunabhängige Zinsvorauszahlung.¹⁰⁶

5.1.3 Gesamtkapitalkosten

Die Gesamtkapitalkosten ergeben sich aus der Summe von Eigenkapitalkosten und Fremdkapitalkosten. Relativ betrachtet wird dazu das Modell des Weighted-Average-Costs-of-Capital (WACC) herangezogen. Der WACC ist ein Modell,

¹⁰⁵ Vgl. Franke, 2009, S. 531 f.

¹⁰⁶ Vgl. Jenkis, 1995, S. 53.

welches die Eigen- und Fremdkapitalkosten in ein gewichtetes Verhältnis setzt, um so einen Gesamtkapitalzinssatz zu erhalten.¹⁰⁷

Aus den beiden Kostenkomponenten für das Eigen- und Fremdkapital lassen sich die Gesamtkapitalkosten ableiten. In absoluten Werten sind die Gesamtkapitalkosten die Summe aus den Kosten für das Eigenkapital und für das Fremdkapital. Um einen Vergleichsmaßstab herzustellen, sind die relativen Gesamtkapitalkosten im Verhältnis zum Kapitalbedarf ausschlaggebend. Das heißt, aus der Eigenkapitalrendite der Anteilseigner und der Fremdkapitalrendite der Darlehensgeber wird ein gewichteter Durchschnitt gebildet, um die Gesamtkapitalrendite zu bestimmen.

Ein Kriterium, um die Vorteilhaftigkeit einer Investition bzw. deren Finanzierung festzustellen, ist der Gesamtkapitalkostensatz im Vergleich zur Rendite. Sind die Gesamtkapitalkosten größer als die Renditeerwartungen, ist die Investition nicht lohnenswert. Übersteigt die Renditeerwartung die gesamten Kapitalkosten, dann ist grundsätzlich von einer vorteilhaften Investition bzw. Finanzierung auszugehen. Durch die Abhängigkeit der Gesamtkapitalkosten vom Verschuldungsgrad, können durch den Einsatz von Fremdkapital die Gesamtkapitalkosten gesenkt werden. Dadurch kann der Effekt entstehen, dass vorrangig eigenkapitalfinanzierte Projekte Verluste erzeugen und durch erhöhtem Fremdkapitaleinsatz eine positive Rendite erzielen. Bezeichnet wird dieser Effekt als Steuerparadoxon. Aufgrund der Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen, erhöht sich die Auswirkung auf die Gesamtkapitalrendite auch bei identischen Zinssätzen bei Eigen- und Fremdkapital.

5.2 Zielsetzungen und Zielkonflikte

5.2.1 Subjektives Risikoempfinden

Bei der Finanzierung von Immobilien oder auch anderen Anlageobjekten muss ein Kompromiss zwischen den verschiedenen Zielsetzungen gefunden werden. Dabei ist zwischen zwei wesentlichen Interessen zu unterscheiden:

¹⁰⁷ Vgl. Franke, 2009, S. 515 f.

- Maximale Sicherheit (Liquidität)
- Maximale Rendite (Steuervorteil)

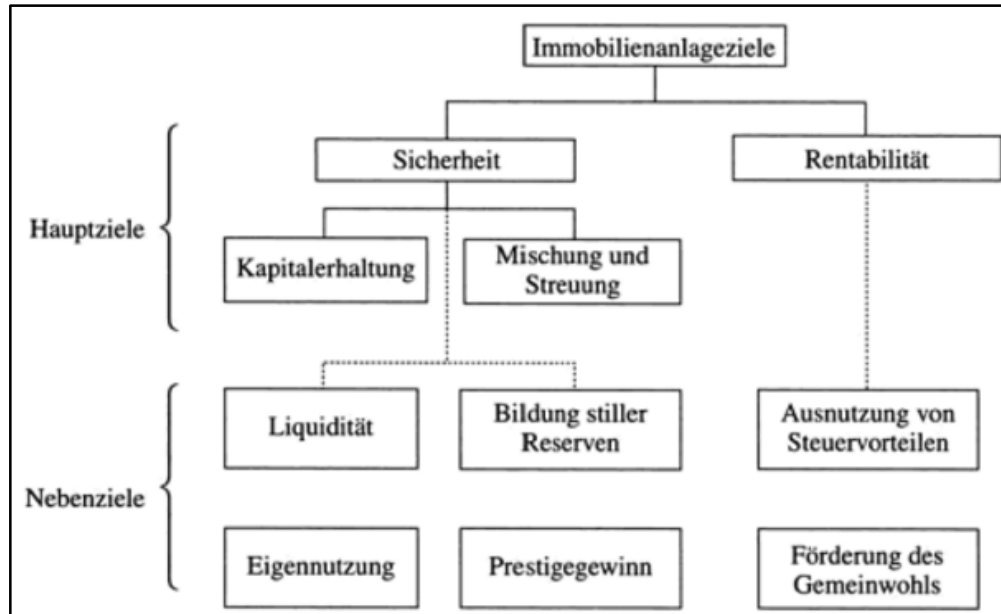


Abb. 12: Ziele der Immobilienanlage
(Quelle: übernommen aus Walbröhl, 2001, S. 82)

Die Zielsetzungen müssen im Verbund und in einer gegenseitigen Abhängigkeit betrachtet werden. Die Ziele wirken sich teilweise gegensätzlich aus, sodass ein Gesamtoptimum gebildet werden muss und nicht ein einzelner Faktor im Vordergrund steht. Aufgrund von verschiedenen subjektiven Empfinden und Bestrebungen ist daher zu prüfen und abzuwägen, welche Ziele einem als wichtig erscheinen und welche eher nachrangig erreicht werden sollen.¹⁰⁸

Der größte Widerspruch besteht zwischen der Rendite und dem Risiko. Hier kann nur in eine Richtung und nicht beide Faktoren zusammen optimiert werden. Einerseits ist eine höchstmögliche Rendite nur bei erhöhtem Risiko möglich und andererseits ein minimiertes Risiko nur bei einem Abschlag auf die Rendite zu erzielen. Dies ergibt sich aus dem direkten Zusammenhang zwischen Rendite und Risiko, da ein erhöhtes Risiko mit Renditezuschlägen honoriert wird.¹⁰⁹

Um ein optimales Verhältnis zu finden, ist die persönliche Zielsetzung entscheidend. Möchte man kein oder verringertes Risiko eingehen, leidet demzufolge die Renditeerwartung darunter. Objektiv betrachtet ist der Mittelweg

¹⁰⁸ Vgl. Gerke, 2003, S. 29.

¹⁰⁹ Vgl. Franke, 2009, S. 314 ff.

als Optimum anzusehen. Eine mäßige Renditeerwartung führt zu einem mäßigen Risiko. Davon abweichend kann sich ein risikoscheuer Kapitalanleger mehr in Richtung Risikominimierung bewegen und ein risikofreudiger Kapitalanleger etwas mehr Risiko eingehen, um die Renditeerwartung zu verbessern.

Ist man sich der Abwägung zwischen Renditeerwartung und Risiko im Klaren, ist die nächste Entscheidungsstufe, inwieweit die Steuerlast gemindert und die Liquidität verbessert werden soll. Auch hier ist ein Zusammenwirken der Interessen erkennbar. Steht die Risikominimierung im Fokus, dann ist auch die Maximierung der Liquidität der optimierten steuerlichen Wirkung vorrangig zu betrachten. Wird eine maximale Rendite gefordert, muss die Liquidität eingeschränkt werden und die steuerliche Optimierung im hohen Maß einbezogen werden.

Da es auch hier zu kontroversen Interessen kommt, ist wiederum abzuwägen, inwieweit Liquidität von Bedeutung ist oder ob eine steueroptimierte Gestaltung möglich erscheint. Gerade die Liquiditätsbetrachtung sollte davon abhängig gemacht werden, ob ein finanzieller Nachschuss möglich ist und Abflüsse durch andere Mittel oder Einkommen gedeckt werden können. Die Zielsetzungen müssen nach persönlichen Interessen miteinander kombiniert werden, um ein subjektives Optimum in der Finanzierung zu erreichen.

5.2.2 Berücksichtigung der Einkommenserwartung

Werden Immobilien erworben und im Privatvermögen gehalten, ist zu beachten, dass die Einkünfte dem persönlichen Steuersatz unterworfen werden. Aus diesem Grund ist für die Finanzierungsgestaltung eine Planung und Prognose sämtlicher Einkünfte notwendig. Vereinfacht betrachtet, können drei Szenarien eintreten: es werden steigende, fallende oder gleichbleibende Einkünfte in der Zukunft erwartet. Je nach Eintrittswahrscheinlichkeit kann darauf aufbauend auch die Finanzierung gestützt und unterschiedlich ausgebaut werden.

a) Erwartung steigender Einkünfte

Liegen momentan Einkünfte im Progressionsbereich vor und sind spätere Einkünfte im Spitzensteuersatz zu erwarten, sollten positive Einkünfte aus Immobilienvermögen zu Beginn höher und später so niedrig wie möglich gestaltet

werden. Über die Finanzierungsgestaltung kann das nicht erreicht werden. Dem steigenden Steuersatz stehen entweder steigende oder gleichbleibende Schuldzinsen entgegen, die sich positiv auf die Steuerlast auswirken. Es sollte aber die Abschreibung möglichst gestreckt werden und nicht ein mögliches Sonderabschreibungspotential bei einem niedrigen Steuersatz verschenkt werden.

b) Erwartung fallender Einkünfte

Werden zum Beispiel durch Renteneintritt oder Teilzeitarbeit sinkende Einkünfte erwartet, dann ist es sinnvoll ein Annuitätendarlehen zu verwenden. Die sinkenden Schuldzinsen durch Tilgung vermindern den Kostenblock und erhöhen so sukzessive den steuerlichen Überschuss. Der erwartete Einkommensausfall kann so steuerlich kompensiert werden.

c) Gleichbleibende Einkünfte

Ist zu erwarten, dass die Einkommensverhältnisse zukünftig stagnieren, ist zwischen hohem und niedrigem Einkommen zu unterscheiden.

Ist das Einkommen bereits außerhalb der Progressionszone und unterliegt dem Spitzensteuersatz, so ist es sinnvoll bereits zu Beginn der Finanzierung hohe Schuldzinsen und Abschreibungen zu generieren. Zudem sollte dabei der Fremdkapitalanteil möglichst hoch sein, da der steuerliche Effekt im Bereich des Spitzensteuersatzes bei mindestens 42 % zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag liegt. Sollte das Einkommen später dennoch steigen, dann erhöht sich die relative Steuerbelastung aufgrund des linearen Grenzsteuersatzes nicht. Sinkt hingegen das Einkommen, dann sind die anfänglichen Schuldzinsen bei einem Steuersatz von bspw. 42 % und die späteren Schuldzinsen bei einem niedrigeren Steuersatz berücksichtigt.

Hat man zum Anschaffungszeitpunkt einen niedrigen persönlichen Steuersatz, der sich innerhalb der Progressionszone bewegt, dann ist es sinnvoll die Schuldzinsen bspw. über ein endfälliges Darlehen gleichmäßig zu verteilen. Ein Annuitätendarlehen führt sonst durch den sinkenden Zinsanteil zu einer höheren Steuerlast trotz gleichbleibendem Liquiditätsüberschuss.

5.2.3 Liquiditätssicherung

Die Erhaltung der jederzeitigen Zahlungsfähigkeit ist für risikoscheue Anleger ein unbedingtes Begleitziel. Dies erfordert, dass die Zahlungsverpflichtungen termin- und vertragsgerecht erfüllt werden können. In vollkommenen Märkten können Unternehmen bzw. Anleger vorübergehende Zahlungsunfähigkeit mit kurzfristigen Kreditmitteln überbrücken. Durch die asymmetrische Informationsverteilung wird das Risiko einer dauerhaften Zahlungsunfähigkeit impliziert und erschwert in finanzieller Notlage die Aufnahme zusätzlicher Kapitalmittel.¹¹⁰ Aus diesem Grund ist für die Eigentümer ein primäres Ziel die Zahlungsfähigkeit vollständig abzusichern, was sich langfristig auf eine positive Rendite auswirkt.¹¹¹

Erreicht werden kann die Sicherung der maximalen Liquidität zum einen objektbezogen durch Minimierung des Kapitaldienstes. Das heißt, die Kapitalstruktur insoweit zu verschieben, dass sich die fixen Zins- und Tilgungsleistungen der Fremdkapitalgeber verringern und zu Gunsten der variablen Verzinsung für die Eigenkapitalgeber erhöht. Im Falle von erhöhtem Leerstand und damit geringeren Einnahmen oder außerplanmäßigen Ausgaben kann so auf Eigenkapitalrendite verzichtet werden, während die Fremdkapitalgeber in der Regel auf ihre Ansprüche bestehen.

Zum anderen kann mittels Portfoliobildung das Risiko gestreut werden. Durch die Investition in mehrere Objekte verringert sich das Mietausfallrisiko, zudem ergeben sich positive Skaleneffekte in der Verwaltungskostenstruktur.

5.2.4 Renditemaximierung

Das Ziel der Renditemaximierung kann im Finanzbereich über die Minimierung der Kapitalkosten erreicht werden.¹¹² Das Primärziel stellt in diesem Fall die Vermögensmaximierung dar und beschränkt in dem Fall die Liquiditätssicherung. Demzufolge beschränkt die maximale Rendite den Sicherheitsaspekt. Die Gesellschafter sind in diesem Fall einem hohen Risiko ausgesetzt, dass in den ersten Jahren eine generelle liquiditätsmäßige Unterdeckung eintritt oder dass

¹¹⁰ Vgl. Gerke, 2004, S. 34.

¹¹¹ Vgl. Wöhe, 2013, S. 41.

¹¹² Vgl. Gerke, 2004, S. 30.

zumindest die Wahrscheinlichkeit einer Nachschusspflicht ansteigt. Um dieses Risiko im Fall des Eintritts ausgleichen zu können, müssen demnach auch die entsprechenden Mittel zur Verfügung stehen, um die benötigten eigenen Mittel in die Gesellschaft bzw. das Objekt einzulegen. Ist das entweder faktisch nicht möglich oder aus persönlichen Gründen nicht erwünscht, dann ist die Beschaffung von zusätzlichem Kapital in der Regel nur über kurzfristiges und vergleichsweise teures Fremdkapital möglich.

Beispielsweise können mit Kontokorrent- bzw. Überziehungsdarlehen kurzfristige Engpässe überbrückt werden. Die dafür zu zahlenden Zinsen sind aber entsprechend hoch und übertreffen bei weitem die Eigenkapitalkosten.¹¹³ Zudem wird die Bonität bei Inanspruchnahme von Überziehungskrediten verschlechtert, was sich langfristig negativ auf das gesamte Finanzierungskonzept auswirkt. Sollten mittelfristige Finanzierungslücken entstehen, können diese über Darlehen mit kurzfristigen Laufzeiten gedeckt werden. Zum Beispiel können diese durch (außer-) planmäßige größere Instandhaltungsmaßnahmen entstehen. Um die punktuelle Belastung zu strecken, empfiehlt es sich Fremdkapital aufzunehmen und je nach Höhe und möglichem Eigenmitteleinsatz die Rückzahlung auf 1 bis 5 Jahre zu verteilen.

Eine Maximierung der Rendite ist für die Eigenkapitalgeber bei vollständiger Vernachlässigung der Liquiditätsplanung nur möglich. Aufgrund des hohen Kapitaleinsatzes bei Immobilien, wirken sich in der Planungsrechnung auch minimale Abweichungen in absoluten Werten sehr hoch aus. Solange die Planwerte eintreffen und die Kapitalbeschaffung für Unterdeckungsperioden gesichert ist, wird auch die maximale Rendite erzielt.

Die Tragfähigkeit des Modells zur maximalen Rendite wird aber eingeschränkt, wenn die entsprechenden Mittel nicht oder nur zu hohen Kosten beschafft werden können. Das erläuterte Modell des minimierten WACC zur Renditemaximierung beschränkt sich auf einen linearen Verlauf der Renditeforderungen und

¹¹³ Im Vergleich zu den Eigenkapitalkosten von aktuell etwa 4,2 % stehen demgegenüber Überziehungszinsen von 13,0 % - 16,0 %. Selbst bei Berücksichtigung des Tax-Shields sind die Eigenkapitalkosten günstiger und vorzuziehen.

Überschüsse. Dabei werden Unterdeckungen nicht gesondert betrachtet und mit den gleichen Zinssätzen, also dem gewichteten Gesamtkapitalzins, vergütet.

Aus dieser Tatsache ergibt sich die Schlussfolgerung, dass nicht allein auf die maximale Rendite abgestellt werden kann. Die optimierte Kapitalstruktur aus Eigen- und Fremdkapital ist in jedem Fall als Kompromisslösung aus Rendite und Liquidität zu verstehen.

6 Schlussbetrachtungen

Aus den vorhergehend erläuterten beiden gegensätzlichen Zielsetzungen Liquiditätssicherung und Renditemaximierung lassen sich jeweils quantitativ ermittelbare Optimierungen herleiten. Zur Renditemaximierung werden dabei die Gesamtkapitalkosten minimiert. Aus den Gesamtkapitalkosten abgeleitet, wird schließlich der Zielstrang der Liquiditätssicherung schlüssig.

6.1 Minimierung der Gesamtkapitalkosten

6.1.1 Kapitalstruktur bei minimierten WACC

Um eine maximale Rendite zu erwirtschaften müssen die Kapitalkosten minimiert werden. Nach dem Modell von Modigliani-Miller hat die Kapitalstruktur keinen Einfluss auf die Verzinsungsansprüche der Eigen- und Fremdkapitalgeber. In diesem Modell wird aber von einem vollkommenen Markt ohne Informationsasymmetrien ausgegangen und zudem die Steuerlast vernachlässigt.¹¹⁴ Demzufolge ist der WACC ausschließlich abhängig von der Differenz aus Eigen- und Fremdkapitalzinssatz.

Um einer realitätsnäheren Betrachtung gerecht zu werden, müssen die Risiken bei höherem Kapitaleinsatz und der Steuereffekt berücksichtigt werden. Aus diesem Grund steigen die Zinssätze mit zunehmendem Kapitalanteil der Fremdkapitalgeber. Das heißt, es existiert ein Punkt innerhalb der Kapitalstruktur, an dem die Kapitalkosten minimiert sind und damit die Rendite maximiert wird. Solange die Fremdkapitalkosten geringer sind als die Gesamtkapitalkosten, kann die Fremdkapitalquote erhöht werden. Im derzeitigen Niedrigzinsumfeld wird aufgrund der hohen Differenz zwischen Eigen- und Fremdkapitalverzinsung dieser Punkt nicht erreicht, da eine Vollfinanzierung mit Fremdkapital günstiger ist, als Eigenkapital mit einzubeziehen. In diesem Fall lässt sich die Eigenkapitalrendite nicht mehr bestimmen, da kein Eigenkapital einbezogen wird. Die Rendite für den Eigentümer entspricht damit dem Haftungsrisiko im Falle eines Zahlungsausfalles durch das Objekt selbst.

¹¹⁴ Vgl. Perridon, 2012, S. 571 f.

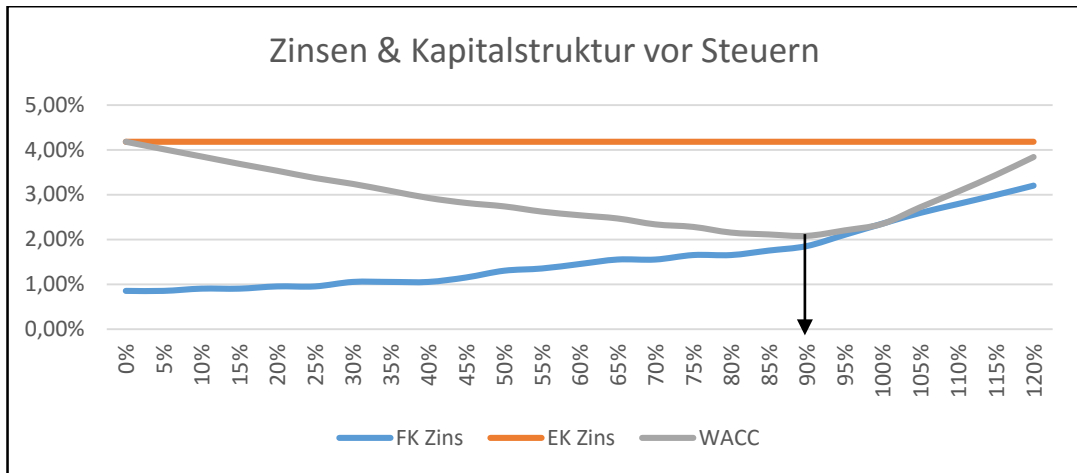


Abb. 13: Kapitalstruktur vor Steuern
(Quelle: eigene Darstellung)

In Abbildung 13 sind die Kostensätze der Kapitalgeber im Verhältnis zum Beleihungswert angegeben. Die Eigenkapitalkosten (orange Linie) sind dabei vereinfacht konstant mit 4,18 % angegeben, die nach dem CAPM aus dem vorherigen Kapitel ermittelt wurden. Die Fremdkapitalkosten vor Steuern (blaue Linie) beziehen sich auf das aktuelle Zinsumfeld und sind als äußerst niedrig anzusehen. Der Verlauf der Fremdkapitalkosten ist anhand von Finanzierungsangeboten der Volksbank Weserbergland erfolgt und zugleich mit den Zinskonditionen (siehe dazu Anhang 3) der ING DiBa abgestimmt. Als gewichteter Kapitalkostensatz der beiden Komponenten ergibt sich der WACC (graue Linie). Deutlich zu erkennen ist, dass das Minimum des WACC erst bei einem Finanzierungsauslauf von ca. 90 % erreicht ist. An diesem Punkt sind die Kapitalkosten minimal und daher die Vorsteuerrendite maximal.

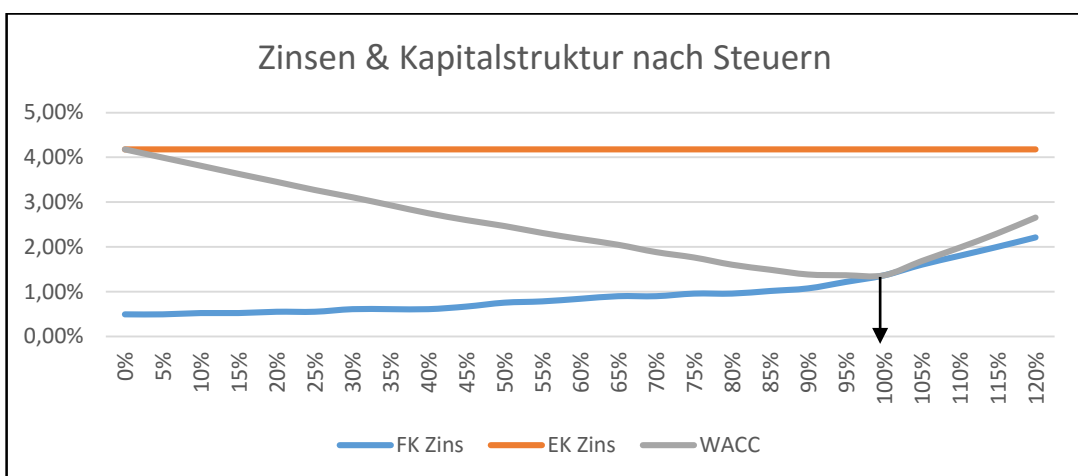


Abb. 14: Kapitalstruktur nach Steuern
(Quelle: eigene Darstellung)

Abbildung 14 entspricht im Wesentlichen der Abbildung 13 mit dem Unterschied, dass die Fremdkapitalkosten um das Tax-Shield bereinigt sind. Angenommen wird ein Steuersatz von 42 %. Dadurch sind die Fremdkapitalkosten nach Berücksichtigung des Steuervorteils nur zu 58 % anzusetzen. Aus diesem Grund verschiebt sich der Tiefpunkt des WACC weiter nach rechts und ist bei einer vollständigen Fremdfinanzierung minimiert.

6.1.2 Einflussgrößen und Gestaltungsmöglichkeiten

Bei der optimierten Betrachtung hat das aktuelle Niedrigzinsniveau keinen Einfluss auf den minimierten WACC im Verhältnis zum Verschuldungsgrad. Zwar steigen in einem Hochzinsumfeld die Fremdkapitalkosten, parallel dazu steigt aber auch der Basiszins und damit die Eigenkapitalverzinsung. Der WACC erreicht zwar einen höheren Wert, liegt aber weiterhin bei etwa 85 % Finanzierungsauslauf. Das gleiche gilt für die nachsteuerliche Betrachtung.

Da der WACC ein Ergebnis aus Fremd- und Eigenkapitalzinssatz ist, beeinflussen diese beiden Größen den Gesamtkapitalzinssatz. Der WACC ändert sich deshalb zum einen durch die Kapitalquote und zum anderen durch die Höhe der Eigen- und Fremdkapitalzinssätze.

Die Fremdkapitalzinsen können kaum beeinflusst werden und sind grundsätzlich vom Kapitalmarkt abhängig. Zwar kann durch Verbesserung der eigenen Bonität eine leichte Verbesserung der Fremdkapitalzinsen erreicht werden, durch die objektbezogene Finanzierung und dingliche Sicherung ist die Fremdfinanzierung jedoch vielmehr vom allgemeinen Zins- und Marktumfeld abhängig.

Die Verzinsung des Eigenkapitals ist im Gegensatz zu den Fremdkapitalzinsen steuerbar. Die Renditeerwartungen beruhen zwar auf der Annahme eine marktkonforme Verzinsung zu erhalten, die aber von den Eigentümern unabhängig von der Kapitalquote beeinflusst werden kann. Das bedeutet die Eigenkapitalgeber können ihre Planrendite zur Verbesserung des WACC minimieren. Dadurch verringern sich zunächst die Eigenkapitalkosten. Je nach Eigenkapitalquote hat diese Veränderung auch Einfluss auf die Gesamtkapitalkosten. Im Anschluss kann mit dem geminderten Eigenkapitalzins eine neue Ermittlung des minimierten WACC erfolgen. Dadurch wird sich der

optimale Eigenkapitalanteil aufgrund der gesunkenen Eigenkapitalkosten erhöhen und der Fremdkapitalanteil vermindern. Durch die Verminderung der Fremdkapitalquote vermindert sich dazu aufgrund des gesunkenen Beleihungswertes der Immobilie auch der Fremdkapitalzins. Die Minderung von Eigenkapitalkosten führt demnach zu einer Verbesserung aller Zinssätze (Eigenkapital, Fremdkapital und Gesamtkapital). Aus diesem Grund hat die Höhe des Eigenkapitalzinses einen maßgeblichen Einfluss auf den Kapitaldienst und damit der optimalen Kapitalstruktur.

6.2 Maximale Sicherung der Liquidität

Die soeben dargestellte Variante beinhaltet ein erhebliches Risiko, da schon minimale Veränderungen erhebliche Auswirkungen auf die Rendite haben und der Kapitaldienst ausschließlich auf die Fremdkapitalgeber fällt. Um dem Ziel der maximalen Sicherung von Liquidität nachzukommen, müssen die Renditeerwartungen eingeschränkt werden. Konkret bedeutet dies, dass nicht die Minimierung der Gesamtkapitalkosten, sondern vielmehr die Minimierung der Fremdkapitalkosten im Fokus steht.

Durch die Begrenzung des Fremdkapitalanteils auf 60 % des Beleihungswertes des Objektes kann insbesondere der Fremdkapitalzinssatz optimiert werden. Dafür ist aber ebenfalls ein hoher Eigenkapitaleinsatz notwendig. Daher ist abzuwägen, inwieweit Eigenkapital zur Verfügung steht und wieviel davon innerhalb der Immobilie gebunden werden soll. Eine vollständige Bindung des Eigenkapitals führt parallel zur vollständigen Fremdkapitalfinanzierung, zu einer Erhöhung des Risikos.

6.2.1 Kapitalstruktur zur maximalen Liquiditätssicherung

Um die maximale Sicherheit zu erreichen, kann auf die Sicherung der Liquidität als Ausgangsbasis zurückgegriffen werden. In der Praxis haben sich in Bezug auf die Eigenkapitalquote die nachfolgenden Finanzierungsregeln etabliert.

Tab. 6: Finanzierungsregeln im Vergleich
(Quelle: übernommen aus Schulte, 2005, S. 569)

Finanzierungsregeln	Eigenkapitalquote	Belastungsquote
Goldene Finanzierungsregel (33/33)	min. 33%	max. 33%
Silberne Finanzierungsregel (30/40)	min. 30%	max. 40%
Bronzene Finanzierungsregel (20/50)	min. 20%	max. 50%

Die Finanzierungsregeln beziehen sich zum einen auf die Eigenkapitalquote und zum anderen auf die Belastungsquote der Eigenkapitalgeber. Die Belastungsquote stellt das Verhältnis von Kapitaldienst zur persönlichen Einkommenssituation dar und sollte im besten Fall maximal ein Drittel bis ein Fünftel betragen. Bezogen auf die optimierte Kapitalstruktur ist die Eigenkapitalquote vorrangig relevant. Die Finanzierungsregeln stellen Szenarien aus bestmöglichem Verhältnis von Rendite und Risiko dar. Die goldene Finanzierungsregel stellt einen höheren Sicherheitsaspekt in den Fokus. Dabei wird eine Eigenkapitalquote von einem Drittel als optimal angesehen. Die silberne Finanzierungsregel ist mit 30 % Eigenkapital unwesentlich verändert. Die bronzene Finanzierungsregel mit einem Fünftel an Fremdkapital erhöht wiederum das Liquiditätsrisiko zugunsten einer höheren Rendite.

6.2.2 Szenarienvergleich zur optimalen Liquiditätssicherung

Um das Ziel der maximalen Absicherung von Liquidität zu verfolgen, müssen aufgrund der Abhängigkeit von äußeren Einflussfaktoren mögliche eintretende Szenarien herangezogen werden. Dazu wird ein Standard-Case geschaffen, ein unter optimalen Bedingungen eintreffendes Szenario und ein Worst-Case-Szenario, welches als Stresstest für den Eintrittsfall von schlechten Bedingungen dient.

Voraussetzung für die Szenariobetrachtung mit erhöhtem Eigenkapitaleinsatz ist zunächst die tatsächliche Verfügbarkeit des Eigenkapitals. Des Weiteren wird durch das verwendete Eigenkapital langfristig gebunden, was zu Konsumverzicht

und Opportunitätskosten führt. Der Vorteil durch den Eigenkapitaleinsatz ist erhöhte Unabhängigkeit von anderen Kapitalgebern, niedrigere Fremdkapitalkosten und damit auch ein verringerter Kapitaldienst.¹¹⁵ Dadurch vermindern sich die finanziellen Verpflichtungen, was zu einer erhöhten Sicherheit führt. Nachteil ist der kostenintensive Einsatz des Eigenkapitals, der die Rendite schmälert. Die Abbildung aus der optimierten Kapitalstruktur zur Renditemaximierung ist nachfolgend um die goldene (66% Fremdkapital) und bronzene (80% Fremdkapital) Finanzierungsregel, sowie die vollständige Eigenfinanzierung (0% Fremdkapital) zur höchstmöglichen Unabhängigkeit ergänzt.

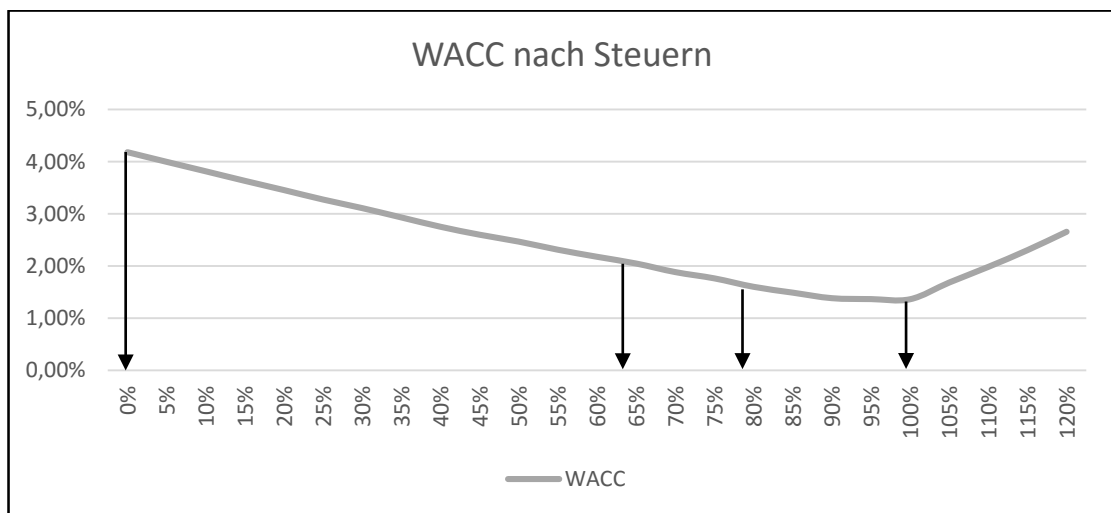


Abb. 15: WACC nach Steuern
(Quelle: eigene Darstellung)

Deutlich erkennbar sind die steigenden Gesamtkapitalkosten, welche die Rendite vermindern. Es ist demnach abzuwägen inwieweit aus persönlichen Präferenzen die erhöhten Kosten geduldet werden, um die gewünschte Sicherheit und Unabhängigkeit zu erreichen.

In der folgenden Darstellung sind zur Rendite- und Risikoabwägung die laufenden liquiditätsmäßigen Belastungen verschiedener Finanzierungsformen über die Laufzeit nach Steuern abgebildet. Ausgangsbasis ist ein Darlehen in Höhe von 100.000 € mit einer Laufzeit von 20 Jahren bei vollständiger Auszahlung und Rückführung. Der Zinssatz (rFK) beträgt dafür 2,35 %.

¹¹⁵ Vgl. Wöhe, 2013, S. 40 ff.

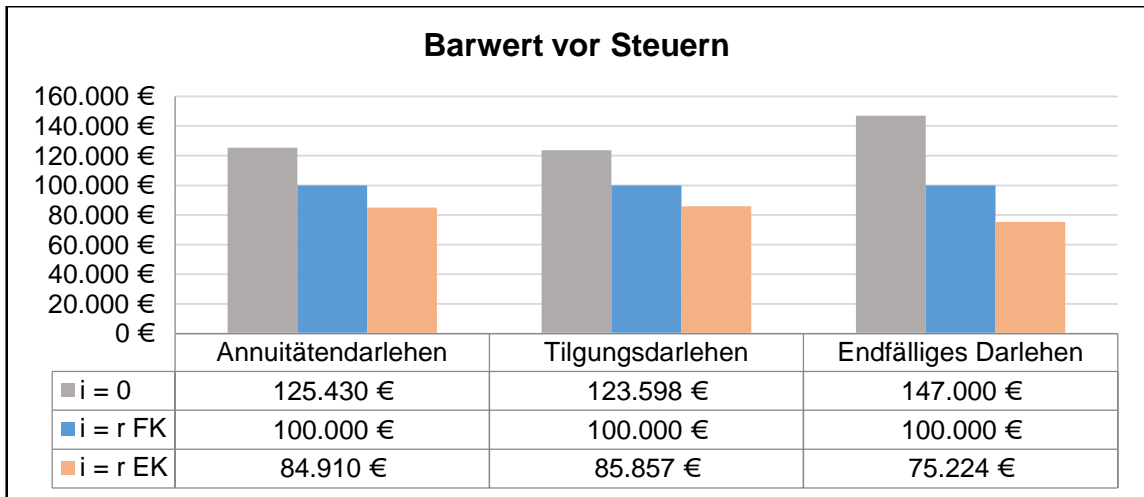


Abb. 16: Barwertvergleich vor Steuern
(Quelle: eigene Darstellung)

In oben gezeigter Abbildung sind die drei Darlehensvarianten unter drei Abzinsungsfaktoren dargestellt. Bei einer Abzinsung mit $i = 0\%$ wird die reine Zahlungsbelastung über die Laufzeit dargestellt. Bei einer Abzinsung mit $i = r_{FK}$ wird das Darlehen mit dem eigenen Zinssatz diskontiert. Das führt zu einem Barwert in Höhe des Ursprungsdarlehens bei allen drei Darlehensformen. Eine Abzinsung mit einem Diskontierungsfaktor größer dem Fremdkapitalzinssatz (im Beispiel mit dem Eigenkapitalkostensatz) verringert sich der Barwert auf weniger als dem ursprünglichen Darlehensbetrag, mit Unterschieden zwischen den Varianten. Ein endfälliges Darlehen ist unter dieser Betrachtung die günstigste Variante, da der niedrigste Kapitalwert der Kosten mit 75.224 € entsteht. Ohne Abzinsung bei reiner liquiditätsmäßiger Betrachtung ist das endfällige Darlehen am teuersten, während das Tilgungs- und Annuitätendarlehen weitaus günstiger sind. Nach Einbezug einer fiktiven Steuerbelastung (40 %) verändert sich durch die Steuerersparnis der nachsteuerliche Barwert.

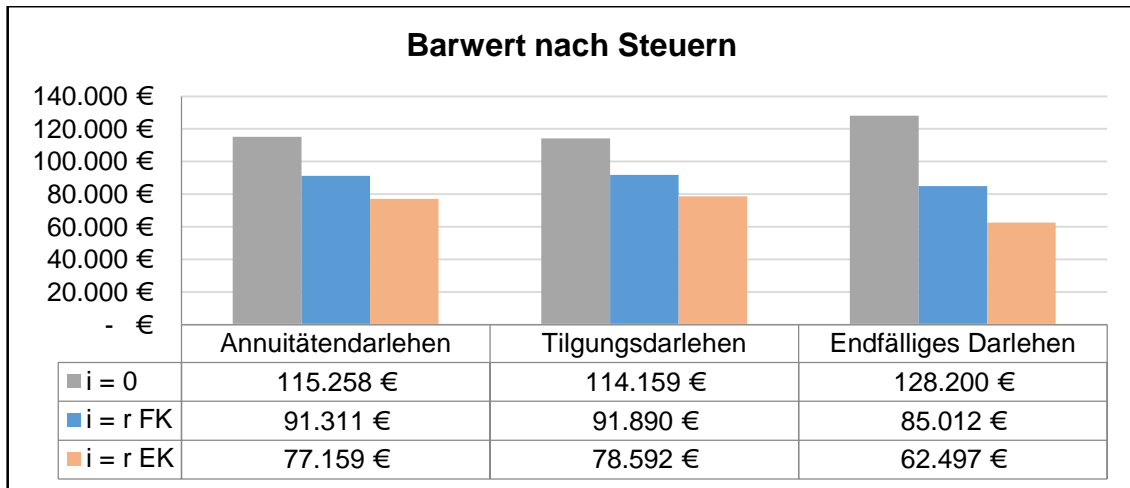


Abb. 17: Barwertvergleich nach Steuern

(Quelle: eigene Darstellung)

Im Unterschied zur Vorsteuerbetrachtung ist erkennbar, dass sich zunächst bei der reinen Liquiditätsbetrachtung mit $i = 0$ die Rangfolge nicht verändert und sich die Gesamtbelastung um den geringeren Zinsanteil mindert. Bei Abzinsung durch den Fremdkapitalzinssatz kommt es nicht mehr zu einem identischen Barwert, aufgrund der temporären Verschiebung des Steuervorteils. Ein endfälliges Darlehen ist unter dieser Betrachtung günstiger als ein Tilgungs- oder Annuitätendarlehen. Wird der Abzinsungsfaktor weiter erhöht, verstärkt sich der Vorteil weiter zugunsten des endfälligen Darlehens.

Zur maximalen Liquiditätssicherung ist eine gleichmäßige Verteilung des Kapitaldienstes notwendig. Dadurch ist in diesem Fall nicht die günstigste Darlehensform (Tilgungsdarlehen) optimal, sondern eine Form mit gleichmäßigen Rückflüssen. In der Regel erfüllt dies ein Annuitätendarlehen oder ein endfälliges Darlehen mit einer verbundenen Tilgungsansparung am besten. Das Annuitätendarlehen bietet zwar eine gleichmäßige Ratenzahlung, erhöht aber nach Steuern die Belastung trotz gleichbleibender Liquidität aufgrund sinkender Zinszahlungen. Ein endfälliges Darlehen hat über die Laufzeit die gleiche Zinsbelastung und bietet auch nachsteuerlich eine gleichbleibende Belastung. Die nicht vorhandenen Tilgungsleistungen können dazu parallel angespart und zur endfälligen Tilgung verwendet werden. Aufgrund der verringerten Guthabenverzinsung von Lebensversicherungen ist dies ein Auslaufmodell. Gerade unter dem Sicherheitsaspekt bieten Bausparverträge eine gute Möglichkeit ein endfälliges Darlehen damit zu verknüpfen. Zum einen

können die ersparten monatlichen Leistungen in der Sparphase des Bausparvertrages verwendet werden und zum anderen ist die Anschlussfinanzierung abgesichert. Das endfällige Darlehen verbunden mit einem Bausparvertrag ist im Vergleich zum Annuitätendarlehen weitaus teurer aber bietet eine überdurchschnittlich lange Absicherung der Finanzierung, was die Sicherheit erhöht und das Zinsänderungsrisiko weitaus minimiert.¹¹⁶

6.3 Zusammenfassung

Betrachtet man die Finanzierungsstruktur von Immobilienvermögen abschließend, ist diese durch die aufgeführten Spezialitäten und Gestaltungsmöglichkeiten komplex ausgestaltet. Für die finanzierungstechnische und steuerrechtliche Planung ist es notwendig, bei der Erstfinanzierung den gesamten Nutzungszeitraum des Objektes mit einzubeziehen und in den einzelnen Perioden die Liquidität vorrangig abzusichern, sowie anschließend die Rendite zu optimieren. Das Gleiche gilt sinngemäß für die Anschlussfinanzierung von Bestandsobjekten. Zukünftige Umschuldungsmöglichkeiten sollten vorher kalkuliert bzw. mit eingeplant werden, um die liquiditäts- und renditebezogenen Konsequenzen abschätzen bzw. verbessern zu können.

Im Einklang mit dem Finanzierungskonzept müssen die Gestaltung von Abschreibungsmöglichkeiten, die Verteilung von anderen Werbungskosten (Disagio, Erhaltungs- und Herstellungskosten) oder geplante Erwerbe und Veräußerungen im Gesamtkonzept betrachtet werden, um die steuerlichen Auswirkungen zu erkennen. Sie dürfen nicht nur auf eine einzelne Periode beschränkt sein. Die steuerlichen Gestaltungsspielräume und zahlreichen Finanzierungsformen machen eine sorgfältige Überprüfung und Planung notwendig. Trotz dieser vielschichtigen Finanzierungsproblematik, stellen Immobilien weiterhin eine interessante Investitionsmöglichkeit dar. Entweder um im Vergleich zu anderen Anlagearten eine höhere und sichere Rendite zu erzielen oder auch, um sich eine Altersvorsorge daraus zu erarbeiten.¹¹⁷

¹¹⁶ Vgl. Wöhe, 2013, S. 405.

¹¹⁷ Vgl. Keller, 2013, S. 13.

Literaturverzeichnis

Brauer, Kerry-U. 2013. *Grundlagen der Immobilienwirtschaft: Recht - Steuern - Marketing - Finanzierung - Bestandsmanagement - Projektentwicklung.*

Wiesbaden : Springer-Gabler Verlag, 2013.

Bundesministerium der Finanzen. 1992. *Immobilien-Leasing-Erlass.* Bonn : Bundessteuerblatt, 1992.

Bundesministerium für Raumordnung, Bauwesen und Städtebau. 1996. *WertR 76/96 - Sammlung amtlicher Texte zur Wertermittlung von Grundstücken.* Köln : Bundesanzeiger, 1996.

Damodaran, Aswath. 2015. Levered and Unlevered Betas by Industry. [Online] 4. November 2015.

<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betaEurope.xls>.

Deutsche Börse AG. 2015. Zusammensetzung & Kennzahlen. [Online] 27.

Oktober 2015. [Zitat vom: 27. Oktober 2015.] [http://www.dax-](http://www.dax-indices.com/MediaLibrary/Document/WeightingFiles/10/PrimeAllShare_ICR.20151027.xls)

[indices.com/MediaLibrary/Document/WeightingFiles/10/PrimeAllShare_ICR.20151027.xls](http://www.dax-indices.com/MediaLibrary/Document/WeightingFiles/10/PrimeAllShare_ICR.20151027.xls).

Dr. Fischer, Edwin. 2002. *Finanzwirtschaft für Fortgeschrittene.* München : Oldenbourg Verlag, 2002.

Dr. Horschitz, Harald, et al. 2013. *Bilanzsteuerrecht und Buchführung.*

Stuttgart : Schäffer-Poeschel Verlag, 2013.

Dr. Niehus, Ulrich und Dr. Wilke, Helmuth. 2013. *Die Besteuerung der Personengesellschaften.* Stuttgart : Schäffer-Poeschel, 2013.

Franke, Günther und Hax, Herbert. 2009. *Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt.* Heidelberg : Springer-Verlag, 2009.

GdW Bundesverband deutscher Wohnungs - und

Immobilienunternehmen. 2015. Wohnungswirtschaftliche Daten und Trends 2014/2015. [Online] 20. Oktober 2015.

<http://web.gdw.de/service/publikationen/2455-gdw-wohnungswirtschaftliche-daten-und-trends-2014-2015>.

- Gerke, Wolfgang und Bank, Matthias. 2003.** *Finanzierung - Grundlagen für Investitions- und Finanzierungsentscheidungen im Unternehmen.* Stuttgart : Kohlhammer Verlag, 2003.
- Gromer, Christian. 2012.** *Die Bewertung nachhaltiger Immobilien.* Wiesbaden : Springer Gabler Verlag, 2012.
- Haasmann, Horst. 2015.** *Immobilienverwaltende Kapitalgesellschaften - Steuerliche Vor- und Nachteile im Vergleich zur Direktinvestition.* Wiesbaden : Springer-Gabler Verlag, 2015.
- Hain, Thomas und Eisele, Jörg. 2003.** Wohnungsumwandlung: Mietkauf als Alternative. *Immobilien Wirtschaft und Recht.* 2003, 5.
- ING DiBa. 2015.** Konditionstableau für Hypothekendarlehen. [Online] 2015. [Zitat vom: 23. Oktober 2015.] <https://www.ing-diba.de/baufinanzierung/neufinanzierung/konditionen/>.
- Institut der Wirtschaftsprüfer. 2015.** *IDW S 1 - Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen.* Düsseldorf : s.n., 2015.
- Investitionsbank Sachsen-Anhalt. 2015.** Förderprogramme für Vermieter. [Online] 2015. [Zitat vom: 27. Oktober 2015.] http://www.ib-sachsen-anhalt.de/fileadmin/user_upload/Dokumente/pdf/beratung/Konditionstableau.pdf
- Jenkis, Helmut. 1995.** *Grundlagen der Wohnungsbaufinanzierung.* Oldenbourg : Oldenbourg Verlag, 1995.
- Keller, Helmut. 2013.** *Praxishandbuch Immobilienanlage.* Wiesbaden : Springer Gabler Verlag, 2013.
- Knobloch, Bernd. 2003.** *Structured Finance in der Immobilienfinanzierung.* Berlin : Verband deutscher Hypothekenbanken, 2003.
- Knosp, Martin. 2010.** *Immobilienfinanzierung: Mögliche Finanzierungsvarianten von Privatimmobilien.* Mittweida : Hochschule Mittweida, 2010.
- Kofner, Stefan. 2004.** *Wohnungsmarkt und Wohnungswirtschaft.* Oldenbourg : Oldenbourg Wissenschaftsverlag, 2004.

- KPMG. 2015.** Kapitalkostenstudie 2015. [Online] 5. 11 2015. [Zitat vom:]
<https://home.kpmg.com/de/de/home/insights/2015/11/kapitalkostenstudie-2015.html>.
- Kreditanstalt für Wiederaufbau. 2014.** *Geschäftsbericht 2014*. Frankfurt a.M. : s.n., 2014.
- Laurer, Paul. 2003.** Immobilienfinanzierung: Kaufen ohne Risiko. *Immobilien Wirtschaft und Recht*. 2003, 3.
- Lindauer, Jürgen. 2010.** *Immobilien und Steuer: Kompakte Darstellung für die Praxis*. 2010.
- Lindmayer, Karl H. und Dietz, Hans-Ulrich. 2015.** *Geldanlage und Steuer 2015 - Sichern der Erträge in der Niedrigzinsphase*. Wiesbaden : Springer-Gabler Verlag, 2015.
- Loges, Oliver. 2004.** *Möglichkeiten der Immobilienfinanzierung: Entwicklung und Bewertung von Finanzierungsvarianten für Wohnimmobilien*. Braunschweig : Technische Universität Carolo Wilhelmina Braunschweig, 2004.
- Meyer, Claudius. 2003.** Die Chancen müssen "überkommen". *Immobilien Wirtschaft und Recht*. 2003, 2.
- Neumann, Klaus. 2002.** Mezzanine-Kapital bei Immobilienfinanzierungen - Eine Form von Beteiligungskapital. *Immobilienbrief der IKB*. 2002, Oktober.
- Nöllke, Matthias. 2013.** *Immobilien erwerben*. Freiburg : Haufe-Lexware GmbH & Co. KG, 2013.
- Prof. Dr. Dr. h.c. Preißer, Michael, Schmidt, Jürgen und Bressler, Dominik. 2014.** *Ertragssteuerrecht Prüfung 2014*. Stuttgart : Schäffer-Poeschel Verlag, 2014.
- Prof. Dr. Endriss, Horst Walter, et al. 2012.** *Steuerkompendium*. Herne : NWB Verlag, 2012.
- Prof. Dr. Perridon, Louis und Prof. Dr. Steiner, Manfred. 2007.** *Finanzwirtschaft der Unternehmung*. München : Franz Vahlen Verlag, 2007.

- Prof. Dr. Vornholz, Günter. 2013.** *Volkswirtschaftslehre für die Immobilienwirtschaft - Studentexte Real Estate Management Band I.* München : Oldenbourg Verlag, 2013.
- Schulte, Karl-Werner, et al. 2005.** *Immobilienökonomie Band I Betriebswirtschaftliche Grundlagen.* München : Oldenbourg Wissenschaftsverlag, 2005.
- Schulze, Eike und Stein, Anette. 2005.** *Baufinanzierung.* Planegg : Rudolf Haufe Verlag GmbH & Co. KG, 2005.
- Schulze, Eike, Stein, Anette und Fleschütz, Katja. 2008.** *Immobilien als Geldanlage.* Planegg : Rudolf Haufe Verlag GmbH & Co. KG, 2008.
- Schwarzl, Michael. 2012.** *Immobilienfinanzierung - Grundlagen, Anforderungen, risikorelevante Aspekte.* Wels : Joseph Schumpeter Institut Wels, 2012.
- Spitzkopf, Horst Alexander. 2002.** *Finanzierung von Immobilienprojekten.* Köln : Müller Verlag, 2002.
- Tytko, Dagmar. 1999.** *Grundlagen der Projektfinanzierung.* Stuttgart : Schäffer-Poeschel, 1999.
- Viering, Markus, Rodde, Nina und Zanner, Christian. 2015.** *Immobilien- und Bauwirtschaft aktuell - Entwicklungen und Tendenzen.* Wiesbaden : Springer Gabler Verlag, 2015.
- Walbröhl, Victoria. 2001.** *Die Immobilienanlageentscheidung im Rahmes des Kapitalanlagemanagements institutioneller Anleger.* Köln : s.n., 2001.
- Wöhe, Günter, et al. 2013.** *Grundzüge der Unternehmensfinanzierung.* München : Franz Vahlen Verlag, 2013.
- Zenthöfer, Wolfgang. 2013.** *Einkommensteuer.* Stuttgart : Schäffer-Poeschel Verlag, 2013.

Anhangsverzeichnis

Anhang 1: Ausgewählte Förderprogramme der KfW im Überblick.....	74
Anhang 2: Förderprogramme der IB Sachsen-Anhalt im Überblick.....	75
Anhang 3: Zinstableau für Immobiliendarlehen.....	76

Anhang

Anhang 1: Ausgewählte Förderprogramme der KfW im Überblick
 (Quelle: übernommen von Förderblog, 2014, abgerufen am 27.10.2015 von
<http://www.foerderblog.de/allgemein/zinsanderung-bei-der-kfw/>)

KfW Wohneigentumsprogramm		Effektivzins				
Laufzeit / tilgungsfreie Anlaufjahre / Zinsbindung	10 / 10 / 10	20 / 3 / 5	20 / 3 / 10	35 / 5 / 5	35 / 5 / 10	
124 selbst genutztes Wohneigentum	→ 2,07%	→ 1,51%	→ 1,92%	→ 1,51%	→ 2,02%	
134 Erwerb von Genossenschaftsanteilen	→ 2,07%	→ 1,51%	→ 1,92%			

Energieeffizient Bauen und Sanieren		Effektivzins				
Laufzeit / tilgungsfreie Anlaufjahre / Zinsbindung	10 / 10 / 10	10 / 2 / 10	20 / 2 / 10	20 / 3 / 10	30 / 5 / 10	
153 Energieeffizient Bauen	→ 1,26%	→ 1,00%	-	→ 1,26%	→ 1,26%	
151 / 152 Energieeffizient Sanieren		→ 1,00%				
167 Ergänzungskredit- EE-Heizung		→ 1,51%				

Laufzeit / tilgungsfreie Anlaufjahre / Zinsbindung	10 / 10 / 10	10 / 2 / 5	10 / 2 / 10	20 / 3 / 10	30 / 5 / 10	
159 Altengerecht Umbauen	↓ 1,26%	→ 1,00% (20/3/5; 30/5/5)	→ 1,00%	↓ 1,11%	↓ 1,21%	
Zinssatz zum 28.10.2014	↓ gesenkt	↓↓ gesenkt (mehr als 0,1%)		↑ gestiegen	→ unverändert	

www.foerderblog.de

KfW - Programm Erneuerbare Energien		Effektivzins				
Laufzeit / tilgungsfreie Anlaufjahre / Zinsbindung	5 / 1 / 5	10 / 2 / 10	20 / 3 / 10	20 / 3 / 20		
270 "Standard" (Strom)	→ ab 1,26%	→ ab 1,56%	→ ab 1,76%	→ ab 2,57 %		
274 "Standard" Photovoltaik	→ ab 1,26%	→ ab 1,56%	→ ab 1,76%	→ ab 2,57 %		
275 "Standard" Speicher	→ ab 1,05%	→ ab 1,56%	→ ab 1,81%	↓ ab 2,47 %		
271 "Premium" (Wärme)	→ ab 1,00%	→ ab 1,26%	→ ab 1,71%	-		
272 "Premium" Geothermie	→ ab 1,00%	→ ab 1,26%	→ ab 1,71%	-		
281 "Premium" für KMU	→ ab 1,00%	→ ab 1,00%	→ ab 1,56%	-		
282 "Premium" Geothermie für KMU	→ ab 1,00%	→ ab 1,00%	→ ab 1,56%	-		
Zinssatz zum 28.10.2014	↓ gesenkt	↓↓ gesenkt (mehr als 0,1%)		↑ gestiegen	→ unverändert	

www.foerderblog.de

Anhang

Anhang 2: Förderprogramme der IB Sachsen-Anhalt im Überblick
 (Quelle: übernommen von IB Sachsen-Anhalt, 2015, abgerufen am 27.10.2015 von
http://www.ib-sachsen-anhalt.de/fileadmin/user_upload/Dokumente/pdf/beratung/Konditionstableau.pdf)

Immobilienfinanzierungen für Eigennutzer und Vermieter								zurück >>
Darlehensbezeichnung (Laufzeit / tilgungsf. Anlaufjahre / Zinsbindung)	Bemer- kungen	Zinssatz nominal	Zinssatz effektiv	Aus- zahlung	Bereitstellungs- provision p.M.	Gebühr	Stand	
IB Förderdarlehen (Neubau/Erwerb/Modernisierung) 1. - 10. Jahr (- / - / 10)								
*) unverbilligter Zinssatz; dieser gilt bis zum Ende des Quartals der Vollauszahlung		2,00%	2,14%					
	4;8;9;10;15	(2,61%*)	(2,64%*)	100%	0,25%	1%	15.05.2015	
IB Wohneigentum (Neubau/Erwerb) (- / 1 / 10)	4;8;9;12	2,64%	2,75%	100%	0,25%	1%	21.01.2015	
Sachsen-Anhalt MODERN Altersgerecht Umbauen (10 / 1 / 10)	4;5;14	0,40%	0,40%	100%	0,25%	keine	09.02.2015	
Sachsen-Anhalt MODERN Altersgerecht Umbauen (20 / 1 / 10)	4;5;14	0,40%	0,40%	100%	0,25%	keine	09.02.2015	
Sachsen-Anhalt MODERN Altersgerecht Umbauen (30 / 1 / 10)	4;5;14	0,40%	0,40%	100%	0,25%	keine	09.02.2015	
Sachsen-Anhalt MODERN Energieeffizient Sanieren (10 / 1 / 10)	4;5;16	0,40%	0,40%	100%	0,25%	keine	01.09.2015	
Sachsen-Anhalt MODERN Energieeffizient Sanieren (20 / 1 / 10)	4;5;16	0,40%	0,40%	100%	0,25%	keine	01.09.2014	
Sachsen-Anhalt MODERN Energieeffizient Sanieren (30 / 1 / 10)	4;5;16	0,40%	0,40%	100%	0,25%	keine	01.09.2014	
Sachsen-Anhalt MODERN Allg. Modernisierungsmaßn. (10 / 1 / 10)	4;5;8;14	1,25%	1,25%	100%	0,25%	keine	09.02.2015	
Sachsen-Anhalt MODERN Allg. Modernisierungsmaßn. (20 / 1 / 10)	4;5;8;14	1,25%	1,25%	100%	0,25%	keine	09.02.2015	
Sachsen-Anhalt MODERN Allg. Modernisierungsmaßn. (30 / 1 / 10)	4;5;8;14	1,25%	1,25%	100%	0,25%	keine	09.02.2015	
Sachsen-Anhalt KLAR (5 / - / 5)	4;8;13;17	0,99%	1,39%	100%	0,25%	1%	01.02.2013	

Bürgschaften					zurück >>
Bürgschaftsbezeichnung	Bemer- kungen	jährl. Gebühr	einm. Gebühr	Stand	
IB Sicher Bauen	1;3;4;5;18	1,00%	1,50%	23.05.2011	
IB Land & Forst	6;18;19	3,00%	1,50%	01.10.2009	

Anhang

Anhang 3: Zinstableau für Immobiliendarlehen (Quelle: übernommen von ING DiBa, 2015, abgerufen am 23.10.2015 von <https://www.ing-diba.de/baufinanzierung/neufinanzierung/konditionen/>)

Zinsfestschreibung	Finanzierungssumme (Nettodarlehensbetrag)		Finanzierungsauslauf						
			bis 60%	bis 70%	bis 80%	bis 85%	bis 90%	bis 95%	über 95%
5 Jahre	ab 50.000 €	soll	1,35%	1,45%	1,55%	1,65%	1,75%	2,00%	2,25%
		effektiv ¹	1,36%	1,46%	1,56%	1,66%	1,76%	2,02%	2,27%
	ab 100.000 €	soll	1,20%	1,30%	1,40%	1,50%	1,60%	1,85%	2,10%
		effektiv ¹	1,21%	1,31%	1,41%	1,51%	1,61%	1,87%	2,12%
	ab 200.000 €	soll	1,15%	1,25%	1,35%	1,45%	1,55%	1,80%	2,05%
		effektiv ¹	1,16%	1,26%	1,36%	1,46%	1,56%	1,81%	2,07%
10 Jahre	ab 50.000 €	soll	1,70%	1,80%	1,90%	2,00%	2,10%	2,35%	2,60%
		effektiv ¹	1,71%	1,81%	1,92%	2,02%	2,12%	2,38%	2,63%
	ab 100.000 €	soll	1,50%	1,60%	1,70%	1,80%	1,90%	2,15%	2,40%
		effektiv ¹	1,51%	1,61%	1,71%	1,81%	1,92%	2,17%	2,43%
	ab 200.000 €	soll	1,45%	1,55%	1,65%	1,75%	1,85%	2,10%	2,35%
		effektiv ¹	1,46%	1,56%	1,66%	1,76%	1,87%	2,12%	2,38%
15 Jahre	ab 50.000 €	soll	2,35%	2,45%	2,55%	2,65%	2,75%	3,00%	3,25%
		effektiv ¹	2,38%	2,48%	2,58%	2,68%	2,78%	3,04%	3,30%
	ab 100.000 €	soll	1,95%	2,05%	2,15%	2,25%	2,35%	2,60%	2,85%
		effektiv ¹	1,97%	2,07%	2,17%	2,27%	2,38%	2,63%	2,89%
	ab 200.000 €	soll	1,90%	2,00%	2,10%	2,20%	2,30%	2,55%	2,80%
		effektiv ¹	1,92%	2,02%	2,12%	2,22%	2,32%	2,58%	2,84%

Eidesstattliche Erklärung

Ich erkläre hiermit an Eides statt, dass ich die vorliegende Arbeit selbstständig und ohne unerlaubte Hilfe Dritter verfasst und keine als die angegebenen Quellen und Hilfsmittel verwendet habe. Alle Stellen, die wörtlich oder sinngemäß aus Veröffentlichungen stammen, sind als solche kenntlich gemacht. Diese Arbeit lag in gleicher oder ähnlicher Weise noch keiner Prüfungsbehörde vor und wurde bisher noch nicht veröffentlicht.

Merseburg, den 07. Dezember 2015

Benjamin Ebert