

Die Notwendigkeit von alternativen Kapitalbeschaffungsmethoden zur Finanzierung von privaten Immobilienprojekten als Folge der internationalen Finanzkrise ab 2007

Master Thesis zur Erlangung des akademischen Grades
„Master of Science“

eingereicht bei
Dr. Astrid Kratschmann

DI Florian Mladek

0100771

Wien, März 2015

Eidesstattliche Erklärung

Ich, **DI FLORIAN MLADEK**, versichere hiermit

1. dass ich die vorliegende Master These, "DIE NOTWENDIGKEIT VON ALTERNATIVEN KAPITALBESCHAFFUNGSMETHODEN ZUR FINANZIERUNG VON PRIVATEN IMMOBILIENPROJEKTEN ALS FOLGE DER INTERNATIONALEN FINANZKRISE AB 2007", 67 Seiten, gebunden, selbständig verfasst, andere als die angegebenen Quellen und Hilfsmittel nicht benutzt und mich auch sonst keiner unerlaubten Hilfen bedient habe, und
2. dass ich diese Master These bisher weder im Inland noch im Ausland in irgendeiner Form als Prüfungsarbeit vorgelegt habe.

Wien,

Unterschrift

Inhaltsverzeichnis

1.	Einleitung	1
2.	Klassische Immobilienfinanzierungen	3
2.1.	Besonderheiten bei der Finanzierung von Immobilien	3
2.2.	Arten der klassischen Immobilienfinanzierung	4
2.3.	Kredite und Darlehen	4
3.	Entstehung der Krise aus Sicht der Immobilienwirtschaft	6
3.1.	Theoretische Grundlagen	6
3.2.	Der Anfang der Krise	17
3.3.	Asymmetrische Informationsprobleme auf dem Markt für Immobilienkredite	20
4.	Folgen der Krise für die Immobilienfinanzierung	22
4.1.	Informationsasymmetrien und Kreditrationierung	23
4.2.	Lender of last resort	23
4.3.	Folgen der Krise für die Realwirtschaft	24
4.4.	Basel III	29
4.5.	Umfragen zur Kreditvergabe	30
5.	Nachfrage nach Wohnraum	32
5.1.	Anzahl der Baubewilligung	32
5.2.	Wohnraumbedarfsprognosen	33
5.3.	Bevölkerungswachstum	34
5.4.	Haushaltsprognosen	35
5.5.	Erhöhter Flächenbedarf	35
5.6.	Rückgang der Förderungen	36
5.7.	Schlussfolgerung	37
6.	Ergebnisse der Untersuchung	38

7.	Alternative Kapitalbeschaffungsmethoden	40
7.1.	Grobe Einteilung der Finanzierungsinstrumente	40
7.2.	Refinanzierung	43
7.3.	Formen von „klassischen“ Alternativen in der Praxis	44
7.4.	Crowdfunding	49
7.5.	Vermögenden private Kapitalgeber	58
8.	Schlussfolgerung	59
	Kurzfassung	61
	Literaturverzeichnis	62
	Abbildungsverzeichnis	65

1. Einleitung

In der vorliegenden Arbeit soll untersucht werden ob es eine Notwendigkeit von alternativen Finanzierungsformen für Immobilien auf dem österreichischen Markt gibt. Dabei werden zuerst die Entstehung der Finanzkrise ab 2007 und die Rolle von Krediten für Immobilien beleuchtet. Danach werden die Folgen der Krise für die Immobilienkreditvergabe dargestellt. Zusätzlich zu einer dann möglicherweise nachgewiesenen Verknappung der Kreditvergabe wird auf die Anforderungen an den österreichischen Wohnungsbau der nächsten Jahre eingegangen werden. Danach sollte man ablesen können, dass durch eine restriktivere Kreditvergabe gepaart mit einer steigenden Nachfrage nach Wohnraum die Notwendigkeit von alternativen Finanzierungsformen tatsächlich besteht.

Folgend werden die derzeit etablierten Finanzierungsalternativen vorgestellt. In jüngster Vergangenheit haben sich dazu noch neue Alternativen entwickelt, welche ebenfalls beschrieben werden.

Um die Notwendigkeit alternativer Finanzierungsformen für die Finanzierung von privaten Immobilieninvestments plausibel darzustellen, werden die folgenden Aspekte beleuchtet und erklärt werden.

Zu Beginn wird die klassische Form der Immobilienfinanzierung erläutert werden. Darunter versteht man die Aufnahme eines Kredites bei einem Bankinstitut. Natürlich gibt es auch hier mehrere Formen die beschrieben und erläutert werden.

Es wird dann das Entstehen der Krise unter Berücksichtigung der klassischen Immobilienfinanzierung erläutert. Als theoretisches Grundgerüst wird hier die asymmetrische Informationstheorie angewendet werden. Dies vor allem deshalb, weil sie die Probleme bei der Vergabe von Krediten und hier vor allem bei Immobilienkrediten in den Mittelpunkt der Untersuchungen stellt. Von der losen Immobilienkreditvergabe in den USA wird eine Brücke geschlagen bis zur Entstehung der Finanzkrise seit 2007. In weiterer Folge wird das überschwappen der Krise auf den weltweiten Finanzmarkt erläutert. Aus diesen Ausführungen sollte klar ersichtlich werden, dass klassische Immobilienkredite im Epizentrum der Krise gestanden sind.

Als Folge der Krise wird gezeigt werden, dass gerade die klassischen Immobilienfinanzierungswerkzeuge und somit das Kreditvergabegeschäft stark gelitten haben seit der Krise. Es soll gezeigt werden, dass das Kreditvergabevolumen seit Beginn der Krise zurückgegangen ist. Schuld sind dabei nicht nur striktere Eigenkapitalvorschriften für Banken, sondern auch eine allgemein gestiegene Unsicherheit auf dem Finanzmarkt. Folgend wird versucht die Nachfrage nach Immobilien in der Vergangenheit (seit Ausbruch der Krise) und für die Zukunft darzustellen bzw. abzuleiten. Hier werden Themengebiete wie demographischer Wandel, Einpersonenhaushalte und steigender Flächenbedarf bei steigendem Wohlstand untersucht werden. Allein daraus sollte sich ein Nachfrageüberhang ableiten lassen. Hinzu kommt, dass Österreich seit Ausbruch der Krise mit neuer Verschuldung umzugehen hat. Eines der Mittel, um der Verschuldung Herr zu werden, war die Wohnbauförderung zu drosseln.

Aus dem fallenden Angebot von Krediten für Immobilienfinanzierungen und der gestiegenen Nachfrage nach Wohnraum sollte sich dann die Conclusio ableiten lassen, dass alternative Finanzierungsmöglichkeiten notwendig geworden sind.

Darauffolgend werden alternative Finanzierungsmethoden erläutert werden. Dabei gibt es neben den schon bestehenden Instrumenten, wie z.B.: Strukturierte Immobilienfinanzierung, auch neuere innovativere Formen der Finanzierung, wie z.B.: Crowdfunding.

2. Klassische Immobilienfinanzierungen

Zuallererst müssen die grundsätzlichen Begriffe geklärt werden. Eine Investition ist eine Umwandlung von Kapital in Vermögen. Das für eine Investition benötigte Kapital kann vom Investor selbst in Form von Eigenkapital oder in Form von Fremdkapital durch Dritte eingebracht werden. Der Beschaffungsprozess des Kapitals wird als Finanzierung bezeichnet. Ist das Investitionsobjekt eine Immobilie so wird von der Immobilienfinanzierung gesprochen. Da bei der Finanzierung auf die Charakteristika und die Besonderheiten der Immobilie Rücksicht genommen werden muss, handelt es sich hier um eine Spezialfinanzierung.

In der Regel geht eine Investition in Immobilien mit dem Ziel der Vermögens- bzw. Einkommensmaximierung einher. Zu den wichtigsten Motiven einer Investition in Immobilien zählen unter anderem: Wertsteigerung, Inflationsschutz, Steuervorteile und die Möglichkeit in reelle Güter zu investieren. So verschieden die Motive so unterschiedlich sind auch die Arten von Immobilien. Es kann in drei grobe Kategorien unterschieden werden:

1. Wohnimmobilien
2. Gewerbeimmobilien (Büro, Handel und Industrie)
3. Sonderimmobilien (Hotels, Krankenhäuser, Freizeitimmobilien,...)

Diese Arbeit beschäftigt sich hauptsächlich mit der Finanzierung von Wohnimmobilien. Wohnimmobilien sind dadurch charakterisiert, dass der Wohnzweck im Vordergrund steht.

2.1. Besonderheiten bei der Finanzierung von Immobilien

In der Regel ist die Investition in Immobilien kapitalintensiv. Somit ist die Notwendigkeit von Fremdkapital fast immer gegeben. Die hohe Werthaltigkeit ist ein wichtiges Charakteristika von Immobilien. So entspricht der Wert der Immobilie prinzipiell dem zukünftigen Nutzen. Immobilien sind meistens langfristig nutzbar und rechtfertigen somit den Einsatz von dementsprechend länger eingesetztem Fremdkapital. Die Absicherung der eingesetzten Mittel erfolgt fast ausschließlich über das Grundbuch mittels sogenannter Grundpfandrechte (z.B.: Hypotheken). Somit besitzt der

Kapitalgeber physisch einen Anteil an der zu finanzierenden Sache. Sollte der Gläubiger seiner Zahlungsschuld nicht nachkommen, kann der Kapitalgeber sein eingesetztes Kapital durch Verkauf oder sonstige Verwertung (wie z.B.: eine Zwangsversteigerung) Erlösen.

2.2. Arten der klassischen Immobilienfinanzierung

Der größte Teil des Fremdkapitals für Immobilien wird von Banken in den folgenden Formen eingebracht:

- Kredit und Darlehen – feste Inanspruchnahme
- Kontokorrentkredit – variable Inanspruchnahme

Als klassische Immobilienfinanzierung ist die Kreditfinanzierung anzusehen, da dies die mit Abstand häufigste Finanzierungsmethode ist.

2.3. Kredite und Darlehen

Kredite und Darlehen sind einmalig ausnutzbare Mittel die von Banken an ihre Kunden herausgegeben werden. Darlehen sind als längerfristige Kredite einzustufen. Einmalig ausnutzbar heißt, dass der gesamte Kreditbetrag auf einmal zur Verfügung gestellt wird. Grob ist ein Kredit durch folgende Konditionen definiert: Laufzeit, Zins, Tilgung und Besicherung.

Die Laufzeit ist der zeitliche Rahmen zwischen Mittelausgabe und vollendeter Rückführung der gesamten Mittel.

Der Zins ist der Preis den ein Kreditnehmer für die Bereitstellung des Kapitals bezahlen muss. Hier gibt es unterschiedlichste Möglichkeiten der Ausgestaltung: Fixe Zinsen, Variable Zinsen, ...

Die Tilgung ist der Überbegriff der Rückzahlungsmodalitäten des ausgeliehenen Kapitals. Zum Beispiel kann ein Kredit endfällig (Gesamtes Kapital ist am Ende der Laufzeit zurückzuführen) organisiert werden.

Durch die Besicherung werden dem Kreditgeber Sicherheiten zur Verfügung gestellt, sollte eine Tilgung oder Zinszahlung nicht möglich werden. In erster Linie ist dies bei Immobilienkrediten die grundbücherliche Sicherstellung.

Kontokorrentkredit

Der Kontokorrentkredit ist eine Spezialform des Kredits. Dabei kann vom Kreditnehmer die Ausnützung des Volumens variabel gesteuert werden. Dem Kreditnehmer wird ein Rahmen an Mitteln zur Verfügung gestellt. Bezahlt wird immer nur für den aktuell aushaftenden Stand. Diese Variante ist vor allem während der Bauphase von Immobilienprojekten sinnvoll. In den meisten Fällen werden Kontokorrentkredite ohne Laufzeit vergeben. Der Kredit endet automatisch mit Bezahlung der letzten Schuld. In der Regel sind diese Formen der Kredite aufgrund ihrer Flexibilität etwas teurer als normale Kredite oder Darlehen. Hier muss im Praxisfall abgewogen werden, ob sich die erhöhten Kosten durch die erhöhte Flexibilität gegenrechnen lassen.

Vorteile / Nachteile der klassischen Immobilienfinanzierung

Der größte Vorteil liegt in der einfachen Handhabung und Berechnung klassischer Kreditmodelle. Der Kreditnehmer weiß zu einem frühen Zeitpunkt seiner Investition relativ genau wie viel er für sein aufgenommenes Fremdkapital aufbringen muss. Im Gegensatz zu den meisten alternativen Finanzierungsformen (s. Kapitel 7), wo es meistens eine komplexere Struktur vor Mittelbereitstellung aufzubauen bzw. zu analysieren gilt, ist die klassische Kreditvergabe ein mehr oder weniger standardisierendes Verfahren. Die Bearbeitungsgebühren des Kreditgebers halten sich bei dieser Variante in Grenzen.

Von den Vorteilen der klassischen Finanzierung kann ein Kreditinteressent nur profitieren, wenn er genügend Eigenkapital bereitstellen kann.¹

¹ [Loges 04]

3. Entstehung der Krise aus Sicht der Immobilienwirtschaft

Das Entstehen der Krise wird anhand der asymmetrischen Informationstheorie beschrieben. Diese Theorie ist nicht nur leicht verständlich, sondern hat ihren Fokus bei der Analyse von Krisen stark auf der Thematik der Kreditvergabe. So wird beschrieben werden, wie und warum die Kreditvergabemethoden, vor allem für Immobilien, so einen starken Einfluss auf die Finanzkrise gehabt haben. Zuerst müssen allerdings die theoretischen Grundlagen kurz erläutert werden.

3.1. Theoretische Grundlagen

Prinzipal – Agent - Theorie

In der folgenden Abbildung wird die Grundidee der Theorie übersichtlich dargestellt.

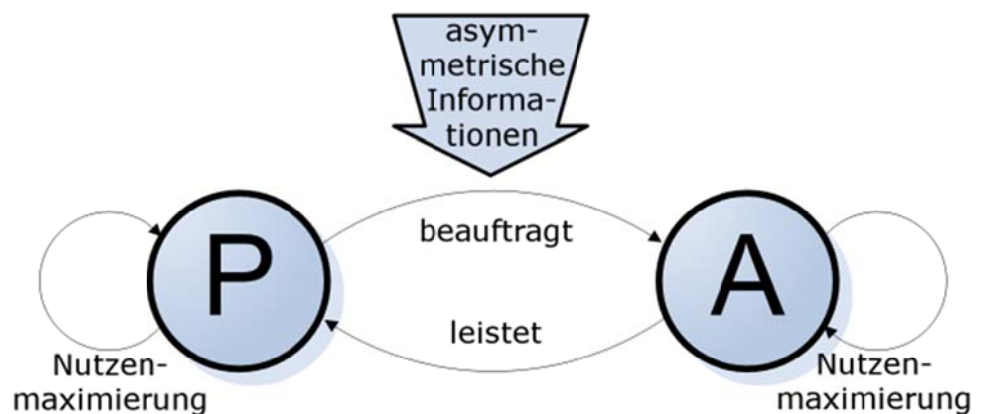


Abbildung 1: Grundidee der Prinzipal Agent Theorie

P steht in dem Diagramm für Prinzipal bzw. Auftraggeber und A steht für Agent bzw. Auftragnehmer. Der Prinzipal beauftragt also den Agenten mit irgendeiner Leistung und der Agent versucht diese Leistung zu erbringen. Jede dieser beiden Seiten ist darauf bedacht ihren Nutzen zu maximieren.

Der Prinzipal will z.B.: für möglichst wenig Entlohnung die bestmögliche Leistung. Der Agent will z.B.: für die bestmögliche Entlohnung die Leistung mit dem geringsten Aufwand wie möglich erledigen. Es entstehen Interessenskonflikte. Diese Interessenskonflikte basieren auf asymmetrisch verteilter Information. Der Agent besitzt einen Informationsvorsprung gegenüber dem Prinzipal. Nur er kann wissen, was für einen Aufwand er tatsächlich benötigt, um das gewünschte Ergebnis des Prinzipals zu erzielen. Soweit sind die Grundzüge dieser Theorie schnell erklärt. Eines der Hauptziele dieser Theorie ist es einen optimalen Vertrag zu ermöglichen.

Um das zu ermöglichen, müssen die richtigen Anreize gesetzt werden. Zur Veranschaulichung kann hier beispielweise das Beteiligungsmodell von Managern herangezogen werden. Der Agent (Manager) hat so einen Anreiz im Sinne seines Prinzipals (z.B.: Eigentümer) zu handeln. Der Agent wird hier, um seinen Nutzen zu maximieren, automatisch den Nutzen des Prinzipals mit optimieren.

Informationsprobleme gibt es in fast allen Bereichen der Wirtschaft. In der Immobilienwirtschaft sind diese z.B.: Auftraggeber (Bauherr) – Auftragnehmer (Konsulent); Kreditgeber– Kreditnehmer;

In Folge von Informationsproblematiken können mehrere Szenarien auftreten. Die für das Verständnis dieser Arbeit wichtigsten in der Literatur angeführten Probleme werden kurz erläutert.

Moral Hazard

Moral Hazard oder frei übersetzt moralisches Wagnis kann dann entstehen, wenn der Agent nach Vertragsabschluss sein Verhalten so ändert, dass sein Nutzen maximiert wird und dies unter moralisch verwerflichen Gesichtspunkten. Das Phänomen wurde ursprünglich anhand der Versicherungsindustrie untersucht. Moral Hazard ist das Risiko, dass das Versicherungsunternehmen zu tragen hat, wenn sich der Versicherungsnehmer nach Abschluss einer Versicherung nicht mehr mit der gleichen Sorgfalt, um sein versichertes Gut kümmert wie bisher. Der Agent hat also seinen Nutzen zu Schaden des Prinzipals maximiert und dies unter moralisch bedenklichen Kritikpunkten. Die Wahrscheinlichkeit dem Agenten

ein verwerfliches Verhalten vollständig nachzuweisen ist so gering bzw. der Aufwand der Prüfung so hoch, dass der Prinzipal keine andere Chance hat, als auf die Moral des Prinzipals zu vertrauen bzw. die Risikokosten in den Vertrag miteinzuberechnen. Dies sieht man in der Praxis öfter bei Gerichtsverfahren, wo eher ein Vergleich angestrebt wird als die vollständige Beweislage aufzuarbeiten und den Prozess bis zum Ende zu bringen. Ziel beider Seiten muss es daher sein, einen Vertrag abzuschließen, der die Möglichkeit auf Moral Hazard minimiert. Moral Hazard tritt nach Abschluss eines Vertrages auf.

Auf den Markt für Immobilienkredite umgewälzt, könnte ein Moral Hazard beispielweise so aussehen: Ein Projektentwickler nimmt einen Kredit von einer Bank auf. Bevor er den Kredit aufnimmt, versichert der Agent (Kreditnehmer) dem Prinzipal alles zu tun um das eingesetzte Geld bestmöglich für das Projekt zu nutzen. Nachdem das Geld ausbezahlt wurde, beschließt der Projektentwickler das Geld für andere Zwecke (z.B.: Kauf eines PKW's) einzusetzen.²

Free Riding

Als weiteres Informationsproblem ist das Problem des Free Ridings oder Trittbrettfahren zu sehen. Darunter ist die Möglichkeit von Marktteilnehmer zu sehen, Informationen von besser informierten Marktteilnehmern gratis zu nutzen. In der Vergangenheit war diese Problematik ebenfalls auf dem Kreditmarkt zu sehen. Mittlerweile sind die Richtlinien für die Kreditvergabe, vor allem als Folge mehrerer Finanzkrisen, entsprechend strikt, so dass es in der Praxis kaum mehr Kreditunternehmen gibt, die sich auf die von anderen Kreditunternehmen gezogenen Schlüsse verlassen dürfen oder können. Sie müssen sich selbst möglichst genau über potentielle Kreditnehmer informieren, um ihre Ausfallsquote möglichst gering zu halten. Anschaulicher lässt sich dieses Phänomen am Immobilienaktienmarkt nachvollziehen.

² [GRS 08]

Investoren können sich an besser informierten Händlern orientieren und so einen Vorteil nutzen ohne dafür bezahlt zu haben. Ist eine kritische Masse an Free Riders erreicht, kann das Phänomen soweit führen, dass es für keinen Händler mehr Sinn macht für Information zu bezahlen. Der Markt für Information funktioniert nicht mehr. Als Folge dieser Ineffizienz ist wiederum ein Steigen von Moral Hazard und Adverse Selection Problemen zu erwarten.³

Adverse Selection

Im Gegensatz zu Moral Hazard tritt die Adverse Selection oder Negativauslese vor Vertragsabschluss auf. Hier geht es um die ungleiche Informationsverteilung bevor ein Geschäft zustande kommt und die daraus möglicherweise falsche Wahl (Auslese) des Vertragsgegenstandes. Zuerst wurde dieses Phänomen anhand des Gebrauchtwagenmarktes beobachtet und analysiert. Ein potentieller Käufer (Prinzipal) hat wenige Möglichkeiten den tatsächlichen Zustand eines Autos abzuschätzen. So wird der Agent (Verkäufer) versuchen seinen Nutzen zu maximieren und einen möglichst hohen Preis für das Auto zu bekommen. Der Prinzipal trifft so möglicherweise für seinen Nutzen eine falsche Auswahl. Eine besondere Ausprägung von Adverse Selection ist der Market for Lemons oder auch das Zitronenproblem. Dieses Phänomen werden wir später bei der Vergabe von Krediten während der Finanzkrise beobachten können. [GRS 08]

Market for Lemons

George A. Akerlof's Aufsatz „The Market for Lemons“ im Jahre 1970 beschrieb zum ersten Mal dieses Problem. Das veröffentlichte Journal (Quarterly Journal of Economics) wurde durch die Publikation auf einen Schlag berühmt. In seinem Aufsatz verwendete er wiederum als Anschauungsbeispiel den Gebrauchtwagenmarkt. Es wird angenommen, dass es nur drei verschiedene Autos am Markt gibt. Alle drei Wagen unterscheiden sich vor allem durch die Qualität.

³ [Mishkin 98]

Es gibt ein Auto mit sehr guter, eines mit guter und eines mit schlechter Qualität, diese Autos werden in den USA auch „lemons“ genannt. Der Käufer kann im Vorhinein nicht erkennen, um welches Auto es sich handelt, also wird er für kein Auto bereit sein den Preis für das hochwertigste Auto zu bezahlen. Der Anbieter des hochwertigsten Autos wird sich vom Markt zurückziehen, da er ja nicht erwarten kann einen fairen Preis für sein Auto zu bekommen. In weiterer Folge wird sich der Anbieter der Autos mit guter Qualität ebenfalls vom Markt zurückziehen, da er jetzt mit Erlöseinbußen rechnen muss. Dies geht theoretisch so weiter bis der gesamte Markt zusammenbricht.⁴

Typischer Verlauf von Krisen

Frederic S. Mishkin ist einer der führenden Wirtschaftswissenschaftler unserer Zeit. Er studierte am MIT (Massachusetts Institute of Technology) und war Berater der Weltbank sowie im Vorstand der Federal Reserve Bank. Mishkin fand Gefallen an der Prinzipal – Agent – Theorie und der asymmetrischen Informationsverteilung bzw. deren realen Auswirkungen auf den Finanzmarkt. So hat er 1990 in seinem Aufsatz „Asymmetric Information and Financial Crisis: A Historical Perspective“ alle bis dahin historischen Finanzkrisen auf gemeinsame Informationsproblematiken untersucht. Basierend auf dieser Arbeit entwickelte er ein ganzheitliches Modell, um Finanzkrisen zu beschreiben.

⁴ [Akerlof 70]

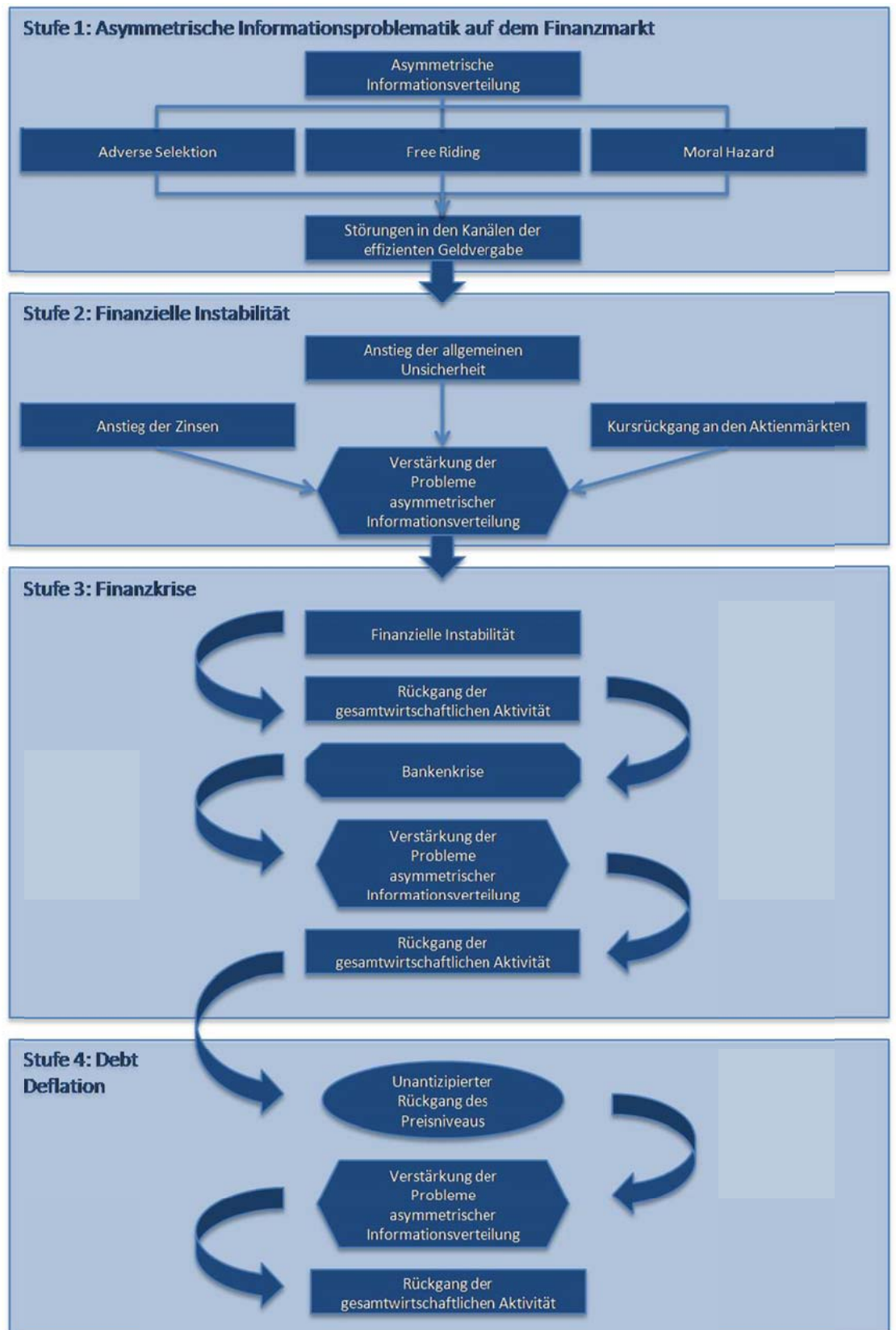


Abbildung 2: Finanzkrisenansatz imperfekter Information

Stufe 1: Asymmetrische Informationsproblematik auf dem Finanzmarkt

Im Gegensatz zu den Modellen, welche bis zur Veröffentlichung von Mishkin's Modell, etabliert waren, entfernt sich Mishkin von dem normalerweise im Mittelpunkt stehenden Ansatzes der rational agierenden Akteure auf dem Markt. Er stellt die Kreditvergabe in das Zentrum seiner Beobachtungen. Seine Unterstellung hierbei: Die Kreditvergabe ist für das Investitionsvolumen und somit die gesamtwirtschaftliche Produktivität zum größten Teil verantwortlich. Aber gerade bei der Kreditvergabe kommt es zu mehreren Informationsproblemen:

Adverse Selection

Ein Immobilieninvestor möchte für eine Projektentwicklung einen Kredit aufnehmen. Grundsätzlich ist klar, dass der Investor bessere Informationen über sein Projekt hat. Der Kreditgeber muss sich so gut wie möglich über das Projekt und den Investor informieren. Ist es dem Kreditgeber, aber nicht möglich die Bonität des Kreditnehmers oder die Qualität seines Projektes im Detail zu prüfen, so muss der Kreditgeber dem Kreditnehmer, egal wie dieser selbst oder sein Projekt qualitativ einzuschätzen ist, durchschnittliche Konditionen anbieten. „Gute“ Kreditnehmer werden dadurch indirekt bestraft und „schlechte“ Kreditnehmer werden belohnt. Sollte dies vermehrt auftreten, werden „gute“ Kreditnehmer den Markt verlassen und sich möglicherweise nach Alternativen umsehen. Sollte eine kritische Masse überschritten werden, kann dies wie bereits beschrieben zu totalen Marktversagen führen.

Moral Hazard

Nachdem der Kreditvertrag nun zu Stande gekommen ist, besteht die Gefahr des Moral Hazard. Der Immobilienentwickler könnte, weil er z.B.: schlechte Konditionen bekommen hat, sich dazu entschließen moralisch verwerflich zu handeln. So könnte er sich dazu entschließen das Risiko des Projektes zu erhöhen. Im Erfolgsfall würde er honoriert werden. Geht das Projekt schief, leidet der Kreditgeber in dementsprechend höherem Ausmaß.

Free Riding

Ein Investor A ist normalerweise bereit viel Zeit und Geld zu investieren, um möglichst qualitativ hochwertige und belastbare Informationen über seine potentiellen Anlagemöglichkeiten zu bekommen. Investor B könnte sich nun an A gratis orientieren. Sollten mehrere Investoren wie B agieren, macht es für A keinen Sinn mehr so einen Aufwand für die Informationsbeschaffung zu betreiben. Die Folge sind vermehrt auftretende adverse selection und moral hazard Probleme.

Grundsätzlich ist es für die Wirtschaft und vor allem für das Finanzsystem essentiell, dass Kreditgeber die Möglichkeit besitzen müssen, ihr Kapital effizient an den Mann zu bringen. Asymmetrische Informationsprobleme sind allgegenwärtig. Ausschlaggebend sind de facto nur die Häufigkeit und die Intensität ihres Auftretens. Durch ein vermehrtes und intensiveres Auftreten kann nun die Ineffizienz so vergrößert werden, dass die Stabilität des Finanzsektors nicht mehr gegeben ist.⁵

Stufe 2: Finanzielle Instabilität

Ist nun die Ineffizienz entsprechend gewachsen, gibt es lt. Mishkin drei Faktoren die die Mächtigkeit besitzen die Ineffizienz in Instabilität zu wandeln. Der erste Faktor ist der Anstieg der Zinsen, der zweite Faktor ein Anstieg der allgemeinen Unsicherheit und der dritte Faktor ein Rückgang der Aktienkurse. Diese Faktoren sind nicht gesondert zu betrachten, sondern in ihrem dynamischen und vernetzten Zusammenspiel zu beäugen.

Anstieg der Zinsen

Prinzipiell dient der Zinssatz den Zentralbanken bekanntermaßen dazu die Geldmenge im Markt zu regulieren. Dies geschieht in erster Linie über die Menge der vergebenen Kredite. Sind die Zinsen gering werden tendenziell

⁵ [Lähn 04]

mehr Kredite nachgefragt, da dieses Gut „billig“ ist. Bei hohen Zinsen ist dieses Gut also tendenziell „teuer“. Höhere Zinsen begünstigen asymmetrische Informationsprobleme. Stiglitz und Weiß beleuchteten dieses Phänomen in ihrem Artikel „Credit Rationing in Markets with Imperfect Information“. Als Begründung führen Sie an, dass Kreditnehmer mit mehr Risiko und mehr Marge eher gewillt sind höhere Zinsen in Kauf zu nehmen. Dadurch steigt die Ausfallswahrscheinlichkeit und aufgrund der Negativauslese werden „gute“ Kreditnehmer immer mehr vom Markt verdrängt. Kreditgeber bemerken diese Tatsache und versuchen die Kreditvergabe zu drosseln. Dies kann im Extremfall bis zu einem Versagen des Marktes für Kredite führen.

Einen weiteren negativen Effekt für eine drohende Krise haben steigende Zinsen durch den simplen Zusammenhang von steigenden Zinsen und Vermögen. Steigen die Zinsen so sinkt der Vermögenswert, ob im privaten oder geschäftlichen Umfeld. Man ist verleitet höhere Risiken (Moral Hazard) einzugehen, um den Verlust wieder wett zu machen.

In beiden Fällen erhöht sich die finanzielle Instabilität durch das Auftreten von asymmetrischen Informationsproblemen.

Anstieg der allgemeinen Unsicherheit

Die allgemeine Unsicherheit kann durch mehrere Einflüsse zum Ansteigen motiviert werden. So können dies der Zusammenbruch eines relevanten Marktteilnehmers oder der drohende Ausbruch eines Krieges, sowie politische Maßnahmen sein. Kreditgeber werden in solchen Zuständen ihre Kreditvergabe drosseln. In diesen Phasen der Unsicherheit fällt es Kreditgebern schwer Kredite zu vergeben. Die logische Folge ist die Drosselung der Vergaberate und indirekt somit ein Anstieg von Negativauslese-Problemen, sowie Moral Hazard-Problemen. Wiederum wird die Stabilität des Systems durch das vermehrte Auftreten von asymmetrischen Informationsproblemen in Gefahr gebracht.

Rückgang der Aktienkurse

Durch die bestehenden Unruhen im System werden die Kurse tendenziell sinken. Die Gefahr dabei ist, dass fallende Kurse den Vermögenswert von Unternehmen schmälern und somit den Anreiz erhöhen, ähnlich steigender Zinsen, den Verlust wieder wett zu machen. Gleichzeitig sinken aus Sicht des Kreditgebers die hinterlegten Sicherheiten. Beide Symptome führen zu einer Drosselung der Kreditvergabe und indirekt somit zu einem weiteren Anstieg von asymmetrischen Informationsproblemen.

Alle drei Faktoren beeinträchtigen somit die Stabilität des schon angeschlagenen Systems und können dieses zum Kippen bringen.⁶

Stufe 3: Finanzkrise

„A financial crisis is a disruption to financial markets in which adverse selection and moral hazard problems become much worse, so that financial markets are unable to efficiently channel funds to those who have the most productive investment opportunities.“⁷

Eine Finanzkrise ist lt. Definition von Mishkin also eine Störung der Finanzmärkte in der asymmetrische Informationsprobleme sich dermaßen verschlimmert haben, so dass es unmöglich wird effizient Mittel an die produktivsten Investmentmöglichkeiten zu ermöglichen. Dabei sind es nicht die vereinzelt Probleme, sondern vielmehr die dynamische Vernetzung einer Vielzahl von kleineren asymmetrischen Informationsproblemen die dann eine sogenannte Finanzkrise auslösen können. Im Mittelpunkt der Betrachtung steht aber immer die unzureichende und ineffiziente Kreditvergabe.⁸

⁶ [Mishkin 91]

⁷ [Mishkin 91 Seite 7]

⁸ [Lähn 04]

Bankenkrise

Sollte die Unsicherheit auf den Märkten so groß sein, dass die Menschen Banken zur Gänze misstrauen, kann es zu einer Bankenpanik kommen. Dabei werden den Banken von den Sparern die Einlagen entzogen. Banken müssen entsprechend reagieren und sind nicht mehr bereit Kredite in dieser vorherrschenden Unsicherheit zu vergeben. Im Gegenteil sind die Banken gezwungen ihr Eigenkapital entsprechend aufzubauen. Der Wirtschaft wird das Geld entzogen. Eine natürliche Folge von knappen Gütern sind steigende Preise. Somit wird das Zinsniveau, wenn es nicht von Zentralbanken niedrig gehalten wird, steigen – mit all seinen bereits beschriebenen Problemen.⁹

Eine Art Spirale hat sich begonnen zu drehen. Aufgehalten kann sie lt. Mishkin nur werden, in dem ein natürlicher Selektionsprozess in Gang getreten wird. Schlechte Marktteilnehmer verschwinden vom Markt und Gute überleben. Die Unsicherheit geht zurück und es ist Platz für neues Wachstum geschaffen worden.

Stufe 4: Debt Deflation

Wurde dieser Bereinigungsprozess allerdings künstlich gehemmt, kann es zu einem Sinken des Preisniveaus kommen. Die Wiederbelebung der Wirtschaft ist in Gefahr. Fisher benennt diese Phase als Debt Deflation. Er klassifiziert eine Aneinanderreihung von Umständen, wodurch ein hohes Schuldenniveau zu einer Schuldendeflation werden kann. Am Beginn stehen Notverkäufe um angewachsene Schulden zurückzuzahlen. Die Rückzahlung von Schulden führen zu einer Reduzierung der Geldmenge. Private Haushalte nutzen ihre möglichen Mittel um Schulden zurückzuzahlen. Durch eine Reduzierung der Geldmenge sinkt das allgemeine Preisniveau. Damit Produkte gekauft werden können, muss das Preisniveau angepasst werden.

⁹ [Mishkin 90]

Durch das gesunkene Preisniveau sinkt der Wert von Unternehmen. Es kommt zu Anpassung der Kreditwürdigkeit der Unternehmen. Der Gewinn von Unternehmen sinkt ebenfalls. Unternehmen versuchen durch Entlassungen und Senken der Produktionsraten ihre Gewinne zu erhöhen. Allgemein sinkt das Vertrauen in Unternehmen und Banken. Investitionen werden heruntergefahren und Private horten ihr Geld lieber zu Hause.¹⁰ Sollte es zu einer Debt Deflation als Folge oder im Zuge einer Finanzkrise kommen, ist die wirtschaftliche Stabilität für lange Zeit gehemmt.¹¹

Das vorgestellte Modell wurde mit Bedacht gewählt, da es die Kreditvergabe und somit die Versorgung der Realwirtschaft in den Mittelpunkt stellt.

3.2. Der Anfang der Krise

Wie ist die Krise aus Sicht der Immobilienwirtschaft nun entstanden? Prinzipiell muss vorausgeschickt werden, dass die Wirtschaft sich seit Beginn der Industrialisierung enorm gewandelt hat. Größter Einflussfaktor hierbei war wohl die sogenannte „Finanzialisierung“ der Wirtschaft.

¹⁰ [Fisher 33]

¹¹ [Mishkin 91]



Abbildung 3: Entwicklung DAX 1959 - 2015

Wie in der Abbildungen zu erkennen ist, hat sich der Wert des DAX seit Beginn der verstärkten Börsenaktivitäten in den 80er Jahren enorm gesteigert. Dies hat weniger mit der gestiegen Produktivität zu tun, als mit einem schleichenden Prozess weg vom produzierenden Sektor hin zu einem stark finanzgesteuerten Sektor inklusive der Nebenerscheinung eines stark wachsenden Dienstleistungssektors. Grundlagen dieses Prozesses sind z.B.: die Deregulierungen (z.B.: Bretton Woods) der Banken, die Globalisierung der Kapitalmärkte und der Shareholder-Value als neue Leitideologie, sowie eine enorme Ausweitung des Kreditgeschäfts - nicht nur Unternehmen sondern auch private Gläubiger sahen immer weniger Risiko darin sich zu verschulden, da die Schulden durch Finanzprofite ausgeglichen werden könnten. Im Laufe der Zeit verschob sich der Fokus des Kreditmarktes weg von Unternehmen hin zu Immobilien- sowie Konsumkrediten. Es wurde immer mehr Kapital geschaffen, welches nach einer Investitionsmöglichkeit suchte. Der Erfolg der Finanzialisierung stimulierte die Erwartungshaltung.

Kredite für alle Hauskäufer

Der Erfolg wurde in den USA als permanent unterstellt und so wurde der Besitz von Finanzprodukten, wie Anleihen oder Aktien, aber vor allem von kreditunterlegten Immobilienbesitz stark fokussiert. Schulden wurden als problemlos gesehen, da der private Konsum die Wirtschaft und die eigenen Finanzprodukte wieder steigen lassen würde.¹²

„Make it easy for people to own their own homes and enjoy the rewards of family life and see their work rewarded. This is a big deal. This is about more than money and sticks and boards and windows. This is about the way we live as a people and what kind of society we're going to have.[...] Our home ownership strategy will not cost the taxpayers one extra cent.“¹³

Dieses Zitat von Bill Clinton im Jahr 1995 war der Startschuss für die sogenannte „home ownership strategy“. Die Folge war eine massive Verteilung von Immobilienkrediten. Der Anteil der Hauseigentümer stieg von knappen 64% im Jahr 1994 auf über 70% im Jahr 2005. Die Immobilienbranche erlebte einen Boom. Kreditmakler vermittelten günstige Kredite für Jedermann. Die Hypothekengesellschaften verpackten diese Kredite und verkauften sie weiter. Diese Pakete wiesen einen attraktiven Zinssatz auf. Mit Ausfällen rechnete man damals kaum, da die Eigentumspreise im gleichen Zeitraum stiegen und somit das Ausfallrisiko durch Zwangsversteigerungen gedeckt war. Prinzipiell verlief das Modell gut bis das Zinsniveau begann zu steigen. Die steigenden Zinsen wurden an die Kreditnehmer weitergegeben, so dass viele von Ihnen nicht mehr ihre Raten bedienen konnten. Es kam vermehrt zu Zwangsversteigerungen und als Konsequenz gab es ein Überangebot gefolgt von fallenden Immobilienpreisen. In der Folge musste eine Vielzahl der sogenannten

¹² [HN 09]

¹³Clinton Bill: „Remarks on the National Homeownership Strategy“. June 5 1995. <http://www.presidency.ucsb.edu/ws/index.php?pid=51448> (abgerufen am 20.06.2014)

Subprime-Kredite abgeschrieben werden. Die Krise hat in den USA begonnen.¹⁴ Die Krise hat eindrucksvoll bewiesen wie stark das internationale Finanzsystem miteinander verknüpft ist. Der US – Hypothekenmarkt infizierte in kürzester Zeit die europäische Bankenlandschaft über verbriefte Schuldverschreibungen. Viele europäische Finanzinstitutionen mussten in der Folge mit staatlichen Mitteln vor einer Insolvenz geschützt werden.¹⁵

3.3. Asymmetrische Informationsprobleme auf dem Markt für Immobilienkredite

Exemplarisch für den Beweis des Auftretens von asymmetrischen Informationsproblemen wird folgend der Markt für Immobilienkredite näher durchleuchtet.

Während der Krise mussten Banken also eine Vielzahl schlechter Kredite abschreiben. Gleichzeitig wurden aber ebenfalls Kredite mit ursprünglich besserem Bonitätsrating abgeschrieben. Einen möglichen Erklärungsansatz liefert die bereits vorgestellte der Theorie der Adverse Selektion:

Man nehme an es gibt drei Typen von Immobilien. Immobilien mit schlechter Qualität, mit mittlerer Qualität und mit guter Qualität. Die Immobilien haben dementsprechend einen anderen Wert: die mit schlechter Qualität kostet 0,5 Mio. €, die mit mittlerer Qualität kostet 1 Mio. € und die mit guter Qualität 1,5 Mio. €. Interessenten haben nur bedingt Möglichkeit vor Ankauf einer Immobilie dessen Wertigkeit zu ermitteln. Die Folge ist, dass Käufer nur mehr bereit sind maximal den Durchschnittspreis zu bezahlen. Als Folge werden sich Anbieter von guten Immobilien vom Markt zurückziehen. Konsequenz daraus ist, dass der Markt nur mehr aus mittleren und schlechten Immobilien besteht. Somit sind die Investoren nur mehr bereit max. 0,75 Mio. € für eine Immobilie zu zahlen. So werden sich dann auch die Verkäufer von Immobilien mit mittlerer Qualität zurückziehen und es werden nur mehr Immobilien mit schlechter Qualität gehandelt, obwohl ein Markt für

¹⁴ [Fejer 08]

¹⁵ [Jubin 08]

qualitativ hochwertigere Immobilien bestehen würde. Der Markt für Immobilien ist ineffizient.

Was ist also auf dem Markt für Immobilienkredite anhand der Theorie im Zuge der Krise geschehen?

Als die Krise ihren Lauf nahm waren die Käufer von Kreditportfolios verunsichert und waren nur mehr bereit einen durchschnittlichen Preis zu zahlen. Sie waren nicht mehr in der Lage die angebotenen Pakete entsprechend zu analysieren und die Qualität mit angemessenem Aufwand zu bestimmen. Die Anbieter von guten Kreditpaketen zogen sich aus dem Markt zurück. Der Markt funktionierte nicht mehr effizient und so sahen sich die Banken gezwungen Abschreibungen zu tätigen. Dies führte zu einem noch größeren Misstrauen. Die Folge war, dass die Banken nicht mehr bereit waren den Markt mit Krediten zu versorgen.¹⁶

Dies ist nur ein Beispiel wie asymmetrische Informationsprobleme in Bezug auf Kredite in der Immobilienwirtschaft die Krise verschärft bzw. ausgelöst haben.

Prinzipiell lässt sich die Entstehung der Krise sehr gut mit der Theorie der asymmetrischen Information erklären. Die Free-Rider Problematik muss aber vor allem für die Kreditvergabe abgeschwächt werden. Mittlerweile ist es in der Bankenlandschaft übliche Praxis potentielle Kreditnehmer sehr genau zu untersuchen. Auf jeden Fall ist es fast ausgeschlossen, dass eine Bank aufgrund von Informationen einer anderen Bank über einen potentiellen Kreditnehmer demjenigen ohne eigene Prüfung einen Kredit gewährt. Die Free Rider Problematik tritt wenn dann nur am Markt für Immobilienaktien in einer relevanten Größenordnung auf.

¹⁶ [Fejer 08]

4. Folgen der Krise für die Immobilienfinanzierung

Die Folgen der Krise werden wiederum mit Hilfe der asymmetrischen Informationstheorie erläutert werden. Es wird gezeigt werden, dass diese Problematiken für die gedrosselte Kreditvergabe verantwortlich ist. In weiterer Folge werden die Reaktionen der Politik und deren Wirkung beschrieben werden.

4.1. Informationsasymmetrien und Kreditrationierung

Die Zinsen sind wie schon weiter oben erwähnt der Preis für das bereitgestellte Geld. Der Preis sollte im Kreditmarkt die gleiche Funktion wie in der Marktwirtschaft haben: Er sollte ein Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage herstellen. Ist dieses Gleichgewicht nun theoretisch hergestellt, kann es trotzdem zu Kreditrationierung (Nachfrage überwiegt Angebot) kommen. Grund hierfür sind die bereits erwähnten Moral Hazard und Adverse Selektion – Probleme. Im Laufe der Krise konnten Banken nicht mehr im ausreichenden Umfang unterscheiden zwischen guten und schlechten Kreditnehmern. Kredite wurden nur mehr „teuer“ vergeben. Ein schlechter und moralisch fragwürdiger Kreditnehmer konnte die Risiken in Kauf nehmen. Ein guter Kreditnehmer schied vom Markt aus. Die Unsicherheit erhöhte sich.

Die Banken mussten sich gegen diese Unsicherheit absichern und erhöhten ihre Aufschläge mit folgendem Ausgang: Nur mehr Kreditnehmer mit höheren Renditeerwartungen und somit höherem Risiko wollten sich diese Aufschläge leisten. Risikoaverse Investoren mit tendenziell solideren Investitionen konnten sich die erhöhten Aufschläge nicht mehr leisten und wurden unter Umständen dazu gezwungen in riskantere Anlagemöglichkeiten zu investieren. Indirekt wird dadurch wieder ein Moral Hazard Problem generiert.

Die Kreditgeber werden versuchen einen Preis (Zins) zu wählen, so dass ihr Output gewinnmaximal ist. Zu diesem Zinssatz bietet er dann ein gewisses Volumen an Krediten an. Eine Überschussnachfrage führt folglich zu einer weiteren Kreditrationierung, da die Bank nicht mehr bereit ist ihr Volumen zu erhöhen.

Banken hatten in ihren Bilanzen eine für sie messbare Größe an Risikokrediten, aber sie wussten nicht wie hoch die potentielle Abschreibung der anderen Marktteilnehmer war. Aufgrund dieser Tatsache wurde erstens die Kreditvergabe an Unternehmen, sowie an Private gedrosselt, um Reserven aufzubauen. Zweitens vertrauten sich die Banken nicht mehr untereinander und der Interbankenmarkt funktionierte nicht mehr. Niemand der Marktteilnehmer war mehr bereit ein benötigtes Maß an Kreditvolumen bereitzustellen.

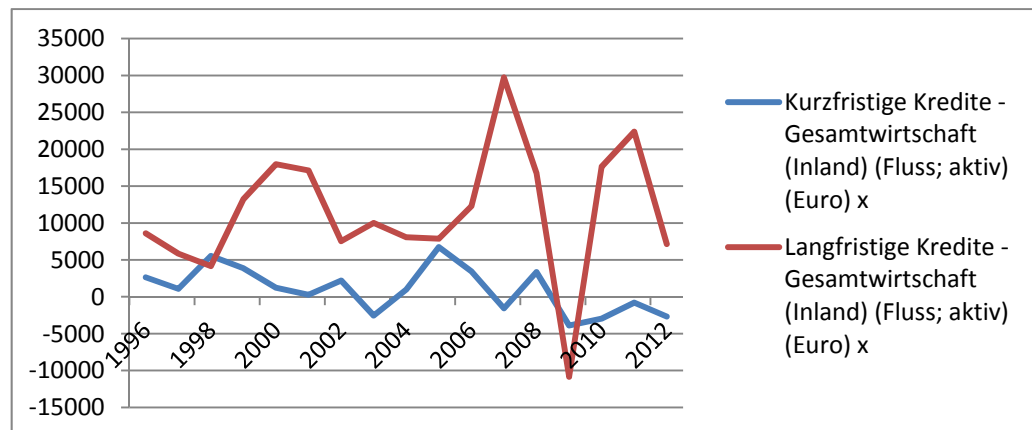


Abbildung 4: Kreditvolumen AUT 1996 - 2014 (Mio. €)

Wie in der Abbildung ersichtlich ging das Kreditvolumen nach Ausbruch der Krise drastisch zurück. Erst allmählich pendelt sich das Volumen wieder auf Vorkrisenniveau ein.¹⁷

4.2. Lender of last resort

In diesem Fall hilft in der Theorie nur mehr das Einspringen vom Staat. Dies wurde auch in der Praxis so durchgeführt. Mögliche Unsicherheiten über Ausfallsrisiken wurden vom Staat in Form von massiven liquiden Mitteln abgefangen. Somit konnten die potentiellen Unsicherheiten und deren Risiko

¹⁷ [Dill Lieven 09]

geringer bewertet werden. In der Folge sollte die Kreditvergabe wieder expansiver betrieben werden können.

Das staatliche Eingreifen minimiert die asymmetrische Informationsverteilung zwischen Anbieter und Nachfragenden.¹⁸

4.3. Folgen der Krise für die Realwirtschaft

Die direkten Folgen für die Realwirtschaft resultieren aus mehreren Teilbereichen:

- Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen
- Vermögenspreisverfall
- Fundamentale Unsicherheit
- Kontraktion des Finanzsektors und des Bereiches Bau- und Wohnungswirtschaft

Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen

Banken müssen einen Teil ihrer ausgegebenen Kredite durch Eigenkapital hinterlegen. Diese Mindestkapitalrate wird bis 2019 durch die vorgesehenen Bestimmungen von Basel III bis auf rd. 9% – 13% angehoben werden. Aufgrund dieser gesetzlich vorgeschriebenen Raten lässt sich eine maximale Kreditvergabesumme ableiten. Durch die Erhöhung des Eigenkapitals sinkt die maximale Vergabesumme. Die Kreditvergabe muss gedrosselt werden.

Stammten zu Beginn der Krise die Abschreibungen noch aus hausinternen Verlusten, so mussten im Laufe der Krise immer mehr Schieflagen anderer Institute ausgeglichen werden. Die erste Reaktion der Kreditgeber war, dass sie bestehende Kredite aus dem Portfolio genommen haben. Als zweite Reaktion haben sie ihre Neuverpflichtungen gedrosselt. Das Wachstum der

¹⁸ [Stiglitz Weiss 81]

hypothekarisch besicherten Kredite in Österreich ist dabei dramatisch zurückgegangen. Mit Ausbruch der Krise im Jahr 2007 fiel das Wachstum von zuvor 14% auf knappe 2%. Im Jahr 2013 pendelte es sich bei rd. 3% ein.

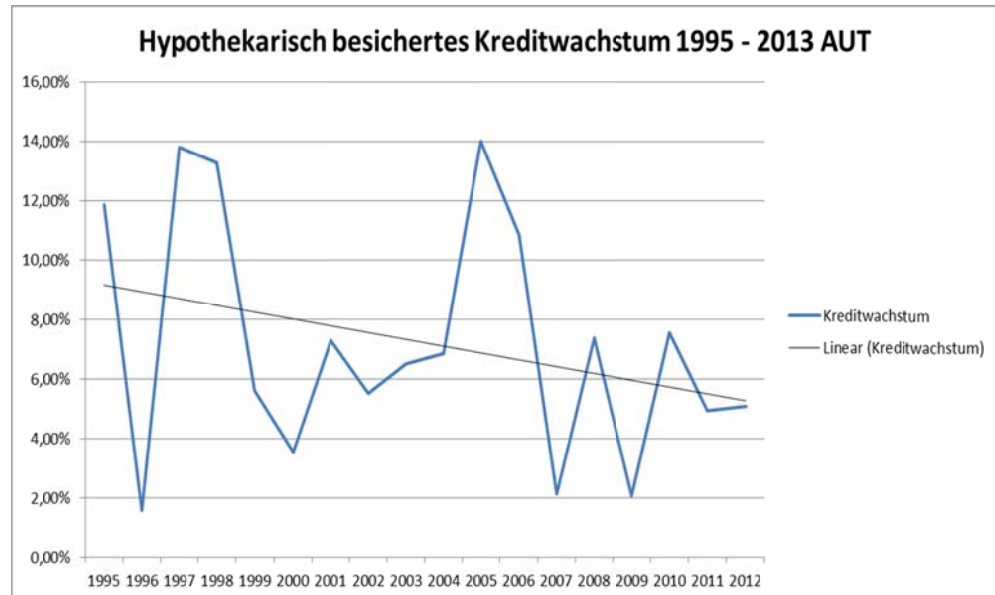


Abbildung 5: Hypothekarisch besichertes Kreditwachstum 1995 – 2013 AUT

Vermögenspreisverfall

Anders als bei Verbrauchs- oder Gebrauchsgegenständen sollten Vermögensgegenstände ihren Preis zumindest erhalten. Im Zuge der Krise ist es aber vor allem bei Vermögensgegenständen (vor allem Immobilien- und Aktienbesitz) zu drastischen Verlusten gekommen. Während der Verlust von Aktienmärkten zum größeren Teil Finanzinstitute trifft, trifft im Gegensatz dazu der Verlust von Immobilienvermögen zum größeren Teil private Haushalte. Dies gilt weniger für Österreich oder Deutschland. Diese Märkte haben seit Längerem keine Immobilienpreisblase gesehen. Im Gegensatz dazu stehen die Märkte in Spanien, USA und England. Vor allem in den USA führten die fallenden Immobilienpreise zu einem starken Anstieg des privaten Verschuldungsgrades. Einer der Hauptgründe hierfür wurde schon erläutert: Der Glaube an immer weiter steigende Preise und das Vorhandensein von massivem Mitteln im Markt. Teilweise wurde mehr Kredit als Nötig für die Investition in Immobilien zur Verfügung gestellt. Man kaufte ein Haus und hat sich gleichzeitig die Inneneinrichtung mitfinanziert. Mit dem

Fallen der Immobilienpreise fiel auch der Wert des privaten Vermögens und somit der Verschuldungsgrad.

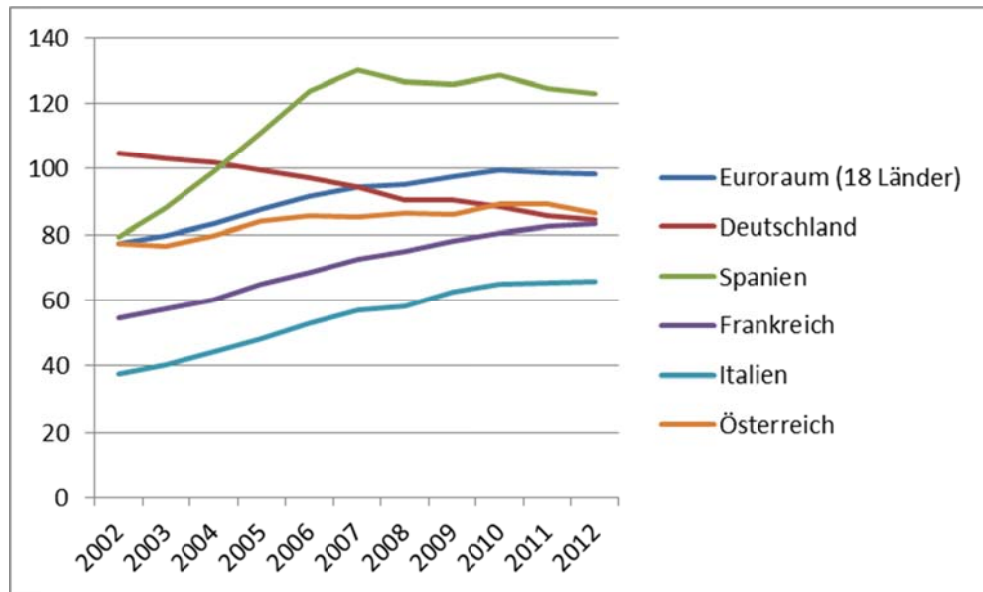


Abbildung 6: Verbindlichkeiten privater Haushalte in Relation zu ihrem Einkommen

Ein hoher Verschuldungsgrad führt logischer Weise zu einer Eindämmung des privaten Konsums und in weiterer Folge zu einer erschwerten Kreditaufnahme.

Fundamentale Unsicherheit

Am Anfang der Krise konnte durch verschiedenste Rettungsaktionen der Ausbruch großer Unsicherheit vermieden werden. Dies änderte sich schlagartig als am 15.09.2008 einer der größten Investmentbanken der Welt, Lehman Brothers, Konkurs anmelden musste. Der bis dahin geltende Leitsatz „too big too fail“ – also zu Groß um zu scheitern, verlor damit seine Gültigkeit. Die von diesem Ereignis ausgehende Unsicherheit war enorm. Der Glaube an die Stabilität des weltweiten Finanzsystems wurde grundlegend erschüttert.

Das Wort Kredit stammt aus dem lateinischen „credere“ = glauben, vertrauen, anvertrauen. Ein Kredit geht über die simple Verleihung von Geld hinaus. Als Kreditgeber muss man, neben allem getroffenen Sicherheiten, dem Kreditnehmer eben vertrauen, dass er in der Lage ist das geborgte

Geld zurückzuzahlen. Wenn dieses Vertrauen gestört ist, wird der Kreditgeber nicht mehr so leicht sein Geld verborgen.

Als Folge dieser Unsicherheit ist die Vergabe von Krediten weiter zurückgegangen.

Besonders betroffen durch den Rückgang des Vermögenspreisverfalls und den Anstieg der Unsicherheit war die Immobilienbranche. Wenn Preise fallen und man sich nicht sicher sein kann, welche Abschreibungen in nächster Zeit noch drohen, werden Investitionen und die Kreditvergabe zurückgefahren.

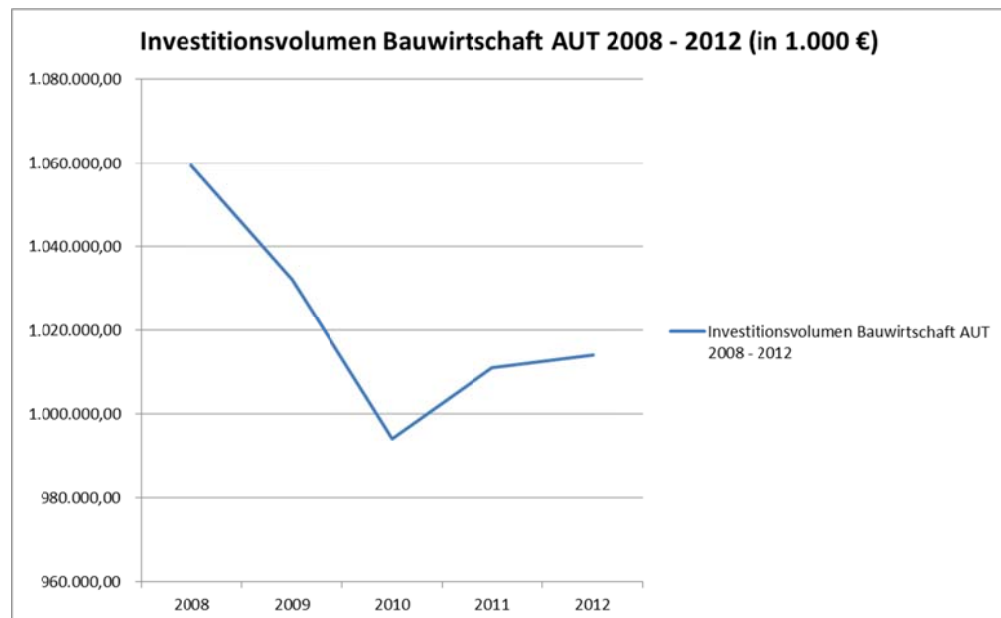


Abbildung 7: Rückgang der Investitionen in der Bauwirtschaft 2008 – 2012 AUT

Wechselwirkung zwischen Realwirtschaft und Finanzwirtschaft

Private Haushalte und Unternehmen sind stark mit Finanzinstitutionen verflochten. Sollten diese nun aufgrund der beschriebenen Effekte in Zahlungsschwierigkeiten geraten, hat dies direkten Einfluss auf die kreditgebenden Parteien: z.B.: Unternehmen müssen abgewertet werden oder private Kredite müssen abgeschrieben werden. Man kann erkennen, dass sich ein Teufelskreis in Gang gesetzt hat.

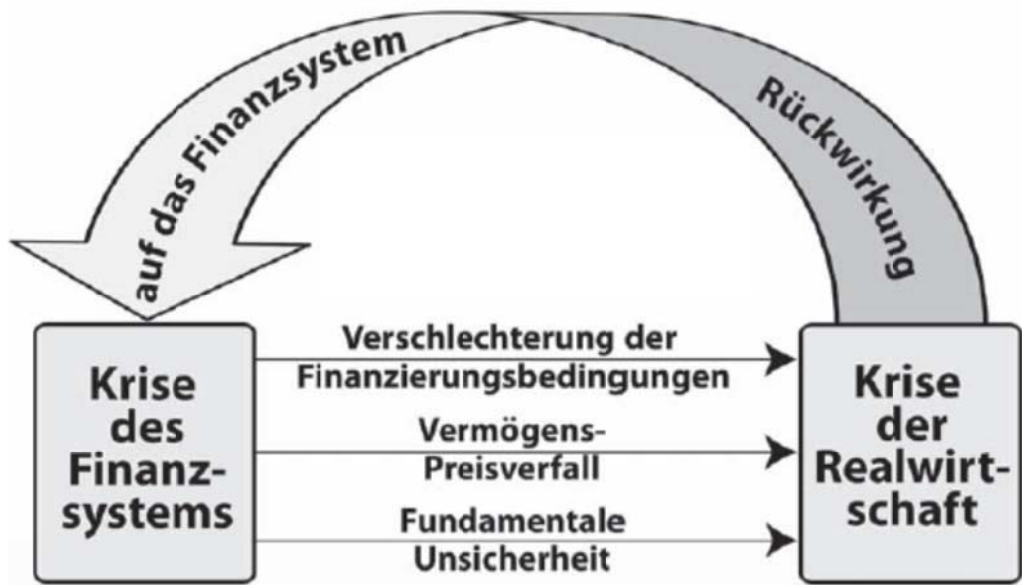


Abbildung 8: Teufelskreis Finanz- und Realwirtschaft

Anhand des BIP lässt sich der Rückgang der Betroffenheit der Realwirtschaft am deutlichsten und eindrucksvoll zeigen.

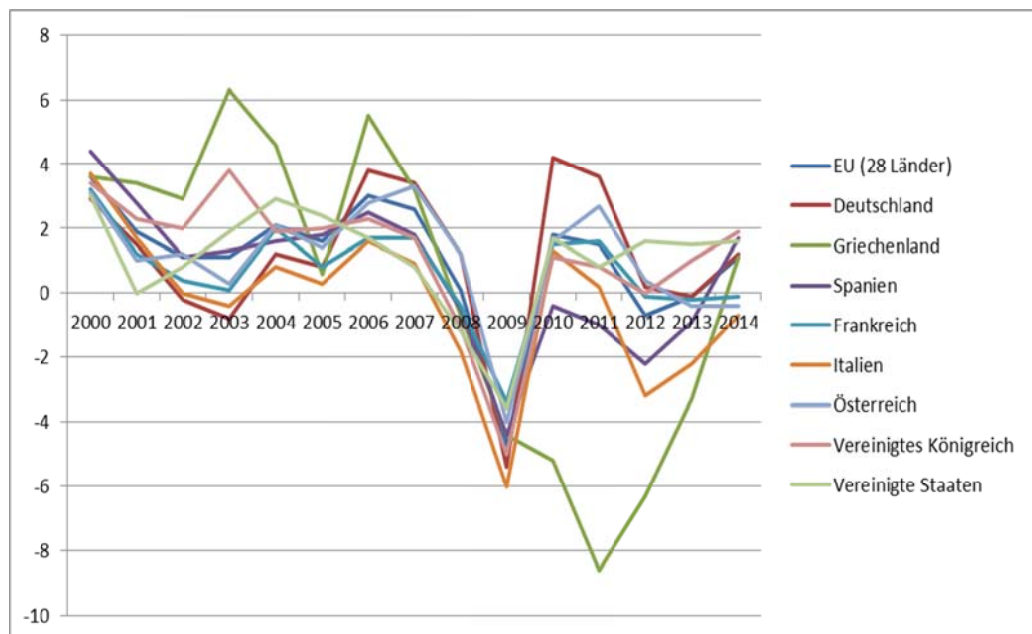


Abbildung 9: Veränderung des BIP in % im Vergleich zum Vorjahr

In Deutschland ist der Rückgang des BIP bis zum ersten Quartal 2009 beispielweise mit 6,9 % auszuweisen.

In der Abbildung ist aber noch der Unterschied des Ereignisses vom 11.09.2011 (Zusammenbruch des World Trade Center) und vor allem dem 15.09.2008 (Konkurs Lehman Brothers) zu sehen. Es ist unverkennbar abzulesen, dass der Zusammenbruch von Lehman Brothers einen deutlich drastischeren Einfluss auf das weltweite Wirtschaftssystem gehabt hat.

Das zuvor schon vorherrschende Misstrauen auf dem Interbankenmarkt wurde durch den Konkurs von Lehman Brothers bestätigt und dementsprechend erhöht.¹⁹

4.4. Basel III

Das dritte Abkommen des Baseler Ausschusses der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) nennt sich Basel III und ist die ab 2013 gültige Form der vorhergegangenen Reformen zur Bankenregulierung Basel I (1988) und Basel II (2004). Basel III ist zwar mit 2013 in Kraft getreten allerdings endet die Übergangsphase bis die Maßnahmen umgesetzt sein müssen erst mit 2019. Die dritte Reform des Abkommens wurde initiiert als Folge der Finanzkrise ab 2007 und der daraus folgenden Krise der Banken. Viele europäische Banken mussten seit Ausbruch der Krise mit erheblichen finanziellen Mitteln gestützt werden, da die meisten Banken auf einen derartigen Schock nicht vorbereitet waren. Zum größten Teil geschah dies durch Steuergelder. Hauptziel von Basel III ist es diesen Rettungsmechanismus in Zukunft nicht mehr notwendig zu machen.

So schreibt Basel III den Banken vor, deutlich mehr Eigenkapital zu unterlegen und gleichzeitig Kapitalpuffer aufzubauen. Beide Maßnahmen sollen dazu dienen mögliche Ausfälle selbst abbauen zu können, ohne öffentliche Mittel erneut angreifen zu müssen. Die Übergangsphase von fünf Jahren wurde gewählt, damit die Banken genug Zeit haben Gewinne als Rücklagen anzureichern, so dass die Eigenkapitalanforderungen mit 2019

¹⁹ [Dill Lieven 09]

erfüllt werden können. Es wurde gehofft, dass so eine Verengung des Kreditausgabevolumens vorgebeugt werden kann.

Es ergibt sich somit eine, wie von Stephan Schulmeister bezeichnete „Paradoxie der Marktwirtschaft“. Auf der einen Seite wurden den Banken enorme Mittel bereitgestellt, um die Wirtschaft wieder anzukurbeln und eine neuerliche Krise zu verhindern. Auf der anderen Seite wird den Banken mit Basel III vorgeschrieben einen Großteil dieser Mittel als Reserven aufzubauen und so die aktuelle Krise zu verschleppen.

4.5. Umfragen zur Kreditvergabe

Um nun herauszufinden, ob es zu einer Verknappung gekommen ist, wurden mehrere Umfragen in Auftrag gegeben. Dabei hat sich gezeigt, dass die Wahrnehmung der Banken sich von der Wahrnehmung der Wirtschaft unterscheidet: Während die meisten Banken eine stabile Entwicklung ihrer Kreditvergabe berichten, war das Empfinden der Kreditnehmer meist anders.²⁰ Wichtigste Indikatoren sind dabei die Befragung der Klein- und Mittelbetriebe. Diese produzieren 58 % der Wertschöpfung und zeichnen sich für 2/3 der Arbeitsplätze verantwortlich. In Österreich stellen sie 99,6 % aller Betriebe dar.

Europa

Eine im Jahr 2013 durchgeführte Umfrage unter KMUs der europäischen Kommission bestätigt die Befürchtungen, dass sich die Kreditvergabe teils dramatisch zugespitzt hat. So weist vor allem das Kreditvergabevolumen der Banken in Zypern (-60%), Griechenland (-47%) und Italien (-35%) einen deutlichen Rückgang auf. Bis auf drei Ausnahmen nämlich Litauen, Estland und Malta spüren alle befragten Vertreter der KMUs der Länder der europäischen Union einen Rückgang des Kreditvolumens.

²⁰ [OENB 2014]

Österreich

Der im November 2013 vom WIFO veröffentlichte Konjunkturtest bestätigt ebenfalls die Befürchtungen. Demnach agieren die meisten heimischen Banken risikoscheuer. So wurde die Eigenkapitalforderung erhöht und die Prüfung der Bonität verschärft. Laut der Umfrage schätzen 46% der kapitalsuchenden KMUs die Kreditvergabe deutlich restriktiver ein. Immerhin noch 42% der Unternehmen ab 250 Mitarbeiter sehen die Lage ebenfalls schwieriger einen Kredit zu bekommen. Insgesamt haben nur rd. 52% der kreditsuchenden Unternehmen einen Kredit in gewünschtem Ausmaß und mit den gewünschten Konditionen bekommen. 23% erhielten überhaupt keinen Kredit und 25% mussten Abstriche entweder der Höhe nach oder bei den Konditionen in Kauf nehmen.

Der KSV1870 organisierte im 1. Halbjahr 2013 eine ähnliche Umfrage mit insgesamt 1.700 Unternehmen und kam zu einem drastischeren Ergebnis. Dabei gaben 60% der kreditsuchenden Unternehmen an, dass die Kreditsuche deutlich schwieriger geworden ist. 85% gaben an, dass die Anforderungen an die unterlegten Sicherheiten erhöht wurde. Mehr als die Hälfte erwartet dabei eine Verschlechterung der Konditionen in der Zukunft.²¹

²¹ [Tornquist Eugen 14]

5. Nachfrage nach Wohnraum

2007 wurde der Wohnungsbedarf in der Studie „Wohnbau und Wohnhaussanierung als Konjunkturmotor“ von Czerny/Weingärtler mittelfristig auf 55.000 Einheiten pro Jahr geschätzt. Dies war allerdings vor Ausbruch der Krise. Die Rahmenbedingungen haben sich seitdem stark verändert.

5.1. Anzahl der Baubewilligung

Am effizientesten lässt sich die Wohnungsproduktionsrate an der Anzahl der baubewilligten Einheiten ablesen.

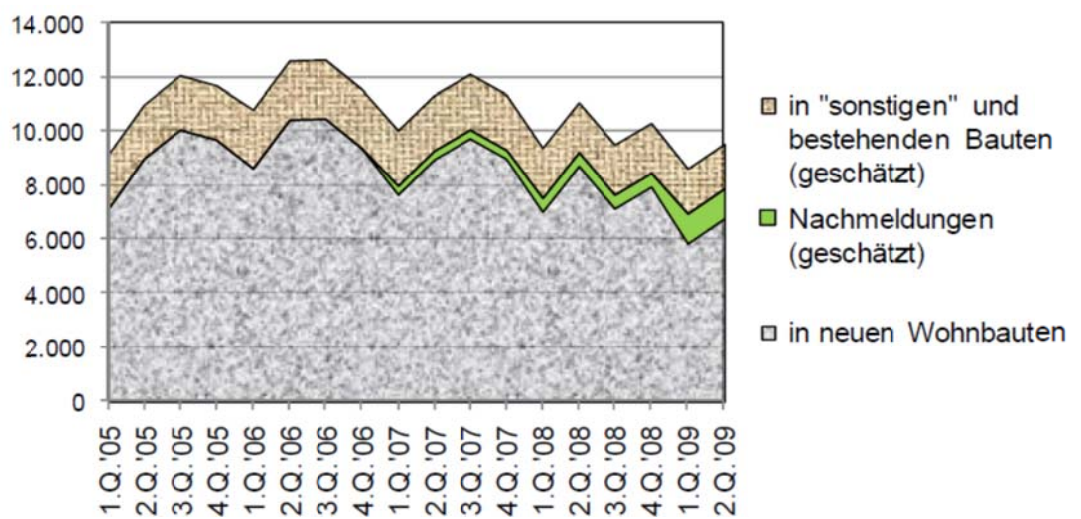


Abbildung 10: Anzahl der Baubewilligungen AUT Q1 05 - Q2 09

Jahreszeitenbedingt beginnt die Bewilligungsrate sich im Herbst abzusenken, um dann im Frühling wieder zu steigen. Vor der Krise hält sich das Niveau von durchschnittlich 10.000 Bewilligungen pro Quartal. Somit rd. 40.000 Bewilligungen pro Jahr. Mit Ausbruch der Krise ab Ende 2007 beginnt die Zahl der Bewilligung kontinuierlich zu fallen. Im Q1 2009 erreicht sie ihren Tiefstand mit ca. 6.000 bewilligten Wohneinheiten.

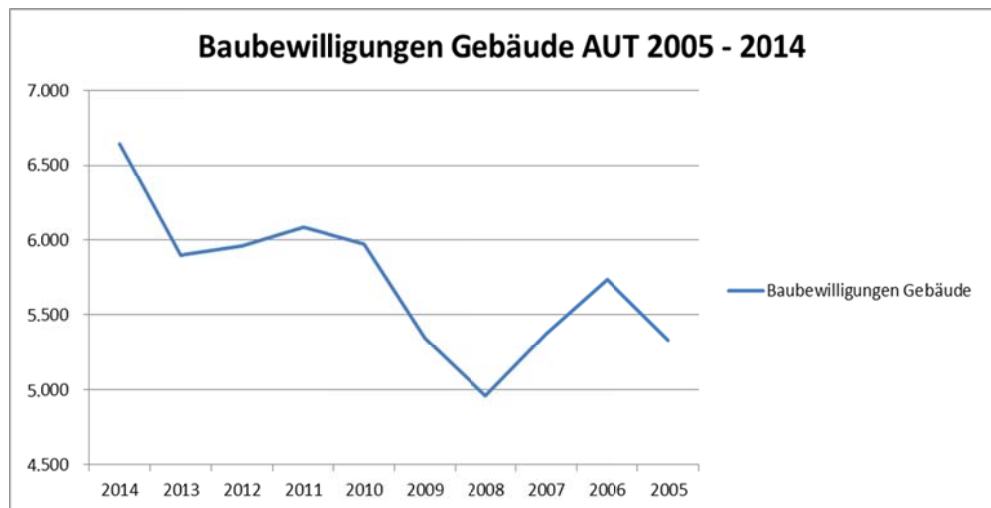


Abbildung 11: Baubewilligungen für Gebäude 2005 – 2014

Ein ähnliches Bild zeigt sich, wenn man die Bewilligungsrate von Gebäuden im Zeitraum von 2005 – 2009 ansieht. In der Abbildung 11 sieht man wie die Rate nach Ausbruch der Krise im Jahr 2008 stark fällt.

5.2. Wohnraumbedarfsprognosen

Die österreichische Raumordnungskonferenz (ÖROK) prognostizierte im Jahr 2005 auf Basis der Bevölkerungswachstumswahlen 2003 eine Bedarfsprognose von durchschnittlich 46.000 Einheiten bis 2011 dann rd. 40.000 Einheiten bis 2020 und ab 2030 rd. 30.000 Einheiten. Kurz danach musste die Prognose deutlich revidiert werden, da die zur Basis liegenden Daten überholt waren. Revidiert wurde auf 54.000 Wohneinheiten im laufenden Jahrzehnt also bis 2020 und dann 50.000 für die folgenden Jahrzehnte.

Aber selbst die zu niedrig eingeschätzte Prognose von 2005 konnte 2009, wie aus Abbildung 10 ersichtlich, nicht realisiert werden.

Im Jahre 2007 wurde im Auftrag des Wirtschaftsministeriums die Studie „Wohnbau und Wohnhaussanierung als Konjunkturmotor“ in Auftrag gegeben. In dieser Studie wird der Wohnraumbedarf mittelfristig mit 55.000 Wohnungen geschätzt.

Beide Wohnraumbedarfsprognosen liegen deutlich über der realisierten Bewilligungsrate.

5.3. Bevölkerungswachstum

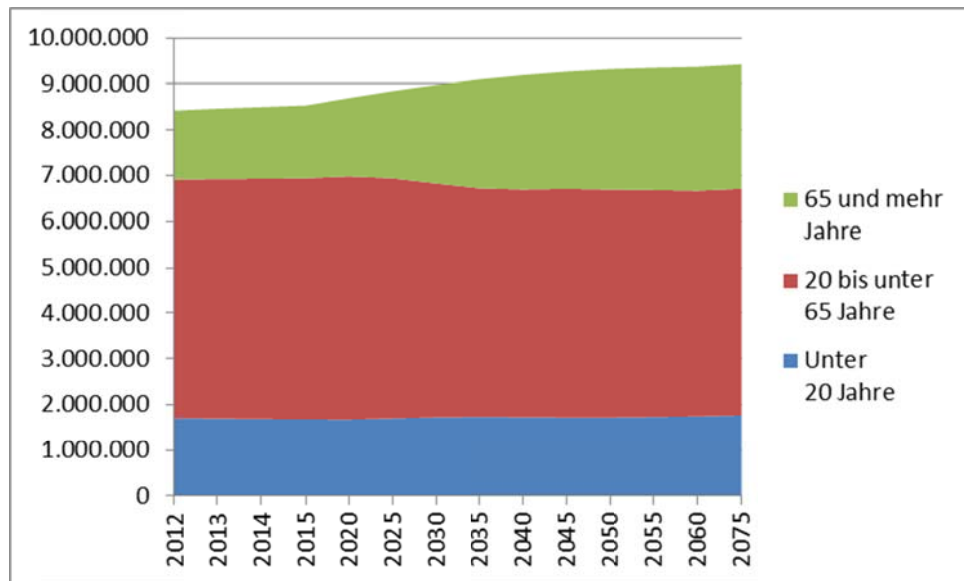


Abbildung 12: Bevölkerungsprognose AUT bis 2075

Die Bevölkerung von Österreich wird nach aktuellen Prognosen der Statistik Austria von derzeit rd. 8,4 Mio. Einwohnern auf rd. 9,4 Mio. Einwohnern in den nächsten 60 Jahren steigen. Wobei hier besonders die über 65 Jährigen zulegen werden. Diese Altersgruppe wird sich im Prognosezeitraum fast verdoppeln. Alleine aus dieser Prognose lässt sich eine steigende Nachfrage nach Wohnraum ableiten.

5.4. Haushaltsprognosen

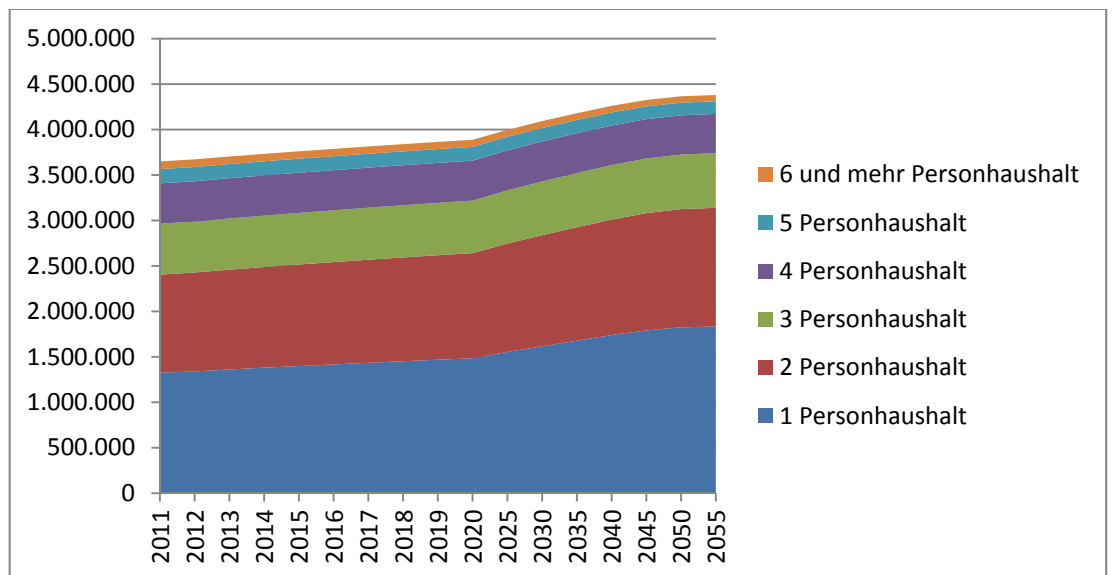


Abbildung 13: Haushaltsprognose AUT bis 2055

In Österreich werden bis 2055 rd. 740.000 neue Wohneinheiten benötigt. Wobei der Bedarf an 2 - 6 Personenhaushalten nahezu konstant bleibt, wird sich der Bedarf an 1 Personenhaushalten stark erhöhen. Grund hierfür ist einerseits ein neuer Lebensstil, sowie der in Abbildung 13 ersichtliche Anstieg der über 65 Jährigen.

5.5. Erhöhter Flächenbedarf

Ein weiteres Anzeichen dafür, dass der Wohnungsbedarf in Österreich steigen wird, sind die geänderten Ansprüche ans Wohnen an sich. So betrug die durchschnittliche Wohnfläche im Jahr 1971 24 m² und erreicht mittlerweile rd. 42 m² (2009). Somit hat sich der Verbrauch an Wohnfläche pro Person in den letzten 38 Jahren nicht ganz verdoppelt. Als Gründe hierfür sind folgende Punkte anzuführen:

- Verkleinerung der Haushalte: 1980 lag die durchschnittliche Haushaltsgröße noch bei 2,8 Personen. Derzeit liegt sie bei 2,3 Personen und soll bis 2050 auf 2,1 Personen weiter fallen.
- Steigender Wohlstand: Umso höher der Wohlstand in einem Land ist, umso höher ist die Bereitschaft in Wohnen zu investieren.

Wobei tendenziell eher in die Vergrößerung des eigenen Wohnraums als in teurere Wohnfläche investiert wird.²²

5.6. Rückgang der Förderungen

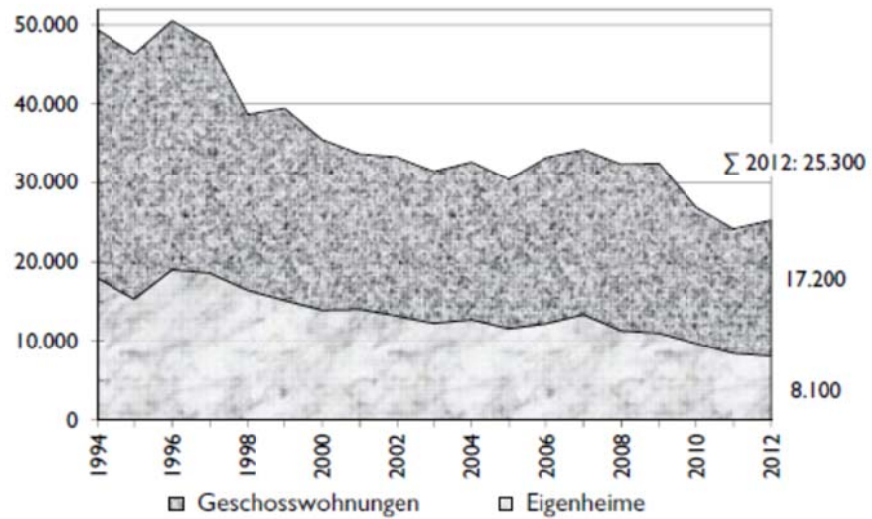


Abbildung 14: Rückgang der Förderungen AUT 1994 – 2012

Nach den starken Rückgängen ab 1996 bis vor allem 2011 stabilisierte sich die Situation mit zuletzt wieder einem leichten Anstieg, aber auf niedrigem Niveau.²³

²² [Amann Mundt 09]

²³ [IIBW/Arge Eigenheim/FV Steine-Keramik 13]

5.7. Schlussfolgerung

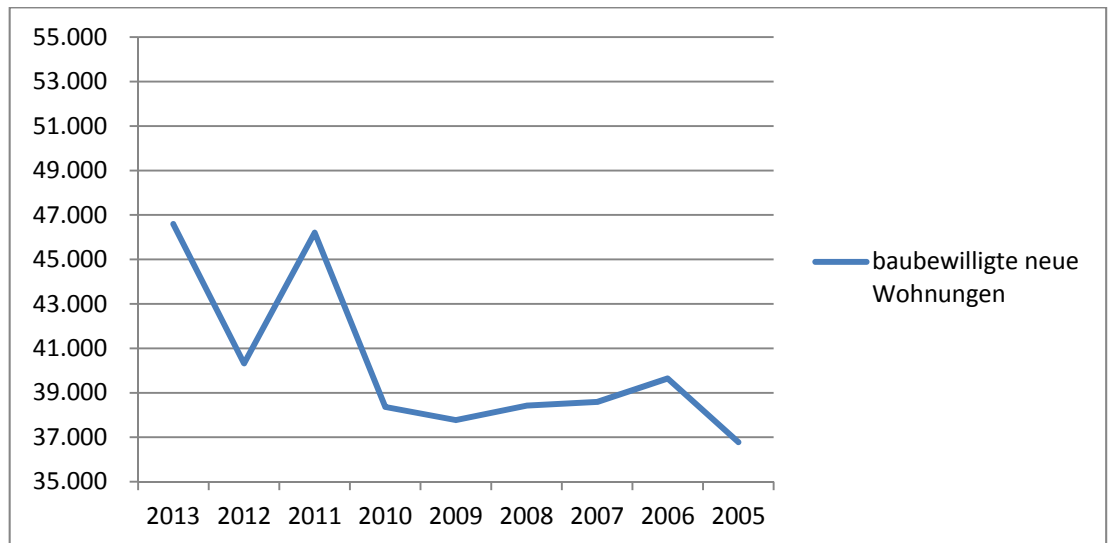


Abbildung 15: Baubewilligung neuer Wohnungen AUT 2005 - 2013

Wenn man die Nachfrage an neuen Wohneinheiten pro Jahr mit 55.000 aufgrund der angeführten Tatsachen als realistisch annimmt und sich dazu die Produktionsleistung der letzten 8 Jahre ansieht, sieht man, dass im Schnitt pro Jahr 14.700 Einheiten zu wenig in Österreich bewilligt wurden. Die Bewilligungsrate ist zwar im Jahr 2013 auf knapp 46.500 Einheiten gestiegen, dies bedeutet aber immer noch einen Nachfrageüberhang von aktuell rd. 8.400 Einheiten pro Jahr. Zusätzlich dazu kommt, dass vor allem die öffentlichen Haushalte ebenfalls im Zuge der Finanzkrise enorme Verpflichtungen eingegangen sind und als Folge der Neuverschuldung die Wohnbauförderung zurückgefahren haben.

6. Ergebnisse der Untersuchung

Anhand der theoretischen Grundlage der asymmetrischen Informationstheorie konnte erläutert werden, dass Immobilienkredite im Mittelpunkt der Krise ab 2007 standen. Vor allem in den USA wurde durch das Vorhandensein von massiven liquiden Mitteln und der Glaube an dauerhaft steigende Preise weiter Kredite en masse vergeben. Problematisch dabei war vor allem die Risikominimierung durch den weiteren Verkauf des Risikos am internationalen Finanzmarkt. Es gab keinen Grund besonders Augenmerk auf die Zahlungsfähigkeit von Kreditnehmern zu legen. Mit dem Anstieg der Zinsen vor Ausbruch der Krise konnten viele Kreditnehmer nicht mehr ihre Raten bedienen und das System begann zu bröckeln. Vor allem durch den weltweiten Verkauf der Risiken wurde so das weltweite Finanzsystem infiziert. Banken sahen sich gezwungen immense Abschreibungen vorzunehmen. Durch das Einspringen des Staates als „lender of last resort“ konnte ein direktes Anstecken der Realwirtschaft vorerst verzögert werden. Nichtsdestotrotz hatte die Krise begonnen. Finanzinstitute konnten sich nicht mehr sicher sein, wie viel ihrer geborgten Mittel tatsächlich noch einbringlich sind. Viel schlimmer dabei war, allerdings die Tatsache, dass sie keine gesicherte Information über die Situation der anderen Finanzinstitute hatten. Es entstand ein Umfeld in dem Unsicherheit vorherrschte. Der Gipfel der Unsicherheit wurde erreicht, als im September 2008 die Investmentbank Lehman Brothers Konkurs anmelden musste. Banken drosselten aufgrund des unsicheren Umfelds ihre Geschäftstätigkeiten. Gleichzeitig verschoben Unternehmen geplante Investitionen. Um die Unsicherheit abzufangen, begannen Staaten Ausfallsgarantien oder direkt Schulden zu übernehmen. Das Alles führte zu einem Sinken der Wirtschaftsleistung insgesamt. Erst in den letzten zwei Jahren ist eine Erholung zu erahnen.

Zusätzlich zur Schuldenübernahme der Staaten begann die Politik striktere Richtlinien für die Kreditvergabe zu etablieren. Kernaussage von z.B.: Basel III ist, dass Finanzinstitute sich gegen mögliche Ausfälle selbst zur Wehr setzen müssen. Dies soll mit einer deutlichen Erhöhung der zu unterlegenden Eigenkapitalsumme garantiert werden. Als Folge der Unsicherheit und einer gestiegenen Reglementierung ist eine Rückgang des

Kreditvergabevolumens für Immobilien in Österreich aus den Statistiken abzulesen.

Parallel dazu ist die Nachfrage nach Immobilien gestiegen. Dies hat mehrere Gründe. Die österreichische Bevölkerung altert. Daraus kann abgeleitet werden, dass dadurch ein zusätzlicher Bedarf an kleineren Wohnungen gegeben ist. Zusätzlich dazu wächst das Bedürfnis nach größeren Wohnflächen bei steigendem Wohlstand. Was zusätzlich zu einer Erhöhung des Flächenbedarfs führt. Zuwanderung und die Attraktivität einer Immobilie als „sichereres“ Anlagegut, vor allem in Krisenzeiten, erhöhen zusätzlich die Nachfrage.

Aus den tatsächlich bewilligten Wohnungen und den errechneten Flächenbedarfsprognosen lässt sich ein Delta an derzeit rd. 9.000 „fehlenden“ Wohnungen pro Jahr für das Land Österreich ableiten. D.h. es werden rd. 9.000 Wohnungen pro Jahr zu wenig errichtet, um die Nachfrage zu befriedigen. Preissteigerungen, wie sie in den letzten Jahren zu beobachten waren, sind die Folge.

Eine zulässige Schlussfolgerung aus einer gedrosselten Kreditvergabe für Immobilienkredite und einer steigenden Nachfrage ist, dass es an Mitteln fehlt die Produktionsrate von Immobilien zu steigern. Zusätzlich dazu wurde aufgrund der durch die Krise gestiegenen Staatsverschuldung die Wohnbauförderung zurückgefahren. Private Immobilienentwickler sehen die Chance diese Lücke zu schließen. Nur fehlt Ihnen die Möglichkeit die Projekte mit entsprechenden Krediten zu finanzieren. Weshalb die Notwendigkeit von alternativen Finanzierungsformen für private Immobilienprojekte als plausibel anzunehmen ist.

7. Alternative Kapitalbeschaffungsmethoden

Aus der Notwendigkeit sich anders Kapital zu beschaffen, als über die Mittel der klassischen Immobilienfinanzierung sind mehrere Alternativen geschaffen worden. Als Überbegriff dieser Methoden kann die strukturierte Immobilienfinanzierung bzw. auch Real Estate Structured Finance angesehen werden. Durch die Strukturierung kann eine Immobilieninvestition analytisch in einzelne Risikokategorien geteilt werden. Für jede einzelne Risikokategorie kann dann eben „strukturiert“ das passende Finanzierungsinstrument gewählt werden. Ebenso haben sich die Mechanismen zur Refinanzierung der kapitalgebenden Partei angepasst. Diese kann z.B.: die Finanzierung über den Finanzmarkt zu sichern. (Dies ist besonders interessant, da hier keine Eigenkapitalunterlegung lt. Basel III gefordert ist. Der Kapitalpartner ist in diesem Fall ja „nur“ als Dienstleister zu bewerten.)

Die strukturierte Immobilienfinanzierung ist demnach der Überbegriff an alternativen Kapitalbeschaffungsmethoden, welche das klassische Immobilienfinanzierungsmodell um Methoden und Instrumente erweitert. Die einzelnen Methoden und Instrumente können dabei als Bausteine gedacht werden, welche individuell je nach Anforderung zusammengesetzt werden können und erweitern die Möglichkeiten der Finanzierung sowie der Refinanzierung.

7.1. Grobe Einteilung der Finanzierungsinstrumente

Einem Kreditgeber dienen in der Regel nur die Einnahmen und der Wert des Grundstücks/Gebäudes selbst als Sicherheit, so dass er gewillt ist einen Teil des Risikos zu übernehmen. Entsprechend seiner Risikoübernahme wird er am Erfolg des Projektes beteiligt. Alle beteiligten Parteien einer Kapitalstruktur sind daran interessiert, dass Risiko und Chance möglichst gerecht untereinander aufgeteilt sind. Alleine aus diesem Bestreben heraus ist eine alternative Finanzierungsstrukturierung zu rechtfertigen.

Die benötigte Gesamtfinanzierung wird also anhand ihres Risikos aufgeteilt und die Reihenfolge der Mittelempfänger dementsprechend festgelegt. Aus der Praxis hat sich daraus eine grobe Verteilung durchgesetzt: Senior-

Kredit, Junior-Kredit, Mezzanine-Kredit und Eigenkapital - je höher das Risiko, umso höher die Beteiligung am Erfolg.

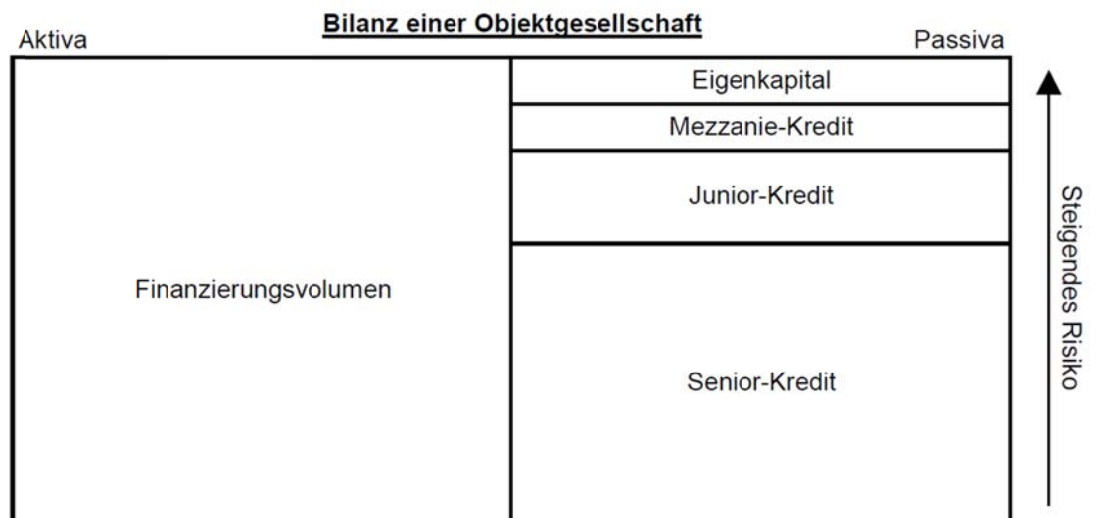


Abbildung 16: Grobe Einteilung einer Projektfinanzierungsstruktur

Senior-Kredit

Als Senior-Kredit oder Senior-Loan wird der risikoärmste Teil der Gesamtfinanzierung betrachtet. Üblicherweise übersteigt die Höhe eines Senior-Loans nicht den Substanzwert einer Liegenschaft. In der Praxis liegt er derzeit zwischen 50% und 75% der Gesamtfinanzierung. Dieser ist dabei in der Regel erstrangig besichert. Von der Funktionsweise ist dieser Senior-Loan dem klassischen Kredit sehr ähnlich und wird erst bei Vergabe an mehrere Kapitalgeber so bezeichnet.

Junior-Kredit

Der Junior-Kredit oder auch Junior-Loan ist dem Senior-Kredit untergeordnet und ist somit nachrangig zu diesem anzusetzen. Der Kapitaleinsatz für den Junior-Loan ist üblicherweise durch die Mieteinnahmen/Verkaufserlöse gedeckt. Wobei vorrangig bis zum Substanzwert der Senior-Kredit bedient werden muss, erst darüber hinaus sind die Rückzahlungen für den Junior-Kredit zu verwenden. Der Junior-Loan-Geber hat dadurch ein deutlich erhöhtes Risiko. Der gewährte Zinssatz orientiert sich daher stark an den zu erwartenden Wagnisaufschlag.

Mezzanine-Kredit

Der Mezzanine-Kredit ist im Gegensatz zu den vorher vorgestellten Kreditarten mit eher klassischen Charakteristika ein Kredit mit Eigenkapital ähnlichen Eigenschaften. Er ist diesen wiederum nachrangig zu behandeln. Der Mezzaninkapitalgeber ist dabei meist eine auf Mezzaninkapital spezialisierte Bank oder Institut. Er übernimmt einen Teil des unternehmerischen Risikos, ohne dabei unternehmerisch Steuern zu können. Der Risikoaufschlag ist dementsprechend hoch. Die Höhe des Aufschlags ist dabei aber prinzipiell anpassbar verhandelbar z.B.: ist ein bestimmter Verkaufs- oder Vermietungsgrad erreicht, sinkt das Risiko und somit der Risikoaufschlag also die Höhe des Zinses. Es ist allerdings auch möglich den Kreditgeber direkt am Gewinn des Projektes zu beteiligen und so die laufenden Zinskosten gering zu halten.

Häufig wird ein Mezzanine-Kredit als Brückenfinanzierung aufgenommen, welcher später von der eigentlichen Finanzierung abgelöst werden soll. Vor allem Projektentwickler sind bei größeren Projekten oft unterkapitalisiert, so dass sie nicht in der Lage sind die Finanzierungslücke selbst zu schließen.

Eigenkapital

Selbst bei Inanspruchnahme aller bisher vorgestellten Formen ist die Aufbringung von eigenem Kapital in der Regel unumgänglich. Die Höhe beträgt dabei, nach Ausschöpfung aller Möglichkeiten, meist nur mehr 10%. Dies wirkt sich entsprechend auf die zu erwartende Rendite aus. Je weniger Geld man bei gleichbleibenden Gewinnaussichten einbringt, desto effizienter ist dieses veranlagt.

Es gibt aber auch hier noch Möglichkeiten sich das Eigenkapital von Drittem zu borgen: so genanntes privates Eigenkapital oder Private Equity. Private Equity ist Kapital das von Fonds außerhalb der Börse bereitgestellt wird. Die Bereitstellung erfolgt dabei aber als echte Unternehmensbeteiligung mit allen Pflichten und Rechten. Der Private Equity Geber ist somit aktiv am unternehmerischen Risiko beteiligt und wird dieses auch entsprechend versuchen zu steuern. Das Mitspracherecht ist das entscheidende Unterscheidungsmerkmal zwischen Mezzanine-Kapital und Private Equity.

Das Risiko ist hier dem des Unternehmers fast gleichzusetzen und die erwartende Entschädigung dementsprechend groß – um die 20%.

Folgend noch eine Übersicht aus den vorgestellten Instrumenten und deren Risikoerwartung, sowie eine Einschätzung von der Höhe des finanzierenden Anteils und deren Besicherungsanforderungen:

Finanzierungs-instrument	Finanzier	Finanzierungs-anteil	Entschädigung	Besicherung
Eigenkapital	Immobilieninvestor, Private-Equity-Fond	Ca. 10 %	Gewinn	Keine Besicherung
Mezzanine-Kredit	Mezzanine-Fond, Bank	Ca. 10 %	Höhere Verzinsung und Gewinnanteil (Equity Kicker)	Keine Besicherung
Junior-Kredit	Bank	Ca. 20 %	Höhere Verzinsung	Nachrangige dingliche Besicherung
Senior-Kredit	Bank	Ca. 60 %	Übliche Verzinsung	Dingliche Besicherung

Abbildung 17: Charakteristika der Finanzierungsinstrumente

7.2. Refinanzierung

Die Kapitalgebenden Institute haben dabei die Möglichkeit sich die Mittel wiederum von weiteren Interessenten auszuborgen. Dabei kann man grob drei verschiedene Mechanismen unterscheiden:

- Syndizierung
- Verbriefung
- Eigenkapitalplatzierung

Syndizierung

Syndizierung ist der Verkauf oder die Beteiligung von Rechten an Forderungen. In der Praxis lädt die in erster Linie finanzierende Bank andere Banken ein sich an der Finanzierung zu beteiligen. Eine der Hauptgründe für eine Syndikatsbildung in der Praxis ist die Risikostreuung bei größeren Immobilienprojekten. Die Banken bilden dabei ein Syndikat oder Konsortium. Die führende Bank ist dabei der sogenannte Konsortialführer und bleibt einziger Ansprechpartner des Kreditnehmers und der Konsortialpartner. Weniger üblich ist ein stilles Konsortialverhältnis bei dem der Kreditnehmer kein Wissen über mögliche Konsortialpartner der finanzierenden Bank hat.

Verbriefung

Bei der Verbriefung werden Forderungen in Wertpapiere umgewandelt oder verbrieft. Diese sind dann am Kapitalmarkt handelbar. Ähnlich der Syndizierung wird die Verbriefung angewandt, um Risiko zu streuen und ein höheres Volumen zu ermöglichen. Der Verkauf erfolgt über sogenannte Asset-Backed Securities (ABS). Bei der Transaktion werden die Forderungen plus die dazugehörigen Rechte an den Sicherheiten an eine Zweckgesellschaft verkauft. Sollte die Sicherheit eine im Grundbuch eingetragene Form sein, nennt man diese ABS's auch Mortgage-Backed Securities. Dabei kann weiter in CMBS oder RMBS Commercial oder Residential unterschieden werden. Die Zweckgesellschaft refinanziert dabei den Ankauf über die Ausgabe von Anleihen am Kapitalmarkt. Die Einnahmen (Miet- oder Verkaufseinnahmen) werden dabei als Rendite an die Anleihekäufer ausgeschüttet. Gleichmäßige Zahlungsströme (z.B.: voll vermietete Objekte) eignen sich daher besonders gut für ein solches Modell. Die Verbriefung ist allerdings mit nicht unerheblichen Nebenkosten verbunden (z.B.: Gründung der Zweckgesellschaft, Anwaltskosten, Platzierungskosten,...), so dass eine Verbriefung erst ab einem gewissen Volumen Sinn macht. Die Grenze wird mit rd. 200 Mio. € pro Einzeltransaktion in der Literatur angegeben. Die Verbriefung bietet einem Kapitalgeber die Möglichkeit ohne eigenes Kapital Immobilienprojekte zu finanzieren. Gleichzeitig kann man den Verkauf der Anleihen auch in einer Art Konsortium organisieren. Ein derartig strukturiertes Verfahren wird Multi-Seller-Transaktion genannt.²⁴

7.3. Formen von etablierten Alternativen in der Praxis

Joint – Venture – Finanzierungen

Bei Joint – Venture – Finanzierungen beteiligt sich die finanzierende Bank nicht nur am Fremdkapital per „normalen“ Kredit, sondern ebenfalls am

²⁴ [Loges 04]

benötigten Eigenkapital. Dazu wird eine hierfür eigens gegründete Zweckgesellschaft der beiden Parteien gegründet. (Joint – Venture) Dabei muss es nicht bei zwei Partnern bleiben. Mögliche weitere Partner für ein Immobilienprojekt sind: Baukonzerne, Architekten, usw. Genaugenommen sind Joint-Venture-Finanzierungen keine Alternative an sich, sondern viel mehr eine Kombination von mehreren Modellen. Vor allem bei Projektentwicklungen wird ein solches Finanzierungsmodell bevorzugt, da Projektentwickler meistens wenig Eigenkapital bereitstellen können. Im Gegenzug tut sich die Bank schwer das Risiko tatsächlich abzuschätzen und richtig zu bewerten. Mit Hilfe einer Joint-Venture-Finanzierung können so beide Parteien profitieren. Die Bank ist nicht mehr nur ein externer Partner, sondern ein in Entscheidungen eingebundener Gesellschaftsbeteiligter. Der Projektentwickler kann sein nicht vorhandenes Eigenkapital aufbringen. Zusätzlich kann durch ein Ausbalancieren von Gewinnbeteiligung und Zinsaufwendungen ein nahezu optimales Ergebnis für beide erreicht werden. Durch eine höhere Gewinnbeteiligung der Bank könnten z.B.: die laufenden Finanzierungskosten minimiert werden.

Wandelanleihen

Wandelanleihen (auch Convertibles oder Convertibles Bonds) sind Schuldverschreibungen die eine feste Verzinsung und Tilgung vorgeben. Gleichzeitig haben Wandelanleihenbesitzer die Möglichkeit zu einem bestimmten Zeitpunkt die Anleihe in Unternehmensanteile zu wandeln.

Optionsanleihen

Optionsanleihen sind ebenfalls Schuldverschreibungen, welche einen in der Regel einen fixierten Zinssatz und Tilgungsmodalitäten vorsehen. Genau genommen sind Wandelanleihen Spezialfälle von Optionsanleihen. Optionsanleihen besitzen, wie es der Begriff an sich schon mit sich bringt, die Möglichkeit eine auszuüben. Mögliche Optionen sind:

- Option auf Konditionsänderung (z.B.: Zinssatz)
- Option zum Bezug von Genussscheinen
- Option zum Bezug anderer Anleihen
- Option zum Bezug auf Aktien des Emittenten (s. Wandelanleihen)

Dabei ist der Optionsschein auch separat von der Anleihe an sich am Kapitalmarkt platzierbar. Es wird dann eben nur das Recht erworben die Option auszuüben, ohne die Anleihe an sich zu verkaufen.

Sollte eine Anleihe nun mit einer Option ausgestattet sein, wird diese in der Regel niedriger verzinst, da die Option ja einen Wert darstellt.

Convertible Mortgages

Convertible Mortgages sind meistens nachrangig besicherte Darlehen, welche sehr gering verzinst werden. Es wird nämlich dem Kreditgeber die Möglichkeit eingeräumt, die offenen Forderungen gegen eine Eigenkapitalbeteiligung umzuwandeln. Somit stellt diese Form eine Vorphase der Joint-Venture-Finanzierung dar.

Participating Mortgages

Prinzipiell funktionieren Participating Mortgages ähnlich wie die eben beschriebenen Convertible Mortgages mit dem Unterschied, dass es eben kein Recht auf Eintausch gegen eine Eigenkapitalbeteiligung gibt, sondern der Kreditgeber von vorneherein am Gewinn beteiligt wird. Dies ist ein rein immobilienpezifisches Instrument.

Stille Beteiligung

Als stille Beteiligung bezeichnet man das Überlassen von Kapital ohne dabei in irgendeiner Form in Erscheinung zu treten. So wird eine solche Beteiligung nicht im Firmenbuch oder im Grundbuch vermerkt und ist damit nicht nach außen hin sichtbar. Das Entscheidungsrecht und die operative Verantwortung bleiben dabei beim Management. Der Kapitalgeber besitzt lediglich Kontrollrechte.

Man unterscheidet in der Regel zwischen zwei Arten von stillen Beteiligungen. Einer typischen und einer atypischen stillen Beteiligung. Bei der typischen Variante ist die Rolle des Geldgebers des einen normalen Darlehensgebers ähnlich. Allerdings ist er in diesem Fall am Gewinn

beteiligt. Eine atypische stille Beteiligung erhält keine Rechte am Gewinn und wird somit in der Regel über einen Zinssatz entlohnt.

Genussrechte

Genussrechte unterliegen keinen genormten Bestimmungen, weshalb Genussrechte in den unterschiedlichsten Ausführungen in der Praxis auftreten. Im Prinzip ist ein Genussrecht ein schuldrechtliches Verhältnis zwischen Kapitalgeber und Kapitalnehmer. Werden Genussrechte verbrieft, spricht man von Genussscheinen. Meistens werden eine fixe Verzinsung und eine Beteiligung am Gewinn vereinbart. Darüber hinaus ist es üblich ebenfalls eine Verlustbeteiligung bis zur Höhe des eingesetzten Kapitals zu unterstellen.

Schuldverschreibungen

Schuldverschreibungen sind auch unter den Namen Anleihen oder Bonds bekannt. Es handelt sich hier um eine Finanzierungsmethode bei der das benötigte Kapital am Kapitalmarkt platziert wird. Dabei übernimmt eine Bank die Rolle der Abwicklung und Emittierung der Schuldverschreibungen. Diese sind täglich am Kapitalmarkt handelbar. Schuldverschreibungen haben meistens einen fixen Zinssatz (Coupon) und eine Laufzeit von mehreren Jahren. Das Management der Abwicklung der Platzierung einer Anleihe wirft nicht unerhebliche Kosten auf, weshalb sich eine Begebung von Bonds in der Regel nur für größere Volumina eignet.

Hypothekenanleihen

Als Besicherung von Anleihen wird der gesamte Unternehmensgegenstand herangezogen. Für Immobilienunternehmen ist es möglich zusätzlich die gegenständlichen Immobilien als Sicherheit hypothekarisch zu unterlegen. Geschieht dies, spricht man von Hypothekenanleihen. Somit können mehr Vermögegenstände als Sicherung unterlegt werden als bei einer normalen Anleihenbegebung. Es ist somit möglich die laufenden Finanzierungskosten zu senken.

Fondslösungen

Die häufigste Fondslösung bei der Finanzierung von Immobilien ist der geschlossene Fonds. Anleger haben die Möglichkeit sich so direkt oder indirekt an einer extra für diesen Zweck gegründeten Gesellschaft zu beteiligen. Bei einer indirekten Beteiligung sind die Anleger dabei über eine Fondsgesellschaft an der Immobilie beteiligt. Als Rechtsform wird hier meistens eine GmbH & Co. KG gewählt. Die Projektgesellschaft stellt hier dann den Komplementär und die Anleger die Kommanditisten. Somit haben die Anleger die Möglichkeit bei Gesellschafterversammlungen teilzunehmen und erwerben volle Gewinnrechte.

Leasing

Das Leasing von Immobilien kann in zwei Teilbereiche untergliedert werden. Das sogenannte Operating Leases und das sogenannte Financing Leases. Das Operating Leases ist vergleichbar mit einer schlichten Miete. Das wirtschaftliche Eigentum liegt dabei beim Leasinggeber. Der Leasingnehmer bezahlt eine Leasingrate und bekommt dafür das Recht die Immobilie zu nutzen. Der Leasingnehmer kann dabei die Leasingrate als Aufwand verbuchen. Beim Financing Leasing bekommt das Eigentumsrecht der Leasingnehmer und kann die Immobilien in seiner Bilanz ausweisen. Der Leasingvertrag ist daher in der Grundmietzeit nicht kündbar. Die Vertragsdauer muss einen Großteil der Nutzungsdauer der Immobilie abdecken. (min. 75% lt. IFRS) Der Leasinggeber ist dabei verantwortlich für die Bereitstellung des Kapitals und des Kreditrisikos. Diese Finanzierungsvariante kann somit als 100% Fremdfinanzierungsvariante angesehen werden.

Factoring

Beim Factoring handelt sich hauptsächlich um eine vorab Beschaffung liquider Mittel im Tausch gegen zu erwartenden Forderungen. Bei Immobilien ist die häufigste Form des Factorings der Tausch von zukünftigen Mieteinnahmen gegen gegenwärtige liquide Mittel. Getauscht wird in der Regel mit Factoring Instituten. Dieses zahlt allerdings nicht den gesamten Gegenwert der offenen Forderungen, sondern je nach Risikoeinschätzung

einen Anteil zwischen 70 % und 90 % der gesamten Forderungssumme. Factoring ist aus bilanzbuchhalterischer Sicht also keine Finanzierung im klassischen Sinn, sondern ein Aktivtausch im Umlaufvermögen.²⁵

7.4. Crowdfunding

Crowdfunding ist ein sehr junges Phänomen und hatte ihren Start im deutschsprachigen Raum im Jahr 2011. Crowdfunding ermöglicht es, dass sich eine Vielzahl (Crowd) von privaten Investoren an einem Projekt beteiligen. Als Verbindungsglied treten dabei Plattformen im Internet auf die beide Parteien, Investor und Kapitalsuchender, zusammenbringen. Diese Finanzierungsform hat als direkte Folge der verschärften Finanzierungsansprüche, vor allem Basel III und der erhöhten Unsicherheit am Finanzmarkt, wie schon beschrieben, an Bedeutung gewonnen. So war Crowdfunding anfangs für Kunstprojekte und geringe Investitionssummen gedacht. Mittlerweile hat die Wirtschaft die Möglichkeit entdeckt und die Investitionseinsätze gehen bis zu 250.000 €. In Österreich wurde bisher ein Immobilienprojekt über eine Crowdfunding-Plattform organisiert. Dabei ist die rechtliche Lage noch unsicher und der Gesetzgeber ist gefordert ein geeignetes Rahmenwerk zur Verfügung zu stellen. Prinzipiell lässt sich Crowdfunding in vier Bereiche unterteilen, welcher jeder für sich betrachtet werden muss.

²⁵ [Radner Volquarts 11]

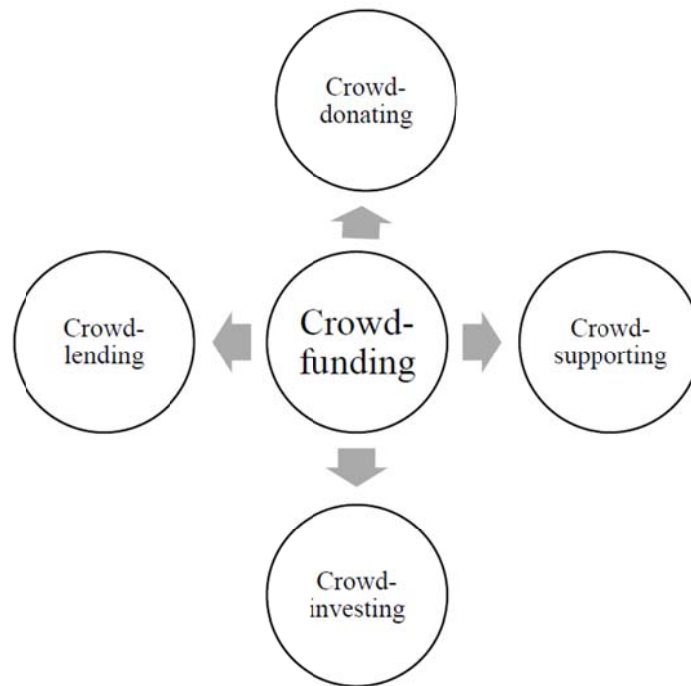


Abbildung 18: 4 Bereiche des Crowdfunding

Beim Crowddonating erhalten die Geldgeber keinerlei Gegenleistung. Es kann somit einer Spende gleichgesetzt werden. In der Praxis gibt es diese Form des Einsammelns von Geld über das Internet schon länger, muss aber nun neu eingeordnet werden.

Beim Crowdsupporting erhalten die Geldgeber eine nicht monetäre Gegenleistung. Dies kann z.B.: bei der Unterstützung einer Musikband, ein T-Shirt der Band sein.

Beim Crowdlending erhalten die Geldgeber Anspruch auf Rückzahlung ihres eingesetzten Kapitals plus einer Verzinsung. Diese Variante ist einem klassischen Kreditgeschäft gleichzusetzen.

Beim Crowdfunding erhält der Geldgeber zumindest einen Anteil am Gewinn oder aber einen Anteil am Unternehmen zugesagt. Der Investor wird direkt am Eigenkapital beteiligt.²⁶

Crowdfunding gewinnt stetig an Bedeutung und so steigt auch das investierte Volumen. Aufgrund fehlender Daten aus Österreich wird der Anstieg des Volumens anhand des deutschen Marktes veranschaulicht.

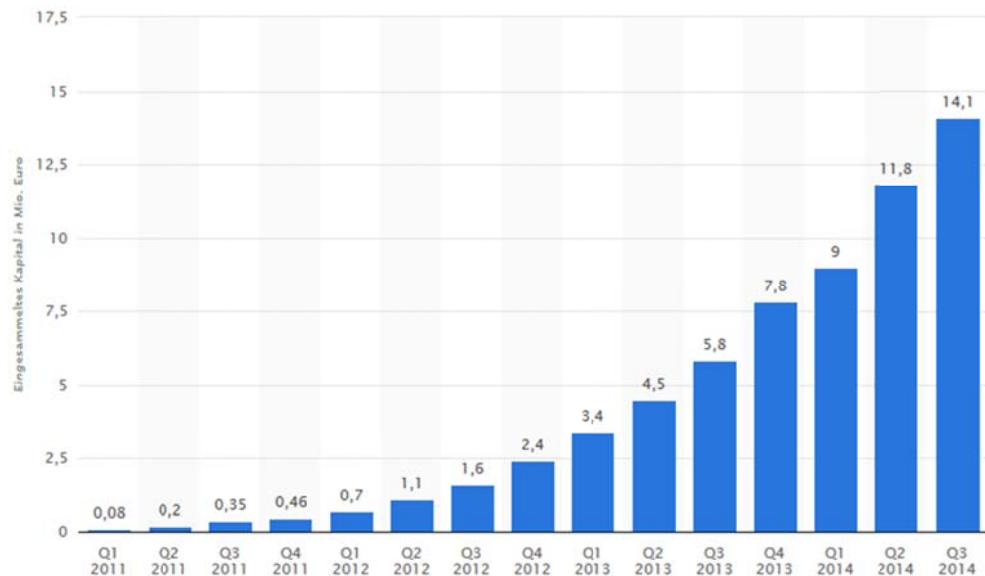


Abbildung 19: Eingesammeltes Kapital über Crowdfunding DE

Aus knappen 80.000 € im ersten Quartal 2011 hat sich das Volumen nahezu exponentiell vervielfältigt. Prinzipiell ist eine Investitionssumme von 14,1 Millionen € noch ein recht überschaubarer Betrag. Weiteres Wachstumspotential ist mit Sicherheit gegeben.²⁷

²⁶ [Dorleitner Kapitz Wimmer 14]

²⁷ [Statista 15]

Rechtliche Aspekte

Da das Phänomen noch sehr jung ist, wird zuerst versucht auf die rechtlichen Hauptproblematiken im deutschen Raum einzugehen. In der Folge wird der rechtliche Rahmen in Deutschland mit den dazu entsprechenden Gesetzen in Österreich erläutert. Im darauffolgenden Praxisbeispiel wird dann gezeigt wie das Instrument in Österreich eingesetzt wurde, um ein Immobilienprojekt zu finanzieren.

Prospektpflicht

Prinzipiell bildet das gleiche rechtliche Regelwerk, welches für den Kapitalmarkt gilt, auch den Rahmen für Crowdfunding. Als kritischster Punkt hat sich hier die Prospektpflicht herauskristallisiert. Von dieser Pflicht betroffen sind Aktien, stille Beteiligungen und Genussrechte, die vorwiegenden Formen der Partizipationsmöglichkeiten beim Crowdfunding. Natürlich gibt es Ausnahmen aus der Prospektpflicht. Diese wurden allerdings aus komplett anderen Blickwinkel heraus geschaffen, so dass diese kaum für das Crowdfunding einsetzbar wären. Diese wären in Deutschland z.B.: max. Volumen von 100.000 € innerhalb von 12 Monaten, max. 20 Anteile oder Mindestpreis von 200.000 €. Man kann schnell erkennen, dass die bestehenden Ausnahmen so keinen Sinn machen, ist doch das Hauptziel mit möglichst vielen Beteiligten und dementsprechend kleinen Beträgen das Investitionsvolumen zu erreichen. Das Hauptproblem ist dabei nicht der Prospekt an sich, sondern die hohen Kosten die damit verbunden sind. In Österreich liegen die Kosten der Prospekterstellung bei rd. 50.000 €. Derzeit versuchen sich hauptsächlich Start-Up's, Künstler und Kreative über das Internet zu finanzieren. Die Prospektpflicht kann aber mit der Ausgabe von partiarischen Nachrangdarlehen umgangen werden.

Sorgfalts- und Organisationspflichten

Nach dem deutschen Wertpapierhandelsgesetz sind Unternehmen deren Tätigkeit als Finanz- oder Wertpapierdienstleistungsunternehmen einzustufen sind von dieser Pflicht betroffen. Dies beinhaltet die Pflicht den Anlegern rechtzeitig und verständlich Informationen zur Verfügung zu stellen und sie über die damit verbundenen Risiken aufzuklären. Außerdem wird

man in Deutschland unter Beaufsichtigung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und in Österreich unter Beaufsichtigung der Finanzmarktaufsicht gestellt. Momentan fallen die meisten Plattformen nicht unter diese Pflicht, da sie nicht als Treuhänder agieren, sondern den Zahlungsverkehr und die Bewahrung der eingesammelten Mittel an Dritte auslagern. Prinzipiell besteht auf Seiten der Plattformen ein Interesse die Investoren mit genügend Informationen über mögliche Risiken zu versorgen. Derzeit sind sie aber nicht dazu verpflichtet bzw. können dies leicht umgehen.

In der Praxis haben sich aus den genannten rechtlichen Spannungsfeldern drei Finanzierungsmodelle für Crowdfundingplattformen ergeben:

1. Stille Beteiligungen

Wobei sich hier die atypische Variante etabliert hat. Der Investor erhält keine Gewinnbeteiligung, sondern erhält eine Entlohnung in Form eines Zinssatzes. Er ist allerdings auch voll am Verlust beteiligt. Größter Nachteil der stillen Beteiligung ist, dass ab einer Fundingsumme von 100.000 € die Prospektspflicht greift. Weiterer Nachteil einer stillen Beteiligung sind die Vertragskosten. Der Investor ist am Unternehmen „still“ beteiligt, weshalb der Unternehmenswert zu Vertragseintritt festgestellt werden muss. Die Bewertung sollte dann für alle Investoren gleich sein und der Wert des Unternehmens sollte über den Zeitraum des Fundings nicht variieren.

2. Genussrechte

Die Bewertungsproblematik fällt bei Genussrechten nicht ins Gewicht, da es sich hier lediglich um schuldrechtliche Ansprüche gegen das Unternehmen handelt. Die Vertragsanbahnung ist dadurch erheblich einfacher zu gestalten. Als größter Nachteil muss allerdings auch hier das Einsetzen der Prospektspflicht ab einer Höhe von 100.000 € genannt werden.

3. Partiarisches Nachrangdarlehen

Diese Form der Beteiligung ist die derzeit am meisten eingesetzte bei höheren Investitionsvolumen. Es besteht hier nämlich keine Prospektpflicht. Derzeit scheint diese Variante die günstigste Variante im bestehenden rechtlichen Regelwerk darzustellen. Es handelt sich hierbei um ein Darlehen an ein Unternehmen mit einer fixen Verzinsung, einer Ergebnisbeteiligung und einer Rangrücktrittserklärung. Der Investor unterschreibt also, dass er im Falle einer Insolvenz nachrangig gegenüber anderen Gläubigern behandelt wird. Der große Vorteil dieser Form der Finanzierung für Unternehmen ist, dass Nachrangdarlehen als Mezzanie-Kredit gelten und somit als Eigenkapital herangezogen werden können.²⁸

Vorteile

Mit dem Instrument der Crowdfundingplattformen besteht die Möglichkeit sich über das Internet zu finanzieren. Es gibt somit keine Ländergrenzen mehr. Dadurch, dass es so eine Vielzahl von möglichen Investoren gibt, werden die aufzubringenden Summen geringer. Die Eintrittshürde wird dadurch enorm gesenkt. Zusätzlich kann man mit geringen Mitteln einen nicht unerheblichen Bekanntheitsgrad erreichen und erspart sich somit Werbungskosten, da man die bestehende Infrastruktur der Plattformen mit nützt.

Nachteile

Der größte Nachteil ist sicherlich die rechtliche Situation. So wird derzeit versucht das Modell in das bestehende Regelwerk zu integrieren. Es handelt sich darüber hinaus um ein internationales Finanzierungsinstrument, so dass

²⁸ [Dorfleitner Kapitz Wimmer 14]

nationale Alleingänge keinen Sinn machen. Im ersten Schritt sollte wohl auf EU – Ebene passende Richtlinien ausgearbeitet werden.²⁹

Praxisbeispiel Österreich



Abbildung 20: Erstes Crowdfunding Immobilienprojekt AUT

In Österreich wurde bisher ein Immobilienprojekt über eine Crowdfundingplattform finanziert. Es handelt sich hierbei um eine touristisch genutzte Ferienimmobilie am Nassfeld. Insgesamt werden 56 Ferienwohnungen mit je rd. 75 m² und Balkon in Pistennähe errichtet. Die abwickelnde Plattform ist die 1000x1000.at. Es ist erst das zweite Projekt, das über die Plattform betreut wird. Das Zielvolumen beträgt dabei zwischen 300.000 € und 1.600.000 €. Derzeit sind davon bereits 470.121 € (Stand 21. Jänner 2015) eingesammelt worden. Das durchschnittliche Zeichnungsvolumen beträgt 4.609 € von 102 Anlegern. Eingesetzt werden kann ein Volumen zwischen 1.000 € und 10.000 €. Der dahinter stehende

²⁹ [Schönthaler 12]

Bauträger ist die Riedergarten Immobilien WH Holding GmbH aus Klagenfurt.

Rechtliche Lösung

Es wurde auch hier das Modell des Nachrangdarlehens gewählt. Der Investor bekommt eine Fixverzinsung von 4%. Dabei hat er ein halbjähriges Kündigungsrecht. Die Laufzeit ist dabei individuell wählbar und liegt bei max. 7 Jahren. Es wird ausdrücklich darauf hingewiesen, dass der Anleger keinerlei Mitwirkungs- oder Stimmrechte hat. Er erhält aber einmal pro Jahr den Jahresabschlussbericht der Projektgesellschaft. Zusätzlich zur Fixverzinsung werden sogenannte „Goodies“ angeboten.

Bei einer Investitionssumme ab 1.000 € erhält man 10% Ermäßigung bei einem Urlaub in der unterstützten Immobilie, 10% Vermittlungsprovision bei Vermittlung eines Gastes und einen Skitag am Nassfeld inklusive Besichtigung des Resorts mit dem ehemaligen Skirennläufer Franz Klammer.

Bei einer Investitionssumme ab 5.000 € erhält man 15% Ermäßigung und 15% Vermittlungsprovision. Zusätzlich ein jährliches Candle-Light-Dinner in der Schiarena Nassfeld auf Dauer der Laufzeit der Investition.³⁰

³⁰ [1000x1000.at Nassfeld 15]

Der Ablauf der Transaktion ist dabei wie folgt:



Abbildung 21: Ablauf Immobilien-Crowdfunding Transaktion

Der Investor überweist eine Darlehenssumme an ein Konto der Crowdbusiness GmbH in Wien. Diese agiert in diesem Fall als Treuhänder. Ab Erreichen des festgesetzten Schwellenwertes (in dem Fall 300.000 €) werden die Darlehen an das Unternehmen weitergeleitet. Falls der Schwellenwert nicht in einer vorher bestimmten Zeit erreicht wird, bekommt der Investor das gesamte Geld zurück. Im Durchschnitt liegt die Dauer bei Immobilienprojekten bei rd. 2 – 3 Monaten. Sollte das Projekt vor Ablauf der Laufzeit verkauft werden, erhält der Investor sein eingesetztes Kapital plus die bis zu diesem Zeitpunkt angefallenen Zinsen zurück.

Bei erfolgreicher Platzierung des Investments erhält die Plattform 7,5% der eingesammelten Summe.

Es wird ausdrücklich darauf hingewiesen, dass es sich hierbei um ein Nachrangdarlehen handelt und, dass im Falle der Insolvenz des Unternehmens zuerst alle anderen Gläubiger bedient werden.³¹

³¹ [1000x1000.at Info 15]

7.5. Vermögende private Kapitalgeber

Aufgrund der anhaltenden Niedrigzinspolitik der Notenbanken ist es für Private sehr schwer Geld zu einem vernünftigen Zinssatz anzulegen. Bei hoher Inflation besteht sogar die Gefahr effektiv Geld zu verlieren. Private suchen deshalb nach Investmentmöglichkeiten. Vor allem Immobilien haben dabei ein souveränes Image und sind seit Ausbruch der Krise beliebte Investitionsziele. Projektentwickler haben diesen Umstand erkannt und Teils eigene Geschäftsmodelle erfunden, um dem Marktbedürfnis gerecht zu werden.

Investmentclub

Der Wiener Immobilienentwickler 6B47 Real Estate Investors GmbH wurde mit der Idee gegründet private Investoren in einen Art „Club“ den Investmentclub einzuladen und dann mit diesem Projekte zu finanzieren. Die Zielgruppe des Clubs sind dabei sogenannte „High-net-worth individual“ mit dementsprechenden privaten Mitteln. Dabei werden die Mitglieder pro Projekt separat eingeladen sich zu beteiligen. Die Investoren sind dann Miteigentümer der pro Projekt gegründeten Projektgesellschaft und haben somit Recht auf Gewinnbeteiligung. Eine fixe Verzinsung gibt es dabei nicht.³²

Mittlerweile haben auch andere Unternehmen das Potential erkannt und versuchen ähnliche Modelle für private Investoren zu etablieren. Die Signa Funds Property Holding AG wurde lt. Unternehmenshomepage *„mit dem Ziel gegründet [...] hochwertige Immobilienanlagekonzepte für vermögende und institutionelle Investoren zu entwickeln und zu vertreiben.“*³³

³² [6B47.at 15]

³³[signa.at 15] <http://www.signa.at/geschaeftsfelder/property-funds/unternehmen/geschaeftsmodell/> - abgerufen am 21.05.2015

8. Schlussfolgerung

Im ersten Teil der Arbeit konnte als Ergebnis der Untersuchung eine Notwendigkeit von alternativen Finanzierungsmethoden plausibel dargestellt werden. Dabei gilt es zwei der erwähnten Kriterien herauszuheben: Die Regulierung der Kreditvergabemechanismen und die steigende Nachfrage nach Wohnraum in Österreich, allen voran in Wien. Etablierte Alternativen funktionieren dabei meistens ebenfalls über ein reglementiertes Institut, welches durch die Politik derzeit dazu angehalten ist, eher Reserven aufzubauen als freizugeben. Folge dessen war ein Preisanstieg für Immobilien in den letzten Jahren. Gleichzeitig wird der Ruf nach leistbarem Wohnen lauter, da sich ein Großteil der österreichischen Bevölkerung nicht mehr die Wohnungspreise leisten will oder kann. Eine Wohnbauoffensive mit erhöhten Förderungszusagen kann zurzeit fast ausgeschlossen werden, da das Staatsbudget aufgrund der gestiegenen Schulden eigentlich keinen Spielraum mehr zulässt. Private sehen die Chance und versuchen die Lücke zu schließen.

Dafür benötigen diese aber neue alternative Finanzierungsformen. Crowdfunding kann hier einen Lösungsansatz bieten. Allerdings ist das Regelwerk hierfür noch nicht geschaffen. Prinzipiell könnte sich erstmals bei diesem Modell die Möglichkeit ergeben, dass mehrere kleinere Anleger ebenfalls in den Genuss kommen höhere Renditen zu erzielen. Gerade in Zeiten von einer steigenden Ungleichheit zwischen Arm und Reich könnte so eine Umverteilung in Gang gebracht werden. Mit Ende März 2015 wurde ein Regelwerk für Crowdfunding Modelle in Österreich vorgestellt. Es wird allerdings noch länger dauern bis sich diese Methode der Kapitalbeschaffung so etabliert hat, dass dadurch die angespannte Finanzierungssituation spürbar entlastet werden kann.

Als realistische Maßnahmen gegen steigende Preise und für eine erhöhte Wohnungsproduktionsrate wird wohl eine Erhöhung der öffentlichen Wohnbauförderungsmittel unumgänglich sein. Eventuell gelingt es die öffentlichen Mittel nicht nur an die alt etablierten Wohnungsgenossenschaften auszuschütten, sondern auch private mit öffentlichem Geld zu fördern. So könnte man eine Wohnbauförderung für Private ähnlich einem rückzahlbaren Darlehen aufsetzen, welches an

bestimmte Bedingungen wie z.B.: ökologisches und nachhaltiges Bauen verknüpft ist. Der Staat hätte dabei die Möglichkeit als Darlehensgeber zusätzlich Einnahmen zu lukrieren und indirekt die Produktionsrate erhöhen. Private Wohnungsproduzenten könnten sich entscheiden, ob die staatliche Alternative attraktiv genug ist oder ob sie doch versuchen andere Alternativen aufzutreiben. Das Ganze müsste natürlich unbürokratisch und rasch, ähnlich einer klassischen Immobilienfinanzierung durch einen Kredit, abwickelbar sein.

Auf jeden Fall kann mit der derzeitigen Kreditvergaberoutine von den etablierten Banken und dem derzeitigen Fördervolumen das Problem nicht gelöst werden.

Eine Unterstützung der verkrampten Situation bei der Kreditvergabe könnte der beschlossene Anleihenkauf der EZB seit Anfang März 2015 sein. Dadurch könnte genug Geld in den Markt kommen, so dass Banken wieder befreiter Kredite vergeben können.

Es konnte in den ersten Kapiteln der Arbeit die Notwendigkeit von alternativen Kapitalbeschaffungsmethoden plausibel dargestellt werden. Folgend wurden die bestehenden alternativen Finanzierungsmodelle dargestellt und beschrieben. Es bleibt offen, ob mit den vorgestellten Alternativen der Nachfrageüberhang nach Wohnungen befriedigt werden kann.

Kurzfassung

Am Anfang der Arbeit stand die Frage ob alternative Finanzierungsinstrumente für die Anforderungen an Wohnraum in Österreich als Folge der Finanzkrise ab 2007 benötigt werden. Um die Frage zu beantworten, wird die Entstehung der Krise mit Fokus auf die Vergabe von Immobilienkrediten analysiert. Als theoretische Grundlage für die Analyse wird die asymmetrische Informationstheorie und hier vor allem der Ansatz von Frederic S. Mishkin zur Analyse von Finanzkrisen herangezogen. Der Ansatz wurde gewählt, weil Mishkin die Kreditvergabe in den Mittelpunkt seiner Untersuchungen stellt. Nachdem gezeigt wurde, dass vor allem die lockere Immobilienkreditvergabe in den USA als Auslöser zu identifizieren ist, wird auf die Folgen der Krise für die Kreditvergabe eingegangen. Mit neuen Eigenkapitalvorschriften für Banken wurde versucht die Ursache bei der Wurzel zu packen und Banken krisensicherer zu machen. Als Folge der Maßnahmen und einer gestiegenen allgemeinen Unsicherheit am Finanzmarkt ist die Vergabe von Krediten restriktiver geworden. Dies wird mit unterschiedlichsten Statistiken untermauert. Gleichzeitig ist die Nachfrage nach Wohnraum, wiederum stark von der bestehenden Unsicherheit und dem Wunsch nach einer krisensicheren Anlageform, gestiegen. Parallel dazu gibt es in Österreich und speziell in Wien aufgrund der demographischen Entwicklung, dem erhöhten Flächenbedarf und der Zuwanderung zusätzlich erhöhte Nachfrage nach Immobilien. Als weiterer kritischer Punkt wird auf die gestiegene Staatsverschuldung und die damit einhergehende Kürzung der Wohnbauförderung eingegangen. All diese Argumente vereint, lassen eine Notwendigkeit von alternativen Finanzierungsformen zumindest plausibilisieren. In der Folge werden bestehende und innovative Alternativen (z.B.: Crowd Funding) erläutert.

Literaturverzeichnis

[1000x1000.at Info 15] <https://1000x1000.at/immocrowd/information> -
abgerufen am 21.01.2015

[1000x1000.at Nassfeld 15] <https://1000x1000.at/immocrowd/almresort> -
abgerufen am 21.01.2015

[6B47.at 15] <http://www.6b47.com/cms/cms.php?pageName=36> – abgerufen
am 21.01.2015

[Akerlof 70] Akerlof, George A. (1970): „The Market for "Lemons": Quality
Uncertainty and the Market Mechanism“. The Quarterly Journal of
Economics, Vol. 84, No. 3, pp. 488-500, MIT Press, Oxford.

[Amann Mundt 09] Amann, Wolfgang; Mundt, Alexis (2009): "Rückläufige
Bewilligungszahlen versus Wohnungsbedarf / Leerstandsdaten im GBV-
Sektor / Vorausschätzung Wohnbeihilfe". IIBW - Institut für Immobilien,
Bauen und Wohnen, Wien.

[Dill Lieven 09] Dill, Arthur; Lieven, Theo (2009): "Der Werdegang der Krise".
S. 197-218, Gabler Verlag / GWV Fachverlage, Wiesbaden.

[Dorfleitner Kapitz Wimmer 14] Dorfleitner, Gregor; Kapitz, Jonas; Wimmer,
Maximilian (2014): "Crowdinvesting als Finanzierungsalternative für kleine
und mittlere Unternehmen". Die Betriebswirtschaft (DBW) 74 (5), S. 283-303,
Universität Regensburg, Wiesbaden.

[Fejer 08] Fejer, Christian (2008): „Die subprime Krise: Eine empirische
Studie unter Berücksichtigung der Prinzipal Agenten Theorie“. Konrad
Adenauer Foundation, Sankt Augustin.

[GRS 08] Groll, Christian; Römer, Karin; Stauber, Andreea: "Prinzipale Agent
Theorie (optimale Verträge)",
<http://www.mathematik.uni-muenchen.de/~spielth/artikel/optVertragAusarbeitung.pdf> -
abgerufen am 26.06.2014.

[HN 09] Heires, Marcel; Nölke, Andreas (2009): „Finanzkrise und Finanzialisierung: Die Politische Ökonomie der Subprime Krise“. VS Verlag für Sozialwissenschaften, Wiesbaden.

[IIBW/Arge Eigenheim/FV Steine-Keramik 13] IIBW, Arge Eigenheim, FV Steine-Keramik (2013): "Wohnbauförderung in Österreich 2012". IIBW - Institut für Immobilien, Bauen und Wohnen, Wien.

[Jubin 08] Jubin, Marius (2008): „Die internationale Finanzkrise: Auslöser und Gefahren für die Realwirtschaft“. Druck Diplomica Verlag GmbH, Hamburg.

[Lähn 04] Lähn, Marcel V. (2004): „Hedge Fonds, Banken und Finanzkrisen“. Deutscher Universitäts Verlag, Wiesbaden.

[Loges 04] Loges, Oliver (2004): "Möglichkeiten der Immobilienfinanzierung: Entwicklung und Bewertung von Finanzierungsvarianten für Wohnimmobilien". Diplomarbeit, Technische Universität Carolo Wilhelmina Braunschweig, Braunschweig.

[Mishkin 90] Mishkin, Frederic S. (1990): „ASYMMETRIC INFORMATION AND FINANCIAL CRISES: A HISTORICAL PERSPECTIVE“. NBER Working Paper No. 3400, NBER, Cambridge.

[Mishkin 91] Mishkin, Frederic S. (1991): „ANATOMY OF FINACIAL CRISIS“. NBER Working Paper No. 3934, NBER, Cambridge.

[Mishkin 98] Mishkin, S. Frederic (1998): „International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability“. NBER Working Paper 6390, NBER, Cambridge.

[OENB 2014] Umfrage über das Kreditgeschäft. Abgerufen am 27.03.2015 von http://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CB4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.oenb.at%2Fdms%2Foenb%2FPresse%2FPressearchiv%2F2014%2F_20140430%2FKreditvergabepolitik%2520oder%2520%25C3%25B6sterreichischen%2520Banken.pdf&ei=1DwVVa6aCMP4Up_Vg8gG&usg=AFQjCNEiOSWkPXF8pAYor6EqL8y9buEw5w&bvm=bv.89381419,d.d24&cad=rja

[Radner Volquarts 2011] Radner, Philip; Volquarts, Michael (2011). "Finanzierungsalternativen für die deutsche Immobilienwirtschaft". EBS - Diskussionspapiere zur Immobilienwirtschaft Nr.2, EBS Business School, Wiesbaden.

[Schönthaler 12] Schönthaler, Tamara (2012): "Crowdfunding - Eine Möglichkeit zur Finanzierung von Jungunternehmen". Diplomarbeit, Universität Wien, Wien.

[signa.at 15] <http://www.signa.at/geschaeftsfelder/property-funds/unternehmen/geschaeftsmodell/> - abgerufen am 22.01.2015

[Statista 15] <http://de.statista.com/statistik/daten/studie/252385/umfrage/volumen-des-durch-crowd-funding-eingesammelten-kapitals-in-deutschland/> - abgerufen am 19.01.2015

[Stiglitz Weiss 81] Stiglitz, Joseph E.; Weiss, Andrew (1981): "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information". American Economic Review 71, S. 393-410, JSTOR, New York.

[Tornquist Eugen 14] Tornquist, Eugen (2014): "Alternative Finanzierungsmodelle". Kammer für Arbeiter und Angestellte, Graz.

Abbildungsverzeichnis

- Abbildung 1: Die Grundidee der Prinzipal-Agent-Theorie, <http://upload.wikimedia.org/wikipedia/de/b/bf/Prinzipal-Agent-Theorie.png> (abgerufen am 20.11.2013)
- Abbildung 2: Finanzkrisenansatz imperfekter Information; eigene Abbildung; [Lähn 04]
- Abbildung 3: Entwicklung DAX 1959 – 2015; Quelle: <http://www.finanzen.net/index/DAX/Seit1959>; abgerufen am 21.01.2015
- Abbildung 4: Kreditvolumen AUT 1996 – 2014 (Mio. €); eigene Abbildung; Quelle: oenb.at - abgerufen am 27.06.2014
- Abbildung 5: Hypothekarisch besichertes Kreditwachstum 1995 – 2013 AUT; eigene Darstellung; Quelle: oenb.at – abgerufen am 21.01.2015
- Abbildung 6: Verbindlichkeiten privater Haushalte in Relation zu ihrem Einkommen; eigene Abbildung; Quelle: eurstat.eu - abgerufen am 18.03.2015
- Abbildung 7: Rückgang der Investitionen in der Bauwirtschaft 2008 – 2012 AUT; eigene Darstellung; Quelle: Statistik Austria
- Abbildung 8: Teufelskreis Finanz- und Realwirtschaft [Dill Lieven 09 S. 207]

- Abbildung 9: Veränderung des BIP in % im Vergleich zum Vorjahr; eigene Abbildung; Quelle: eurstat.eu - abgerufen am 18.03.2015
- Abbildung 10: Anzahl der Baubewilligungen AUT Q1 05 - Q2 09 [Amann, Mundt 09 S. 10]
- Abbildung 11: Baubewilligungen für Gebäude 2005 – 2014; eigene Darstellung, Quelle: Statistik Austria – abgerufen am 21.01.2015
- Abbildung 12: Bevölkerungsprognose bis 2075; eigene Darstellung; Quelle: Statistik Austria – abgerufen am 18.06.2015
- Abbildung 13: Haushaltsprognose bis 2055; eigene Darstellung; Quelle: Statistik Austria – abgerufen am 19.06.2015
- Abbildung 14: Rückgang der Forderungen [IIBW/Arge Eigenheim/FV Steine-Keramik 13 S. 10]
- Abbildung 15: Baubewilligung neuer Wohnungen AUT 2005 – 2013; eigene Darstellung; Quelle: Statistik Austria
- Abbildung 16: Grobe Einteilung einer Projektfinanzierungsstruktur [Loges 04 S. 32]
- Abbildung 17: Charakteristika der Finanzierungsinstrumente [Loges 04 S. 37]
- Abbildung 18: Bereiche des Crowdfunding [Dorfleitner Kapitz, Wimmer 13 S. 3]

Abbildung 19: Eingesammeltes Kapital über Crowdfunding DE;
Quelle:Statista.de - abgerufen am 20.01.2015

Abbildung 20: Erstes Crowdfunding Immobilienprojekt AUT; Quelle:
Crowdfundingfolder_WEB.pdf S. 6 - abgerufen am
21.01.2015 von
<https://1000x1000.at/immocrowd/almresort>

Abbildung 21: Ablauf Immobilien-Crowdfunding Transaktion; Quelle:
<https://1000x1000.at/immocrowd/information> -
abgerufen am 21.01.2015]