

Alternative Immobilienfinanzierung Eine wirtschaftliche und rechtliche Betrachtung der Immobilienanleihe aus Sicht des Emittenten

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

eingereicht bei
Dr. Astrid Kratschmann

Alexander Stampfer, BSc

0852409

Wien, 30.03.2017

Eidesstattliche Erklärung

Ich, **ALEXANDER STAMPFER, BSC**, versichere hiermit

1. dass ich die vorliegende Master These, "ALTERNATIVE IMMOBILIENFINANZIERUNG EINE WIRTSCHAFTLICHE UND RECHTLICHE BETRACHTUNG DER IMMOBILIENANLEIHE AUS SICHT DES EMITTENTEN", 58 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, 30.03.2017

Unterschrift

1. Inhalt

1.	Einleitung	1
1.1.	Fragestellung und Ziele der Arbeit	1
1.2.	Aufbau / Methodik	2
2.	Marktüberblick, Zahlen, Fakten, Daten	3
2.1.	Von der Suche nach Wohnraum zur Suche nach Rendite.....	3
2.2.	Der Österreichische Immobilienmarkt und dessen Finanzierung	5
2.2.1.	Marktüberblick – steigendes Volumen und steigende Preise.....	5
2.2.2.	Klassische Immobilienfinanzierung.....	8
3.	Anleihen	13
3.1.	Anleihen als Instrumente der Unternehmensfinanzierung	13
3.2.	Klassifizierung von Anleihen.....	16
3.3.	Rechtliche Situation in AUT	20
4.	Die Immobilienanleihe	26
4.1.	Ziele einer Immobilienanleihe	26
4.2.	Definition und Abgrenzung der Immobilienanleihe	27
4.3.	Rechtliche Rahmenbedingungen in Bezug auf Veranlagungen in Immobilien-gesellschaften	27
4.4.	Gestaltungsmerkmale einer Immobilienanleihe.....	29
4.4.1.	Kupon.....	30
4.4.2.	Laufzeit der Anleihe.....	31
4.4.3.	Rang der Forderung	32
4.4.4.	Besicherung der Anleihe	34
4.4.5.	Rückzahlungsmodalitäten	34
4.4.6.	Volumen und Pricing einer Immobilienanleihe	35
4.5.	Kosten für den Emittenten	35
4.6.	Leitfaden von der Idee bis zur Platzierung	36
5.	Immobilienanleihen am österreichischen Markt	39
5.1.	Eingrenzung	39
5.2.	JP Immobilien (I und II).....	40
5.3.	Wiener Privatbank Stadthausanleihe.....	43

5.4.	WienWert.....	45
6.	Praxisbeispiel – KMU. GmbH.....	47
6.1.	Ausgangssituation	47
6.2.	Aufgabenstellung	48
6.3.	Praktische Durchführung	48
6.3.1.	Ermittlung Volumen, Laufzeit & Kupon	48
6.3.2.	Strukturierung der Anleihe.....	53
7.	Schlussfolgerungen.....	56
	Kurzfassung	58
	Anhang	59
	Exkurs / Abgrenzung Crowdfunding / Crowdfunding.....	66
	Quellenangaben.....	67
	Abbildungsverzeichnis.....	68
	Tabellenverzeichnis	69

1. Einleitung

Immobilienentwickler verwenden eine Vielzahl von Finanzierungsinstrumenten zur Durchführung ihrer geplanten Projekte. In Zeiten stringenterer Kreditvergaberichtlinien und Eigenmittelanforderungen von Seiten traditioneller Banken (Stichwort Basel III) haben sich in den letzten Jahren einige lokale Projektentwickler in Österreich mit der Emission von Immobilienanleihen Kapital beschafft um Liquidität für ihre Projektentwicklungen zu schaffen. Im europäischen Niedrigzinsumfeld haben Investoren auf der Suche nach attraktiven Renditen solche Immobilienanleihen gut angenommen.

In der vorliegenden Arbeit soll die Immobilienanleihe als alternative Finanzierungsform für Projektentwickler in ihren Variationen vorgestellt und einer wirtschaftlichen und rechtlichen Betrachtung unterzogen werden.

Immobilienanleihen fallen weder unter das Alternative Investmentfondsgesetz (AltFG) noch unter die Konzessionspflicht gem. Bankwesensgesetz (BWG) und haben daher keine eindeutige rechtliche Zuordnung. Diese Arbeit wird die diesbezüglichen rechtlichen Rahmenbedingungen aufzeigen und analysieren.

In den letzten Jahren platzierten Projektentwickler am österreichischen Markt Immobilienanleihen, welche bei angepriesener „grundbücherlicher Sicherheit“ lukrative Renditen bei verhältnismäßig kurzer Laufzeit bieten.

1.1. Fragestellung und Ziele der Arbeit

Die Arbeit wird sich mit der gewerblichen Immobilienfinanzierung durch die Emission von Immobilienanleihen beschäftigen und soll dabei nicht nur einen umfassenden Überblick über die Materie bieten, sondern sich auch als erste Orientierungshilfe für Immobilienentwickler verstehen, welche ihre Projekte über die Emission von Immobilienanleihen finanzieren wollen.

Im Kern der Masterthese sollen die Vor- und Nachteile dieser Finanzierungsform ebenso dargestellt werden wie die rechtlichen Rahmenbedingungen für den Emittenten als auch den Zeichner der Immobilienanleihe.

Dabei soll der Frage nachgegangen werden, welche Formen von Immobilienanleihen dem Emittenten zur Verfügung stehen und wie diese im Einzelnen ausgestaltet werden können. Dabei wird vom generellen Anleihebegriff im Österreichischen Recht ausgegangen und Versucht auf einen gemeinsamen Begriff und sohin auf eine Definition der Immobilienanleihe zu gelangen.

Der Praxisbezug zu dieser theoretischen Darstellung folgt einerseits eine Gegenüberstellung von ausgewählten Emissionen von Immobilienanleihen am österreichischen Markt als auch einem konkreten Beispiel einer Emission anhand eines Unternehmens mit Nahebezug zum Autor. Dabei wird von der ersten Überlegung, der Ermittlung des Kapitalbedarfs sowie der Strukturierung der Anleihe jeder Schritt behandelt.

1.2. Aufbau / Methodik

Die Arbeit gliedert sich in fünf Teile. In einem ersten allgemeinen Teil wird die Ursache der Entwicklung von alternativen Immobilienfinanzierungen beschrieben sowie ein Überblick über den österreichischen Immobilienmarkt und dessen Entwicklung in den letzten Jahren gegeben. In Folge werden Instrumente der Außenfinanzierung mit einem Fokus auf Anleihen vorgestellt. Des Weiteren wird eine Eingrenzung und eine Definition der Immobilienanleihe i.S. dieser Arbeit erörtert. In Kapitel 4 (und speziell ab Kapitel 4.4) werden die einzelnen Gestaltungsmerkmale einer Immobilienanleihe behandelt und deren Vor- und Nachteile beleuchtet. Kapitel 5 gibt folglich einen Einblick in einige ausgewählte Platzierung der letzten Jahre. Die Arbeit schließt mit einem Praxisbeispiel aus dem wirtschaftlichem Nahbereich des Autors sowie einem Exkurs zum Thema Crowdfunding / Crowdinvesting, um sich explizit von dieser, derzeit medial sehr präsenten, Finanzierungsform abzugrenzen.

2. Marktüberblick, Zahlen, Fakten, Daten

Um sich dem Thema zu nähern wird zunächst der österreichische, und speziell der Wiener, Immobilienmarkt grundlegend betrachtet um einen Überblick zu erhalten, warum sich Immobilienentwickler die Frage nach der Emission einer Anleihe stellen. Der Marktüberblick dient auch dazu die Relevanz der Finanzierung von Immobilienprojekten zu verdeutlichen.

2.1. Von der Suche nach Wohnraum zur Suche nach Rendite

Die Nachfrage nach Wohnraum in Österreich ist seit Jahren ungebrochen und speziell der Großraum Wien weist seit Jahren stark steigende Bevölkerungszahlen auf¹. In den zehn Jahren von 2014 bis 2024 wird sich die Wiener Bevölkerung von 1.840.226 Einwohnern im Jahr 2014, um mehr als 6% auf 1.952.394 erhöhen. Wien ist damit die am schnellst wachsende Stadtregion im Europäischen Vergleich² und schon heute die zweitgrößte deutschsprachige Stadt nach Berlin.

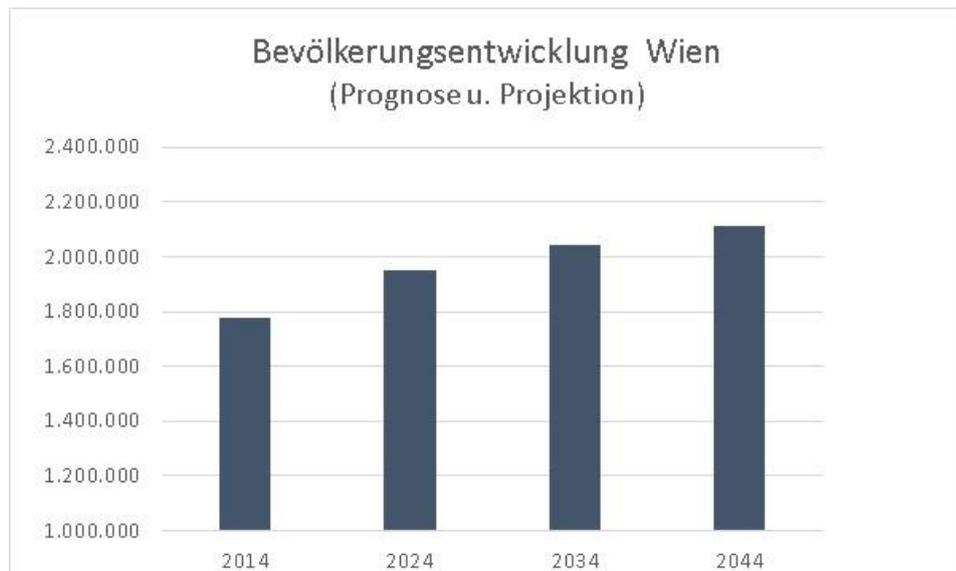
Die geopolitischen Entwicklungen seit Ausbruch des arabischen Frühlings im Jahr 2011 und die dadurch verstärkte Migration nach West- und Mitteleuropa tragen ebenfalls zu einer steigenden Nachfrage nach Wohnraum in Österreich bei (100.000 anerkannte Flüchtlinge entsprechen dabei rd. 1,16% der österreichischen Gesamtbevölkerung). So spricht etwa der Obmann der Fachgruppe der Wiener Immobilientreuhänder, Michael Pisecky, von einem Nachfrageüberschuss in den kommenden 20 Jahren von 100.000 Wohnungen alleine in Wien. In diesen Schätzungen der Fachgruppe ist jedoch der Flüchtlingszustrom noch gar nicht eingerechnet.³ Schätzungen gehen davon aus, dass die Stadt Wien bis zum Jahr 2029 die 2,00 Millionen Einwohner Marke erreicht haben wird (+12,69% gegenüber 2014), der absolute Bevölkerung-Höchststand mit 2,11 Millionen Einwohnern wird aller Voraussicht nach im Jahr 2044 erreicht werden⁴.

¹ Faßmann Heinz, Kommission für Migrations- und Integrationsforschung der Österreichischen Akademie der Wissenschaften (2015): Migration & Integration zahlen.daten.indikatoren 2015, Wien

² -Himpele Klemens, MA 23 (2016): Wien in Zahlen 2016, Magistrat der Stadt Wien MA 23

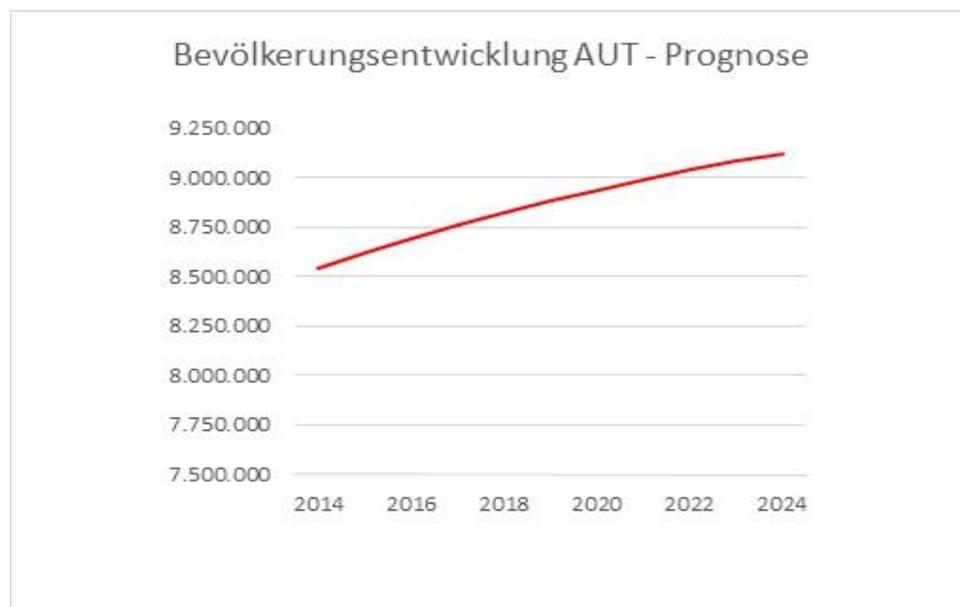
³ http://www.ots.at/presseaussendung/OTS_20160127_OTS0126/investitionsanreize-gegen-wohnungskatastrophe

⁴ Lenoble Christian (2016): Immobilien Trends Entwicklungen Herausforderungen, Die Presse, erschienen am 06.02.2016



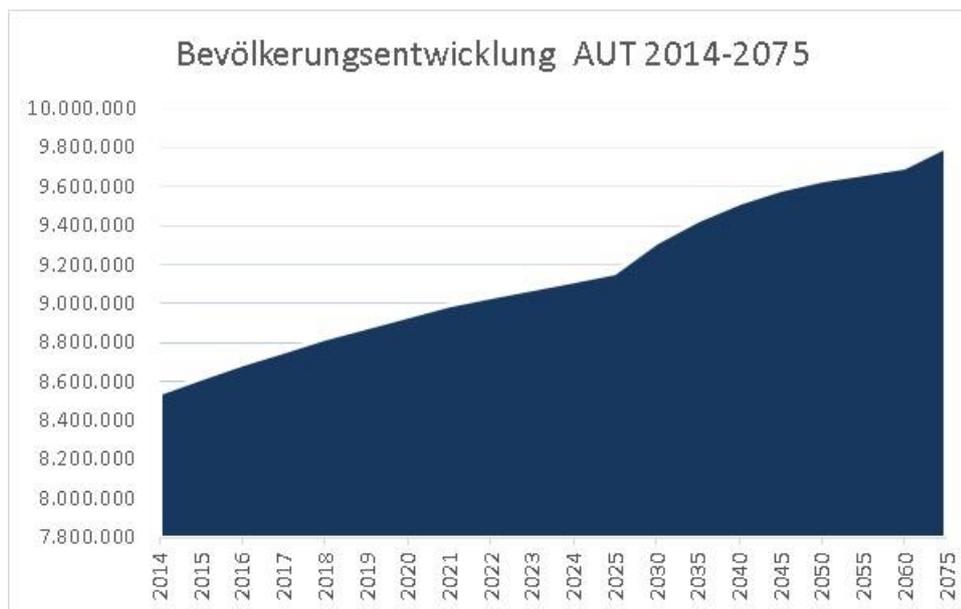
Grafik 1 Bevölkerungsentwicklung Wien

Dieser Trend ist jedoch nicht nur für die Bundeshauptstadt, sondern auch für das gesamte Land bemerkbar. Die Bevölkerungszahlen für die nächsten acht Jahre, ein auch aus Immobilien- Entwickler und Investorensicht relevanter Zeitraum, zeigen hier einen klaren Trend und prognostizieren ein kumulatives Wachstum von 11% von 2015 bis 2024.



Grafik 2 Bevölkerungsentwicklung Österreich gesamt 2014-2024

Die Gesamtprognose der Statistik Austria zeigt ebenfalls einen Anstieg der Bevölkerung bis knapp unter 9,8 Millionen bis zum Jahr 2075.



Grafik 3 Bevölkerungsentwicklung Österreich gesamt 2014-2075⁵

Das anhaltenden Bevölkerungswachstum und die einhergehende steigende Nachfrage nach Wohnraum bildet die Grundlage einer starken Immobilienwirtschaft und bietet Immobilienentwicklern in Österreich eine gute Ausgangssituation.

2.2. Der Österreichische Immobilienmarkt und dessen Finanzierung

2.2.1. Marktüberblick – steigendes Volumen und steigende Preise

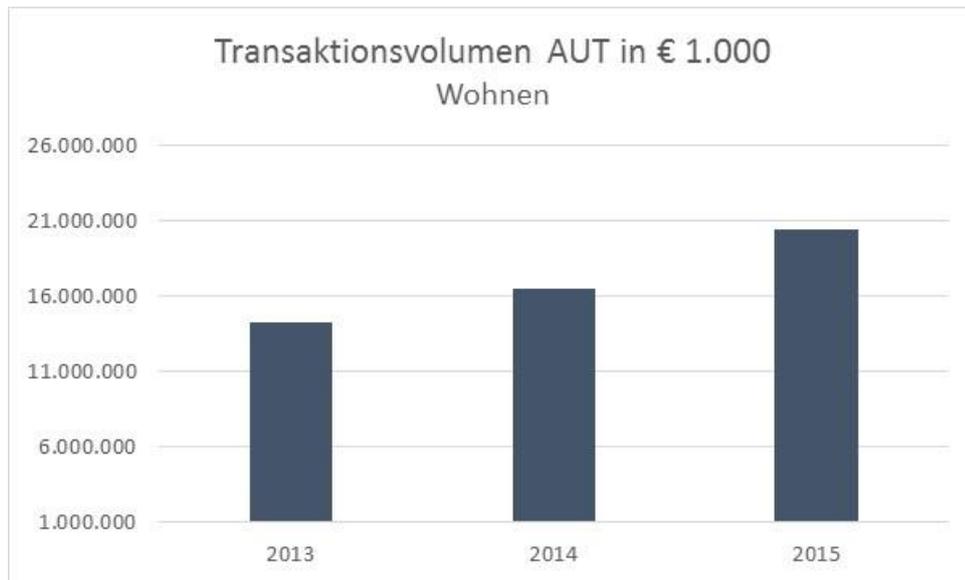
Transaktionsvolumina am Immobilienmarkt spiegeln die im vorherigen Kapitel dargelegten Entwicklungen wieder. So wurden im Jahr 2015 insgesamt 112.124 Immobilienverkäufe im Wert von 23,50 Milliarden Euro im amtlichen Grundbuch registriert. Dies entspricht einer Steigerung um 16,60 Prozent im Vergleich zum bisherigen Rekordjahr 2014.⁶

Zahlen über tatsächliche Eigentümerwechsel und Transaktionen sind mit Vorsicht zu betrachten, da nur im Grundbuch eingetragene Transaktionen aufscheinen, wovon bei einigen aber der Kaufvertrag und Verbücherung in verschiedene Kalenderjahre fallen (Nachlauf). Schwierig wird die Bemessung des Transaktionsvolumens bei Share Deals, bei welchen Anteile an Besitzgesellschaften veräußert werden und Buchwerte so gut wie kaum einen Bezug zu den wahren Verkehrswerten der Immobilie haben.

⁵ Statistik Austria Bevölkerungsprognose 2015. Erstellt am 18.11.2015

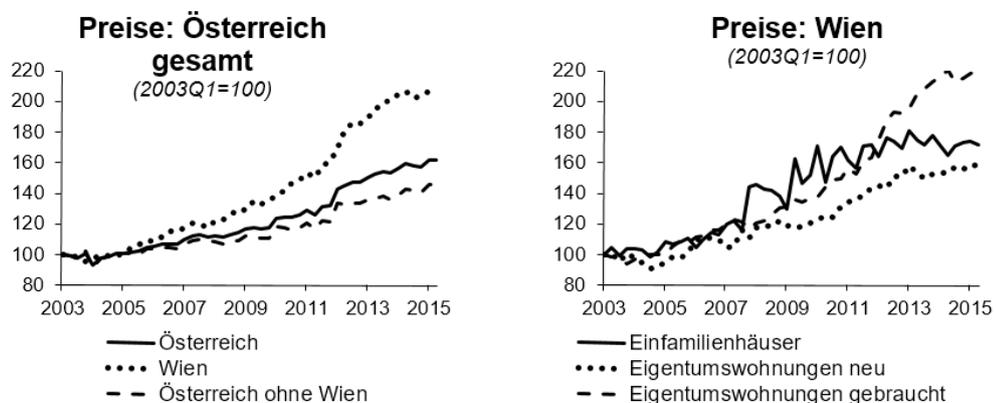
⁶Fiala Klaus (2016) in: Forbes Magazin, 3/2016, S. 24

Angetrieben durch eine starke Nachfrage kombiniert mit niedrigen Zinsen und einer expansiven Geldpolitik der EZB hat auch der österreichische Wohn-Immobilienmarkt ein beträchtliches Wachstum hinter sich. So wurden 2015 erstmals mehr als 100.000 Transaktionen am österreichischen Wohnungsmarkt gezählt. Ebenso stieg das Transaktionsvolumen gegenüber 2014 von rd. € 16,00 Milliarden auf rd. € 21,00 Milliarden an.



Grafik 4. Transaktionsvolumen AUT Wohnen 2013-2015

Diese gesteigerte Nachfrage am Immobilienmarkt hatte in den letzten Jahren einen erheblichen Einfluss auf die Preisentwicklung. So stiegen seit 2013 speziell in der Bundeshauptstadt Wien die Preise für alle Arten von Wohnraum um mehr als 50%, wobei die größten Preissteigerungen bei gebrauchten Eigentumswohnungen vermerkt werden konnten.

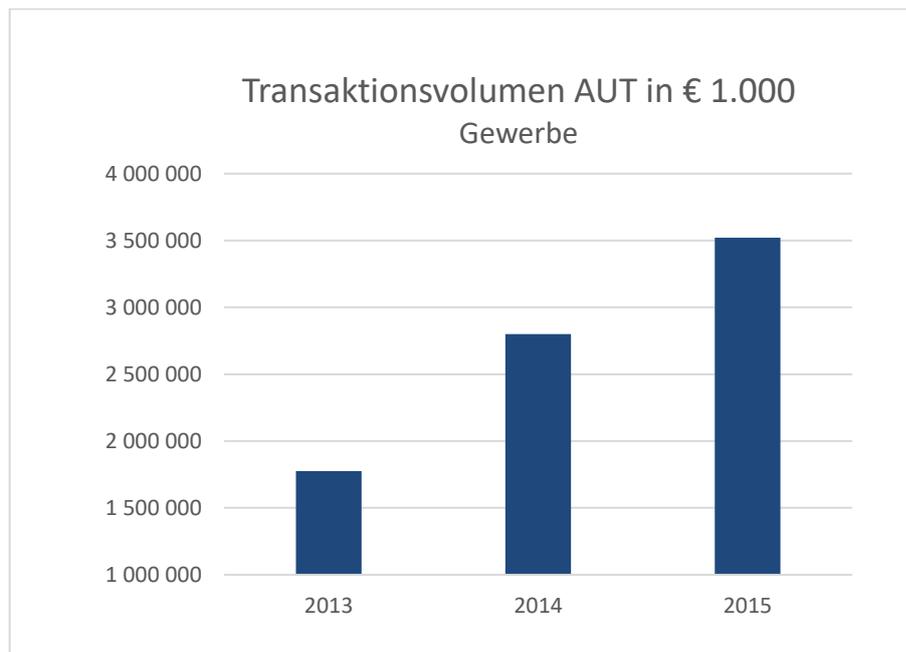


Grafik 5: Preisentwicklung in AUT und Wien 2003-2015⁷

⁷ OENB Factsheet Wohnimmobilienmarkt Österreich Jänner 2016

Dabei ist anzumerken, dass der österreichische Markt im internationalen Vergleich von einem relativ niedrigen Preisniveau gestartet ist und sich die Wachstumsraten der Immobilienpreise über die letzten Jahre durchaus als eine Art Aufholen im europäischen Umfeld bezeichnen lassen können.⁸

Der Markt für Gewerbeimmobilien hat eine ähnliche Entwicklung hinter sich und so wurde im Jahr 2015 ein Transaktionsvolumen von rd. € 3,50 Milliarden erzielt; ein absolutes Rekordjahr und rd. 15% über den Vorjahreszahlen⁹.



Grafik 6. Transaktionsvolumen AUT Gewerbe 2013-2015

Abschließend ist anzumerken, dass der private Immobilienmarkt in Österreich in seiner Gesamtheit ein Volumen von rd. € 1.257 Milliarden umfasst und damit den Hauptteil des österreichischen Privatvermögens darstellt.¹⁰ Demnach ist die Frage nach der Finanzierung dieser Asset Klasse ein wesentlicher Punkt, um diesen Markt besser verstehen zu können.

⁸ Kurier (2016): Immobilienpreise: Plus 20% in fünf Jahren, <http://kurier.at/wirtschaft/marktplatz/immobilienpreise-plus-20-prozent-in-fuenf-jahren> abgerufen am 07.03.2016

⁹ Ernst & Young, 2016 Trendbarometer Immobilien-Investmentmarkt

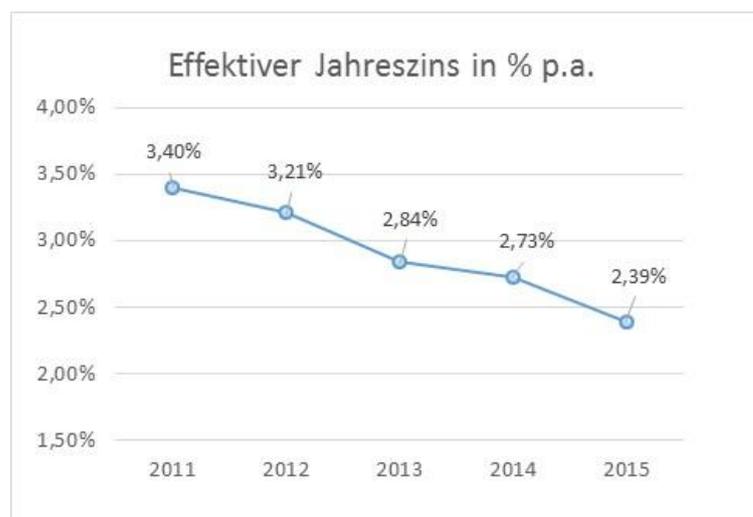
¹⁰ Fessler, Lindner, Schürz (2016): Household Finance and Consumption Survey des Eurosystems 2014, OeNB Juni 2016

2.2.2. Klassische Immobilienfinanzierung

Die klassische und am meisten verbreitete Finanzierungsform, sowohl im privaten als auch gewerblichen Bereich, ist ein Bankdarlehen mit grundbücherlicher Sicherheit (=Hypothekendarlehen). Hierbei wird bankintern der Beleihungswert der Immobilie ermittelt und darauf aufbauend die maximale Kreditsumme errechnet. Als Sicherheit wird eine grundbücherlich einverleibungsfähige Urkunde, die Pfandurkunde, erstellt, unterzeichnet und diese (in den meisten Fällen) im Grundbuch im Lastenblatt (C-Blatt) eingetragen.¹¹

Auf eine weitere pfandrechtliche Verbriefung dieser Forderung seitens der Bank (Pfandbrief) wird hier nicht weiter eingegangen. Von weiterführendem Interesse sind jedoch die Kreditkonditionen welche bei einer klassischen Immobilienfinanzierung mittels Bankdarlehen vorherrschen.

Informationen liefert hier die Österreichische Nationalbank (OeNB) mit ihren statistischen Erhebungen zur Verschuldung von privaten Haushalten in Bezug auf Wohnimmobilien.¹² Demnach beläuft sich das Volumen von Wohnbaukrediten an private Haushalte im Jahr 2014 auf rd. €324,10 Milliarden. Durchschnittlich sind rd. 36% der österreichischen Haushalte (vorrangig mit Hypothekarkrediten) verschuldet¹³. Bei einer Befragung aus dem Jahr 2012 gaben 53,70% der Haushalte an, bei der Finanzierung von Immobilien einen Bankkredit in Anspruch genommen zu haben. Der durchschnittliche effektive Jahreszinssatz (inkl. Gebühren und Spesen) bei Wohnbaukrediten an private Haushalte betrug im Dez. 2015 2,39% und ist über die letzten 5 Jahre betrachtet um rd. 29,71% gesunken.



Grafik 7. Effektiver Jahreszins für Wohnbaukredite an private Haushalte 2011-2015

¹¹ Feil, Marent, Preisl, Grundbuchsrecht Kommentar, 2010

¹² OeNB, Factsheet Wohnimmobilienmarkt Österreich, Jan 2016

¹³ OeNB, Wohnkostenerhebung 2012

Aufgrund der niedrigen Zinsen steigt auch im die Nachfrage nach Wohnbaukrediten, die Daten für den Stand der Verschuldung von privaten Unternehmen (nicht Banken) in Form von Wohnbaukrediten zeigen eine steigende Verschuldung in den letzten Jahren.



Grafik 8. Wohnbaukredite an private Nichtbanken 2011-2014¹⁴

Der Weg zu einer Bank scheint demnach für die meisten Teilnehmer am Immobilienmarkt eine adäquate Möglichkeit, sich mit dem notwendigen Kapital für den Kauf einer Immobilie auszustatten. Die Kosten für das bereitgestellte Kapital in Form von Zinsen sowie verschiedene Gebühren ermöglicht der Bank als Intermediär am Geldmarkt diese Liquidität zur Verfügung zu stellen. Um zu verstehen wie sich die Kapitalkosten im Fall einer Bankfinanzierung zusammensetzten gibt ein Blick in eine exemplarisch dargestellte Deckungsbeitragsrechnung einer Bank Einsicht.

¹⁴ Quelle: OeNB, Factsheet Wohnimmobilienmarkt Österreich, Jan 2016

Aus Sicht einer finanzierenden Bank setzt sich der an den Kunden zu verrechnende Zinssatz aus einem Basiszinssatz oder Referenzzinssatz sowie diversen Risikoaufschlägen zusammen. Vereinfacht dargestellt können diese einzelnen Komponenten in einer exemplarischen Deckungsbeitragsrechnung einer Bank wie folgt zusammengefasst werden.

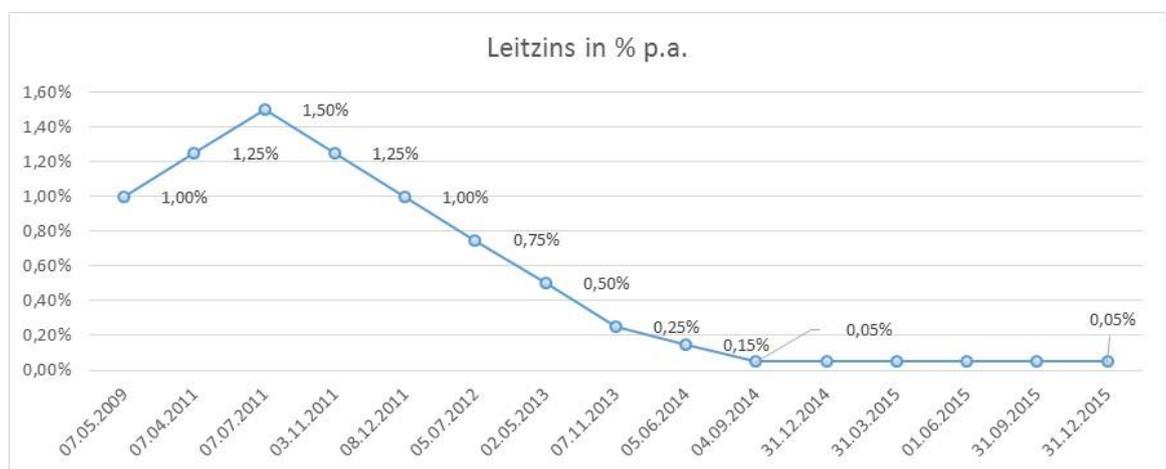
Stufenweise Deckungsbeitragsrechnung einer Bank	
Geschäftsfeld Institut (Bankfiliale)	
+ Konditionsbeitrag Aktiva	Mehrerlös der Bank durch Abschluss eines Kreditgeschäfts mit einem Kunden im Vergleich zu einer anderen Veranlagung des Kapitals
+ Konditionsbeitrag Passiva	Ersparnis durch den Abschluss eines Spargeschäfts mit einem Kunden im Vergleich zu andere Kapitalbeschaffung
+ Spannenbeitrag	Je nach Bankinternem Ansatz verrechneter Zuschlag
+ Strukturbeitrag	Prämien für Kapitalbindung / Kapitalüberlassung für bestimmte Fristen
=Deckungsbeitrag 1 (DB1)	
+ Provisionsbeitrag	z.B. Kreditprovisionen, Kontoüberziehungsprovisionen, Wertpapierprovisionen, Provisionen für Bausparen und Versicherungen
+ Handelsbeitrag	Erträge und Kosten aus dem Handel mit Wertpapieren, Valuten, Devisen und Derivaten
+ Kursgewinn	Wertpapierkursgewinne durch eigene Wertpapiere der Bank
=DB2	
– Produktkosten	Kosten, die bei der Durchführung einer Transaktion entstehen. Bei einem Zahlschein kann dies z.B. die Zeit zur Kontrolle und EDV-Verarbeitung sein.
=DB 3	
– Standardrisikokosten	Diese werden zur Risikovorsorge des gesamten Kreditvolumens einer Bank in Abhängigkeit von der Bonität der Kunden und der Sicherheiten, die er eingesetzt hat, berechnet.
=DB4	
– Gewinnbedarf	Abhängig von der individuellen Gewinnplanung einer Bank. Über den Gewinn sollen alle Kosten abgedeckt sein und ein zusätzlicher Betrag übrigbleiben, z.B. für Steuerzahlungen, Dividendenzahlungen, Erfüllung von gesetzlich vorgeschriebenen Eigenkapitalerfordernissen etc.
=DB5	
– Vertriebskosten	z.B. Personalkosten, Raummiete, Stromkosten
– General Overhead	Das sind Kosten, die nicht direkt einem Geschäftsfeld zuordenbar sind, z.B. Vorstand, Rechnungswesen und Controlling.
+/- Ausgleich Kostenrechnung	Abweichungen der ursprünglich geplanten Kosten
+/- Risikoausgleich	Differenzposition der Standardrisikokosten zu den tatsächlichen Risikokosten
=DB6	

Grafik 9: Beispiel Deckungsbeitragsrechnung¹⁵

¹⁵ Grafik: AWS, Arbeitsgemeinschaft für Wirtschaft und Schule / WKO 2014 „Leistungserstellung in Banken und Versicherungen“

Aus der Deckungsbeitragsrechnung (insbesondere DB1) folgt, dass die Veranlagung bzw. Geldbeschaffungskosten der Bank den größten Einfluss auf die Rentabilität im klassischen Einlagen- und Kreditgeschäft haben. Steigen oder fallen die Zentralbankzinssätze der Leitwährungen hat dies erheblichen Einfluss auf das Geschäft einer Bank.

Im Zuge der Wirtschaftskrise beginnend mit der Subprime Mortgage Krise und dem Zusammenbruch der Investmentbank Lehmann Brothers im September 2008 wurde seitens der großen Zentralbanken (Federal Reserve in den USA, Europäische Zentralbank für den EURO-Raum sowie Bank of England für das Vereinigte Königreich) sukzessive der jeweilige Leitzins gesenkt um die Weltwirtschaft zu stützen. Die folgende Grafik zeigt die Entwicklung des EZB Leitzinses seit 2009.



Grafik 10 EZB Leitzins 2009-2015¹⁶

Dadurch gerieten Banken zunehmend unter Druck, da bei dem klassischen Einlagengeschäft den Kunden nur noch geringe Zinsen auf das eingelegte Kapital geboten werden kann. Zuletzt musste Österreichs größte Bank herbe Verluste im Privatkundengeschäft verzeichnen, da im gegenwärtigen Niedrigzinsumfeld bei bestehender Kostenstruktur ein profitabler Betrieb kaum aufrecht zu erhalten ist.¹⁷

¹⁶ Quelle: <https://www.ecb.europa.eu/stats>

¹⁷ Irmgard Kischko, „Der Kunde als Verlustbringer“ Kurier vom 13.11.2015

Auf der anderen Seite geraten Investoren, sowohl der private Sparer als auch institutionelle Investoren wie Pensionsfonds und Versicherungsanstalten, aufgrund des Niedrigzinsumfelds unter Druck (Asset Liability Duration Mismatch) und ändern ihre Veranlagungsstrategie zunehmend in Richtung alternativer Investmentformen.

Die in Österreich nach wie vor beliebtesten Anlageformen sind das Sparbuch (77%) und der Bausparvertrag (65%)¹⁸, beides Anlageprodukte welche in den letzten Jahren durchwegs negative Renditen (nach Abzug von Kapitalertragsteuern, Inflation und Spesen) erbracht haben. Der österreichische Sparer beginnt erst langsam sich mit anderen Veranlagungsformen wie Aktien und Anleihen auseinanderzusetzen. Dies kann einerseits auf Jahrzehnte mit stabilen und ertragreichen Zinsniveaus sowie einer im gesamteuropäischen Vergleich relativ niedrigen Finanzbildung der Bevölkerung zurückgeführt werden.

Erst wenn, wie in den letzten Jahren nach der Krise, die Erträge immer niedriger werden beginnt auch der österreichische Anleger sich auf die Suche nach Rendite zu begeben. Diesen Umstand erkennen auch immer mehr Immobilienentwickler und gehen mit der Emission von Anleihen und speziell auf den österreichischen Markt zugeschnitten Produkten auf die Anleger zu.

Um das Thema „Immobilienanleihe“ besser zu analysieren wird zuerst die normale Anleihe als Finanzierungsinstrument vorgestellt, um in einem weiteren Schritt eine engere sowie einheitliche Definition von Immobilienanleihen zu erhalten und sich mit den Eigenheiten und Unterschieden zu einer regulären Anleihe auseinanderzusetzen.

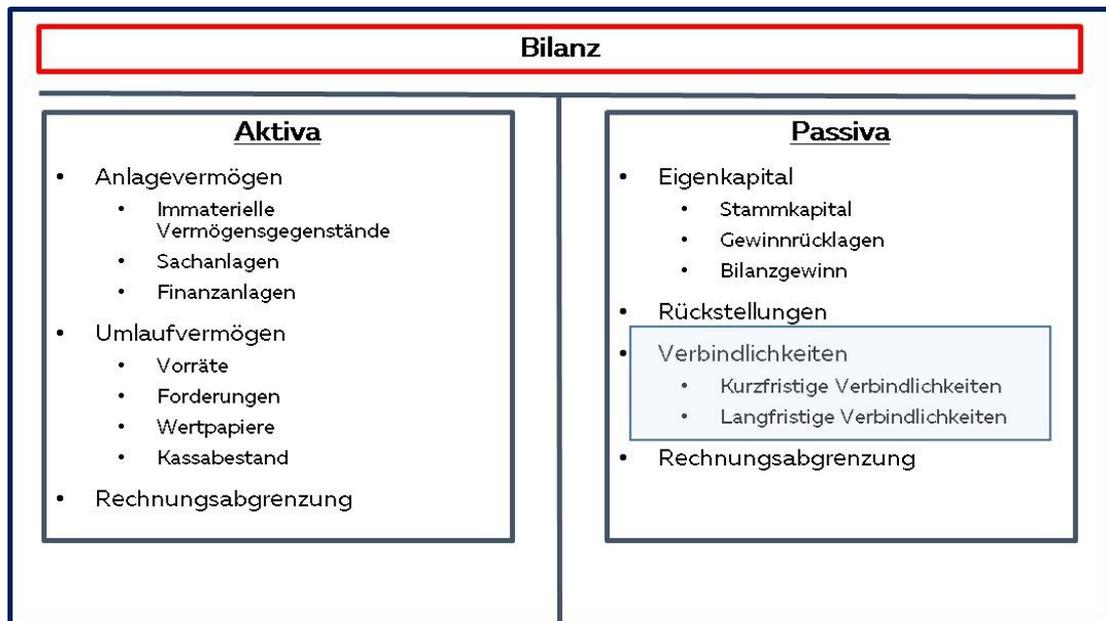
¹⁸ - Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen (2015): Studie: Wie spart Österreich in Zeiten von Niedrigzinsen? IMAS International, erschienen am 14.10.2015

3. Anleihen

Das nachfolgende Kapitel bildet die Einleitung zum Kern der Arbeit und soll den Leser mit der Materie der Anleihe als Instrument der Unternehmensfinanzierung vertraut machen, Begrifflichkeiten klären und so den Übergang zur eigentlichen Immobilienanleihe vereinfachen.

3.1. Anleihen als Instrumente der Unternehmensfinanzierung

Anleihen zählen zu den Finanzierungsinstrumenten der Außenfinanzierung. Im Gegensatz zu Eigenkapital, operativen Gewinnen oder Rückstellung, welche die unternehmensinterne Finanzierung darstellen, wird „fremdes“ Kapital von außen (=außerhalb des Eigentümerkreises) zur Finanzierung herangezogen. Bilanztechnisch lassen sich alle Instrumente der Außenfinanzierung wie folgt darstellen:



Grafik 11 Beispiel Bilanz ¹⁹

Klassische Instrumente der Außenfinanzierung sind:

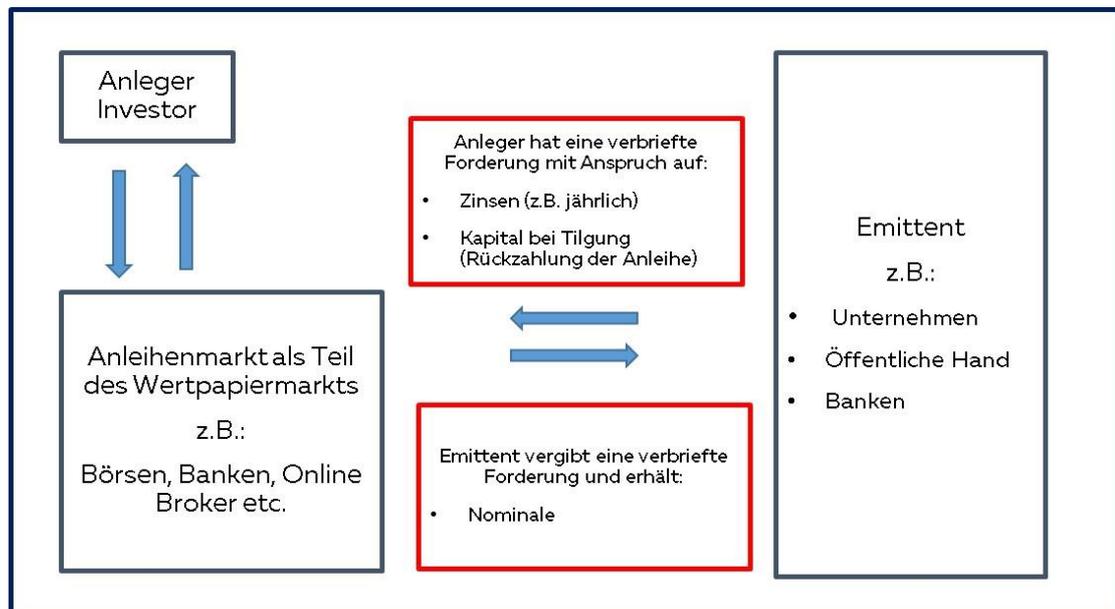
- Kredite
- Geldmarktpapiere
- Darlehen
- Wandelschuldverschreibungen
- Anleihen

¹⁹ Quelle: Eigene Darstellung

Aus Unternehmenssicht sind alle Instrumente der Außenfinanzierung Forderungen gegenüber Unternehmen, welche früher oder später bedient werden wollen. Der Ausgestaltung dieser Forderungen sind kaum Grenzen gesetzt und beschäftigen eine Vielzahl von Banken, Unternehmensberatern und Anwälte und stellt ein eigenes Geschäftsfeld dar (Debt Capital Markets).

Anleihen sind verbrieft Forderungen mit welchem ein Kredit am Kapitalmarkt (im Gegensatz zu einem Kredit eines Bankinstituts) aufgenommen wird. Anleihen werden nicht privat, sondern öffentlich vergeben und sind in der Regel auch öffentlich über eine Börse oder einen Wertpapierhändler handelbar. Die Möglichkeit Anleihen je nach Bedarf des Unternehmens zu gestalten und sich unabhängig von Kreditinstituten mit Liquidität zu versorgen trägt ihren Teil dazu bei dass, Anleihen den bei weitem größten Teil der Außenfinanzierung von Unternehmen darstellen.

Allein die an der Wiener Börse gehandelten Anleihen (ohne öffentlichen Sektor) verzeichnen ein Volumen von rd. € 196,63 Milliarden. Inkludiert man die alle meldepflichtigen Anleihen von in Österreich ansässigen Emittenten steigt das Umlaufvolumen auf rd. € 231,60 Milliarden bei einem Neuemissionsvolumen im Jahr 2014 von rd. € 6,95 Milliarden²⁰. Vom Kapitalmarkt sind Anleihen nicht wegzudenken und stellen eine wichtige Funktion in der Finanzierung des Wirtschaftskreislaufs dar.



Grafik 12 Schematische Darstellung einer Anleihe ²¹

Im Grundprinzip vergibt der Emittent eine verbrieft Forderung, in welcher die Konditionen für die Kapitalüberlassung geregelt sind und erhält im Gegenzug das

²⁰ Wiener Börse, Anzahl und Volumen gehandelter Anleihen per Dez. 2016

²¹ Quelle: Eigene Darstellung

Kapital der Anleger. Einmal auf dem Anleihenmarkt platziert können diese Forderungen beliebig gekauft und verkauft werden. Börsen, Wertpapierhändler und Banken helfen dabei als Marktintermediäre und sorgen mit der Preisbildung, dass sich Angebot und Nachfrage die Waage halten.

Die Finanzmarktaufsicht (FMA) definiert Anleihen wie folgt:

Definition: „Anleihen (=Schuldverschreibungen, Renten) sind Wertpapiere, in denen sich der Aussteller (=Schuldner, Emittent) dem Inhaber (=Gläubiger, Käufer) gegenüber zur Verzinsung des erhaltenen Kapitals und zu dessen Rückzahlung gemäß den Anleihebedingungen verpflichtet. Neben diesen Anleihen im engeren Sinne gibt es auch Schuldverschreibungen, die von den erwähnten Markmalen und der nachstehenden Beschreibung erheblich abweichen.“²²

Diese recht weite Definition seitens der Finanzmarktaufsicht wird zum Teil auch in den verschiedenen anwendbaren Rechtsnormen übernommen. Auf der anderen Seite kommt der recht weit gefasste Begriff aus der Steuergesetzgebung zum Tragen. Das Einkommenssteuergesetz (EStG) spricht überhaupt nur von der „Überlassung von Kapital“²³

Einschränkungen können aber auch aus der Definition des Einlagengeschäfts gem. Bankwesensgesetz kommen, nämlich wenn der Emittent einer vermeintlichen Anleihe in das konzessionspflichtige Einlagengeschäft einer Bank gerät. So lautet z.B. die Definition gem. Bankwesensgesetz (BWG) wie folgt:

(1) Ein Kreditinstitut ist, wer auf Grund der §§ 4 oder 103 Z 5 dieses Bundesgesetzes oder besonderer bundesgesetzlicher Regelungen berechtigt ist, Bankgeschäfte zu betreiben. Bankgeschäfte sind die folgenden Tätigkeiten, soweit sie gewerblich durchgeführt werden:

- 1. Die Entgegennahme fremder Gelder zur Verwaltung oder als Einlage (Einlagengeschäft);*
- 2. die Durchführung des bargeldlosen Zahlungsverkehrs und des Abrechnungsverkehrs in laufender Rechnung für andere (Girogeschäft);*
- 3. der Abschluß von Geldkreditverträgen und die Gewährung von Gelddarlehen (Kreditgeschäft);*

...

13. die Verwaltung von Investmentfonds nach dem Investmentfondsgesetz 2011 – InvFG 2011, BGBl. I Nr. 77/2011 (Investmentgeschäft);

²² -Finanzmarktaufsicht (2016):Anlegerinformation, <https://www.fma.gv.at/de/verbraucher/wertpapiere/anlageprodukte/anleihen.html> abgerufen am 05.05.2016

²³ §27 Abs. 2 EStG

13a.die Verwaltung von Immobilienfonds nach dem Immobilien-Investmentfondsgesetz - ImmoInvFG, BGBl. I Nr. 80/2003 (Immobilienfondsgeschäft);

Dies lässt erahnen, dass eine einheitliche Definition von Immobilienanleihen nicht ohne weiteres möglich sein wird.

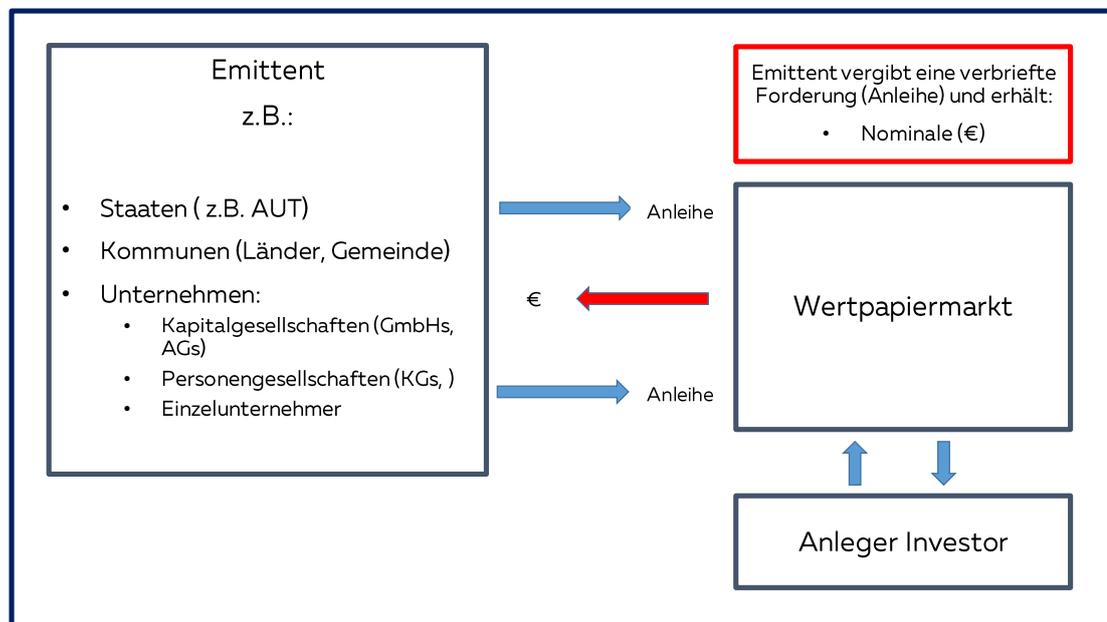
Um das Wesen einer Anleihe besser zu verstehen werden die verschiedenen Anleiheformen im nächsten Kapitel einer Gliederung unterzogen.

3.2. Klassifizierung von Anleihen

Anleihen können anhand verschiedener Kriterien in unterschiedliche Klassen geteilt werden. Folgende Unterteilungen werden in diesem Kapitel näher beleuchtet:

- Rechtsform des Emittenten (=Ausgeber der Anleihe)
- Vertragsgestaltung der Forderung
- Seniorität (=Stärke der Forderung)
- Besicherung

Eine erste Differenzierung erfolgt nach **der Rechtsform des Emittenten** (=Ausgeber der Anleihe):



Grafik 13 Klassifizierung von Anleihen²⁴

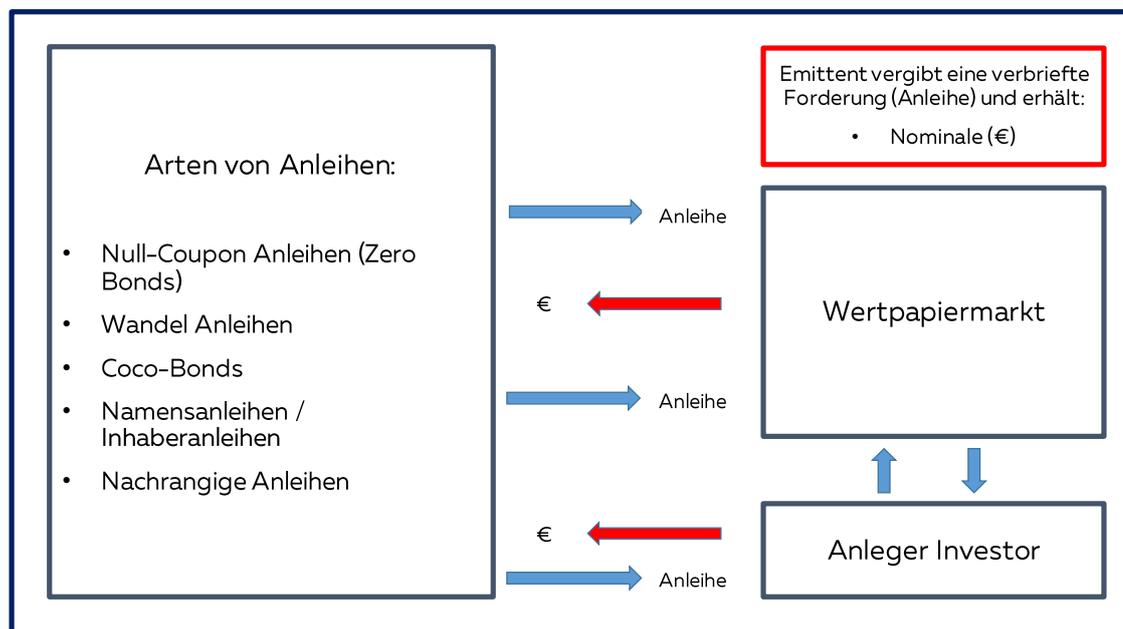
²⁴ Quelle: eigene Darstellung

Die Unterscheidung nach der Rechtsform des Emittenten spiegelt sich unmittelbar in der Anwendbarkeit der zuständigen Rechtsnormen als auch Behörden wieder.

So werden z.B. Anleihen des Bundes, der Länder oder der Österreichischen Nationalbank (Staatsanleihen) von der Bundesfinanzierungsagentur begeben und von der Österreichischen Kontrollbank auf ihre Gesetzmäßigkeit geprüft und auch auf einer eigenen Plattform vertrieben²⁵. Sie fallen jedoch aufgrund ihrer Natur nicht unter die Anwendbarkeit des Bankwesengesetzes (BWG) bzw. des Kapitalmarktgesetzes (KMG)²⁶.

Die vorliegende Arbeit beschäftigt sich mit Anleihen von privaten Unternehmen, eine weitere Behandlung von staatlichen und oder kommunalen Schuldverschreibungen ist der Beantwortung der Fragestellung nicht Zielführend und würde den Rahmen dieses Formats sprengen.

Eine weitere Art der Differenzierung von Anleihen besteht in **Art der Vertragsgestaltung der Forderung**. Dies inkludiert die Art, Höhe, Zeitpunkt und Modalität der Rückzahlung, die bezahlten Zinsen als Entschädigung für das geliehene Kapital bzw. die Risikoprämie sowie die Handhabung der Forderung im Falle einer Zahlungsunfähigkeit des Emittenten.



Grafik 14 Differenzierung nach Art der Anleihe ²⁷

²⁵Österreichische Bundesfinanzierungsagentur (2011): Österreichische Bundesanleihen starke Fundamente für Ihre Geldanlage, Juli 2011, Wien

²⁶ § 3 Abs 1 Z 1 KMG

²⁷ Quelle: eigene Darstellung

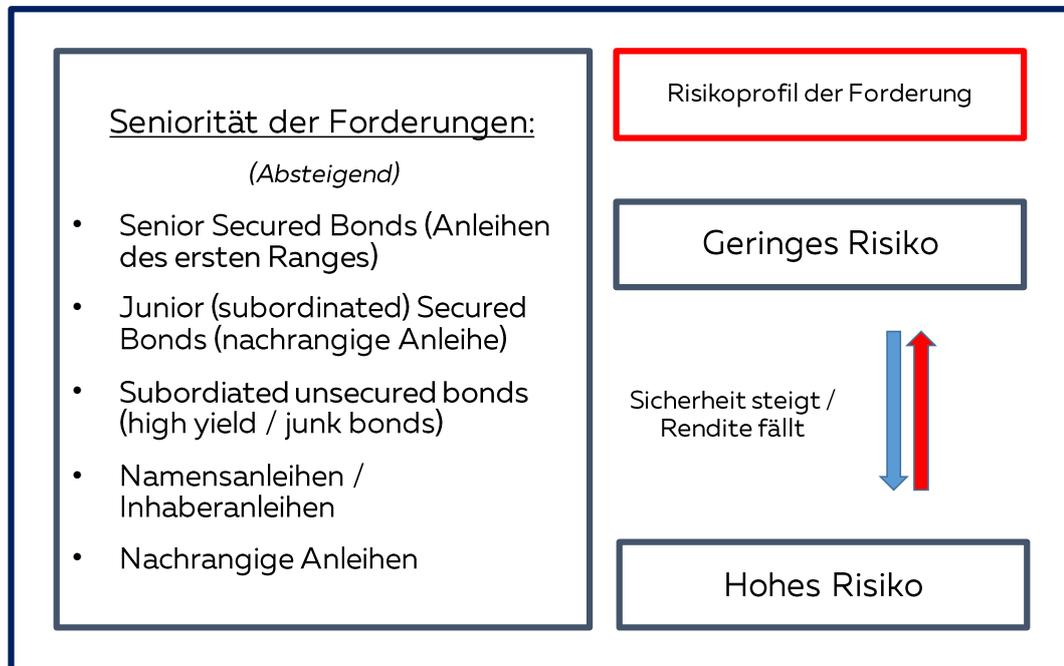
Anleihe Arten	
Standardanleihen	Haben eine feste Verzinsung (Kupon) über die gesamte Laufzeit
Null-Kupon Anleihe (Zero Bonds)	Der gesamte Betrag (Nominale sowie Zinsen werden am Ende der Laufzeit ausgezahlt; keine laufenden Auszahlungen während der Laufzeit; werden oft unter der Nominale emittiert (Disagio) und zu 100% zurückgezahlt
Wandel Anleihen	Unter bestimmten Voraussetzungen hat der Anleger das Recht seine Forderung gegen Aktien zu tauschen; Bezugsverhältnis und Zeitpunkt sind bei der Emission festgelegt
Aktienanleihe (Equity Bond)	Der Emittent hat das Recht bei Fälligkeit anstatt der Tilgung der Anleihe eine bestimmte Anzahl von Aktien zu liefern
Ewige Renten (Perpetuals)	Diese werden nie getilgt, der Anleger erhält nur Zins bzw. Kupon
Annuitätenanleihen	Kupon und Tilgung werden auf gleich hohe Beträge über die Laufzeit verteilt
Variabel verzinsten Anleihen (Floater)	Die Zinssätze werden während der Laufzeit meist anhand von Geldmarktzinssätzen (EURIBOR / LIBOR etc.) angepasst. Auch können dabei Zinsober- und Untergrenzen vereinbart werden (Cap Floater bzw. Floor Floater)
Stufenzinsanleihen	Der Kupon steigt gemäß einer bei der Emission vereinbarten Zinstreppe. Erhöht sich der Kupon spricht man von Step up, sinkt dieser von Step down Anleihen
Nachrangige Anleihen	Hierbei steht dem Anleihegläubiger nur eine nachrangige Forderung gegen den Emittenten zu; Die Forderung wird erst nach Befriedigung anderer (höherrangiger) Forderungen bedient.
Contingent Convertible Bonds (Coco Bonds)	Nachrangige Wandelanleihen, bei denen die Wandlung der Forderung in Eigenkapital (=debt for equity) nach zuvor festgelegten Parametern erfolgt.

Tabelle 1: Arten von Anleihen²⁸

Diese Aufzählung der gängigsten Anleihearten ist lediglich ein kurzer Einblick in die Welt der „Debt Capital Markets“. Der Ausgestaltung von Anleihen sind fast keine Grenzen gesetzt und so kommen laufend neue Hybrid- oder Spezialanleihen auf den Markt um dem Risikoprofil diversester Investoren gerecht zu werden.

²⁸ Quelle: Eigene Darstellung

Die Differenzierung anhand der **Stärke der Forderung (auch Seniorität)** bildet die letzte in der Praxis und Literatur verwendete Möglichkeit Anleihen zu unterteilen. Dabei wird ein fiktiver Zahlungsausfall angenommen und die Anleihen werden nach ihrem Forderungsrang gereiht.



Grafik 15 Differenzierung nach Seniorität:

29

Die Seniorität einer Anleiheforderung spiegelt die Stärke der Gläubiger im Zahlungsausfall wieder. Hier gilt, wie bei allen Veranlagungsinstrumenten, höheres Risiko → höherer Rendite. Je schwieriger es für einen Anleihegläubiger ist, im Insolvenzfall einen Teil seines Kapitals durch die Verwertung von Sicherheiten oder sonstiger Vermögensgegenstände des Emittenten wieder zu erlangen, desto höher wird die Rendite sein die der Anleger für dieses Risiko verlangt.

Unabhängig von der Ausgestaltung einer Anleihe sind auf die vertragliche Gestaltung, den Vertrieb, die Entgegennahme sowie die Auszahlung von fremden Geldern eine Vielzahl von Rechtsnormen anzuwenden.

²⁹ Luc Nijs, 2014, Mezzanine Financing

3.3. Rechtliche Situation in AUT

Die Gesetzeslage in Österreich zur Emission von Anleihen wird neben den allgemeinen Grundsätzen des ABGB vorwiegend durch folgende Normen geprägt:

- Bankwesengesetz (BWG)
- Wertpapieraufsichtsgesetz (WAG)
- Kapitalmarktgesetz (KMG)
- Investmentfonds Gesetz (InvFG)
- Alternative Investmentfonds Manager-Gesetz (AIFM)
- Immobilieninvestmentfonds Gesetz (ImmoInvFG)
- Alternativfinanzierungsgesetz (AltFG)
- Konsumentenschutzgesetz (KschG)
- Div. Verordnungen (sowohl EU als auch nationale Gesetzgebung)

Grundsätzlich richtet sich der Gesetzgeber an einem relativ starken Anlegerschutzgedanken, weshalb mit immer größerem Verlustrisiko bzw. immer distanzierterer Haftung der Ausgeber von einer immer strengeren Regelung ausgegangen werden kann. Die folgende Tabelle gibt einen Überblick jener Normen, welche bei der Begebung einer Anleihe zum Tragen kommen können.

Norm	Anwendbarkeit	Bsp. Produkt / Tätigkeit
BWG	Alle Banken und einige Finanzdienstleister mit Bankkonzession	Vergabe hypothekarischer Kredit
WAG	Alle natürlichen oder jur. Personen welche Wertpapierdienstleistungen oder Anlagetätigkeiten ausüben	Emission von Aktien / Anleihen
KMG	Marktteilnehmer welche ein öffentliches Angebot an Wertpapieren oder Veranlagungen unterbreiten	Prospektpflicht bei Anleihen
Prospekt-VO	Wertpapierprospekte gem. KMG	Anforderungen an Wertpapierprospekt
InvFG	Kapitalanlagefonds / Spezialfonds	
AIFMG	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapiere (OGAW)	Geschlossene Investmentfonds
ImmoInvF	Kapitalanlagegesellschaften für Immobilien	Offene Immobilienfonds
AltFG	Finanzierung von KMU	Crowdfunding Nachrangdarlehen
KschG	Konsumenten allgemein	Aufklärungspflichten bei Finanzprodukten

Tabelle 2: Überblick rechtliche Anwendungsbereiche³⁰

³⁰ Quelle: Eigene Darstellung

Die Emission von Anleihen bedarf grundsätzlich keiner Bankkonzession gem. **Bankwesengesetz (BWG)**, sofern diese als handelbare Inhaber- und Orderschuldverschreibungen erfolgt³¹. Dies bedeutet, dass die Anleihen auf eine natürliche oder jur. Person ausgestellt und nicht auf einer regulären Wertpapierbörse zum Handel zugelassen sind. Ist dies nicht der Fall liegt oft ein Einlagengeschäft gem. § 1 Abs. 1 Z 1 BWG vor, welches eine Bankkonzession voraussetzt.

Die Emission von Anleihen kann grundsätzlich mithilfe eines Bookrunners bzw. eines behördlich konzessionierten Wertpapierdienstleisters gem. **Wertpapieraufsichtsgesetz (WAG)** erfolgen. Der Bookrunner kümmert sich um die Beratung, Strukturierung und schlussendlich auch die Platzierung der Anleihe am Markt. Dabei spielt insbesondere die Strukturierung in Hinblick auf Volumen, Preis und Art der Anleihe eine Rolle, damit diese dann auch am Kapitalmarkt erfolgreich platziert werden kann. Sollte eine Platzierung einer Anleihe ohne einen Bookrunner erfolgen, spricht man von einer Eigenemission. Das wirtschaftliche Risiko die Anleihe am Markt zu platzieren verbleibt dabei beim Emittenten.

Anleihen stellen grundsätzlich Wertpapiere i.S. des **Kapitalmarktgesetzes (KMG)** dar und fallen entsprechend unter die Anwendbarkeit des KMG. Dieses reguliert entsprechende Informationspflichten zwischen professionellen und nicht-professionellen Marktteilnehmern um mögliche Informationsasymmetrien zu verringern. Ein wesentlicher Bestandteil bilden dabei die Pflicht einen Wertpapierprospekt zu erstellen und diesen überprüfen zu lassen, damit Wertpapiere öffentlich angeboten werden dürfen. (=Prospektpflicht).

Die Prospektpflicht richtet sich gem. KMG nach dem Tatbestand eines öffentlichen Angebots von Wertpapieren oder Veranlagungen.

§ 1 Abs. 1 Z 1 Kapitalmarktgesetz (KMG) definiert ein öffentliches Angebot wie folgt: *„**öffentliches Angebot**: eine Mitteilung an das Publikum in jedweder Form und auf jedwede Art und Weise, die ausreichende Informationen über die Bedingungen eines Angebots (oder einer Einladung zur Zeichnung) von **Wertpapieren oder Veranlagungen** und über die anzubietenden Wertpapiere oder Veranlagungen enthält, um einen Anleger in die Lage zu versetzen, sich für den Kauf oder die Zeichnung dieser Wertpapiere oder Veranlagungen zu entscheiden. Diese Definition gilt auch für die Platzierung von Wertpapieren oder Veranlagungen durch Finanzintermediäre“*

Dabei gilt grundsätzlich als „öffentlich“ ein Angebot, welches sich an mehr als 150 Personen richtet, da darunter schon allein aufgrund der Ausnahmebestimmungen eine

³¹ Karas/Träxler/Waldherr in Dellinger, 2007 Kommentar zum BWG § 1 Rz 17

Ausnahme von der Prospektspflicht vorliegt³². Ein weiteres Merkmal eines öffentlichen Angebots i.S. des KMG sieht die personenbezogene Unbestimmtheit des Angebots vor, sohin ein Element der Anonymität in Bezug auf die Adressaten, demnach, individuelle an bestimmte Personen gerichtete Angebote auf jeden Fall als „nicht-öffentlich“ zu qualifizieren sind³³.

Liegt also entweder kein öffentliches Angebot vor (=Privatplatzierung) oder ist die Öffentlichkeit aufgrund des eingeschränkten Interessentenkreises zu verneinen liegen unter Umständen Ausnahmen von der Prospektspflicht vor. In Anbetracht der nicht unerheblichen Kosten für den Emittenten ist eine sorgfältige Abwägung ob der Notwendigkeit eines Kapitalmarktprospekts empfehlenswert.

Besteht keine Ausnahme von der Prospektspflicht ist ein solcher vor Veröffentlichung eines Angebots zu erstellen und von der Finanzmarktaufsicht prüfen zu lassen.

Die **Prospektverordnung (ProspektVO)** als Umsetzung der EU Richtlinie 2003/71/EG gibt die in Wertpapierprospekten enthaltenen Informationen, das Format, die Aufnahme von Informationen mittels Verweis und die Veröffentlichung solcher Prospekte und die Verbreitung von Werbung diesbezüglich vor. Dazu bedient sich die Verordnung einer Reihe von Schemata und Modulen in tabellarischer Form die in festgeschriebener Weise auszufüllen sind³⁴.

Ein durchaus kritischer Aspekt einer Emission kann durch die Anwendbarkeit des **Investmentfonds Gesetz (InvFG)** bestehen, da jegliche Aktivität eines Investmentfonds eine behördliche Konzessionierung gem. Bankwesengesetz voraussetzt³⁵. Qualifizierend für die Anwendbarkeit des InvFG ist das Vorliegen eines „Organismus für gemeinsame Veranlagung in Wertpapieren“ (OGAW). Dabei zentral sind die Merkmale der Beschaffung der Gelder beim Publikum und die Veranlagung auf gemeinsame Rechnung dieser Gelder nach dem Grundsatz der Risikostreuung in liquide Finanzanlagen. Ein weiteres wesentliches Merkmal eines OGAW ist, dass deren Anteile auf Verlangen der Anleger zu Lasten des Fondsvermögens zurückgenommen werden müssen (Recht auf Rückgabe und Auszahlung)³⁶.

³² Siehe § 3 Abs. 1 Z 14 KMG

³³ Oberndorfer, 2014, „Die Prospektspflicht nach dem KMG“ S.53

³⁴ Siehe Art. 3 ProspektVO

³⁵ Siehe § 1 Abs 1 Z 13 BWG

³⁶ Flor, Kammel, Zibuschka, 2013 „InvFG 2011 und AIFMG -Materialienband“

Immobilieninvestmentfonds Gesetz (ImmoInvFG)

Ähnlich dem InvFG umfasst das Immobilieninvestmentfonds Gesetz Kapitalanlagegesellschaften, welche Immobilienvermögen in gleiche in Wertpapieren verkörperte Anteile treuhändig für Anteilinhaber hält und verwaltet.

Für die Verwaltung von Immobilienfonds ist ähnlich wie bei der Verwaltung eines Investmentfonds eine Konzession gem. BWG erforderlich.

Analog zu einem „reinen“ Investmentfond werden bei Immobilienfonds Gelder beim Publikum beschafft und dann auf gemeinsame Rechnung in Immobilien investiert. Ebenso sind auch auf Verlangen der Anleger deren Anteile am Fondsvermögen auszuzahlen (Recht auf Rückgabe und Auszahlung).

Das ImmoInvFG regelt diesbezüglich auch den Anteil des Vermögens, welcher in Bankguthaben (und ähnlicher liquider Mittel)³⁷ zu halten ist, um einer etwaigen Liquiditätsklemme entgegenzuwirken. So müssen mindestens 10% des gesamten Fondsvermögens in liquiden Mitteln gehalten werden. Ebenfalls sind gewisse Anlagevorschriften einzuhalten, so eine Mindeststreuung von zehn wirtschaftlich unabhängigen Objekten sowie eine Vorabbewertung der potentiellen Immobilien durch mindestens zwei Sachverständige. Die Bewertung des gesamten Immobilienvermögens erfolgt ebenfalls durch zwei unabhängige Sachverständige auf jährlicher Basis.

Alternative Investmentfonds Manager-Gesetz (AIFMG)

Die mit Anfang umgesetzte EU Richtlinie soll all jene, bis dahin nicht reglementierten Vehikel des Finanzmarkts behandeln welche systemische Risiken erzeugen können und diese einer einheitlichen europäischen Aufsicht unterordnen. Dabei sind als Alternative Investment Fonds (AIF) alle Konstrukte zu klassifizieren sind welche Gelder von Personen einsammeln, um diese dann anhand einer fest angelegten Anlagestrategie anlegen ohne dabei operativ tätig zu sein. Diese recht großzügige Formulierung betrifft sowohl konventionelle Immobilienfonds von Kapitalanlagegesellschaften als auch insbesondere (geschlossene) Immobilienfonds.

Für eine Konzessionierung eines Alternativen Investment Fonds Managers nach dem AIFMG bedarf es neben einer Reihe von formalen Kriterien wie der fachlichen Qualifikation der Organe sowie Anforderungen an das Risikomanagement insbesondere einem Anfangskapital von € 300.000,- (wobei sich dieser Betrag erhöht, falls die Gesamtsumme der verwalteten Fonds € 250 Mio. übersteigt).

Für sogenannte „klein AIFs“ mit verwalteten Vermögenswerten unter € 100 Mio. bedarf es lediglich einer Registrierung bei der Finanzmarktaufsicht. Diese

³⁷ Siehe §32 (1) Z 1-4 ImmoInvFG

Erleichterung geht jedoch unter anderem mit der Auflage einher, Fondsanteile weder an Privatkunden zu vertreiben noch Anteile eines AIF im gesamten EWR vertreiben zu können.

Primärer Vorteil einer Konzessionierung als AIFM ist die Möglichkeit eines EU-weiten Vertriebs der Fondsanteile (Passporting) sowie ein verstärkter Anlegerschutz aufgrund der Informations- und Offenlegungspflichten des Fonds Managers.

Alternativfinanzierungs Gesetz (AltFG)

Dieses neue Gesetz, auch besser unter dem Namen „Crowdfunding Gesetz“ bekannt, wurde mit dem Ziel geschaffen, die Finanzierung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMUs) zu erleichtern, ohne sich den bürokratischen Hürden einer regulären Finanzierung über den Kapitalmarkt stellen zu müssen.

Das AltFG betrifft all jene Unternehmen, welche keine Konzessionen nach dem Bankwesengesetz, dem Wertpapieraufsichtsgesetz, dem Alternativen Investmentfonds-Manager-Gesetz oder dem Versicherungsaufsichtsgesetz haben. Dabei werden durch das Gesetz eine Reihe von zulässigen Finanzierungsformen (alternative Finanzinstrumente) aufgezählt, welche vereinfachten Bestimmungen unterliegen. Gem. § 2 Abs. 2 AltFG sind dies: Aktien, Anleihen, Geschäftsanteile an Kapitalgesellschaften und Genossenschaften, Genussrechte, Stille Beteiligungen und Nachrangdarlehen.

Im seit 01.09.2015 in Kraft befindlichen AltFG sind folgende wesentlich Punkte geregelt.

- Keine Prospektpflicht gem. KMG wenn der Gesamtgegenwert der Emission € 1,50 Mio. nicht übersteigt (entspricht dem max. Emissionsvolumen)
- Keine Prospektpflicht gem. KMG falls der einzelne Anleger max. € 5.000.- innerhalb von 12 Monaten investiert
- Vereinfachter Prospekt für Emissionen zwischen € 1,50 Mio. und € 5,00 Mio.
- Keine Anwendung des AIFMG bei „Crowdfunding“ Projekten

Da sich der Anwendungsbereich des AltFG speziell an Finanzierungen aus dem öffentlichen Publikum, der „Crowd“ richtet, gelten spezielle durch nicht andere Gesetze geregelte Informationspflichten für den Emittenten³⁸. So müssen alle Unterlagen welche für den Abschluss von Verträgen welche sich aus der Emission ergeben vorab dem Verein für Konsumenteninformationen übermittelt werden, damit eventuelle Probleme frühzeitig erkannt und aufgeklärt werden können³⁹.

³⁸ Kaufmann/Seper/Zenz, Handbuch Crowdfunding & AltFG

³⁹ Siehe § 4 Abs 4 AltFG

Konsumentenschutzgesetz (KSchG)

Die Anwendung des Konsumentenschutzgesetzes ist bei jeglicher wirtschaftlicheren Aktivität mit Verbrauchern zu beachten. Verbraucher ist jeder der nicht Unternehmer ist⁴⁰. Besondere Bedeutung erlangt das KschG hinsichtlich des Rücktrittsrechts von Verträgen bzw. bei Missachtung von Informationspflichten gegenüber dem Konsumenten. Da es bei Finanzdienstleistungen bzw. Veranlagungsgeschäften keine einheitlichen rechtlichen Regelungen zum Rücktrittsrecht gibt⁴¹ ist jedenfalls eine Einzelfallprüfung vorzunehmen, bevor mit der aktiven Vermarktung begonnen wird, sofern sich das Angebot nicht nur an institutionelle Investoren richtet.

⁴⁰ 1 § KSchG

⁴¹Eisenmenger Thomas, AK Wien (2005): Rücktrittsrechte im Finanzdienstleistungsbereich, Wien

4. Die Immobilienanleihe

Immobilienanleihen sind aus rechtlicher Sicht nicht von „herkömmlichen“ Unternehmensanleihen abzugrenzen. Der wesentlichste Unterschied ist, dass die Erlöse aus der Anleiheemission für die Finanzierung von, meist im Anleihen Prospekt genau dargelegte Immobilienprojekten, zweckgebunden sind.

Ein Merkmal welches den Unterschied zur Unternehmensanleihe gut verdeutlicht und sogleich als werbewirksames Produktmerkmal Verwendung findet, ist die oftmals grundbücherliche Sicherstellung der Forderungen der Anleihehaber. In den folgenden Kapiteln wird explizit auf die einzelnen Merkmale, rechtliche Hintergründe sowie auf bestehenden Vor- und Nachteile eingegangen.

4.1. Ziele einer Immobilienanleihe

Als Instrument der externen Unternehmensfinanzierung bilden Anleihen einen Grundpfeiler in der langfristigen Kapitalbeschaffung von Unternehmen. Für Immobilienentwickler kann die Emission einer Anleihe mehrere Ziele verwirklichen.

Zum einen wird es für Unternehmen seit Jahren schwieriger sich mit klassischen Bankdarlehen zu finanzieren. Speziell seit dem Inkrafttreten von Basel III im Juli 2013 als Antwort auf die globale Finanzkrise 2007 sind immer stringenter werdende Kreditvergaberichtlinien für Banken in Kraft, welche Immobilienfinanzierungen mit geringem Eigenmittelanteil erschweren⁴². Eine Immobilienanleihe kann dabei helfen, indem der Eigenmittelanteil einer Finanzierung aus dem Erlös der Anleiheemission aufgebracht wird. Damit Banken Anleihekapital Eigenmittelcharakter zuschreiben bedarf es einer Nachrangigkeit der Anleiheforderungen gegenüber jener der finanzierenden Bank. Dabei kann entweder die Anleihe als nachrangiges Wertpapier ausgegeben werden oder es werden nachrangige Darlehen an Projektgesellschaften vergeben welche im Eigentum der Emittentin stehen.

Andererseits befindet sich Europa seit einigen Jahren in einem Niedrigzinsumfeld welches Anleger auf der Suche nach Rendite aus klassischen Veranlagungen hin zu riskanteren Investitionsmöglichkeiten drängt. Diese gesteigerte Nachfrage machen sich Immobilienentwickler zu Nutze und können sich so direkt am Kapitalmarkt finanzieren. Je nach Ausgestaltung kann eine Anleihe dabei nicht nur flexibler als eine Bankfinanzierung strukturiert sein, sondern auch einen nicht unerheblichen Werbeeffect erzielen.

⁴² Quelle: <https://www.oenb.at/Finanzmarktstabilitaet/bankenunion/rechtliche-grundlagen/basel-iii.html>

4.2. Definition und Abgrenzung der Immobilienanleihe

Weder das Kapitalmarktrecht noch das Börsegesetz kennen den Begriff der Immobilienanleihe. Das Wort ist vielmehr als eine Verwendungsbezeichnung für Instrumente des Kapitalmarkts zu verstehen, welche das Ziel verfolgen das so eingenommene Kapital für den Erwerb oder die Entwicklung von Immobilien zu verwenden.

Eine mögliche Eingrenzung des Begriffs kann anhand von folgenden Kriterien erfolgen:

Als Immobilienanleihen können namensgebend nur Anleihen im Sinne von Wertpapieren bezeichnet werden, in denen sich der Emittent dem Inhaber gegenüber zur Verzinsung des erhaltenen Kapitals und dessen Rückzahlung gemäß den Anleihebedingungen verpflichtet. Der Wertpapierbegriff in der allgemeinen Anleihen Definition schließt sohin andere Finanzierungsinstrumente wie z.B. Nachrangdarlehen aus, obwohl diese Anleihen ähnliche Elemente aufweisen.

Das wesentlichste Kriterium einer Immobilienanleihe ist jedoch die Zweckbindung der Mittelverwendung für den Ankauf, die Entwicklung oder die Finanzierung von Immobilien oder Liegenschaftsanteilen.

Hier gibt es in der Praxis keine einheitlichen Richtlinien ab welcher Mittelverwendung von einer Immobilienanleihe gesprochen wird. In den individuellen Anleihebedingungen werden in der Regel eine Begründung der Emission und eine kurze Beschreibung der Mittelverwendung, alleine schon aus Gründen der leichteren Vermarktung, angegeben. Rechtlich vorgeschrieben ist dies jedoch nur bei Anleihen welche unter die Prospektpflicht des KMG fallen, wobei hier die Prospekt Verordnung (Prospekt-VO) bei Veranlagungen in Wertpapieren von Immobiliengesellschaften besondere Anforderungen an den Umfang und Inhalt des Prospekts richtet⁴³.

4.3. Rechtliche Rahmenbedingungen in Bezug auf Veranlagungen in Immobiliengesellschaften

Grundsätzlich sind bei der Emission einer Immobilienanleihe die in Kapitel 3.3 dargestellten Normen zu beachten.

Da sich Immobilienanleihen vermehrt an Privatanleger und damit Konsumenten richten, sollte ein besonderes Augenmerk auf das Konsumentenschutzgesetz und die Prospektpflicht gem. Kapitalmarktgesetz gelegt werden.

⁴³ Siehe Art. 23 Abs. 1 Prospekt-VO

Grundsätzlich geht der Gesetzgeber in der Gestaltung seiner Normen von einer Schutzfunktion gegenüber dem Konsumenten (=zentraler Gedanke des KSchG⁴⁴) aus. Diese Schutzfunktion wird vom Kapitalmarktgesetz aufgegriffen und umfasst insbesondere Informationspflichten gegenüber den Investoren, als auch Normen zur Darstellung / Buchführung / Bilanzierung der handelnden Gesellschaften.

Ein zentraler Aspekt der Informationspflicht stellt der Kapitalmarkprospekt dar, welcher in schriftlicher Form Informationen, welche für eine Entscheidung über ein Investment in das Anlageprodukt Auskunft geben sollten. Insbesondere werden Angaben zum Produkt (Art der Anlage), dem Gegenstand der Anlage sowie den Risiken eines Investments in das Anlageprodukt vorgeschrieben. Der Prospekt muss durch die FMA oder eine Zulassungsstelle in einem anderen EU Land gebilligt und in Österreich notifiziert werden (Billigungsstempel der FMA)⁴⁵

Die Prospektspflicht besteht einerseits bei einem öffentlichen Angebot von Wertpapieren bzw. Veranlagungen und andererseits bei einer Börse Zulassung. Gemäß § 2 Abs. 1 KMG darf ein öffentliches Angebot im Inland nur dann erfolgen, wenn spätestens einen Bankarbeitstag davor ein gebilligter Prospekt veröffentlicht wurde. Ausnahmen von der Prospektspflicht sind in § 3 KMG geregelt. Ein öffentliches Angebot ist eine Mitteilung an das Publikum in jedweder Form und auf jedwede Art und Weise, die ausreichende Informationen über die Bedingungen des Angebotes enthält, um einen Anleger in die Lage zu versetzen, sich für den Kauf oder die Zeichnung dieser Wertpapiere oder Veranlagungen zu entscheiden.

Ist eine Börse Zulassung Gegenstand des Prospektes, so hat der Emittent gemäß § 74 BörseG einen Prospekt zu erstellen, sofern keine Ausnahme von der Prospektspflicht nach § 75 BörseG vorliegt. Bei der Zulassung zum geregelten Markt (amtlicher Handel und geregelter Freiverkehr der Wiener Börse) ist ein Prospekt zu erstellen, nicht jedoch (so parallel kein öffentliches Angebot erfolgt) für die Einbeziehung in das multilaterale Handelssystem (*Multilateral Trading Facility*-MTF) als Dritter Markt⁴⁶.

⁴⁴ Siehe § 2 Abs. 2 KSchG

⁴⁵ Martin Oberndorfer, 2014, Die Prospektspflicht nach dem KMG S. 106

⁴⁶ Martin Oberndorfer, 2014, Die Prospektspflicht nach dem KMG S. 41

Soll eine Immobilienanleihe begeben werden ist der Emittent unweigerlich mit der Frage verbunden an wen sich das Angebot richten soll und ob dazu ein Wertpapierprospekt zu erstellen ist. Sobald eine breitere Öffentlichkeit zur Zeichnung der Anleihe angedacht wird ein solcher mit ziemlicher Gewissheit zu erstellen sein. Kapitel 3.3 behandelte die allgemeinen Kriterien zur Öffentlichkeit eines Wertpapierangebots.

Weitere Ausnahmetatbestände richten sich primär nach den eingangs erwähnten Schutzfunktionen gegenüber den zukünftigen Investoren. Von einer Prospektpflicht gem. Kapitalmarktgesetz kann unter folgenden Umständen Abstand genommen werden⁴⁷:

- Mindeststückelung der Anleihe von € 100.000,- oder Mindestinvestitionsbetrag von € 100.000,-
- Angebot ausschließlich an qualifizierte Investoren
- Angebot an weniger als 150 natürliche oder juristische Personen, bei denen es sich nicht um qualifizierte⁴⁸ Investoren handelt.
- Emissionsvolumen der Anleihe geringer als € 1.5 Mio. bei Anwendung des Alternativfinanzierungsgesetzes (AltFG)
- Emissionsvolumen der Anleihe geringer als € 250.000,- (→ AltFG)

In der praktischen Anwendung ist vor allem die Mindeststückelung der Anleihe von Bedeutung, da sowohl die Beschränkung auf 150 potentielle Investoren als auch die Ausnahmen für Emissionen unter € 250.000,- bzw. € 1,50 Mio. für Immobiliengesellschaften uninteressant erschienen. Die Praxis zeigt, dass kleinere Immobilienanleihen wie jene der WienWert Gruppe ab einem Emissionsvolumen von rd. € 2,50 Mio. bis € 3,00 Mio. beginnen.

4.4. Gestaltungsmerkmale einer Immobilienanleihe

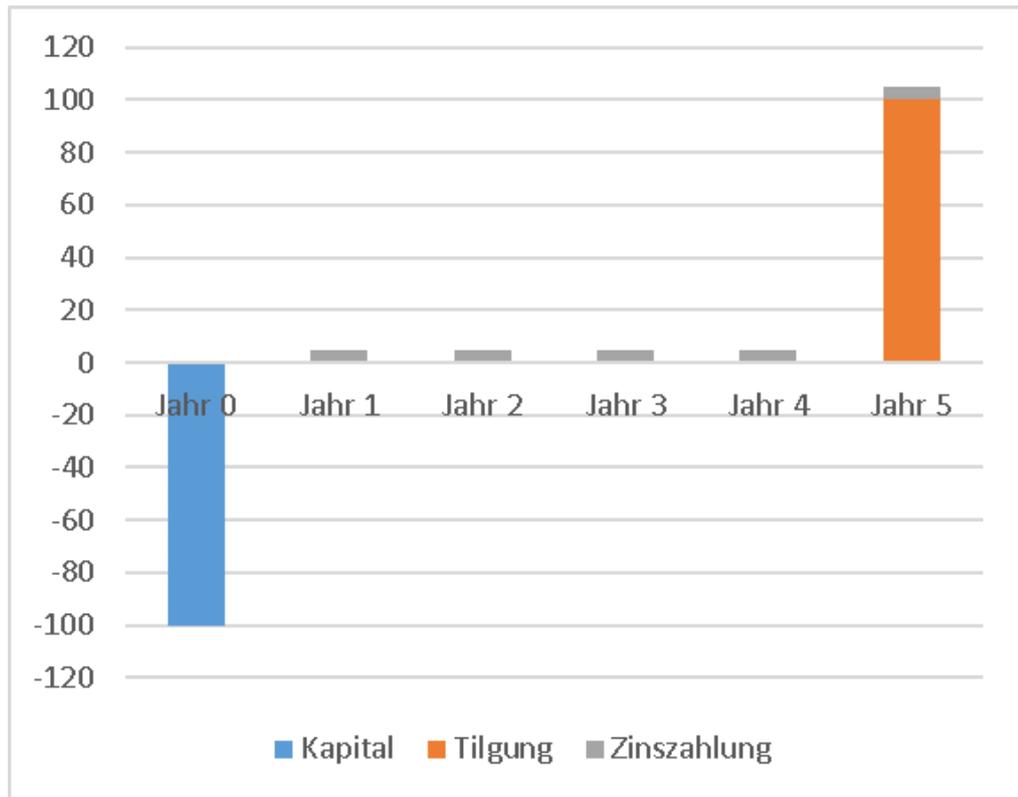
Die Ausgestaltung einer Immobilienanleihe erfordert vom Emittenten umfassende Entscheidungen über die Merkmale der aufzulegenden Anleihe. Dabei hat jedes Merkmal ihre Vor- und Nachteile und entsprechend Auswirkungen auf die Marktfähigkeit und den Preis der Anleihe. Im folgenden Kapitel werden die Mindestmerkmale einer Immobilienanleihe vorgestellt, praktisch sind jedoch bei der Strukturierung von Wertpapieren dem Einfallsreichtum kaum Grenzen gesetzt.

⁴⁷ Siehe § 3 Abs. 1 KMG

⁴⁸ Zur Definition des qualifizierten Investors siehe § 58 WAG

4.4.1. Kupon

Der Kupon gibt den Zinssatz einer Anleihe bezogen auf ihren Nennwert an und stellt zusammen mit der Tilgung am Ende der Laufzeit die Ertragskomponente einer Anleihe dar. Die Zahlungsströme aus Sicht eines Anleiheinhabers stellen sich am Beispiel einer 5-jährigen Anleihe mit einem jährlichen Kupon von 5% auf einen Nennwert von € 100,- wie folgt dar:



Grafik 16: Bsp. Fixzinsanleihe ⁴⁹

Die Höhe des Kupons einer Immobilienanleihe richtet sich primär nach dem Risiko des Wertpapiers. Dabei gilt der Grundsatz, je höher das mit der Zeichnung der Anleihe verbundene Risiko, desto höher muss der Ertrag der Anleihe ausfallen.

⁴⁹ Quelle: Eigene Darstellung

Dem Käufer einer Immobilienanleihe stehen verschiedene alternative Veranlagungen wie z.B. auch eine Direktinvestition in Immobilien offen. Die unterste Grenze der Verzinsung stellen demnach vergleichbare Veranlagungen mit ähnlichem Risiko dar. In der Bewertungsliteratur drückt der Liegenschaftszinssatz die Rendite aus, die ein Investor für das eingesetzte Kapital erwartet⁵⁰. Analog dazu lässt sich auch der Kupon einer Immobilienanleihe in eine risikolose Komponente (UDBR – Umlaufgewichtete Durchschnittsrendite für Bundesanleihen, vormals Sekundärmarktrendite) sowie Aufschläge für das übernommene Risiko darstellen. Die Risikofaktoren bei Immobilienentwicklern als Emittenten beinhalten die generelle konjunkturelle Entwicklung sowie die Entwicklung der Kaufkraft, die Nachfrage am Immobilienmarkt, das Verwertungsrisiko der Immobilienprojekte sowie die Liquidität der Emittentin. Zudem hat der Rang der Forderung erhebliche Auswirkung auf die Höhe des Kupons.

Da Immobilienanleihen sehr individuelle Wertpapiere darstellen ist eine Vergleichbarkeit des Kupons oft nicht möglich. In den Emissionen der letzten Jahre beliefen sich diese jedoch in einer Bandbreite von rd. 3% bis 8% p.a. Bei diesen Emissionen fanden sich sowohl erstrangig besicherte Anleihen als auch nachrangige unbesicherte Wertpapiere mit welchen ein erhebliches Risiko verbunden ist.

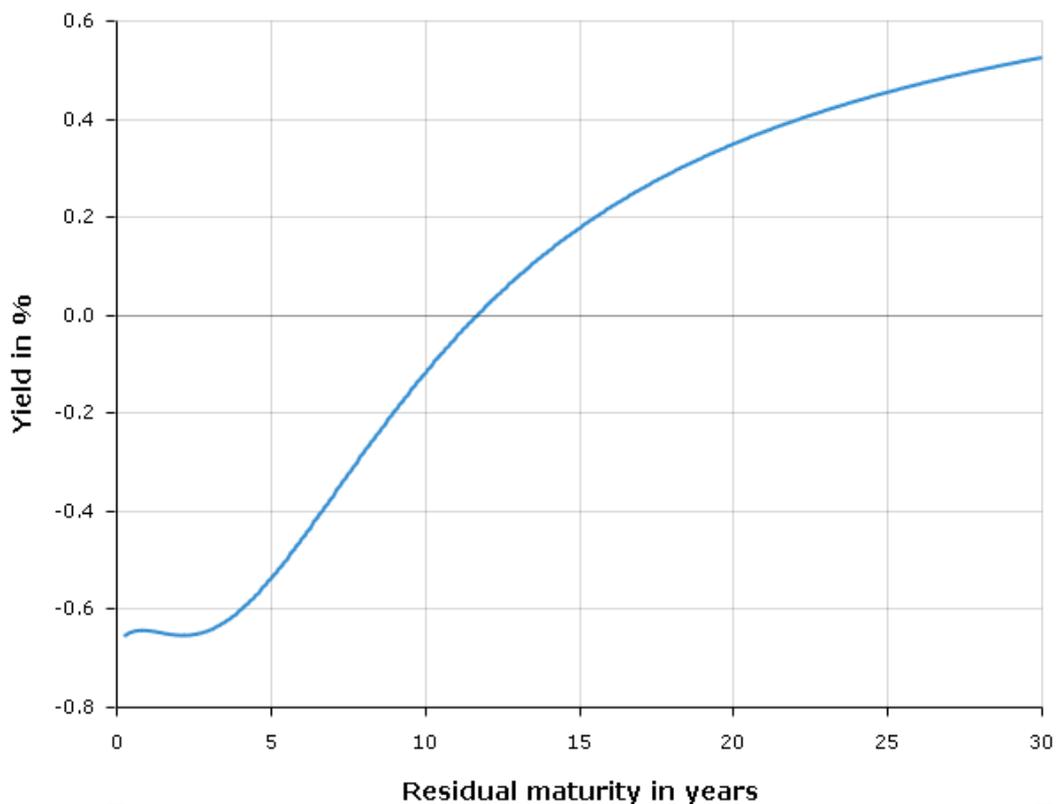
4.4.2. Laufzeit der Anleihe

Da sich Immobilienprojekte oft über mehrere Jahre erstrecken wird auch die Finanzierung dahingehen angeglichen, dass es zu keinen Engpässen der Liquidität bei der Durchführung des Projekts kommt. Die Laufzeiten einer Immobilienanleihe reichen üblicherweise von drei bis zehn Jahren, wobei auch ein Roll Over, also die Aufnahme von neuen Verbindlichkeiten zur Bedienung von alten Forderungen oft Verwendung findet. Entsprechende Vertragsklauseln über die Verwendung des Emissionserlöses zur Bedienung alter Forderungen sind in den Anleiheprospekten jedoch explizit anzugeben⁵¹.

⁵⁰ Heimo Kranewitter, Liegenschaftsbewertung 6 Auflage, S.94

⁵¹ Siehe ProspektVO Anhang V 3.2

Je nach Laufzeit verlangt der Markt Anpassungen der Gegenleistung für die Überlassung des Kapitals. Gemäß der Yield Curve, einer Beschreibung zwischen Zeit und Zins am Anleihenmarkt, gilt je länger die Laufzeit desto höher der Zins. Dies hat unter anderem folgende Gründe. Einerseits überlässt der Anleger dem Emittenten sein Kapital in eine ungewisse Zukunft und möchte für die Übernahme dieses Risikos entsprechend entlohnt werden. Andererseits hat der Kapitalnehmer bei einer längeren Laufzeit weniger Risiko, wenn es um die Tilgung der Forderung geht, da er länger Zeit hat um dieses samt Zins zu erwirtschaften.



Grafik 17: exemplarische Yield Curve ⁵²

4.4.3. Rang der Forderung

Der Rang der Forderung gibt die Rechtsstellung im Falle der Zahlungsunfähigkeit des Emittenten wieder. Grundsätzlich sind Gläubiger im Falle einer Insolvenz gleichberechtigt und es darf kein einzelner Gläubiger gegenüber den anderen im Insolvenzverfahren benachteiligt werden (Gemeinschaftliche Insolvenzmasse)⁵³. Der Rang einer Anleihe ist für potentielle Investoren neben der erwarteten Rendite einer der wesentlichsten Faktoren für eine Investitionsentscheidung. Bei

⁵² <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>

⁵³ Siehe § 50 IO

Immobilien-gesellschaften finden sich oft vielschichtige Gesellschaftskonstruktionen und ist die Emittentin oft nicht die operative Gesellschaft bzw. Eigentümerin der Immobilien. Diese gibt vielmehr erst die durch die Anleihe gesammelten Gelder an die eigentlichen Projektentwickler in Form von Krediten weiter welche zwar oft aber nicht zwingend mit Pfandrechten an den einzelnen Liegenschaften besichert sind. Liegt kein Wertpapierprospekt zur einer Immobilienanleihe auf ist eine solcher Umstand nur in den wenigsten Fällen transparent nachvollziehbar. Entsprechend ist aus Anlegersicht hier besondere Vorsicht geboten.

Anleihe mit Besicherung im ersten Rang:

Forderungen im ersten Rang stellen für den Gläubiger die höchste Sicherheit dar. Im Falle einer Zahlungsunfähigkeit werden Forderungen im ersten Rang vorrangig, zusammen mit den Forderungen der übrigen Insolvenzgläubiger, bedient. Bei Immobilienanleihen stehen in den meisten Fällen verwertbare Liegenschaften im Eigentum der Emittentin, welche bei einer Abwicklung in die Insolvenzmasse einfließen.

Prima Facie stellt die erstrangige Besicherung einen höheren Sicherheitswert dar, doch bedenkt man, dass bei Unternehmensinsolvenzen die Befriedigungsquote der Gläubiger selten über 10% steigt spielt auch der Unterschied zwischen erst und Nachrangigkeiten eine untergeordnete Rolle.

Anleihe mit nachrangiger Besicherung (=Nachrang-anleihe):

Die FMA definiert eine Nachrang-anleihe wie folgt:

Nachrangkapitalanleihen: „Dabei handelt es sich um Anleihen, bei denen dem Anleger im Falle der Liquidation oder des Konkurses des Anleiheschuldners Zahlungen erst dann geleistet werden, nachdem alle anderen nicht nachrangigen Verbindlichkeiten des Anleiheschuldners bezahlt wurden. Die Aufrechnung des Rückzahlungsanspruches aus den Nachrangkapitalanleihen gegen Forderungen des Anleiheschuldners ist ausgeschlossen.“

Für den Zeichner einer Nachrang-anleihe bedeutet diese Hintanstellung maximales Risiko in Bezug auf sein zur Verfügung gestelltes Kapital. Im Insolvenzfall ist er de facto Eigenkapital gleichgestellt und wird für die Übernahme dieses Risikos eine höhere Rendite im Vergleich zu erstrangigen Anleihen verlangen. Dies macht das Finanzierungsinstrument für den Emittenten teurer schafft jedoch gegenüber vorrangigen Gläubigern eine bessere Kapitalausstattung. Ein Projektentwickler welcher über eine nachrangige Immobilienanleihe Kapital aufnimmt kann darauf aufbauend zusätzliche Bankfinanzierungen mit vorrangiger Besicherung eingehen, da

für ein finanzierendes Bankinstitut eine Nachrangfinanzierung eigenmittelersetzend wirkt und somit die Beleihungsmöglichkeit erhöht. Dieser zusätzliche Leverage Effekt ist der primäre Vorteil bei der Emission von nachrangigen Schuldtiteln.

4.4.4. Besicherung der Anleihe

Der große Vorteil bei Emission von Immobilienanleihen ist die Möglichkeit einer direkten grundbücherlichen Sicherstellung der Forderungen. Die Zeichner der Anleihe haben somit die Gewissheit, dass den eingesammelten Geldern ein Sachwert gegenübersteht welcher bei einem Zahlungsausfall zur Verwertung gelangen kann.

Bei Immobilienanleihen wird eine Sammelurkunde gemäß eines Treuhandvertrages erstellt, welche alle Forderungen der Zeichner bündelt und diese bei der Österreichischen Kontrollbank (OeKB) als Verwahrstelle hinterlegt. Die grundbücherliche Sicherstellung der Forderungen erfolgt dann über die Eintragung von Pfandrechten zu Gunsten des Treuhänders an den Liegenschaften sofern diese schon im Eigentum der Emittentin stehen. Ausschlaggebend für das Risiko einer Immobilienanleihe ist auch hier der Rang der Pfandrechtsforderungen. Die grundbücherliche Besicherung einer Immobilienanleihe ist daher nur auf den ersten Blick risikomindernd anzusehen und auch nur dann, wenn sich die pfandrechtlichen Eintragungen zu Gunsten der Anleihegläubiger im ersten Rang befinden. In der Vergangenheit hatte schon das OLG Wien eine Immobiliengesellschaft verurteilt, da diese in ihren Werbemaßnahmen für eine Immobilienanleihe mit grundbücherlicher Sicherheit geworben hatte, sich diese jedoch auch auf Pfandrechte im zweiten Rang bezogen⁵⁴.

4.4.5. Rückzahlungsmodalitäten

Je nach geplanter Verwendung des Kapitals sind auch die Rückzahlungsmodalitäten entsprechend zu vereinbaren. Gerade bei Immobilienanleihen, welche primär zur Realisierung von langfristigen Bauprojekten herangezogen werden ist oftmals eine Rückzahlung seitens des Emittenten nur dann möglich, wenn das Immobilienprojekt mehr oder weniger erfolgreich abgeschlossen werden konnte. Endfällige Anleihen sind zwar eher die Regel als die Ausnahme doch können die Anleihebedingungen auch in Punkto Rückzahlung der Nominale aufschiebende oder bedingenden Klauseln enthalten. Auch Optionen zur vorzeitigen ganz- oder teilweisen Tilgung der Anleihe durch den Emittenten sind üblich, gehen jedoch mit einem erhöhten Kupon einher, da die Anleger in der Regel für das mit einer vorzeitigen Rückzahlung verbundene Wiederveranlagungsrisiko entschädigt werden wollen.

⁵⁴ OLG Wien 26.2.2015, 1 R 221/14y

Eine weitere Möglichkeit für Immobilienentwickler besteht in der Praxis darin, durch kontinuierliche Neuemissionen fällig werdende Anleihen zu bedienen und so die Fälligkeitsstruktur in die Zukunft zu schieben. Der Vorteil besteht darin, dass durch kleinere Emissionen das Klumpenrisiko einer zu teuer platzierten Anleihe minimiert werden kann und der Anlegermarkt schrittweise an das Unternehmen herangeführt wird. Bereits getilgte Anleihen steigern zudem die subjektive Wahrnehmung des Emittenten als sicheren Schuldner.

4.4.6. Volumen und Pricing einer Immobilienanleihe

Das Volumen richtet sich primär nach den Richtlinien des Emittenten, wobei der Book Runner schon im Vorfeld der Strukturierung den Markt auf die Platzierung der Anleihe durchleuchtet und abtastet. Ein zu großes Volumen wird vom Markt ob des Risikos nur unter erheblichen Risikozuschlägen zu vermarkten sein.

Bei der Verzinsung und damit beim eigentlich Preis der Anleihe muss sich der Emittent an die Marktmechanismen halten. Hier gilt es ähnlich wie bei einem erstmaligen Börsengang eines Unternehmens die Waage zu halten zwischen Unverkäuflichkeit der Anleihe und dem damit verbundenen Risiko eines Scheiterns der Platzierung einerseits und dem ineffizienten Platzieren von zu „billigen“ Anleihen, welches dem Unternehmen bares Geld in Form von zu hohen Finanzierungskosten entzieht.

Ein kleiner Spielraum bei der Preisfindung stellt die Zeichnungsfrist mit stufenweise angepassten Preisen (Ausgabeauf- oder abschlag) dar sowie die Option bei einer Überzeichnung das Volumen der Anleihe noch um einen vordefinierten Betrag zu erhöhen.

4.5. Kosten für den Emittenten

Die Beratung durch eine Bank, einen Steuerberater und oder eine Rechtsanwaltskanzlei verursacht noch vor der eigentlichen Aktivität am Kapitalmarkt erhebliche Kosten für den Emittenten. Diese können analog zu einem herkömmlichen Bankkredit als Teil der Geldbeschaffungskosten bezeichnet werden und erhöhen die Kapitalkosten entsprechend. Entscheidend für die Gesamtkosten einer Anleiheemission sind neben dem Emissionsvolumen (die meisten Kosten sind unabhängig vom Volumen der Anleihe und so verringern sich die relativen Kosten je höher das Volumen der Anleihe ist) der Bekanntheitsgrad und die Verfügbarkeit von Informationen über das emittierende Unternehmen. Bei kleineren Emissionsvolumina

bis ca. €10 Mio. kann man von einmaligen Transaktionsgebühren von rd. 0,5% bis 4% des Emissionsvolumens ausgehen⁵⁵.

4.6. Leitfaden von der Idee bis zur Platzierung

Der Entscheidung zur Platzierung einer Immobilienanleihe gehen viele Fragestellungen und Entscheidungsprozesse voraus. Vorab ist anzumerken, dass die Emission einer Anleihe für jedes Unternehmen eine komplexe Aufgabe darstellt und neben dem operativen Geschäft wichtige personelle und finanzielle Ressourcen beansprucht. Die wichtigsten Schritte, in chronologischer Reihenfolge, können wie folgt zusammengefasst werden:

1. Ermittlung des Kapitalbedarfs

- a. Wie viel Kapital wird wofür und für welchen Zeitraum benötigt
- b. Welche Kapitalkosten hat das Unternehmen, wie viel ist es bereit für frisches Fremdkapital zu zahlen / Vergleich zu anderen Finanzierungsformen
- c. Wie stark ist die Ertragskraft des Unternehmens in Bezug auf die zukünftige Zinsbelastung
- d. Soll das Kapital vorrangig oder nachrangig bedient werden
- e. Klärung ob eine Immobilienanleihe die wirtschaftlich sinnvollste Option darstellt

2. Auswahl von externen Beratern (Rechtsanwaltskanzlei, Treuhänder, Steuerberaters, Depotbank -Zahlstelle)

- a. Genaue Zieldefinition der Anforderungen des Unternehmens an die Kapitalbeschaffung
- b. Aufbereitung der unternehmensinternen Informationen
- c. Beauftragung einer Depotbank als Zahlstelle für die Abwicklung der Anleihezeichner
- d. Auswahl der Art der Anleihe und grundsätzlicher Parameter

3. Entscheidung Fremd- oder Eigenemission

- a. Eigenemission von Vorteil bei hoher Bekanntheit des Unternehmens und guter Bonität sowie Erfahrung am Kapitalmarkt
- b. Fremdemission grundsätzlich teurer, dafür Minimierung des Risikos sowie Nutzung der Vertriebswege und Marktkenntnis des Übernehmers

⁵⁵Haas Alexander, Wolf Theiss (2014): Kapitalmarktfinanzierung für Mittelständische Unternehmen über Unternehmensanleihen, 31.12.2014, Wien

4. Bei Fremdemission Auswahl einer Bank oder eines Platzierungskonsortiums

- a. Übernimmt das Platzierungsrisiko sowie den Vertrieb der Anleihe auf eigene Rechnung und stellt dem Unternehmen den Gegenwert des Emissionserlöses zur Verfügung

5. Entscheidung über Privat- oder öffentliche Platzierung

- a. Bei Privatplatzierung werden Investoren direkt angesprochen und es kommt zur Zeichnung der Anleihe
- b. Bei öffentlicher Platzierung:
 - i. Freihandverkauf; Bei einem festen Preis wird das Volumen solange zugeteilt bis die gesamte Anleihe gezeichnet ist
 - ii. Öffentliche Zeichnung; Die Anleger geben verbindliche Gebote ab (haben jedoch keinen Rechtsanspruch auf Zeichnung) zu welchem Preis welches Volumen übernommen wird, bei Überzeichnung entscheidet der Emittent und teilt zu
 - iii. Tendersverfahren (=Anleihenversteigerung); hierbei ist das Volumen vorab nicht bekannt, der Emittent bedient alle Angebote welche den Mindestkurs (vom Emittenten festgelegt) nicht unterschreiten

6. Strukturierung der Anleihe gem. den Erfordernissen des Emittenten

- a. Festlegung von Volumen, Stückelung und Mindestzeichnungssumme der Anleihe
- b. Laufzeit der Anleihe in Hinblick auf die Finanzierungs- und Liquiditätsstruktur der Emittentin z.B. Tilgungszeitpunkt überschneidet sich mit Abverkauf von Immobilienprojekten
- c. Kupon und Zahlungsmodalitäten (jährlich, halbjährlich etc.) abgestimmt auf die
- d. Besicherung der Anleihe durch Pfandrechtliche Sicherstellung (Eintragung des Pfandrechts in den Grundbüchern etwaiger Liegenschaften)
- e. Erstellung der finalen Anleihebedingungen

7. Erstellung des Anleihen Prospekts gem. KMG sofern erforderlich

- a. Inhalt und Form gem. der Prospekt VO
- b. Freigabe durch Aufsichtsbehörden (Billigung des Anleiheprospekts durch die Finanzmarktaufsicht)
- c. Veröffentlichung des Kapitalmarktprospekts spätestens einen Tag vor Beginn eines öffentlichen Angebots

8. Emission und Platzierung der Anleihe

- a. Während der Zeichnungsfrist können Anleger mittels Zeichnungsschein und Registrierung bei der Abwicklungsstelle (je nach Eigen- oder Fremdemission) die Anleihe zeichnen
- b. Nach Überweisung der Investitionssumme an die Zahlstelle (=Depotbank) werden durch diese eine Sammelurkunde erstellt und diese bei der Österreichischen Kontrollbank hinterlegt
- c. Die Depotbank überträgt die Anteile auf das Depotkonto der Anleihezeichner
- d. Zahlstelle gibt die Emissionssumme abzüglich etwaiger Gebühren an die Emittentin weiter

5. Immobilienanleihen am österreichischen Markt

Das folgende Kapitel soll einen kleinen Einblick in den Markt der Immobilienanleihen i.e.S. geben, folglich werden hier nur jene Anleihen behandelt welche mit den Definitionen aus den vorherigen Kapiteln (größtenteils) übereinstimmen. Bewusst ausgeklammert werden hier Anleihen von Börsennotierten Immobilienunternehmen da hier oftmals die Besicherung (in Form grundbücherlicher Eintragungen), die Exklusivität der Mittelverwendung sowie weitere Merkmale wie eine Mietzession oder Hypothek fehlen.

5.1. Eingrenzung

Nachfolgend werden nur jene Emissionen von Immobilienanleihen aus den Jahren 2012-2016 behandelt, welche folgende Merkmale besitzen, um eine gewisse Vergleichbarkeit zu ermöglichen:

- Grundbücherlich besichert (Vorrangig als auch Nachrangig)
- Verwendungszweck der Anleihe zur Finanzierung oder Entwicklung von konkreten Immobilienprojekten beschränkt
- Emittenten mit klarem Bezug zur Immobilienbranche (keine einmaligen Emissionen)
- Emissionsvolumen über € 2.500.000,-

Die ausgewählten Immobilienanleihen haben zudem einen starken Fokus auf den Wiener Markt und dienen mehrheitlich der Finanzierung von Immobilienprojekten in Wien bzw. der Refinanzierung bereits bestehender Immobilienfinanzierungen.

5.2. JP Immobilien (I und II)

Die JP Immobilien Gruppe ist ein privater Immobiliendienstleister und Projektentwickler mit Unternehmenssitz in Wien. Gegründet von Dr. Daniel Jelitzka und Akhavan Agdham entwickelte sich aus der 1996 gegründeten Dr. Jelitzka + Partner Ges. für Immobilienberatung und -verwertung GmbH der größte private innerstädtische (Bezirke 1010-1090) Bauträger Wiens⁵⁶.

JP Immobilien hat 2012 und 2014 seine beiden ersten Anleihen herausgegeben, um sein Immobilienportfolio, bestehend aus klassischen Zinshausliegenschaften und einigen Gewerbeobjekten (z.B. 25hour Hotel) langfristig abzusichern und die für den Kauf aufgenommenen Fremdfinanzierungen zu konsolidieren.

Die Immobilienanleihen der JPI Gruppe im Überblick

	JP Immobilienanleihe	JP Immobilienanleihe II
ISIN	AT0000A0XJ64	AT0000A153X1
Volumen in €	47 200 000	60 800 000
Zinssatz	3,50%	3,75%
Art	Fixzins Anleihe	Fixzins Anleihe
Ausschüttung	jährlich	jährlich
Laufzeit in Jahren	10	10
Jahr der Emission	2012	2014
Sicherheiten	hypothekarisch erstrangig	hypothekarisch erstrangig
Emittent	JP Immobilien Invest I GmbH	JP Immobilien Invest ZWEI GmbH
Tilgung	Teiltilgung bis € 16,50 Mio. möglich	100%, Teiltilgungen bis 10% ab 2020 möglich
Stückelung in €	100 000	100 000

Tabelle 3: Überblick Anleihen JP Immobilien⁵⁷

⁵⁶ Presseinformation der Ersten Bank vom 14.12.2012

⁵⁷ OeKB FinanzDatenService

Anleihe I

Die erste von JP Immobilien aufgelegte Anleihe nutze das günstige Markt Umfeld und profitierte bei der Strukturierung der Anleihe vom extrem niedrigen Zinsumfeld und der zu diesem Zeitpunkt noch immer äußerst unsicheren Marktumfeld. Dies spiegelt sich zum einen in eine Flucht der Anleger in sichere Investments wieder, zum anderen ermöglichte es in diesem Fall der JP Investment I GmbH eine äußerst attraktive Anleihe erfolgreich zu platzieren. Mit einem Fixzinssatz von 3,5% p.a. auf eine Laufzeit von 10 Jahren konnte sich der Emittent langfristig Kapital zu Konditionen sichern, die vergleichsweise nur um 110bp über den Emissionsrenditen von Bundesanleihen lagen⁵⁸.

Die Besicherung erfolgt bei dieser Anleihe durch eine Eintragung eines Simultanpfandrechts im ersten Geldrang in die Grundbücher von insgesamt acht Liegenschaften, davon sieben im Eigentum der Emittentin (1060 Wine, Linke Wienzeile 64, 1060 Wien Nelkengasse 2, 1070 Wien Burggasse 28-32, 1080 Wien, Albertgasse 4, 1090 Wien Klammergasse 3, 1090 Wien Müllnergasse 5-7 und 1180 Wien Gutzgasse 115-117) und eine im Eigentum der Am Modenapark 1-2 Immobilienentwicklung und -verwertung GmbH im Zuge einer Drittpfandbestellung.

Bei einem besicherten Immobilienvermögen von rd. € 80 Mio. zum Zeitpunkt der Emission betrug sohin das Verhältnis zwischen dem Volumen der Anleihe und dem dahinterstehenden Wert der Sicherheiten (Loan to Value) rd. 58%⁵⁹.

Die jährlichen Zinszahlungen werden über die Mieteinnahmen der Liegenschaft

Zusätzlich gibt es ein sogenanntes Reservekonto, hierbei wird ein Teil des Emissionsvolumens i.H.v € 600.000,- treuhändig für die späteren Zinszahlungen an die Anleihezeichner verwahrt. Zudem wurde durch die Creditreform Ratingagentur eigens ein Rating für die Anleihe erstellt (A+ lt. Skala der Creditreform).

⁵⁸ OeKB FinanzDatenService

⁵⁹ Investorenreport JP Immobilien Invest I GmbH vom 30.01.2014

Anleihe II

Die zweite im Februar 2014 von der JP Immobilien Gruppe aufgelegte Anleihe mit einer Nominale von € 60.800.000,- und einem fixen Zinssatz von 3,75% p.a. bei einer Laufzeit von 10 Jahren konnte im Zuge der Zeichnung ebenfalls binnen wenigen Tagen vollständig platziert werden. Dabei wurden alleine € 30 Mio. von der Ersten Bank der österreichischen Sparkassen AG, einer Tochter des Lead Managers, der Erste Bank Group AG auf eigene Order gezeichnet.

Auch bei der zweiten Emission der JPI Gruppe erfolgte die Besicherung im ersten Geldrang analog zur ersten Anleihe. Als Sicherheit dienen insgesamt fünf Liegenschaften (1060 Wien, Linke Wienzeile 130A, 1080 Wien, Garnisongasse 7, 3500 Krems, Gaswerksgasse 5 und Undstraße 1, 1070 Wien Lerchenfelderstraße 1-3), 4 davon im Eigentum der Emittentin, der JP Immobilien Invest ZWEI GmbH.

Ein Teilbetrag von € 32 Mio. des durch die Anleiheemission eingenommene Kapitals wird von der Emittentin mittels eines einmal ausnutzbaren nicht revolving Kredit an die LF 1-3 Immobilienentwicklungs und -verwertungs GmbH vergeben, welche im Gegenzug die ihr gehörige Liegenschaft in der Lerchenfelderstraße 1-3 als Sicherheit bestellt. Weiters wird durch den Emissionserlös die gesamte Fremdfinanzierung der Emittentin im Ausmaß von rd. €20 Mio. gedeckt. Das verbleibende Kapital dient der Durchführung von Aus- und Umbauarbeiten⁶⁰.

Bei einem besicherten Immobilienvermögen von rd. € 100 Mio. zum Zeitpunkt der Emission betrug sohin das Verhältnis zwischen dem Volumen der Anleihe und dem dahinterstehenden Wert der Sicherheiten (Loan to Value) rd. 60%⁶¹.

Die JP Immobilienanleihe II diene sohin einer langfristigen Sicherstellung und Vereinheitlichung der Finanzierung eines bestehenden Immobilienportfolios (=Umschuldung) der Emittentin mit dem Ziel das Ertragspotential zu verbessern.

⁶⁰Anleiheprospekt der JP Immobilien Invest ZWEI GmbH vom 13.02.2014

⁶¹Investorenreport JP Immobilien Invest ZWEI GmbH vom 01.08.2016

5.3. Wiener Privatbank Stadthausanleihe

Die Wiener Privatbank ist neben dem Privatkundengeschäft auf Vorsorgeimmobilien spezialisiert und betreibt mit der WPB Bauträger GmbH eine eigene Sparte für die Errichtung von Vorsorgewohnungen. Eine Tochter der Wiener Privatbank SE, die Wiener Stadthäuser Alpha GmbH welche als Immobilienentwickler mit Schwerpunkt auf Wohnungseigentum in Wien tätig ist hat 2014 eine erste Anleihe am Markt platziert. Unter dem Namen „Wiener Stadthäuser Anleihe 2014-2024“ erfolgte der Vertrieb über die Wiener Privatbank an private und institutionelle Investoren.

Die Immobilienanleihe im Überblick

	Wiener Stadthäuser Anleihe 2014-2024
ISIN	AT0000A192H2
Volumen in €	6 000 000
Zinssatz	Mindestcoupon 4% (max 7%)
Art	Nachrangige Schuldverschreibung
Ausschüttung	jährlich
Laufzeit in Jahren	10
Jahr der Emission	2014
Sicherheiten	-
Emittent	Wiener Stadthäuser Alpha GmbH
Tilgung	endfällig
Stückelung in €	5000

Tabelle 4: Überblick Anleihe Wiener Privatbank⁶²

Die Anleihe wurde ursprünglich mit einem Gesamtnennbetrag zwischen € 5 Mio. und € 10. Mio. angeboten und konnte innerhalb der Zeichnungsfrist ein endgültiges Emissionsvolumen von € 6 Mio. erzielen. Das Kapital wird einerseits für die Umstrukturierung bestehender Finanzierungen für sieben Liegenschaften in Wien mit einem Gesamtkaufpreis von rd. € 7,21 Mio. verwendet sowie für den geplanten Ankauf von weiteren Liegenschaften im Ausmaß von rd. € 16,80 Mio. Demnach sichert die Anleihe dem Emittenten eine Vergrößerung seines Immobilienportfolios um mehr als dreifache⁶³.

Der Zinssatz bei dieser Anleihe setzt sich aus einem Mindestcoupon von 4% p.a. und einem variablen Gewinnabhängigen Zinsanteil von max. 3 % p.a. zusammen. Die variable Zinskomponente wird dabei auf Basis des Jahresergebnisses ermittelt und

⁶² Anleiheprospekt der Wiener Stadthäuser Alpha GmbH vom 17.10.2014

⁶³ Anleiheprospekt der Wiener Stadthäuser Alpha GmbH vom 17.10.2014

bildet einen anteiligen Anspruch auf den Gewinn der Emittentin, welcher jedoch bei max. 3 % p.a. der Nominale gedeckelt ist.

Sowohl die Forderungen auf Zinsen als auch die Rückzahlung der Anleihe am Ende der Laufzeit sind nachrangig und ermöglichen sohin eine zusätzliche Aufnahme von Fremdmitteln zu Lasten der bestehenden Anleihezeichner. Diese werden nicht nur in Bezug auf ihren Gewinnanspruch bei der variablen Zinskomponente verwässert, sondern besichern auch indirekt zukünftige Zeichner von erstrangigen Anleihen. Die Anleihe hat eine Laufzeit von 10 Jahren und wird zur Gänze am Laufzeitende getilgt.

Seit Emission der ersten Stadthausanleihe im Jahr 2012 konnte die Wiener Privatbank noch zwei weitere Immobilienanleihen über Tochtergesellschaften im Ausmaß von € 4.0 Mio. bzw. €5.5.Mio zu ähnlichen Konditionen platzieren.

	Wiener Stadthäuser Anleihe 2015-2025	Wiener Stadthäuser Anleihe 2016-2026
ISIN	AT0000A1GFJ5	AT000A1L635
Volumen in €	4 000 000	5 500 000
Zinssatz	Mindestcoupon 3,50% (max 7%)	Mindestcoupon 3% (max 7%)
Art	Nachrangige Schuldverschreibung	Nachrangige Schuldverschreibung
Ausschüttung	jährlich	jährlich
Laufzeit in Jahren	10	10
Jahr der Emission	2015	2016
Sicherheiten	-	-
Emittent	Wiener Stadthäuser Alpha GmbH	Wiener Stadthäuser One Immobilien GmbH
Tilgung	endfällig	endfällig
Stückelung in €	5000	5000

Tabelle 5: Überblick Anleihen Wiener Privatbank⁶⁴

⁶⁴ Anleiheprospekt der Wiener Stadthäuser One GmbH

5.4. WienWert

Die WienWert Immobilien Finanz AG ist ein Wiener Immobilienentwickler mit einem Fokus auf Zinshäuser, Vorsorgewohnungen, Neubauwohnungen und Serviced Apartments⁶⁵. Über eine Holding und Finanzierungsgesellschaft werden Anleihen begeben und die Erlöse den operativ tätigen Projektgesellschaften zur Verfügung gestellt. Die Geschäftstätigkeit der gesamten WienWert Gruppe umfasste 2015 ein Projektvolumen von rd. €223,40 Mio. mit einer Gesamtnutzfläche von 45.610m².

Das vor allem medial sehr präsenste Unternehmen setzt schon seit Anfang 2010 auf eine Finanzierung bestehend aus Anleihen und Bankfinanzierungen und Eigenkapital. Bis zum Mai 2016 hat die WienWert Immobilien Finanz AG insgesamt 24 Anleihen mit einer kumulierten Nominale von rd. € 32 Mio. begeben⁶⁶. Davon waren fünf endfällige Nullkuponanleihen mit jährlichen Zinssätzen zwischen 8,50% und 7,25% und Laufzeiten von drei bzw. fünf Jahren. Die restlichen Anleihen beliefen sich auf reguläre Fixzinsanleihen mit jährlicher und vierteljährlicher Ausschüttung mit einer Laufzeit zwischen drei und sechs Jahre und einer Verzinsung von 7,75% und 5,125% p.a.

Die größte bisher platzierte Anleihe der WienWert wurde im Dez. 2013 aufgelegt:

	WIENWERT Immobilienanleihe 6,50%
ISIN	AT0000A100Z7
Volumen in €	7 078 000
Zinssatz	6,50%
Art	Fixzins Anleihe
Ausschüttung	endfällig
Laufzeit in Jahren	5
Jahr der Emission	2013
Sicherheiten	-
Emittent	WIENWERT Immobilien Finanz AG
Tilgung	endfällig
Stückelung in €	100

Tabelle 6: Überblick Anleihe WienWert⁶⁷

⁶⁵Lagebericht 2014, WienWert Immobilien Finanz AG

⁶⁶ Anleiheübersicht der WienWert Immobilien Finanz AG vom 31.05.2016

⁶⁷ Anleiheprospekt der WienWert Finanz AG vom 19.11.2013

Ursprünglich mit einem Gesamtnennwert von € 5,00 Mio. begeben, konnte die Anleihe innerhalb der Zeichnungsfrist auf rd. € 7,08 Mio. erhöht werden. Die Mindestzeichnungssumme wurde mit € 2500,- bewusst niedrig gewählt um Privatinvestoren anzusprechen.

Bei einer Laufzeit von fünf Jahren und einem fixen jährlichen Kupon von 6,5% p.a. lag die Emissionsrendite rd. 4,7% über jener risikolosen Rendite österreichischer Bundesanleihen.

Der Emissionserlös dient der WienWert Immobilien Finanz AG als Holdinggesellschaft zur direkten Finanzierung ihrer Töchterunternehmen. Dazu werden Darlehen an die einzelnen Projektgesellschaften vergeben und diese pfandrechlich mit den Liegenschaften im Eigentum der Projektgesellschaften besichert. Werden mit dem zusätzlichen Kapital Liegenschaften gänzlich finanziert, erfolgt die Besicherung im ersten Rang, dient das Anleihenkapital jedoch nur der Finanzierung des Eigenmittelanteils so erfolgt die grundbücherliche Sicherstellung zweitrangig⁶⁸. Dies bedeutet, dass die ursprünglich erstrangige Forderung gegenüber der Emittentin über die Darlehensgewährung an Sicherheit verloren hat. Der Vorteil für den Projektentwickler besteht in der Erhöhung von eigenmittelersetzendem Kapital in Form dieser nachrangigen Darlehen welches eine höhere Fremdfinanzierung der Immobilien zulässt.

Zudem plant die WienWert auch die Tilgung bestehender Anleihen aus dem Emissionserlös. Zum Zeitpunkt der Platzierung der Anleihe im Dez. 2013 waren bei der Emittentin insgesamt 11 Anleihen ausstehend mit einer Gesamtnominale von € 17,30 Mio. wovon im selben sowie im darauffolgenden Jahr rd. € 2,56 Mio. fällig werden. Obwohl die Anleihe eine nicht nachrangige Verbindlichkeit der Emittentin darstellt, ist durch die gesellschaftsrechtliche Struktur der Querfinanzierungen mit zweitrangig besicherten Darlehen an die Projektgesellschaften.

⁶⁸ Anleiheprospekt der WienWert Finanz AG vom 19.11.2013, Anlage 1 S. 3

6. Praxisbeispiel – KMU. GmbH

Das folgende Kapitel beschreibt die Schritte eines im Nahbereich des Autors agierenden Immobilienunternehmens auf dem Weg zur ersten Emission einer Immobilienanleihe. Der fiktive Name „KMU GmbH“ soll lediglich veranschaulichen, dass es sich um eine Kapitalgesellschaft mit beschränkter Haftung nach österr. Recht handelt. In den folgenden Darstellungen fließen die Erkenntnisse aus der Recherche zu dieser Arbeit mit den realen Gegebenheiten des Unternehmens zusammen und sollen so den Prozess und die Überlegungen auf Unternehmerseite bis zur Emission veranschaulichen. Ausgehend von der derzeitigen Finanzierungs- und Cashflow Situation wird die Möglichkeit einer Emission beleuchtet und in weiterer Folge die Strukturierung der Anleihe anhand der Gestaltung der Anleihebedingungen verdeutlicht.

6.1. Ausgangssituation

Die KMU. GmbH ist ein 2013 gegründetes Immobilienunternehmen mit einem Schwerpunkt auf Beratung und Vermittlung. Seit Gründung des Unternehmens wurde jedoch auch an dem Aufbau eines eigenen Immobilienportfolios gearbeitet und dieses sukzessive aufgebaut. In Zukunft soll dieses Portfolio weiter anwachsen und dabei vereinheitlicht werden.

Das Portfolio besteht derzeit aus sieben Wohnungseigentumsobjekten in Wien und stellt sich wie folgt dar:

Objekt	Objektart	Nutzfläche in m ²	Bankverbindlichkeiten ausstehend	Nachrangdarlehen ausstehend	Verbindlichkeiten gesamt
AHS 54	Wohnung	52	143.750	-	143.750
KLG 11	Wohnung	77	134.640	15.000	149.640
STG 2	Wohnung	93	120.000	55.000	175.000
HSL 54	Wohnung	79	185.000	45.000	230.000
FEG 9	Wohnung	136	230.000	25.000	255.000
FEG 9	Büro	130	160.000	80.000	240.000
REG 35	Wohnung	105	187.990	80.000	267.990
Gesamt		672	1.161.380	300.000	1.461.380

Tabelle 7: Immobilienportfolio KMU. GmbH⁶⁹

⁶⁹ Quelle: Interne Unternehmensdaten

Die Finanzierung der Objekte erfolgte über eine Mischung aus Nachrangdarlehen sowie verschieden ausgestaltete Bankfinanzierungen mit pfandrechtlichen Sicherstellungen. Dabei wurden für zwei Objekte kurzfristige, endfällige Darlehen aufgenommen, die restlichen Darlehen sind langfristige Annuitätendarlehen.

Die jeweils zugehörigen Nachrangdarlehen sind in Bezug auf die Laufzeit der Bankfinanzierung nicht angeglichen.

6.2. Aufgabenstellung

Um für die Zukunft unabhängiger von Bankfinanzierungen zu werden überlegt die Gesellschaft die Emission einer Immobilienanleihe. Der Erlös soll auf der einen Seite zur Restrukturierung der bestehenden Verbindlichkeiten dienen und zum anderen neue Liquidität für den Zukauf eines Wohnungseigentumspakets schaffen. Durch die Emission sollen die Finanzierungs-Cashflows durch den Wegfall jährlicher Tilgungen verringert werden, um die Liquidität und damit den Kapitaldienstdeckungsgrad des Portfolios zu erhöhen.

Dabei sollen die derzeitigen Finanzierungskosten um mindestens 30 Basispunkte p.a. unterboten werden um eine spürbare Verbesserung im Zuge der Anleiheemission zu erreichen. Langfristig soll mit der ersten Anleihe ein Emissionszyklus in Gang gesetzt werden um auslaufende Anleihen mit neuerlichen Emissionen tilgen zu können.

6.3. Praktische Durchführung

6.3.1. Ermittlung Volumen, Laufzeit & Kupon

Als erstes muss die derzeitige Finanzierungsstruktur des Portfolios dargestellt und beleuchtet werden, um den Kapitalbedarf einer möglichen Emission samt anschließender Umstrukturierung der bestehenden Darlehen zu bestimmen. Derzeit laufen sieben grundbücherlich besicherte Darlehen mit einer Gesamtaushaftung von rd. € 1,160 Mio. sowie sechs endfällige Nachrangdarlehen mit einer Gesamtaushaftung von € 0,300 Mio. Bei den Zinssätzen der Bankdarlehen handelt es sich um Risikoaufschläge auf den 3M EURIBOR, während die Nachrangdarlehen fix verzinst sind.

Objekt	Bankverbindlichkeiten ausstehend	Nachrangdarlehen ausstehend	Restlaufzeit in Jahren Bank	Restlaufzeit in Jahren NRD	Zinssatz Bank	Zinssatz NRD
AHS 54	143.750	-	12,0		1,50%	-
KLG 11	134.640	15.000	12,0	2,0	1,50%	2,50%
STG 2	120.000	55.000	0,5	0,5	1,50%	3,50%
HSL 54	185.000	45.000	1,0	1,0	1,50%	4,50%
FEG 9	230.000	25.000	10,0	3,0	1,75%	5,00%
FEG 9	160.000	80.000	10,0	3,0	1,75%	5,00%
REG 35	187.990	80.000	9,0	4,0	1,50%	2,50%
Gesamt	1.161.380	300.000				

Tabelle 8: Verbindlichkeiten KMU. GmbH⁷⁰

Aus den unterschiedlichen Laufzeiten und Rückzahlungsmodalitäten ergeben sich folgende Zahlungsströme über die nächsten Jahre. Die Aufstellung gibt Aufschluss, dass speziell im Jahr 2017 und 2019 mit erhöhtem Kapitalbedarf für die Tilgung bestehender Darlehen vorliegt. Da die Bankdarlehen variabel verzinst sind wurde in den Berechnungen der EUR 10y Swap-Satz⁷¹ verwendet, um dem Risiko einer Zinswende Rechnung zu tragen. Zwei der Darlehen werden bereits 2017 regulär getilgt und würden ohne frisches Kapital die Cash Flow Situation des Unternehmens schwer belasten bzw. eine Veräußerung der beiden Objekte nach sich ziehen.

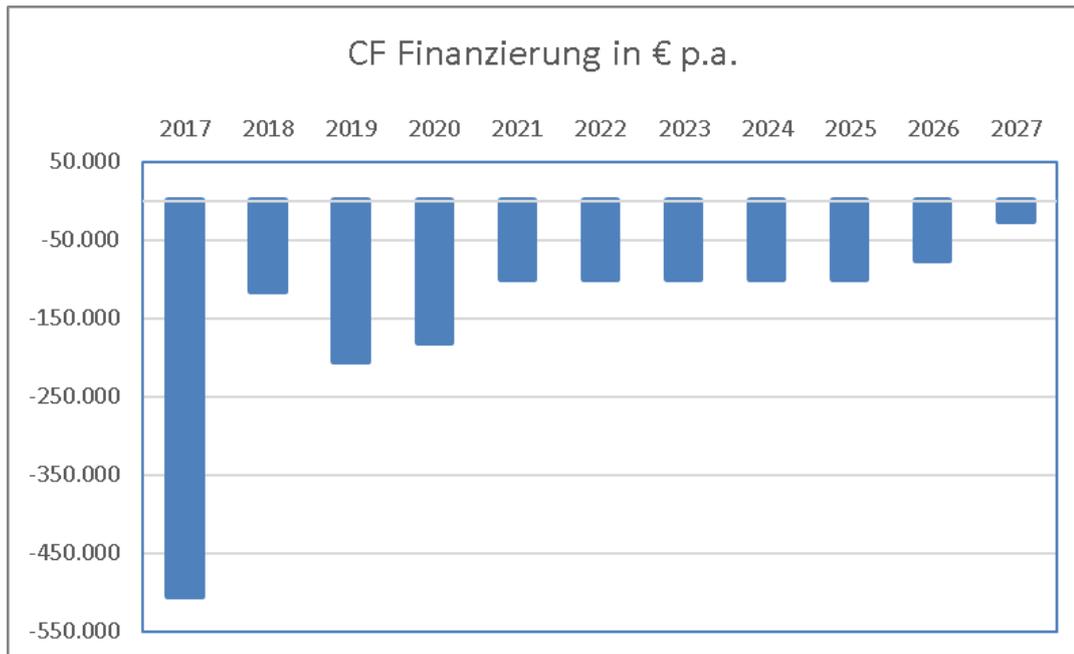
Jahr	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
AHS 54	13.548	13.548	13.548	13.548	13.548	13.548	13.548	13.548	13.548	13.548	13.548
KLG 11	12.689	27.689	12.689	12.689	12.689	12.689	12.689	12.689	12.689	12.689	12.689
STG 2	177.825										
HSL 54	227.025										
FEG 9	27.118	27.118	52.118	27.118	27.118	27.118	27.118	27.118	27.118	27.118	
FEG 9	21.995	21.995	101.995	21.995	21.995	21.995	21.995	21.995	21.995	21.995	
REG 35	24.972	24.972	24.972	104.972	24.972	24.972	24.972	24.972	24.972	24.972	
Gesamt	-505.173	-115.323	-205.323	-180.323	-100.323	-100.323	-100.323	-100.323	-100.323	-75.351	-26.237

Tabelle 9: Cash Flow Finanzierung KMU. GmbH⁷²

Werden die Finanzierungs- Cashflows grafisch dargestellt, ergibt sich eine stark abfallende Kurve, da rd. 80% der aushaftenden Finanzierungen als Annuitätendarlehen ausgestaltet sind.

⁷⁰ Quelle: Interne Unternehmensdaten

⁷² Quelle: Interne Unternehmensdaten



Grafik 18: Cash Flow Finanzierung KMU. GmbH⁷³

Der gesamte Kapitalbedarf für die Umstrukturierung ergibt sich als Summe der derzeit aushaftenden Kreditsumme sowie den Abschlagszahlungen an die Bank aufgrund vorzeitiger Tilgung, da ihr die zukünftigen Zinszahlungen bis zum regulären Ende der Laufzeit entfallen.

Nach Gesprächen mit dem Bankinstitut kann in diesem Fall von einer Pönale i.H.v. 10% der zukünftigen Zinslast, sohin rd. € 15.800,- ausgegangen werden. Inkl. einer Reserve für administrative Kosten ergibt sich ein Kapitalbedarf für die Umstrukturierung der bestehenden Verbindlichkeiten von rd. € 1,50 Mio.

Die Anleihe soll ebenfalls zur Vergrößerung des Portfolios genutzt werden. Geplant ist der Ankauf eines Wohnungseigentumspakets in 1050 Wien mit rd. 178m² Nutzfläche. Inklusive Kaufnebenkosten werden hierfür € 530.000,- veranschlagt. Gemessen am derzeitigen Verkehrswert von insgesamt rd. € 2,125 Mio. entspricht dies einer Vergrößerung von rd. 25%.

⁷³ Quelle: Eigene Darstellung

Objekt	Objektart	Nutzfläche in m ²	VW in €
AHS 54	Wohnung	52	240.000
KLK 11	Wohnung	77	270.000
STG 2	Wohnung	93	305.000
HSL 54	Wohnung	79	325.000
FEG 9	Wohnung	136	310.000
FEG 9	Büro	130	275.000
REG 35	Wohnung	105	400.000
Gesamt		672	2.125.000
BTG 19	Wohnung	178	530.000
Gesamt neu		850	2.655.000

Tabelle 10: Verkehrswerte Immobilienportfolio KMU. GmbH⁷⁴

Das angepeilte Volumen der Anleihe sollte sohin in Summe nicht weniger als € 2,30 Mio. betragen um die eingangs erwähnten Anforderungen zu erfüllen.

Die Praxis zeigt (Siehe 5.2 und 5.3), dass im derzeit herrschenden Niedrigzinsumfeld fix verzinste Anleihen mit Laufzeiten von bis zu 10 Jahren gut vom Markt angenommen werden. Dies ist allerdings nur dann möglich, wenn den Anlegern aus heutiger Sicht eine attraktive Verzinsung über den vollen Zeitraum sowie Sicherheiten bezüglich der Rückzahlung am Ende der Laufzeit geboten werden.

Aus Unternehmenssicht ist ein langfristiger Finanzierungshorizont vorteilhaft, da das Unternehmen weiterhin mit steigenden Immobilienpreisen rechnet und das Risiko eines Anstiegs des Zinsumfelds als gering einschätzt. Entsprechend dieser Einschätzung wird für die Immobilienanleihe eine Laufzeit von 10 Jahren angepeilt.

Neben dem Volumen und der Laufzeit der geplanten Anleihe ist die Höhe und Ausgestaltung des Kupons sowohl für Emittenten als auch Anleger ein zentraler Aspekt. Der Emittent orientiert sich bei der Wahl des Kupons an den Kapitalkosten des Unternehmens bzw. des Portfolios. Mit der derzeitigen Finanzierungsstruktur beträgt der durchschnittliche Zinssatz, als Mischsatz zwischen vorrangig besicherten Bankdarlehen und nachrangigen Verbindlichkeiten 2,98% p.a. Ein weiterer wichtiger Punkt bei der Ermittlung des Kupons sind die verfügbaren Zahlungsströme.

Die derzeitigen Cashflows aus der Finanzierung sind stark durch die monatlichen Tilgungen der Annuitätendarlehen geprägt. Das derzeitige Portfolio ist über die letzten

⁷⁴ Quelle: Interne Unternehmensdaten

Jahre mit dem Unternehmen mitgewachsen wobei ein möglichst hoher Anteil an Fremdfinanzierung verfolgt wurde um die Rentabilität des eingesetzten Eigenkapitals zu erhöhen. Dies konnte nur unter Abschluss pfandrechtl. besicherter Annuitätendarlehen erfolgen, um diese vom Kreditrisikomanagement der finanzierenden Bank genehmigt zu bekommen. Dem Vorteil der höheren Eigenkapitalrentabilität stehen entsprechend hohe Annuitäten gegenüber welche monatlich bedient werden müssen. Die jährlichen Cashflows aus dem Portfolio ergeben sich derzeit wie folgt:

Jahr	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
CF aus Vermietung	75.180	75.180	75.180	75.180	75.180	75.180	75.180	75.180	75.180	75.180
CF Finanzierung	-505.173	-115.323	-205.323	-180.323	-100.323	-100.323	-100.323	-100.323	-100.323	-75.351
CF delta	-429.993	-40.143	-130.143	-105.143	-25.143	-25.143	-25.143	-25.143	-25.143	-171
DSCR alt	0,15	0,65	0,37	0,42	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	1,00

Tabelle 11: Derzeitiger Saldo der Finanzierungs-Cash Flows KMU. GmbH⁷⁵

Eine wichtige Kenngröße bei der Beurteilung der Tragfähigkeit einer Finanzierung stellt das Debt Service Coverage Ratio (DSCR) dar. Dieses stellt die freien Cashflows aus dem Portfolio mit den Zahlungsströmen aus den Verbindlichkeiten in Relation. Derzeit ist das Portfolio mit einem DSCR von unter 1,00 über die nächsten Jahre nicht selbsttragend und wird als Teilbereich des Unternehmens aus anderen Erlösquellen querfinanziert. Mit ein Ziel der Anleiheemission ist die Vereinheitlichung des Portfolios um dieses klarer von den anderen operativen Tätigkeiten des Unternehmens abzugrenzen. Zukünftig soll das DSCR des Immobilienbestandes deutlich über 1,00 liegen damit die laufenden Verbindlichkeiten aus den Mieteinkünften gedeckt werden können.

Der Höhe des Kupons ist durch die bestehenden Finanzierungskosten sowie den Cashflows eine wirtschaftliche Obergrenze von rd. 3% p.a. gegeben. Auf der anderen Seite muss die Anleihe für Anleger attraktiv genug gestaltet sein damit sie gezeichnet wird. Als Referenzwert für als „sicher“ geltende Anleihen werden die Emissionsrenditen von Bundesanleihen ähnlicher Laufzeiten herangezogen. 2016 betrug die durchschnittliche Rendite lediglich 0,15% p.a. Im September 2016 konnte sogar eine erste Anleihe mit negativer Rendite platziert werden⁷⁶.

In Anbetracht dieser extrem niedrigen Referenzwerte beabsichtigt das Unternehmen einen jährlichen Kupon von 2,50% bei pfandrechtl. Sicherstellung der Forderungen zu zahlen.

Die jährlichen Cash Flows aus dem Portfolio würden sich unter Annahme dieses Zinssatzes zukünftig wie folgt darstellen:

⁷⁵ Quelle: Interne Unternehmensdaten

⁷⁶ Quelle: <https://www.oenb.at/isaweb/report>

Jahr	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
KMU GmbH Anleihe	-57.500	-57.500	-57.500	-57.500	-57.500	-57.500	-57.500	-57.500	-57.500	-2.357.500
CF delta neu	17.680	-2.282.320								
<i>DSCR neu</i>	<i>1,31</i>	<i>0,03</i>								

Tabelle 12: Zukünftiger Saldo der Finanzierungs Cash Flows KMU. GmbH⁷⁷

Neben einer Reduzierung der Gesamtfinanzierungskosten könnte durch die Emission einer Immobilienanleihe vor allem die Cash Flow Situation erheblich verbessert werden. Anstelle von laufenden Tilgungen unterschiedlicher Darlehen würden die Mieteinkünfte für die Kuponzahlungen der Anleihe verwendet.

Unter Berücksichtigung der wirtschaftlichen Parameter erscheint daher die Umstrukturierung mittels einer Immobilienanleihe eine gute Möglichkeit das Immobilienportfolio des Unternehmens für die nächsten Jahre solide aufzustellen.

6.3.2. Strukturierung der Anleihe

Nachdem die Entscheidung getroffen wurde erfolgt die Auswahl und Beauftragung der für die Emission notwendigen Berater und Institutionen. Rechtlich beraten wird die KMU. GmbH durch die Kapitalmarktabteilung einer Wiener Anwaltskanzlei, mit welcher schon im Zuge einer GmbH & Co KG Konstruktion gute Erfahrung gemacht werden konnte. Als Treuhänder fungiert die bisherige Notariatskanzlei des Unternehmens. Als Zahlstelle, welche für die Abwicklung der Auszahlungen an die Anleihegläubiger (über deren Depotführendes Institut) zuständig ist die Hausbankengruppe beauftragt. Eine Registrierung bei der Österreichischen Kontrollbank ermöglicht die Zuteilung einer Wertpapieridentifikationsnummer (ISIN) und ist notwendig für die Hinterlegung der Sammelurkunde.

Das Unternehmen entscheidet sich auf Grund des geringen Volumens der Anleihe für eine Eigenemission. Dies hat den Vorteil, dass durch die nicht öffentliche Vermarktung eine Ausnahme von der Prospektspflicht gem. § 2 Abs. 1 KMG vorliegt und damit erhebliche Kosten eingespart werden können. Bei einem geplanten Volumen von € 2,30 Mio. würde allein die Erstellung eines Kapitalmarktprospekts durch eine Rechtsanwaltskanzlei rd. 2% des Emissionserlöses beanspruchen.

Um nicht unter die Regulierungen hinsichtlich der Prospektspflicht zu fallen ist auch bei einer Eigenemission darauf zu achten, dass die Schwelle zu einem „öffentlichen Angebot“ nicht überschritten wird. Da sich das Angebot hauptsächlich an nicht qualifizierte Anleger i.S. des Wertpapieraufsichtsgesetzes handelt, ist einer der

⁷⁷ Quelle: Eigene Darstellung

maßgeblichen Faktoren die Anzahl an natürlichen oder juristischen Personen welche das Angebot erhalten. Richtet sich das Angebot an mehr als 150 Investoren liegt bereits ein öffentliches Angebot vor.

Die Strukturierung als nächster und zentraler Arbeitsschritt enthält alle notwendigen Parameter der Anleihe um daraus ein rechtsverbindliches Vertragswerk gestalten zu können. Dieses setzt sich aus Anleihebedingungen, Treuhandvertrag, Sammelurkunde sowie Zeichnungsschein zusammen.

Die Anleihebedingungen für die ggst. Immobilienanleihe der KMU. GmbH sind exemplarisch im Anhang angeführt⁷⁸:

Zusammengefasst präsentiert sich die KMU GmbH Immobilienanleihe wie folgt:

	KMU GmbH Immobilienanleihe
ISIN	AT0000B9CO56
Volumen in €	2.300.000
Zinssatz	2,50%
Art	Fixzins Anleihe
Ausschüttung	jährlich
Laufzeit in Jahren	10
Jahr der Emission	2017
Sicherheiten	hypothekarisch erstrangig
Emittent	KMU GmbH
Tilgung	100% am Ende der Laufzeit
Stückelung in €	20.000

Tabelle 13: Überblick Anleihe KMU GmbH.⁷⁹

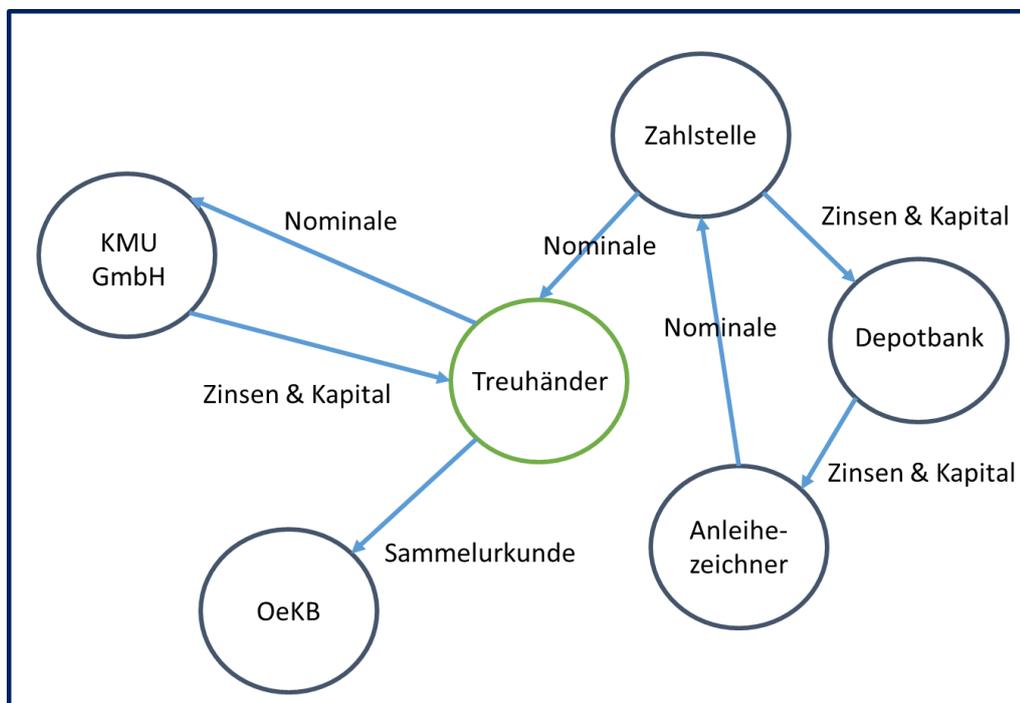
Im Vorfeld der Entscheidung über die Emission einer Immobilienanleihe konnte schon in zahlreichen Gesprächen mit potentiellen Investoren deren Bereitschaft zur Zeichnung einer grundbücherlich besicherten Anleihe wahrgenommen werden. Aus diesen Gesprächen wird eine Investorenliste erstellt und diese nach der erwarteten Zeichnungssumme sowie der Wahrscheinlichkeit einer Zeichnung gereiht.

⁷⁸ Quelle: Anlehnung an div. Musterverträge (JP Immobilien Invest GmbH, WOFIN Wohnungsfinanzierungs GmbH, UBM Realitäten Entwicklung AG)

⁷⁹ Quelle: Eigene Darstellung

Da ein Angebot der Immobilienanleihe an maximal 150 potentielle Investoren erfolgen darf wird KMU GmbH die für eine Zeichnung notwendigen Unterlagen (Anleihebedingungen, Treuhandvertrag sowie Zeichnungsschein) nummerieren und individuell adressiert versenden. Die Reihenfolge der Adressierung erfolgt nach der erwarteten Zeichnungssumme welche durch die Investorenliste abgeschätzt wird.

Bei erfolgreicher Zeichnung erstellt und hinterlegt der Treuhänder die Sammelurkunde bei der OeKB. Die Zahlstelle bucht die Teilschuldverschreibung in das Depot der Anleihezeichner. Mit dem Emissionserlös werden die bestehenden Verbindlichkeiten getilgt und die Pfandrechte aus den Grundbüchern gelöscht sowie ein neues Simultanpfandrecht eingetragen. Der verbleibende Emissionserlös wird an die Emittentin ausgezahlt.



Grafik 19: Stakeholder Verbindungen⁸⁰

Gemäß den Anleihebedingungen werden die Mieten aus dem Portfolio quartalsweise an den Treuhänder überwiesen damit dieser die Kuponzahlungen an die Zahlstelle weiterleiten kann. Die jeweilige Depotbank verrechnet mit der Zahlstelle und schreibt die Beträge dem Anleihezeichner gut.

⁸⁰ Quelle: Eigene Darstellung

7. Schlussfolgerungen

Der Immobilienmarkt hat die letzten Jahre hindurch starke Wachstumsraten verzeichnen können. Durch günstige Rahmenbedingungen wie ein prognostiziertes Bevölkerungswachstum und ein durch die Politik der Zentralbanken als Antwort auf die Krise historisch niedriges Zinsumfeld sind viele Anleger auf der Suche nach Rendite in Immobilien geflohen. Immobilienentwickler sind auf diesen Trend aufgesprungen und versuchen die Nachfrage zu bedienen, weshalb sich die Frage nach unterschiedlichen Formen der Immobilienfinanzierung stellt. Aufgrund von Eigenmittelanforderungen seitens der Bankenwelt hat sich die Emission von (nachrangigen) Immobilienanleihen als gangbarer Weg gezeigt, eigenkapitalschonend das Projektvolumen zu erhöhen.

Im Zuge der Erstellung dieser Arbeit hat sich herausgestellt, dass der Markt für Immobilienanleihen, wie auch der Immobilienmarkt an sich, von großer Heterogenität und Intransparenz geprägt ist. Mangels einheitlicher rechtlicher Rahmenbedingungen für die Emission von Immobilienanleihen und den schier mannigfaltigen Möglichkeiten des Emittenten auf die Konditionen, insbesondere der Sicherstellung der Forderungen gegenüber den Anleihen Gläubigern, Einfluss zu nehmen ist selbst der Versuch einer Definition der „Immobilienanleihe“ eine schwierige Aufgabe und macht deutlich, dass auf dem Gebiet der rechtlichen Einordnung von alternativen Immobilienfinanzierungen noch einiges an Arbeit auf den Gesetzgeber zukommen wird.

Projektentwickler auf der anderen Seite haben erkannt, dass sie die Nachfrage nach alternativen Veranlagungen durch die Begebung von Immobilienanleihen gut bedienen können, da vor allem für Privatkunden und nicht institutionelle Investoren die Asset Klasse Immobilien im Vergleich zu Aktien leichter zugänglich erscheint. Die Arbeit hat zudem aufgezeigt, dass die Risiken für Anleger oftmals größer als angenommen sind und von einem durchschnittlichen Konsumenten kaum richtig eingeschätzt werden können.

Die nächsten Jahre werden zeigen, ob der Markt dieser neuen Art von Investmentmöglichkeiten genug Vertrauen schenkt, um sich von klassischen Immobilienfonds und oder Aktien von Immobilienunternehmen abzuheben. Für Projektentwickler jedenfalls stellt speziell die rechtliche Erleichterung im Zuge der Novelle des AltFG (umgangssprachlich „Crowdfundinggesetz“) eine spannenden und lohnende Alternative dar, um sich frisches Kapital zur Durchführung ihrer Immobilienprojekte zu sichern.

Der Probe aufs Exempel am eigenen Unternehmen hält die Immobilienanleihe gerade noch Stand und bestätigt die Erkenntnisse der Recherche dahingehend, dass die Emission für kleinere Unternehmen recht aufwendig und kostspielig ist. Nicht ohne

Grund finden sich am Markt Immobilienanleihen erst ab einem Volumen von einigen Millionen Euro.

Der Trend am Immobilienmarkt wird währenddessen weiter von einer ungebremst starken Nachfrage nach Wohnraum geprägt und es bleibt abzuwarten, wie stark die 2015 aufkommende Flüchtlingsthematik Einfluss auf den österreichischen Immobilienmarkt nehmen wird.

Kurzfassung

Die Masterthese beschäftigt sich mit dem Thema der Immobilienfinanzierung durch die Emission von Immobilienanleihen. Diese alternative Finanzierungsform tritt in jüngster Zeit auch am österreichischen Markt auf und die Arbeit versucht einen Überblick über die Situation in Österreich zu geben, eine Abgrenzung zu anderen Formen der Immobilienfinanzierung zu finden und geht der Frage nach den wirtschaftlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen nach, mit welchen sich die Emittenten solcher Finanzierungsinstrumente beschäftigen müssen. Ausgehend von einem Marktüberblick zum österreichischen und speziell Wiener Immobilienmarkt und dessen prognostizierte Entwicklung wird im Zuge der Finanzierungsfrage die klassische Anleihe als Instrument der unternehmerischen Außenfinanzierung vorgestellt. Verschiedene Gestaltungsmerkmale sowie die rechtliche Situation in Österreich werden beleuchtet und so der Leser mit der Materie vertraut gemacht. Als Kern der Arbeit folgt der Übergang zur Immobilienanleihe. Der Versuch einer einheitlichen Definition der Immobilienanleihe wird durch die große Heterogenität der Materie verunmöglicht. Nach einer groben Eingrenzung der Begrifflichkeit wird sowohl die rechtliche als auch die wirtschaftliche Seite betrachtet, um Unterschiede und Gemeinsamkeiten zur klassischen Anleihe herauszuarbeiten. Ein Überblick und Vergleich der Emissionen von Immobilienanleihen der letzten Jahre stellt den Übergang zum praktischen Teil der Arbeit dar. Dieser wird durch eine fiktive Emission einer Immobilienanleihe am Beispiel eines Unternehmens mit Nahebezug zum Autor geschaffen. Dabei werden der komplette Entscheidungsprozess sowie die vorbereitenden Überlegungen anhand konkreter Zahlen abgebildet. Ausgehend von der derzeitigen Finanzierungsstruktur werden die Parameter erarbeitet, anhand welcher die Entscheidung für oder wider einer Emission einer Immobilienanleihe getroffen werden kann. Das Kapitel, sowie die Arbeit, schließt mit der positiven Entscheidung über eine Emission, die diesbezüglichen Anleihebedingungen im rechtlich relevanten Format finden sich beispielhaft im Anhang, ebenso wie ein kleiner Exkurs zum Thema Crowdfunding / Crowdfunding.

Anleihebedingungen

für

Die grundbücherlich besicherten 2,50% p.a. 2017-2027 Teilschuldverschreibungen
Im Gesamtnennbetrag von EUR 2.300.000
ISIN: AT000B9CO56

der

KMU. GmbH
FN 403711v

Der folgende Text gibt die Anleihebedingungen für die Teilschuldverschreibung der KMU GmbH wieder, welche der Sammelurkunde beigelegt sind.

1. Gesamtnennbetrag, Stückelung, Form, Verbriefung, Wertpapiersammelbank, ISIN, Mindestemissionsvolumen, Zuteilung, Begriffsbestimmung

- 1.1. Die grundbücherlich besicherten 2,50% p.a. 2017-2027 Teilschuldverschreibungen der KMU. GmbH, FN 403711v, mit dem Sitz in Wien, Österreich und der Geschäftsanschrift Stadlerstraße 72, 1130 Wien, Österreich (die „Emittentin“), ISIN 000B9CO56, werden im Gesamtnennbetrag von EUR 2.300.000 (in Worten: Euro zwei Millionen Dreihunderttausend), eingeteilt in 115 (in Worten: einhundertfünfzehn) auf Inhaber lautende und an den jeweiligen Inhaber zahlbare, untereinander gleichrangige Inhaberschuldverschreibungen begeben
- 1.2. Die Teilschuldverschreibungen werden zur Gänze durch eine veränderbare Sammelurkunde gem. § 24 lit. B Depotgesetz (die „Sammelurkunde“) verbrieft. Die Sammelurkunde ist von den vertretungsbefugten Personen der Emittentin firmenmäßig gezeichnet und der gemäß Punkt 6 bestellten Zahlstelle mit einer Kontrollunterschrift versehen. Ein Anspruch auf Ausfolgung der Teilschuldverschreibung besteht nicht.
- 1.3. Die Sammelurkunde wird für die Dauer der Laufzeit der Teilschuldverschreibungen von der Österreichischen Kontrollbank Aktiengesellschaft („OeKB“) als Wertpapiersammelbank verwahrt.

- 1.4. Den Inhabern der Teilschuldverschreibung stehen Miteigentumsanteile an der Sammelurkunde zu, die gemäß den Allgemeinen Geschäftsbedingungen der OeKB („Clearingsystem“) übertragen werden können.
- 1.5. Die International Securities Identification Number (“ISIN“) lautet: AT000B9CO56.
- 1.6. Der Gesamtbetrag in Höhe von EUR 2.300.000 (in Worten: Euro zwei Millionen Dreihunderttausend) ist gleichzeitig das „Mindestemissionsvolumen“. Wird das Mindestemissionsvolumen innerhalb der Anbotsfrist nicht vollständig gezeichnet so wird die Emission abgebrochen und die Teilschuldverschreibungen werden nicht begeben.
- 1.7. Die Zuteilung der Teilschuldverschreibungen an die Zeichner liegt im Ermessen der Emittentin.
- 1.8. „Anleihegläubiger“ bezeichnet jeden Inhaber eines Miteigentumsanteils an den durch die Sammelurkunde verbrieften Teilschuldverschreibungen.
- 1.9. „Anleihebedingungen“ bezeichnet die gegenständlichen Anleihebedingungen

2. Status, grundbücherliche Sicherstellungen, Pfandrechte, Zusicherungen und Gewährleistungen

- 1.1. Die Teilschuldverschreibungen begründen gegenüber den Anleihegläubigern unmittelbare, unbedingte, nicht nachrangige und im Hinblick auf den Zins- und Rückzahlungsanspruch dinglich besicherte Verpflichtungen der Emittentin die im gleichen Rang mit allen anderen, nicht nachrangigen und dinglich besicherten Verbindlichkeiten der Emittentin stehen, sofern diese nicht kraft Gesetzes Vorrang haben.
- 1.2. Die Ansprüche auf Rückzahlung der Teilschuldverschreibungen gemäß Punkt 5.2 und Zinszahlungen gemäß Punkt 4.1 werden durch die Bestellung der nachstehenden dinglichen Sicherheiten besichert:
Einverleibung einer Simultanhypothek in Höhe von nominal EUR 2.300.000 (in Worten: Euro zwei Millionen Dreihunderttausend) zzgl. 2,50% p.a.
 - a. Ob der im Eigentum der Emittentin stehenden B-LNR 29, 54/1726 Anteile der Liegenschaft EZ 683 des Grundbuches 01205 Hietzing, BG Hietzing mit der Liegenschaftsadresse Auhofstraße 54 verbunden mit Wohnungseigentum an W 13; und
 - b. Ob der im Eigentum der Emittentin stehenden B-LNR 6, 110/2714 Anteile der Liegenschaft EZ 785 des Grundbuches 01006 Landstraße, BG Innere Stadt mit der Liegenschaftsadresse Kölblgasse 11 verbunden mit Wohnungseigentum an W 12; und
 - c. Ob der im Eigentum der Emittentin stehenden B-LNR 4, 80/1135 Anteile der Liegenschaft EZ 553 des Grundbuches 01305 Meidling,

- BG Meidling mit der Liegenschaftsadresse Steinackergasse2 verbunden mit Wohnungseigentum an W 10; und
- d. Ob der im Eigentum der Emittentin stehenden B-LNR 70, 113/3935 Anteile der Liegenschaft EZ 2109 des Grundbuches 01008 Margarethen, BG Innere Stadt mit der Liegenschaftsadresse Hauslabgasse 35-37 verbunden mit Wohnungseigentum an W 9; und
 - e. Ob der im Eigentum der Emittentin stehenden B-LNR 58-60, 159/1732 Anteile der Liegenschaft EZ 2358 des Grundbuches 01008 Margarethen, BG Innere Stadt mit der Liegenschaftsadresse Fendigasse 9 verbunden mit Wohnungseigentum an W3a, GL3, Büro 1/2
 - f. Ob der im Eigentum der Emittentin stehenden B-LNR 23, 201/5478 Anteile der Liegenschaft EZ 49 des Grundbuches 01008 Margarethen, BG Innere Stadt mit der Liegenschaftsadresse Rainergasse 35 verbunden mit Wohnungseigentum an W 18

(nachstehend zusammenfassend das „Pfandrecht“) zugunsten der jeweiligen Anleihegläubiger der Teilschuldverschreibungen unter Anwendung der Bestimmungen des Gesetzes vom 24. April 1874 betreffende der gemeinsamen Vertretung der Rechte der Besitzer von auf Inhaber lautenden oder durch Indossament übertragbaren Teilschuldverschreibungen und die bürgerliche Behandlung der für solche Teilschuldverschreibungen eingeräumten Hypothekarrechte (nachfolgend auch kurz „KurG“) in der geltenden Fassung. Die Liegenschaften haften den jeweiligen Inhabern der Teilschuldverschreibung mit dem Gesamtbetrag für alle deren Haupt- und Nebenforderungen aus den Teilschuldverschreibungen gegenüber der Emittentin. Die Einverleibung der Simultanhypothek in Höhe von nominal EUR 2.300.000 (in Worten: Euro zwei Millionen Dreihunderttausend) zzgl. 2,50% p.a. erfolgt in Entsprechung der einen integrierenden Bestandteil dieser Anleihebedingungen bildenden Pfandurkunde. Die Bestellung des Treuhänders als „gemeinsamer Vertreter“ der Besitzer der Teilschuldverschreibungen gemäß §§ 15a f. KurG erfolgt in der Pfandurkunde und ist gerichtlich zu genehmigen

1.3. Das in Punkt 2.2. bezeichnete Pfandrecht wird innerhalb der gesetzlichen Beschränkungen des KurG sowie des Kur-ErgänzungsG zugunsten der Anleihegläubiger im Innenverhältnis vom Treuhänder nach Maßgabe des nach Punkt 9 abzuschließenden Treuhandvertrages und den Bestimmungen der Pfandurkunde verwaltet. Der Treuhänder wird als „gemeinsamer Vertreter“ des Pfandrechts im Grundbuch der als Sicherheit dienenden Liegenschaftsanteile angemerkt.

1.4. Das Kuponkonto wird vom Treuhänder nach Maßgabe des nach Punkt 9 abzuschließenden Treuhandvertrages verwaltet. Die Emittentin ist verpflichtet

während der Laufzeit der Teilschuldverschreibung zum 30. April, 30. Juli, 31. Oktober und 30. Januar jeden Geschäftsjahres jeweils einen Betrag der einem Viertel der jährlichen Verzinsung in Höhe von 2,50% p.a. des Nennbetrages entspricht auf dieses Konto zu überweisen. Der Treuhänder ist von der Emittentin angewiesen, die jährlich aus den Teilschuldverschreibungen gemäß Punkt 4.1. fälligen Kuponzahlungen rechtzeitig der Zahlstelle gutzuschreiben.

1.5. Zur Besicherung der Ansprüche der Anleihegläubiger auf Zinszahlung und Rückzahlung des Nennbetrages der Teilschuldverschreibungen

- a. Tritt die Emittentin ihre Eigentümeransprüche gegenüber den, die in Punkt.2.2. lit a-f bezeichneten Liegenschaftsanteilen, vereinnahmten Nettomietentgelte an die Anleihegläubiger nach Maßgabe des nach Punkt 9 abzuschließenden Treuhandvertrages im gesetzlich zulässigen Ausmaß sicherungsweise ab

1.6. Die Emittentin verpflichtet sich gegenüber den Anleihegläubigern für die Laufzeit der Teilschuldverschreibungen

- a. Die ihr gehörenden gegenständlichen Liegenschaftsanteile nicht zu veräußern; und
- b. Die ihr gehörenden gegenständlichen Liegenschaftsanteile nicht grundbücherlich und/oder außerbücherlich mit weiteren Pfandrechten und/oder sonstigen Belastungen zu belasten; und
- c. Keine weiteren Teilschuldverschreibungen zu emittieren

1.7. Die Emittentin wird den Anleihegläubiger jährlich über die Entwicklung der in Punkt.2.2. lit a-f bezeichneten Liegenschaftsanteilen informieren.

3. Laufzeit

3.1. Die Laufzeit der Teilschuldverschreibungen beginnt am 01. März 2017 (der „Laufzeitbeginn“) und endet mit Ablauf des 01. März 2027 (das „Laufzeitende“) Die Laufzeit beträgt sohin 10 (zehn) Jahre.

4. Verzinsung

4.1. Die Teilschuldverschreibungen werden bezogen auf ihren Nennbetrag vom 01. März 2017 (der „Ausgabetag“) bis zu dem der Fälligkeit der Teilschuldverschreibung vorangehenden Tag mit jährlich 2,50% p.a. verzinst. Die Zinsen sind nachträglich am 01. März eines jeden Jahres zahlbar (jeweils ein „Zinszahlungstag“). Fällt der Fälligkeitstermin auf einen Samstag, Sonntag oder Feiertag verschiebt sich der Fälligkeitstermin auf den nächstfolgenden Bankarbeitstag.

- 4.2. Sofern Zinsen für einen Zeitraum von weniger als einem Jahr (der „Zinsberechnungszeitraum“) zu berechnen sind, erfolgt die Berechnung actual/actual (gemäß ICMA Regelung).
- 4.3. „Zinsperiode“ bezeichnet den Zeitraum ab dem Ausgabetag bis zum ersten Zinszahlungstag und danach von jedem Zinszahlungstag bis zum jeweils darauffolgenden Zinszahlungstag.

5. Rückzahlung

- 5.1 Die Teilschuldverschreibungen werden zu ihrem Rückzahlungstag am 01. März 2027 (der „Fälligkeitstag“) zurückgezahlt“. Fällt der Fälligkeitstag auf einen Samstag, Sonntag oder Feiertag verschiebt sich der Fälligkeitstermin auf den nächstfolgenden Bankarbeitstag.
- 5.2 Der „Rückzahlungsbetrag“ in Bezug auf jede Teilschuldverschreibung entspricht dem aushaftendem Nennbetrag der jeweiligen Teilschuldverschreibungen.
- 5.3 Unbeschadet der in diesem Punkt geregelten Rückzahlungsmöglichkeiten sind weder die Emittentin noch die Anleihegläubiger berechtigt, die Teilschuldverschreibung zur vorzeitigen Rückzahlung zu kündigen oder vorzeitig rückzuführen.

6. Zahlstelle, Zahlungen

- 6.1. Die gemäß Zahlstellenvereinbarung bestellte Zahlstelle ist die Erste Group Bank AG, FN33209m, Am Belvedere 1, 1100 Wien.
- 6.2. Die Emittentin behält sich das Recht vor, jederzeit die Bestellung der Zahlstelle zu ändern oder zu beenden und ein anderes Kreditinstitut mit Sitz im Inland zu bestellen.
- 6.3. Teilschuldverschreibungen werden zu ihrem Rückzahlungstag am 01. März 2027 (der „Fälligkeitstag“) zurückgezahlt“. Fällt der Fälligkeitstag auf einen Samstag, Sonntag oder Feiertag verschiebt sich der Fälligkeitstermin auf den nächstfolgenden Bankarbeitstag.
- 6.4. Die Emittentin verpflichtet sich, Kapital und Zinsen bei Fälligkeit zu bezahlen. Derartige Zahlungen erfolgen über die Zahlstelle zur Weiterleitung an das jeweilige Clearingsystem. Die Gutschrift der Kapital- und Zinszahlungen erfolgt durch die jeweilige für den Anleihegläubiger depotführende Stelle.
- 6.5. Die Emittentin bzw. hinsichtlich der Kuponzahlungen der Treuhänder im Auftrag der Emittentin wird aufgrund des mit der Zahlstelle abzuschließenden Zahlstellenvertrages die Zahlungen gemäß Punkt 6.4. derart zeitgerecht zu leisten, dass diese bei der Zahlstelle bei Fälligkeit eingelangt sind.

7. Steuern

7.1 Sämtliche auf die Teilschuldverschreibungen zu zahlenden Beträge erfolgen ohne Einbehalt oder Abzug von gegenwärtigen oder zukünftigen Steuern, Gebühren oder sonstigen Abgaben die von der Republik Österreich oder durch ein dort zur Steuererhebung ermächtigte stelle auferlegt oder erhoben werden.

8. Kündigungsrechte

8.1. Die Teilschuldverschreibungen sind für die Anleihegläubiger nicht vorzeitig ordentlich kündbar. Ein Recht zur außerordentlichen Kündigung aus wichtigem Grund bleibt davon unberührt.

8.2. Eine Kündigung der Teilschuldverschreibung aus wichtigem Grund sowie die Berechtigung zur sofortigen Rückzahlung des Nennbetrages zuzüglich aufgelaufener Zinsen steht jedem Anleihegläubiger zu. Ein wichtiger Grund ist (ein „Kündigungsgrund“) ist insbesondere dann gegeben, wenn

- a. Die Emittentin mit der Zahlung von Zinsen oder Kapital länger als 10 Bankarbeitstage nach Fälligkeit in Verzug ist;
- b. Die Emittentin ihre Verpflichtung gemäß Punkt 2.2 und 2.4 nachweislich nicht erfüllt und auch unter Setzung einer Nachfrist von 25 Bankarbeitstagen ab Benachrichtigung durch einen Anleihegläubiger diesen nicht nachkommt
- c. Die Emittentin ihre Zahlungen einstellt oder ihre Zahlungsunfähigkeit bekannt gibt
- d. Ein Insolvenzverfahren über das Vermögen der Emittentin eröffnet und nicht binnen 90 Tagen aufgehoben oder von der Emittentin ein solches Verfahren beantragt oder ein Insolvenzverfahren mangels Kostendeckung abgewiesen wird
- e.

9. Treuhänder

9.1. Die Emittentin bestellt nach Maßgabe des Treuhandvertrages einen Treuhänder, welcher die dinglichen Sicherungsrechte zugunsten der Anleihegläubiger gemäß Punkt 2.2 kontrolliert, verwaltet sowie falls die Voraussetzungen dafür vorliegen freizugeben oder zu verwerten. Sämtliche Anleihegläubiger stimmen dem Treuhandvertrag mit Zeichnung der Teilschuldverschreibung vollinhaltlich zu, welcher auch deren Erben oder Rechtsnachfolger bindet.

9.2. Im Falle einer Beendigung des Treuhandverhältnisses, aus welchem Grund auch immer, erteilen die Anleihegläubiger jetzt schon ihre Zustimmung, welche die Emittentin verpflichtet einen neuen Treuhänder zu bestellen.

10. Verjährung

- 10.1. Ansprüche auf Zahlung von Zinsen verjähren nach 3 Jahren ab Fälligkeit, jene auf Kapital nach 30 Jahren.

11. Anwendbares Recht, Gerichtsstand, Teilnichtigkeit

- 11.1. Rechte und Pflichten der Emittentin und der Anleihegläubiger sowie Form und Inhalt der Teilschuldverschreibungen unterliegen dem österreichischem Recht
- 11.2. Gerichtsstand ist Wien
- 11.3. Sollten einzelne Bedingungen dieser Anleihebedingungen ganz oder teilweise rechtsunwirksam sein oder werden, so bleiben die übrigen Bestimmungen in Kraft. Rechtsunwirksame Bestimmungen sind dem Sinn und Zweck mit rechtswirksamen Bestimmungen zu ersetzen, welche den rechtsunwirksamen Bestimmungen so nahe wie rechtlich möglich kommen.
-

Exkurs / Abgrenzung Crowdfunding / Crowdinvesting

Die letzten 2 Jahre brachten mit der CONDA AG und der GREENROCKET GmbH bzw. der auf Immobilien spezialisierte Schwesterunternehmen HOME ROCKET GmbH die ersten Crowdfunding Plattformen auf den österreichischen Markt.

Während Crowdfunding seinen Ursprung in der Finanzierung von Produktentwicklungen für inhomogene, neuartige und oftmals hochriskante Produkte hat geht Crowdinvesting einen Schritt weiter und lässt die „crowd“ oder die Anlegergemeinschaft am Erfolg oder Misserfolg des unterstützten Unternehmens teilhaben.

Die Zeit ist noch nicht reif um einen fundierten Rückschluss auf die Anwendbarkeit dieser Instrumente auf die Finanzierung von Immobilienprojekten zuzulassen. Gerade der Immobilienmarkt ist nicht von Innovationskraft geprägt und agiert verhältnismäßig träge.

Auch wenn die ersten Zahlen zu den „funding“ Erfolgen der einzelnen Crowdfunding, bzw. Crowdinvesting Plattformen im Immobiliensektor prima facie ein positives Licht auf diese junge Finanzierungsform werfen, muss hier ebenfalls auf die erheblichen Risiken hingewiesen werden. Das vielleicht treffendste Argument um den oftmals unterschätzten Risikofaktor bei solchen Investments zu erörtern hat George Akerlof bereits 1970 in seiner Publikation: „The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism“ dargelegt. Der Autor nimmt den Gebrauchtwagenmarkt in den USA als Beispiel eines Marktes mit imperfekter Informationsverteilung kommt in seiner Analyse zum Schluss, dass gebrauchte KFZ minderer Qualität (=in den USA auch „lemons“ genannt) von einem Laien kaum von jener besseren Qualität unterschieden werden können. Der rationale Weg des Marktes geht aus Risiko-averser Sicht sodann von einer generell schlechteren Qualität von Gebrauchtwagen aus, weshalb sich der enorme Wertverlust eines Neuwagens zum Großteil aus der fehlenden Information der Markt Teilnehmer ableiten lässt.

Umgelegt auf die Immobilienprojektfinanzierungen mittels Crowdinvesting lässt dies keine positive Stimmung am Anlegermarkt aufkommen⁸¹.

Es bleibt abzuwarten, ob die ersten Immobilienprojekte welche mittels Crowdinvesting finanziert wurden ihren Erwartungen gerecht werden bzw. ob es zu erhöhten Ausfällen bei der Bedienung der Zins- und Rückzahlungsverpflichtungen kommen wird.

⁸¹ Andre Exner, 2016 „Etikettenschwindel mit Crowdfunding“, Wirtschaftsblatt vom 13.02.2016

Quellenangaben

- Dirnbacher Harald (2016): Investitionsanreize gegen Wohnungskatastrophe,
- http://www.ots.at/presseaussendung/OTS_20160127_OTS0126/investitionsanreize-gegen-wohnungskatastrophe, abgerufen am 28.01.2016
- Eisenmenger Thomas, AK Wien (2005): Rücktrittsrechte im Finanzdienstleistungsbereich, Wien
- Ersten Bank der oesterreichischen Sparkassen (2012): Presseinformation vom 14.12.2012
- Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen (2015): Studie: Wie spart Österreich in Zeiten von Niedrigzinsen? IMAS International, erschienen am 14.10.2015
- Exner Andre (2016): Etikettenschwindel mit Crowdfunding, Wirtschaftsblatt vom 13.02.2016
- Fiala Klaus (2016) in: Forbes Magazin, 3/2016, S. 24
- Finanzmarktaufsicht (2016): Anlegerinformation,
- <https://www.fma.gv.at/de/verbraucher/wertpapiere/anlageprodukte/anleihen.html> abgerufen am 05.05.2016
- Fessler, Lindner, Schürz (2016): Household Finance and Consumption Survey des Eurosystems 2014, OeNB Juni 2016, Wien
- Feil, Marent, Preisl (2010): Grundbuchsrecht Kommentar, 2. Auflage, Linde, Wien
- Flor, Kammel, Zibuschka, (2013): InvFG 2011 und AIFMG -Materialienband, 2. Auflage, Linde, Wien
- Haas Alexander, Wolf Theiss (2014): Kapitalmarktfinanzierung für Mittelständische Unternehmen über Unternehmensanleihen, 31.12.2014, Wien
- Himpele Klemens, MA 23 (2016): Wien in Zahlen 2016, Magistrat der Stadt Wien MA 23, Wien
- JP Immobilien Invest I GmbH (2014): Investorenreport vom 30.01.2014
- JP Immobilien Invest ZWEI GmbH (2016): Investorenreport vom 01.08.2016
- JP Immobilien Invest ZWEI GmbH (2014): Anleiheprospekt vom 13.02.2014
- Kaufmann/Seper/Zenz (2016): Handbuch Crowdfunding & AltFG, Manz, Wien
- Karas/Traxler/Waldherr (2007): Kommentar zum BWG § 1 Rz 17, Manz, Wien
- Kischko Irmgard (2015): Der Kunde als Verlustbringer, Kurier vom 13.11.2015
- Kranewitter Heimo (2010): Liegenschaftsbewertung 6 Auflage, Manz
- Kurier (2016): Immobilienpreise: Plus 20% in fünf Jahren,
- <http://kurier.at/wirtschaft/marktplatz/immobilienpreise-plus-20-prozent-in-fuenf-jahren> abgerufen am 07.03.2016
- Lenoble Christian (2016): Immobilien Trends Entwicklungen Herausforderungen, Die Presse, erschienen am 06.02.2016
- Luc Nijs (2014): Mezzanine Financing, Wiley, West Sussex
- Oberndorfer Martin (2014): Die Prospektspflicht nach dem KMG S. 41, Manz, Wien
- Oberndorfer Martin (2014): Die Prospektspflicht nach dem KMG S.53, Manz, Wien
- Oberndorfer Martin (2014): Die Prospektspflicht nach dem KMG S. 106, Manz, Wien
- OeNB (2016): Factsheet Wohnimmobilienmarkt Österreich, Jan. 2016, Wien
- OeNB(2016): Factsheet Wohnimmobilienmarkt Österreich, Jan. 2016, Wien
- OeNB (2012): Wohnkostenerhebung 2012, Wien
- OeNB (2016): Basel III, Strengere und höhere Kapitalanforderungen sowie Einführung einer Verschuldungsquote,

- <https://www.oenb.at/Finanzmarktstabilitaet/bankenunion/rechtliche-grundlagen/basel-iii.html> abgefragt am 14.04.2016
- OeKB FinanzDatenService:
- <http://www.oekb.at/de/kapitalmarkt/finanzdaten/seiten/default.aspx>, abgefragt am 22.03.2016
- OLG Wien (2015):1 R 221/14y
- Österreichische Bundesfinanzierungsagentur (2011): Österreichische Bundesanleihen starke Fundamente für Ihre Geldanlage, Juli 2011, Wien
- Faßmann Heinz, Kommission für Migrations- und Integrationsforschung der Österreichischen Akademie der Wissenschaften (2015): Migration & Integration zahlen.daten.indikatoren 2015, Wien
- Schulz-Wulkow, von Drygalski, Frank (2016): Trendbarometer Immobilien-Investmentmarkt, Ernst & Young, Berlin
- Statistik Austria (2015): Bevölkerungsprognose 2015, abgerufen am 18.11.2015.
- Wiener Börse (2016): Anzahl und Volumen gehandelter Anleihen per Dez. 2016
- WienWert Finanz AG (2013): Anleiheprospekt vom 19.11.2013
- WienWert Immobilien Finanz AG (2016): Anleiheübersicht vom 31.05.2016
- WienWert Immobilien Finanz AG (2014): Lagebericht 2014
- Wiener Stadthäuser Alpha GmbH (2014): Anleiheprospekt vom 17.10.2014

Abbildungsverzeichnis

- Grafik 1 Bevölkerungsentwicklung Wien, Seite 4
- Grafik 2 Bevölkerungsentwicklung Österreich gesamt 2014-2024, Seite 4
- Grafik 3 Bevölkerungsentwicklung Österreich gesamt 2014-2075, Seite 5
- Grafik 4. Transaktionsvolumen AUT Wohnen 2013-2015, Seite 6
- Grafik 5: Preisentwicklung in AUT und Wien 2003-2015, Seite 6
- Grafik 6. Transaktionsvolumen AUT Gewerbe 2013-2015, Seite 7
- Grafik 7. Effektiver Jahreszins für Wohnbaukredite an private Haushalte 2011-2015, Seite 8
- Grafik 8. Wohnbaukredite an private Nichtbanken 2011-2014, Seite 9
- Grafik 9: Beispiel Deckungsbeitragsrechnung, Seite 10
- Grafik 10 EZB Leitzins 2009-2015, Seite 11
- Grafik 11 Beispiel Bilanz, Seite 13
- Grafik 12 Schematische Darstellung einer Anleihe, Seite 14
- Grafik 13 Klassifizierung von Anleihen, Seite 16
- Grafik 14 Differenzierung nach Art der Anleihe, Seite 17
- Grafik 15 Differenzierung nach Seniorität, Seite 19
- Grafik 16: Bsp. Fixzinsanleihe, Seite 30
- Grafik 17: Exemplarische Yield Curve, Seite 32
- Grafik 18: Cash Flow Finanzierung KMU. GmbH, Seite 50
- Grafik 19: Stakeholder Verbindungen, Seite 55

Tabellenverzeichnis

- Tabelle 1: Arten von Anleihen, Seite 18
- Tabelle 2: Überblick rechtliche Anwendungsbereiche, Seite 20
- Tabelle 3: Überblick Anleihen JP Immobilien, Seite 40
- Tabelle 4: Überblick Anleihe Wiener Privatbank, Seite 43
- Tabelle 5: Überblick Anleihen Wiener Privatbank, Seite 44
- Tabelle 6: Überblick Anleihe WienWert, Seite 45
- Tabelle 7: Immobilienportfolio KMU GmbH, Seite 47
- Tabelle 8: Verbindlichkeiten KMU GmbH, Seite 49
- Tabelle 9: Cash Flow Finanzierung KMU GmbH, Seite 49
- Tabelle 10: Verkehrswerte Immobilienportfolio KMU. GmbH, Seite 51
- Tabelle 11: Derzeitiger Saldo der Finanzierungs Cash Flows KMU GmbH, Seite 52
- Tabelle 12: Zukünftiger Saldo der Finanzierungs Cash Flows KMU GmbH, Seite 53
- Tabelle 13: Überblick Anleihe KMU, Seite 54