

Real Estate Investment - Innovative Finanzierungsinstrumente in der
Immobilienwirtschaft im Hinblick auf ihre Relevanz in der Praxis

Abschlussarbeit
zur Erlangung des Grades

Immobilien-Ökonom GdW

an der
Führungsakademie im EBZ Europäischen Bildungszentrum der
Wohnungs- und Immobilienwirtschaft – gemeinnützige Stiftung, Bochum

eingereicht

von

Bartosz Adam Gorynski

Essen, den 15.10.2008

1.Prüfer: Herr Dipl.-Kfm. Klaus Pohl

2.Prüfer: Frau Dr. Lieselotte Steveling

„Es gibt Risiken, die einzugehen du dir nicht leisten kannst und es gibt
Risiken, die nicht einzugehen du dir nicht leisten kannst“

(Peter Drucker)

Real Estate Investment - Innovative Finanzierungsinstrumente in der Immobilienwirtschaft im Hinblick auf ihre Relevanz in der Praxis

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis.....III

Abkürzungsverzeichnis V

1. Einleitung..... 1

1.1. Problemstellung und Zielsetzung..... 1

1.2. Gang der Untersuchung 2

2. Grundlagen..... 3

2.1. Definition der Finanzierung und deren Abgrenzung 3

2.2. Entstehung der Finanzierungsproblematik in der Immobilienwirtschaft..... 4

2.2.1. Auswirkungen durch die Bank- und Finanzkrise 2007/2008 6

2.2.2. Auswirkungen der neuen Basler Eigenkapitalvereinbarung (Basel II)..... 8

2.3. Fazit..... 9

3. Klassische Finanzierungsinstrumente in der Immobilienwirtschaft 10

3.1. Darstellung klassischer Finanzierungsinstrumente..... 10

3.2. Schlussfolgerung..... 13

4. Innovative Finanzierungsinstrumente in der Immobilienwirtschaft..... 14

4.1. Darstellung ausgewählter innovativer Finanzierungsinstrumente 14

4.2. Unternehmensanleihen (Corporate Bonds)..... 16

4.2.1. Inhaberschuldverschreibung 16

4.2.2. Schuldscheindarlehen 20

4.3. Verbriefung (Asset Backed Securities i.w.S.)	21
4.4. Factoring	32
4.5. Sale-and-lease-back	35
4.6. Nießbrauch.....	41
4.7. Mezzanine Finanzierungen	45
4.7.1. Genussscheine	47
4.7.2. Mezzanine Fonds	48
4.7.3. Spareinrichtungen	48
4.8. Joint-Venture-Finanzierung	51
4.9. Private Equity Finanzierung	53
5. Zinsderivate als Sicherungsinstrument.....	53
5.1. Forward Rate Agreement.....	54
5.1.1 Forward-Darlehen	54
5.2. Zinscap / Zinsfloor.....	55
5.3. Zinsswap	56
5.4. Schlussfolgerung Zinsderivate.....	57
6. Schlussbetrachtung und Ausblick	60
Anhang	63
Literaturverzeichnis	VII-XIV

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Grafische Darstellung zum Gang der Untersuchung	64
Abbildung 2: Abgrenzung Unternehmens- und Projektfinanzierung	65
Abbildung 3: Wesentliche Faktoren der Finanzierungsproblematik	66
Abbildung 4: Entwicklung der Kreditausfallrate im US-Hypothekenmarkt in Prozent (Zahlungsverzug seit > 30 Tage)	7
Abbildung 5: Entstehungen der Problematik beeinflusst durch die Bank und Finanzkrise 2007/2008.....	67
Abbildung 6: Darstellung der Grundpfandrechte	12
Abbildung 7: Kategorisierung der Finanzierungswege in der Immobilienwirtschaft ...	15
Abbildung 8: Finanzierungsstrukturen	16
Abbildung 9: Struktur einer Inhaberschuldverschreibung in Anlehnung an Rutkowski	17
Abbildung 10: Grundstruktur der Verbriefungs-Transaktion	22
Abbildung 11: Abgrenzung Property Securitisation.....	24
Abbildung 12: Struktur einer Property Securitisation am Beispiel eines Wohnungsunternehmens und dem Forderungsverkaufs aus Mieten, eigene Darstellung in Anlehnung an Hennig, Ruegemer/Siemes	25
Abbildung 13: Struktur der MBS am Beispiel eines Wohnungsunternehmens in Anlehnung an Kretschmar	27
Abbildung 14: Auf Vorhaben bezogene MBS, in Anlehnung an Hennig	28
Abbildung 15: Factoringverfahren.....	33
Abbildung 16: Immobilienwirtschaftliches Factoring	34
Abbildung 17: Grundvariante einer Sale-and-lease-back am Beispiel eines Wohnungsunternehmens.....	37
Abbildung 18: Leasingnehmerbeteiligungsmodell einer Sale-and-lease-back, eigene Darstellung in Anlehnung an Müller/Breitmar	39
Abbildung 19: Wohnungswirtschaftliches Nießbrauch-Modell, Eigene Darstellung in Anlehnung an Hollandt/Hennig und Rutkowski.....	42
Abbildung 20: Struktur einer Mezzanine-Finanzierung	46
Abbildung 21: Struktur einer Joint-Venture-Finanzierung, eigene Darstellung.....	52

Abbildung 22: Beispiel Zinscap, in Anlehnung an Pohl	56
Abbildung 23: Beispiel Zinsswap, in Anlehnung an Kretschmar/Trampe	57
Abbildung 24: 3-Monats-EURIBOR (Stand 03.10.2008)	59

Abkürzungsverzeichnis

ABCP	Verbriefung von Forderungen, engl. Asset Backed Commercial Paper
ABS	Forderungsbesicherte Wertpapiere, engl. Asset Backed Securities
AG	Aktiengesellschaft
Basel II	neue Basler Eigenkapitalvereinbarung
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BMF	Bundesministerium für Finanzen
bzw.	beziehungsweise
CMBS	Commercial Mortgage Backed Securities
engl.	Englisch
EStG	Einkommensteuergesetz
EURIBOR	Euro Interbank offered Rate, Zinssatz für Termingelder in Euro im Interbankengeschäft
etc.	und die übrigen, lat. et cetera
e. V.	eingetragener Verein
GeWo	Gemeinnützige Wohnungsbaugesellschaft
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
i. d. R.	in der Regel
i. e. S.	im engeren Sinne
i. w. S.	im weiteren Sinne
IHS	Inhaberschuldverschreibung
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KG	Kommanditgesellschaft
KMU	kleine und mittlere Unternehmen
KWG	Kreditwesengesetz
lat.	Lateinisch
lfr.	Langfristig
MaK	Mindestanforderung an das Kreditgeschäft
MBS	Mortgage Backed Securities
NPL	Not leidende Kredite, engl. Non Performing Loans
Nr.	Nummer

PfandBG	Pfandbriefgesetz
RMBS	Residential Mortgage Backed Securities
S.	Seite
s. o.	siehe oben
s. u.	siehe unten
SPV	Mittel für einen besonderen Zweck, engl. Special Purpose Vehicle
std.	Standard
Vgl.	Vergleiche
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
WU	Wohnungsunternehmen
zzgl.	zuzüglich

Real Estate Investment - Innovative Finanzierungsinstrumente in der Immobilienwirtschaft im Hinblick auf ihre Relevanz in der Praxis

1. Einleitung

1.1. Problemstellung und Zielsetzung

Seit einigen Jahren befinden sich die Immobilienwirtschaft und der Bankensektor in einer wesentlichen Umbruchphase.¹⁻³ Da in der Immobilienwirtschaft die Fremdkapitalquote überdurchschnittlich hoch ist, reagiert sie sehr sensibel auf Veränderungen der Kredit- und Kapitalmärkte.

Die Einrichtung verbindlicher Regelwerke für den Umgang von Risikoklassifizierung bzw. die Etablierung von Ratingverfahren bei der Kreditvergabe, wie die neue Basler Eigenkapitalvereinbarung (Basel II), die Mindestanforderung an das Kreditgeschäft (MaK) und das Kreditwesengesetz (KWG), habe den Informationsbedarf der Kreditgeber sowie die Anforderungen an die Kreditnehmer erheblich erhöht.

Zusätzlich hat die Kreditkrise, welche sich deutlich bei der Immobilienfinanzierung widerspiegelt, Einfluss auf das Verhalten des Bankensektors genommen und die Kreditwirtschaft bei der Kreditvergabe sensibilisiert.⁴⁻⁵

Das gestiegene Risikobewusstsein der Banken und die zunehmende Globalisierung haben die Finanzierungsaspekte in den Mittelpunkt der Immobilienwirtschaft gerückt.⁶

Die bonitäts- und sicherheitsabhängige Kreditvergabe und die veränderte Marktsituation schafften somit auch Bedürfnisse nach neuen innovativen Finanzierungswegen, die die bisherige Langfristkultur in der Immobilienwirtschaft mit standardisierten und einheitlichen Finanzierungsstrukturen ablöst und die Möglichkeiten ausdehnt.

¹ Vgl. Neumann, K.: Chancen nutzen – Risiko erkennen, Immobilien-Manager Nr.1-2/2005, S.18

² Felix, S.: Kapitalmarktorientierte Immobilienfinanzierung, Immobilienzeitung Nr.22/30.10.2003, S.9

³ Gondring, H. Zoller, E. Dinauer, J.: Real Estate Investment Banking, 2003, S.4

⁴ Vgl. Knoblauch, B.: Eurohypo AG – Spezialisierung mit allen Facetten Immobilien-Manager Nr.9/2004, S.38

⁵ Müller, R.: Neue Finanzierungsinstrumente – Für Entwickler und Investoren bieten sich bei der Suche nach Kapital immer mehr Alternativen zum klassischen Kredit, Immobilienwirtschaft Nr.02/2006, S.38

⁶ Vgl. Kubatzki, W.: Ist die Kreditkrise eine Immobilienkrise?, Immobilien-Manager, Ausgabe 12/2007, S. 38

Die fortschreitende Professionalisierung der Immobilienbranche und der Trend zu individuell strukturierten, beratungsintensiven Finanzierungsprodukten haben dazu geführt, dass zunehmend Lösungen von den Banken gefordert werden, welche allein durch die klassischen Kreditprodukten nicht mehr zu bewältigen sind.⁷

Das Ziel der Untersuchung ist es, zunächst die klassischen Finanzierungsinstrumente darzustellen und diese im Hinblick auf den fortschreitenden Wandel der Immobilienwirtschaft und des Bankensektors sowie den zukünftigen Anforderungen zu problematisieren.

Weitergehend soll eine Auswahl innovativer Finanzierungsinstrumente klassifiziert und ihre Chancen und Risiken in der Immobilienwirtschaft kritisch betrachtet werden. Hierbei soll primär die Relevanz der einzelnen innovativen Finanzierungsinstrumente für die Praxis in der Immobilienwirtschaft analysiert werden.

1.2. Gang der Untersuchung

Im Kapitel 2 werden die Grundlagen der Finanzierung beschrieben, die einleitend dem Verständnis der darauf folgenden Punkte dienen sollen. Hierbei wird der Begriff der Finanzierung definiert und in Grundzügen erläutert. Darauf folgend findet eine Abgrenzung der Objekt-, Projekt- und Unternehmensfinanzierung statt. 2.2. beschäftigt sich mit der Entstehung der Finanzierungsproblematik in der Immobilienwirtschaft, welche in den Punkten 2.2.1. mit den Auswirkungen der Bank- und Finanzkrise 2007/2008 und in 2.2.2. mit den Auswirkungen durch Basel II dargestellt wird. Der Abschnitt 2.3. erörtert weitere Finanzierungsproblematiken und resümiert die Auswirkungen und somit dieses Kapitel.

Basierend auf den Rahmenbedingungen werden in Kapitel 3 die klassischen Finanzierungsinstrumente erläutert. Anhand der dargestellten Problematiken des Finanzierungssektors und den neuen Bedürfnisse der Marktteilnehmer nach Finanzierungsalternativen wird in Punkt 3.2. eine Schlussfolgerung gegeben.

In Kapitel 4 wird eine Auswahl innovativer Finanzierungsinstrumente aus der Immobilienwirtschaft klassifiziert und dargestellt. Des Weiteren werden die Chancen und Risiken der ausgewählten innovativen Finanzierungsinstrumente betrachtet und die Relevanz der Instrumente für die Praxis in der Immobilienwirtschaft analysiert.

⁷ Vgl. Schulte, K-W. Achleitner, A.-K. Schäfers, W. und Knobloch, B.: Handbuch Immobilien-Banking Auflage 1, Schloß Reichartshausen, Januar 2002, S.5

Im Kapitel 5 folgen eine Erläuterung der Einsatzmöglichkeit von Zinsderivaten als Sicherheitsinstrument und eine Beschreibung deren Typologien. Abschließend werden im Kapitel 6 die wesentlichsten Erkenntnisse dieser Ausarbeitung zusammengefasst und ein Ausblick hinsichtlich der zu erwartenden zukünftigen Entwicklung gegeben. In Abbildung 1 wird der Gang der Untersuchung, zur Verdeutlichung, grafisch dargestellt.⁸

2. Grundlagen

2.1. Definition der Finanzierung und deren Abgrenzung

Die Finanzierung umfasst alle betrieblichen Prozesse zur Bereitstellung und Rückzahlung der finanziellen Mittel, die für Investitionen benötigt werden.

Mit der Finanzierung wird in einem Unternehmen für die erforderlichen Finanzmittel -Kapital unterschiedlicher Gestaltung und Herkunft- gesorgt, mit welchen das Unternehmen alle aus den Unternehmenstätigkeiten resultierenden Zahlungsverpflichtungen bedienen kann und somit dieses finanzwirtschaftlich trägt.

Finanzierungen können nach Fristigkeit, nach Eigen- und Fremdfinanzierung, sowie nach Außen- und Innenfinanzierung differenziert werden.⁹ Die Erläuterung weiterer Finanzierungsgrundsätze, sowie das differenzierte Aufzeigen deren Merkmale und Besonderheiten sind nicht Gegenstand dieser Ausarbeitung. Dessen ungeachtet findet allerdings in Kapitel 4.1 eine Darstellung der Finanzierungsstrukturen zur weiteren Verdeutlichung statt.

Die Finanzierung lässt sich in der Immobilienwirtschaft grob in die drei Formen -Objektfinanzierung, Projektfinanzierung und Unternehmensfinanzierung- kategorisieren.

Objektfinanzierungen (neudeutsch auch “self-cert-commercial mortgages” genannt) sind Finanzierungen, die fast ausschließlich auf den Wert der zu finanzierenden Immobilie abgestellt sind. Das Objekt wird durch die aus der Immobilie erwirtschafteten Erträge

⁸ Vgl. Abbildung 1 im Anhang auf Seite 64, grafische Darstellung zum Gang der Untersuchung

⁹ Vgl. GdW: Finanzierung in der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, Arbeitshilfe 50, September 2006, S.13

getragen, somit tritt die Bonität des Darlehensnehmers / der Darlehensnehmer in den Hintergrund.

In der Projektfinanzierung ist das Projekt Finanzierungsgegenstand. Aus der Problematik, dass ein Projekt zu entwickeln gilt, werden die Sicherheiten für das Kreditinstitut und die Fremdkapitaldeckung aus dem zukünftig erwarteten Cash Flow errechnet. Im diesem Bereich nimmt der Einsatz so genannter Special Purpose Vehicle (SPV) zu, welche als Zweckgesellschaft für strukturierte Finanzierungen auftritt und zur Sicherung gegen Zugriff der Gläubiger auf Vermögenswerte der Investoren dienen soll (z.B. non- bzw. limited-recourse-Finanzierung). Der zu erwartende wirtschaftliche Erfolg ist somit primäres Entscheidungskriterium bei der Kreditvergabe und nicht nur die Bonität oder dingliche Sicherheiten des Schuldners.¹⁰

Die Unternehmensfinanzierung hat das Ziel der Kapitalbeschaffung und Liquiditätssicherung und beinhaltet die Planung und Durchführung aller Aufgaben, die sich mit den finanzwirtschaftlichen Gebieten des Unternehmens befasst. Abbildung 2 stellt die Determinanten und Merkmale der einzelnen Finanzierungen grafisch dar.¹¹

2.2. Entstehung der Finanzierungsproblematik in der Immobilienwirtschaft

Jahrzehntelang war die Finanzierung mit einer hohen Fremdkapitalquote in der Immobilienwirtschaft die übliche und bevorzugte Wahl. Die Banken waren bereit Fremdkapital zu günstige Konditionen zur Verfügung zu stellen, da diese zeitlich als risikoadäquat angesehen wurden (Marktzinsen). Jedoch ist hier zu beachten, dass diese Zinsen durch den starken Bankenwettbewerb im Vergleich zu Europa sehr niedrig waren. Die Baufinanzierung ist beispielsweise in Deutschland 40% billiger als in den acht wichtigsten Ländern Europas. Zusätzlich haben sich die Margen in der deutschen Wohnungsbaufinanzierung von schwachen 1,2 Prozent (2003) auf 0,6 Prozent (Anfang 2008) halbiert.¹²

Unternehmen anderer Branchen waren zusätzlich aus Optimierungsgründen, wie den Leverage-Effekt, nicht an einer hohen Eigenkapitalquote interessiert, während Immobilienunternehmen wegen ihrer geringen Eigenkapitalausstattung an eine hohe Fremdkapitalaufnahme gebunden waren. Finanzierungen mit einem hohen Anteil an

¹⁰ Vgl. Schulte, K.-W und Bone-Winkel, S.:Handbuch Projektentwicklung, 2.Auflage, April 2008, S.265/266

¹¹ Vgl. Abbildung 2 im Anhang auf Seite 65, grafische Darstellung zur Abgrenzung der Finanzierungen

¹² Vgl. Beier, M.: Unter Handlungsdruck, Immobilienmanager, Ausgabe 9/08, S.50

Fremdkapital wurde zusätzlich durch steuerbegünstigte Aspekte forciert. Dieser Prozess führte teilweise dazu, dass Finanzierungen trotz unangemessenen Risiko/Rendite-Überlegungen vergeben worden sind. Die nun vorherrschende Volatilität der Kreditwirtschaft und die gestiegenen Anforderungen der beteiligten Akteure sind auf eine Vielzahl von Faktoren zurückzuführen. Abbildung 3 im Anhang stellt die wesentlichen Einflussfaktoren da.¹³ Allgemein gefasst ist der vorherrschende Wandel in zahlreichen Bereichen dafür verantwortlich. Auf einer Seite beruht die Finanzierungsproblematik auf den Auswirkungen durch die Bank- und Finanzkrise 2007/2008, welche ihren Höhepunkt während der Verfassung dieser Ausarbeitung noch nicht gefunden hat¹⁴ und des weiteren hat die neue Basler Eigenkapitalvereinbarung (Basel II) die Kreditvergabekriterien deutlich verschärft. Diese beiden Faktoren werden folgend beschrieben. Weitere Tatsachen, die zur Entstehung der Finanzierungsproblematik in der Immobilienwirtschaft geführt haben und nicht unbeachtet gelassen werden dürfen, sind der Wandel der Bankenlandschaft und Änderungen auf dem Wohnungs- und Immobilienmarkt. Den Wandel der Bankenlandschaft spiegeln bedeutende Aktivitäten des Sektors wieder. Die Übernahme des weltgrößten Finanzdienstleisters für Privatkunden Citibank, welche Tochter der Citigroup war und durch die französische Crédit Mutuel übernommen wurde oder die Fusion von Commerzbank und Dresdner Bank, sowie die Beteiligung der Deutschen Bank an der Postbank, während der Verfassung dieser Ausarbeitung, sind wesentliche Indikatoren des Wandels.¹⁵⁻¹⁸ Die Konsolidierung wird dynamischer und schreitet weiter voran. Neben der allgemeinen Modifikation im Bankensektor, finden auch einige Veränderungen in der Landschaft der Immobilienfinanzierer statt. Ein Beispiel hierfür ist die Übernahme des Hypothekenvermittlers Interhyp durch die ING-Bank.¹⁹ Des Weiteren ist hier die Übernahme des in der Krise angeschlagenen Immobilienfinanzierers Countrywide durch die Bank of America,²⁰ sowie die Übernahme der US-Hypothekenbanken Fannie Mae und Freddie Mac durch die US-

¹³ Vgl. Abbildung 3 im Anhang auf Seite 66, grafische Darstellung wesentlicher Faktoren der Finanzierungsproblematik

¹⁴ Vgl. Bastian, N. Benders, R. Cünnen, A. Storbeck O.:Kreditkrise hält Wall Street im Griff, im Handelsblatt, vom 20.08.2008

¹⁵ Vgl. N24 Bericht: Deutsche Bankenlandschaft im Wandel, vom 21.08.2008

¹⁶ Vgl. n-tv Bericht: Finanzkrise haut rein, vom 30.07.2008

¹⁷ Vgl. Handelsblatt: Commerzbank erlöst Allianz von Dresdner, vom 01.09.2008

¹⁸ Vgl. Handelsblatt: Ackermann greift nach Postbank, vom 11.09.2008

¹⁹ Vgl. Beier, M.: Unter Handlungsdruck, Immobilienmanager, Ausgabe 9/08, S.50

²⁰ Vgl. Handelsblatt: Lehman Brothers muss Konkurs beantragen, vom 15.09.2008

Regierung zu nennen.²¹⁻²² In Deutschland führt beispielsweise die Fusion der Commerzbank und Dresdner Bank sowie deren strategische Neuausrichtung zu einer Großbank für Privat- und Firmenkunden dazu, dass die Bedeutung des Segments Commercial Real Estate und der Tochtergesellschaft Eurohypo entsprechend zurückgehen wird.²³ Des Weiteren hat die deutsche Regierung, den durch die Finanzkrise angeschlagen Immobilienfinanzierer Hypo Real Estate, einen Rettungspaket von 50 Mrd. Euro gewährt.²⁴

Der Wandel auf dem deutschen Wohnungs- und Immobilienmarkt, ist durch die Demographieentwicklung mit seinen Auswirkungen, die Globalisierung und Migration charakterisiert.²⁵ Der Rückgang der Geburtenraten, die Alterung der Gesellschaft und der Wechsel der Haushaltstypen und -formen sind hier zu erwähnen. Zusätzlich wird der Vermietermarkt, immer deutlicher zu einem Mietermarkt, indem der Nachfrager die Aktivitäten prägt und die Preise beeinflusst.

Diese Sachverhalte sind als beeinflussende Faktoren genannt, jedoch sollen diese in dieser Ausarbeitung nicht weiter ausgeführt werden, da beispielsweise die detaillierten Kriterien des demografischen Wandels den Rahmen deutlich sprengen würden und eine komplexe Thematik in sich beinhalten.

2.2.1. Auswirkungen durch die Bank- und Finanzkrise 2007/2008

Nach dem Rückzug der öffentlichen Wohnungsbauförderung durch den Bund und die Länder, ist der Finanzierungsmarkt zur existenziellen Fremdfinanzierungsquelle für die Immobilienwirtschaft geworden.²⁶ Diese Kapitalbereitstellung wurde durch die Bank- und Finanzkrise 2007/2008 weltweit erheblich gestört. Die Bereitstellung von Fremdkapital ist für die Banken schwieriger geworden.²⁷ Ausgangspunkt der Bank- und Finanzkrise ist die im Frühjahr 2007 entstandene Subprimekrise, welche im deutschsprachigen Raum auch als US-Immobilienkrise bezeichnet wird. Die Kreditvergabe an bonitätsschwache Eigenheim Käufer und die anschließende

²¹ Vgl. spiegel-online: US-Regierung übernimmt Freddie Mac und Fannie Mae, vom 07.09.2008

²² Vgl. spiegel-online: Rettungsaktion kostet US-Regierung viele Milliarden, vom 07.09.2008

²³ Vgl. Immobilienmanager Schlagzeilen: Fusion Commerzbank und Dresdner Bank – Knobloch mag nicht mehr, vom 01.09.2008

²⁴ Vgl. Handelsblatt: Axel Wieandt wird neuer HRE-Chef, vom 07.10.2008

²⁵ Vgl. Wiechers, R.: Kommission „Chancen des demographischen Wandels für die Wohnungs- und Städtepolitik“, Deutscher Verband für Wohnungswesen, Städtebau und Raumordnung e.V.

²⁶ Vgl. GdW: Finanzierung in der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, Arbeitshilfe 50, September 2006, S.9

²⁷ Vgl. Hardebusch, C.: Keine Insel, Immobilien-Manager, Ausgabe 05/2008, S.56

Refinanzierung dieser schwachen Hypotheken über das Instrument der Verbriefung waren hier ausschlaggebend. Feste Finanzierungsvereinbarungen während der Niedrigzinsphase, die mit einem Festzins zu günstigen Konditionen starteten und nach einer Frist zu einem variablen, zeitlich ungünstigen Zins wechselten, wurden bei der Kreditvergabe fehlerhaft eingeschätzt, was zu einem flächendeckenden Bedienungsausfall dieser Kreditart führte.

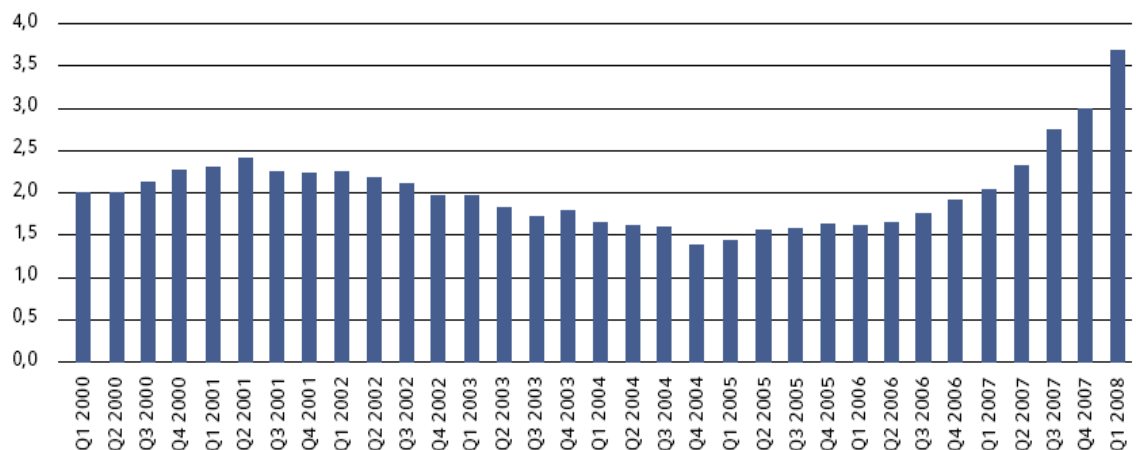


Abbildung 4: Entwicklung der Kreditausfallrate im US-Hypothekenmarkt in Prozent (Zahlungsverzug seit > 30 Tage)²⁸

Durch die Stagnation, bzw. teilweise Rezession der Immobilienpreise und dem analogen Einbruch der Bedienung von Kreditraten der bonitätsschwachen Kreditnehmer, entwickelten sich die Kredite zu so genannten Non Performing Loans (NPL). Neben dem Zinsanstieg, kam für die Subprime-Darlehensnehmer²⁹ noch erschwerend hinzu, dass die vereinbarten (meist subventionierten) anfänglichen zweijährigen Zinsbindungen, in einem Zeitraum endeten, wo die Belastung oft um mehr als 300 Basispunkte stieg.³⁰

Da eine Vielzahl von Verbriefungsprodukten eine Beimischung dieser NPLs beinhaltete und ein Rückschluss der Produkte auf dieses Segment teilweise nicht möglich war, sank die Risikobereitschaft der Investoren in die Anlage der von den Banken entwickelten Refinanzierungsprodukte zu investieren. Sie vertrauten diesen nicht mehr. Dies führte zu einem Zusammenbruch des Marktes dieser Geldmarktpapiere (ABCP und ABS). Da diese Geldmarktpapiere von den Banken

²⁸ Vgl. vdp Broschüre: Immobilien-Banking 2008/2009, nach Quelldata des Federal Reserve Boards, S.9

²⁹ Der US-Hypothekenmarkt ist untergliedert in die Kategorien Prime, Alt-A und Subprime. Subprime-Darlehensnehmer sind nach einem Scoring-Modell gemessene bonitätsschwache Kunden

³⁰ Vgl. Voigtländer, M.: Die Subprime-Krise in der Retrospektive, S.11

finanziert und ausgegeben wurden und die Investoren nicht mehr bereit waren Käufe dieser zu tätigen, führte dies weitergehend zu einem Liquiditätsengpass im Bankensektor. Die Geldmarktzinsen stiegen und es entstanden Geldmarktliquiditätsengpässe. Die Refinanzierungsproblematik der NPL und der Abbruch von Liquiditätslinien zwischen den Banken führten neben der Finanzkrise zu einer Vertrauenskrise, welche es zu überwinden gilt.³¹ Der Vertrauensverlust der Banken untereinander und der Vertrauensverlust aufseiten der Investoren zu den Banken, ist hier das Hauptproblem.

Die Auswirkungen dieser Entwicklung führten zu höheren Preisen für Risiken, was sich in der Erhöhung der Margen und Zinsen finanzierender Banken widerspiegelt.³²⁻³³

Abbildung 5 stellt diese Entstehung der Bank- und Finanzkrise grafisch dar.³⁴

2.2.2. Auswirkungen der neuen Basler Eigenkapitalvereinbarung (Basel II)

Diese Arbeit geht nicht auf die historische Entwicklung und die spezifischen Inhalte der Basler Eigenkapitalvereinbarung ein, sondern befasst sich ausschließlich mit den Auswirkungen für die Immobilienwirtschaft in Bezug auf die Finanzierungsproblematik.

Basel II beinhaltet eine Vereinbarung, welche vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht formuliert und als verbindliche Richtlinie in nationales Recht, in allen Eu-Staaten umgesetzt werden soll.³⁵ Das Ziel dieser Regelungen ist die Verpflichtung das Risikomanagement im Bankensektor zu verbessern, um das Kreditrisiko, sowie entstehende Zahlungsausfälle in der Kreditwirtschaft zu minimieren. Die Stabilität des internationalen Finanzsystems soll erhöht werden und Forderungsausfälle, welche die Stabilität gefährden, sollen eingeschränkt werden. Durch die Diskussion und Umsetzung der neuen Basler Eigenkapitalrichtlinien im nationalen Recht haben sich die Finanzierungsbedingungen geändert.³⁶ Die Regulierung und das Ratingverfahren führen dazu, dass die Kreditkonditionen bonitätsabhängig und die Eigenkapitalanforderungen risikoadäquat berechnet werden. Eine an das Risiko

³¹ Vgl. Berger, J. Rieck, P.: Finanziererrunde, Immobilien-Manager, Ausgabe 1+2/2008, S.14/15

³² Kubatzki, W.: Ist die Kreditkrise eine Immobilienkrise?, Immobilien-Manager, Ausgabe 12/2007, . 38

³³ Dr. Schuhmacher, W. Plesser, J.: Finanziererrunde, Immobilien-Manager, Ausgabe 1+2/2008, S.15/17

³⁴ Vgl. Abbildung 5 im Anhang auf Seite 67 grafische Darstellung zur Entstehung der Bank- und Finanzkrise 2007/2008

³⁵ Vgl. Wolf, Kreditrating, 2003, S12

³⁶ Vgl. Solvabilitätsverordnung, 1.Januar 2007

angepasste Kreditvergabe, abhängig von der Bonität und somit von den individuell festgestellten Ausfallrisiken des Kreditnehmers, wird verfolgt. Hierbei spielt das Verhältnis der Ausfallwahrscheinlichkeit eine Rolle. Aus hoher Ausfallwahrscheinlichkeit folgen höhere Kreditkosten, wobei Kreditnehmer mit geringerer Ausfallwahrscheinlichkeit Vorteile in den Konditionen generieren können. Wegen der geringen Eigenkapitalausstattung vieler Immobilienunternehmen, die sich nachteilig auf die Beurteilung der Bonität auswirkt, verschlechterten sich die Finanzierungsbedingungen.³⁷

Seit Jahren passte der Bankensektor sich dem Regelwerk und somit der Kreditvergabe nach Basel II an, welche ab dem 01. Januar 2007 vorgeschrieben wurde. Durch die verschärften Anforderungen an die Kreditvergabe wurde ein Umdenken eingeleitet. Die Rendite-/Risikoorientierten Zinsen und Margen haben zwar einerseits die Markteffizienz und Marktliquidität gesteigert, jedoch führte dies andererseits zu einer Eigenkapitallücke in vielen Immobilienunternehmen. Durch höhere Zinsen und Margen steigt das Gesamtvolumina für das Investmentengagement und somit die Gesamtbelastung für das Immobilienunternehmen. Diese gestiegene Gesamtbelastung bedeutet einen höheren Bedarf an Eigenkapital. Diese unweigerlich entstandene Finanzlücke, gilt es durch zusätzliche, meist hochverzinsliche Kapitalaufnahme, zu schließen.

2.3. Fazit

In der Immobilienwirtschaft ist der Einfluss von Basel II von besonderer Bedeutung, da in der Immobilienwirtschaft hoher Kapitalbedarf herrscht und die Immobilienunternehmen einen vergleichbar geringen Anteil an Eigenkapital (20-30%) ausweisen. Da die Kapitalbeschaffung deutscher Immobilienunternehmen überwiegend durch Bankkredite erfolgt, sind die Auswirkungen von Basel II hier besonders signifikant und das Immobilienunternehmen hochgradig bankabhängig.³⁸

Der wirtschaftliche Erfolg eines Engagements in der Immobilienwirtschaft ist primär vom finanzwirtschaftlichen Management zukünftiger Zahlungsströme beeinflusst. Zusammenfassend kann gesagt werden, dass die verstärkte Eigenkapital- und Risikoorientierung von den Banken -verursacht durch die neue Basler

³⁷ Vgl. Deutscher Verband für Wohnungswesen, Städtebau und Raumordnung e.V.: Ökonomisierung der Immobilienwirtschaft – Entwicklung und Perspektiven, September 2007, S.22

³⁸ Vgl. Pohl, K.: Alternative Finanzierungsinstrumente unter dem Einfluss von Basel II, S.30

Eigenkapitalvereinbarung, internationale Finanzierungsanforderungen und die Risikosensibilität aufgrund der Folgen der Bank- und Finanzkrise 2007/2008- die Kreditinstitute sowie die Kreditsuchenden Immobilienunternehmen vor neue Herausforderungen gestellt hat.

Die Tendenz zum Gleichgewicht in der Kreditwirtschaft ist ein Zeichen dafür, dass das Risiko/Konditions-Verhältnis seit Jahren unangemessen war und eine Rückkehr zur Normalität bzw. zur bonitätsabhängigen und risikoadäquaten Bewertung und Konditionierung vonstatten geht. Durch diese enormen Änderungen, wird das durch Beziehungsmanagement -Lender Relation Management- über Jahrzehnte aufgebaute Verhältnis zwischen Bank und Kreditnehmer schwieriger. Anstelle dieser Punkte tritt das Rating, welches harte Faktoren (z.B. Bilanzkennzahlen, Cash Flow, etc.) und weiche Faktoren (z.B. Marktdaten, Management, etc.) beinhaltet. Dieses Faktum, darf jedoch nicht nur als Risiko und Hindernis gesehen werden, sondern muss auch als Chance für die Immobilienunternehmen in Betrachtung kommen. Die geänderten Rahmenbedingungen in der Kreditwirtschaft und die entstandene Finanzierungsproblematik sensibilisierten die Akteure und schafften Vakanzen im Bereich der Lösung dieses Problems. Neben der Etablierung einer Finanzierungsplanung, jene existentielle Elemente wie Darlehensmanagement inklusive Zinsmanagement, Sicherheitenmanagement und Lender Relation Management beinhaltet, ist auch das Streben nach innovativen Finanzierungslösungen, welche die klassischen Finanzierungsinstrumente ergänzen, ein Attribut der aktuellen Entwicklung in der Kreditwirtschaft. Dies symbolisiert die Komplexität der Lösung jener Problematik, welche neben den Gefahren auch positive Optionen für die Immobilienwirtschaft schafft und den Horizont erweitert.

3. Klassische Finanzierungsinstrumente in der Immobilienwirtschaft

3.1. Darstellung klassischer Finanzierungsinstrumente

Die Investitionen in Immobilien sind traditionell langfristig orientiert, da der Investor sich über einen bestimmten Tempus auf ein immobiles Objekt festlegt. Dadurch liegt es Nahe, dass die klassischen Finanzierungsinstrumente bezüglich ihres Grundkonzepts auch langfristig strukturiert sind. Die Immobilie, wird wegen ihrer Wertbeständigkeit

und ihrer sichere Verwertbarkeit bei Banken als Sicherheit für die Vergabe von Krediten sehr geschätzt.³⁹ Die Finanzierung einer Immobilie muss Rechnung tragen, dass diese sich innerhalb der Nutzungsdauer mindestens amortisiert und somit das Immobilienengagement als wirtschaftlich eingestuft werden kann. Während die Zeitspanne der Lebens- und Wirtschaftlichkeitsdauer einer Wohnimmobilie bis zu 100 Jahren kalkuliert werden kann, muss eine Gewerbeimmobilie teilweise geringfügiger kalkuliert werden. Durch die lange Zeitspanne wird prinzipiell auch eine langfristige Finanzierungsdauer ermöglicht.

Bei der Finanzierung von Projektentwicklungen ist die Basis eine andere. Die zukünftige Entwicklung der Veräußerung oder Vermietung ist nicht sichergestellt, wodurch die Projektentwicklung mit höheren Risiken verbunden ist. Dies verleitet die Akteure -und hier besonders den Kreditgeber- dazu, dass eine kurzfristigere, diesem Risiko adaptierte Finanzierung angeboten beziehungsweise gewählt wird. Grundsätzlich ist zu sagen, dass die Investition in bestehende Objekte, unter Zuhilfenahme von langfristigen Immobilienfinanzierungen, als risikoarme Darlehensform gilt, während Projektentwicklungen Unsicherheiten aufweisen und eines differenzierteren Bedarfs an Analyseanwendungen für die richtige Konditionierung und Laufzeit der Kredite bedarf.

Die Darlehensfinanzierung stellt die klassische Form der Finanzierung in der Immobilienwirtschaft da. Wesentliche Merkmale ist einmal die Langfristigkeit, welche Planungssicherheit schafft und zweitens die Möglichkeit der Steuerung des Liquiditätsbedarfs, welche fixe Auszahlungen zu festen Beträgen und definierten Zeitpunkten ermöglicht und welche keine besonderen rechtlichen und bilanziellen Anforderungen an das Immobilienunternehmen stellt. Die marginale Komplexität und der verhältnismäßige geringe Verwaltungsaufwand sind weitere Vorteile dieses klassischen Instrumentes.

Bei dem Realkredit, welcher eine maßgebliche Bedeutung bei der klassischen Finanzierung einnimmt, besteht die Diskrepanz zu anderen Darlehen darin, dass für die Kreditvergabe nicht die Bonität des Kreditnehmers oder weitere Sicherheiten, sondern die Beleihungsfähigkeit der Immobilie selbst, eine entscheidende Rolle wahrnimmt.⁴⁰ Der Kredit ist somit durch Vermögens- bzw. Sachwerte gesichert und dient der Bank zur Verwertung, welche bei Komplikationenauftritt auf Seiten der Zinsbedienung durch

³⁹ Vgl. Paschedag, Dr. H.: Traditionelle Finanzierungsinstrumente, im Handbuch Immobilien-Banking, Köln, 2002, S.71

⁴⁰ ebenda, S.72

den Schuldner eintritt. Da der Beleihungswert durch die Volatilität des Immobilienmarktes nicht präzise und zeitübergreifend aktuell gehalten werden kann, gewinnt die Einbeziehung der Bonität an Bedeutung. Weitere Aspekte, wie die Einschätzung der Nutzerstruktur und -bonität in der Immobilie, finden immer mehr Einzug in den Überlegungen bei der Kreditvergabe.

Nach der Begriffsdefinition im Pfandbriefgesetz (PfandBG) und Kreditwesengesetz (KWG), ist der Realkredit gegeben, insoweit der Kredit die Beleihungsgrenze von 60% nicht überschreitet. Hier trifft die genaue Bezifferung auch auf die oben genannte Problematik, da eine genaue Ermittlung des Beleihungswertes zeit- und marktabhängig heterogen ist.

Durch die Besonderheiten und Einflüsse des Hypothekarskredits wird der Realkredit im Risikoprofil erleichtert. Die Besicherung geschieht durch Grundpfandrechte, welche dem Grundstück als Belastung in das Grundbuch eingetragen werden. Die Hypothek und die Grundschuld stellen die Arten des Grundpfandrechtes dar.⁴¹

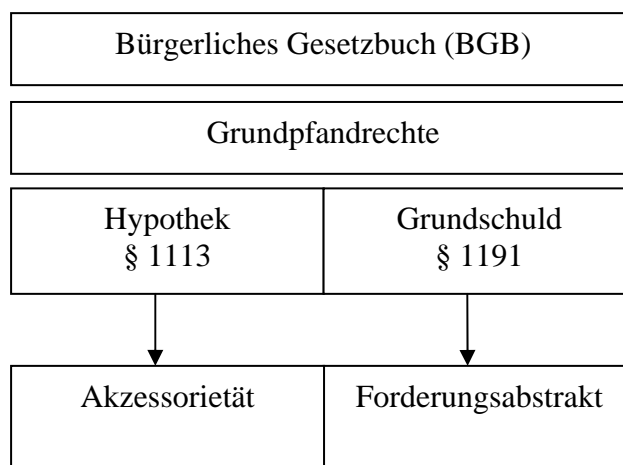


Abbildung 6: Darstellung der Grundpfandrechte

In § 1113 Bürgerliches Gesetzbuch (BGB) ist die Hypothek definiert, welche akzessorisch und somit an die Forderung gebunden ist. Da bei der Besicherung durch Grundschuld, welche in § 1191 BGB geregelt ist, keine Bindung an die schuldrechtliche Forderung besteht, wird diese von den Kreditinstituten bevorzugt. Der Grund hierfür ist, dass die Verwertung bei Zahlungsausfällen leichter zu praktizieren

⁴¹ Abbildung 6, Darstellung der Grundpfandrechte, eigene Darstellung in Anlehnung an Paschedag

ist.⁴² Die Zwangsversteigerung tritt bei Unfähigkeit der Kreditbedienung ein und verwertet unkompliziert die Grundpfandrechte.

3.2. Schlussfolgerung

Schlussfolgernd ist zu sagen, dass eine Adaption in der Kreditwirtschaft klar erkennbar ist. Die zuvor dargestellten Problematiken und Gegebenheiten wirken auf die Beteiligten, was zwangsläufig zu einer Neujustierung führen muss. Die Finanzierung in der Immobilienwirtschaft, welche maßgeblich durch klassische Instrumente abläuft und durch die traditionell enge Beziehung zwischen Unternehmen und Bank geprägt ist, wird durch das auf Kennzahlen basierende risikoangepasste Rating abgelöst. Dies stellt die über Zeit gewachsene Beziehung auf ein neues Fundament, auf welchem dem Unternehmen keine günstige Kreditkonditionierung und somit keine Planungssicherheiten mehr, allein aus den Gründen der Vertrautheit und des langen Beziehungsmanagement, gewährt werden. Ganz nach dem Motto –Vertrauen ist gut, Kontrolle ist besser- agiert die etablierte Eigenkapitalvereinbarung (Basel II), welche zu einer genaueren Methode zur Messung der Bonität des Kreditsuchenden Unternehmens führt und die Kreditvergabe risikobewusster kalkuliert. Dies stellt besonders Immobilienunternehmen mit üblicherweise geringer Eigenkapitalbeschaffenheit vor Schwierigkeiten. Kredite werden mit höheren Zinsen ausgereicht und belasten somit stärker die Liquidität. Teilweise sind auch Szenarien zu befürchten, dass Kredite nicht mehr gewehrt, bzw. bestehende Kredite nicht mehr durch die Banken prolongiert werden. Der entstandene Liquiditätsengpass und der daraus resultierende Investitionsstau (z.B. Ausfall ausstehender Modernisierungen) bewirkt eine Abwärtsspirale der Vermögens- und Sachwerte, bis hin zur Insolvenzgefahr für das Immobilienunternehmen.

Neben den skizzierten Risiken werden aber auch Chancen geschaffen. Da die Bewertungsinstrumente zur Bemessung der Bonität verallgemeinert geregelt sind und die Beziehung zu einer einzigen Hausbank in den Schatten gerät, bildet sich die Chance einer Erweiterung der potenziellen Geschäftspartner und mindert somit das Klumpenrisiko.

⁴² Vgl. Paschedag, Dr. H.: Traditionelle Finanzierungsinstrumente, im Handbuch Immobilien-Banking, Köln, 2002, S.73

Primär ist die voranschreitende Intensität der Informationsbeziehung, welche auf aufgearbeitete Kennzahlen des Unternehmens basiert und eine Optimierung der Bonität anstrebt, zu konstituieren. Als Kernpunkt ist hier die Schaffung von Transparenz zu nennen.

Doch allein durch die Erzeugung der Transparenz lassen sich die Problematiken nicht reduzieren. Die überwiegend vorherrschende Unterkapitalisierung im Eigenkapitalbereich der Immobilienwirtschaft führt trotzdem zu einer verschlechterten Bonität und demzufolge zu Verteuerung der Kreditkonditionen. Ein Ausweg aus diesem Dilemma schaffen innovative Finanzierungsinstrumente, da diese Finanzierungsquellen auf eine Verbesserung der Kapitalstruktur hinauszielen.⁴³ Genau in dieser Möglichkeit der Stärkung des Eigenkapitals durch innovative Finanzierungsinstrumente liegen die Chancen für die Immobilienwirtschaft. Grob lassen sich zwei Auswegsszenarien resümieren. Auf der einen Seite kann ein Ersatz von Fremdkapital durch Eigenkapital oder eigenkapitalähnlichen Mitteln die Kapitalstruktur stärken und auf der anderen Seite kann die Fremdkapitalquelle ausgedehnt werden, indem Alternativen zur Bank etabliert werden. Hierfür eignen sich zum einen Kapitalmarktvehikel, sowie zum anderen nicht am Kapitalmarkt gehandelt innovative Instrumente. Durch die Perspektive, dass auch die Kapitalmarktkosten künftig steigen werden, gewinnt das letztere Element an Vorteilen.

Im folgenden Kapitel 4 findet nach einer kurzen Einführung eine Darstellung innovativer Finanzierungsinstrumente statt, welche mit Zuhilfenahme einer Grafik die Entitäten und deren jeweilige Relationen aufzeigt. Zusätzlich werden die Vor- und Nachteile quantifiziert, die Risiken und Chancen betrachtet und die Relevanz der ausgewählten Instrumente für die immobilienwirtschaftliche Praxis dargestellt.⁴⁴

4. Innovative Finanzierungsinstrumente in der Immobilienwirtschaft

4.1. Darstellung ausgewählter innovativer Finanzierungsinstrumente

Grob gesagt sind innovative Finanzierungsinstrumente alternative Wege, die durch eine spezifische Gestaltung gekennzeichnet sind und somit unternehmensbezogen Vorteile gegenüber klassischen Instrumenten generieren können.

⁴³ Vgl. Deutsche Bank Service, Mittelstand im Aufbruch, S.2

⁴⁴ Vgl. Abbildung 1 im Anhang auf Seite 64, grafische Darstellung zum Gang der Untersuchung

Durch diese neu erschlossenen Vehikel kann das Unternehmen seine Abhängigkeit zu den Banken mindern und gewinnt gegenüber diesen als Kreditnehmer an Dispositionsfreiheit. Des Weiteren können innovative Finanzierungsinstrumente zur Risiko- und Bilanzsteuerung (vgl. hierzu in den einzelnen Ausführungen der innovativen Finanzierungsinstrumente) beitragen. Neben der oben genannten notwendigen Schaffung von Transparenz, tritt die Innovation als Verstärkung ein. Erst die Synergie dieser Punkte (Transparenz + Innovation) schafft nachhaltiges Unternehmenswachstum. Nach einer Ernst & Young Studie, welche sich auf den deutschen Mittelstand bezog, besteht eine Verbindung zwischen dem Einsatz innovativer Finanzierungsinstrumente und einem nachhaltigen Umsatzwachstum.⁴⁵ Hier ist zu hinterfragen, ob diese Auswirkungen auch auf die deutsche Immobilienwirtschaft übertragbar sind und zu erwartet werden können.

Durch die Problematiken und deren offensichtlichen Auswirkungen auf die Immobilienwirtschaft, lassen sich nun drei Finanzierungswege grob rubrizieren.⁴⁶

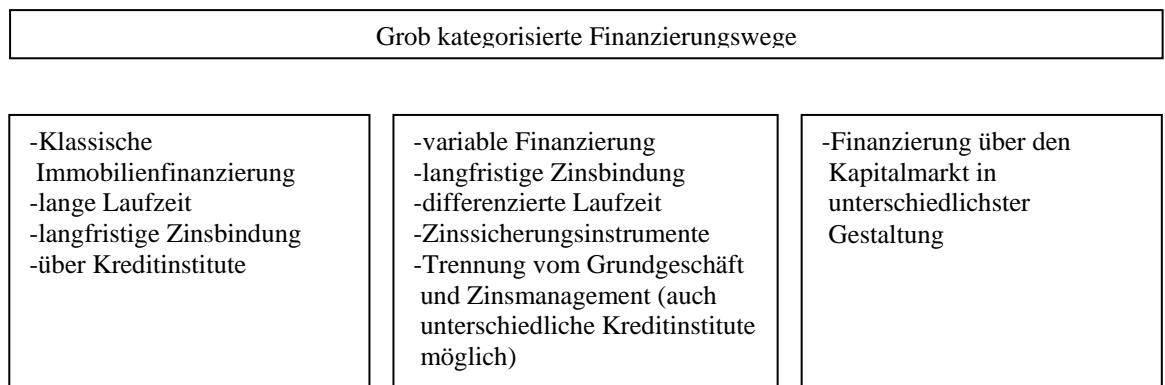


Abbildung 7: Kategorisierung der Finanzierungswege in der Immobilienwirtschaft

Die Finanzierung kann in zwei Richtungen und auf mindestens drei strukturelle Ebenen runter gebrochen werden. Dies visualisiert folgende Abbildung 8.⁴⁷⁻⁴⁸

⁴⁵ Vgl. Ernst & Young, Studie, Mittelstand: Stärkeres Wachstum bei Einsatz moderner Finanzierungsinstrumente

⁴⁶ Abbildung 7, Kategorisierung der Finanzierungswege in der Immobilienwirtschaft, eigene Darstellung in Anlehnung an GdW: Finanzierung in der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, Arbeitshilfe 50, September 2006, S.11

⁴⁷ Abbildung 8, Finanzierungsstrukturen, eigene Darstellung in Anlehnung an Immothek24, Henning, O.: Alternative Finanzierungsformen, S.1

⁴⁸ Vgl. Pohl, K.: Investition und Finanzierung, Studienunterlagen, S.8/9

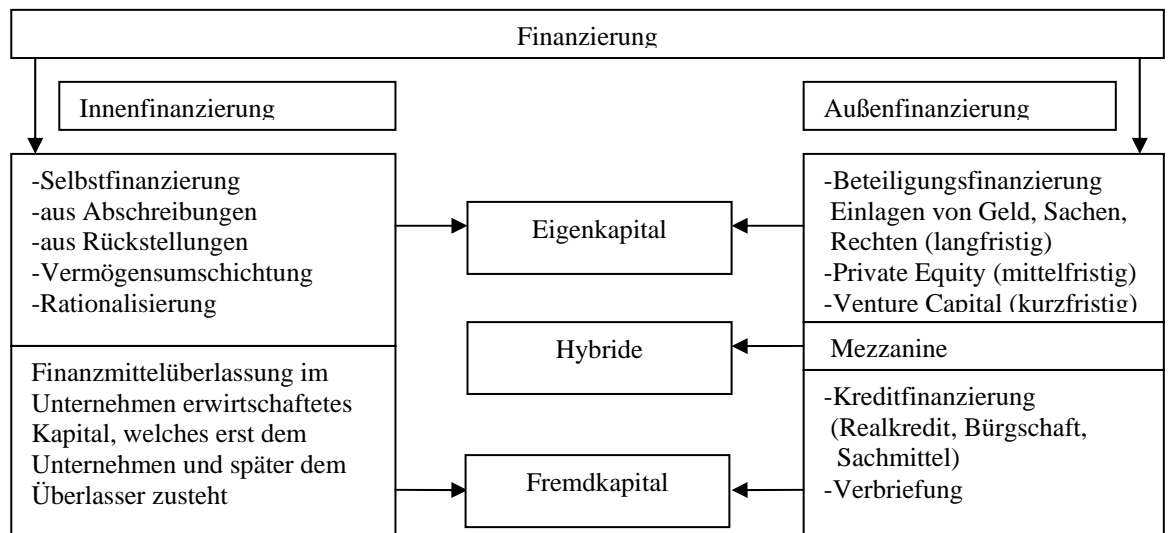


Abbildung 8: Finanzierungsstrukturen

Im weiteren Verlauf werden ausgewählte innovative Finanzierungsinstrumente dargestellt und kritisch betrachtet. Im Übrigen wird ihre Relevanz für die immobilienwirtschaftliche Praxis dargestellt.

4.2. Unternehmensanleihen (Corporate Bonds)

Unternehmensanleihen sind Anleihen, welche als Form der Unternehmensfinanzierung zur Beschaffung von Kapital genutzt werden. Sie stellen eine Alternative zur gewohnten Kreditaufnahme über die Bank dar.⁴⁹ Hier treten Investoren als Kreditgläubiger ein, welche die Anleihen am Kapitalmarkt erstanden haben. Bei dieser Form der Fremdfinanzierung ist die Bonität des Unternehmens substanziell, da das dem Unternehmen bzw. seinen Anleihen zugemessene Rating, über die Konditionsgestaltung und somit über die Kosten entscheidet. In der Immobilienwirtschaft kann man die Unternehmensanleihen in die zwei folgenden Formen einteilen.

4.2.1. Inhaberschuldverschreibung

Allgemein kann man sagen, dass die Inhaberschuldverschreibung Wertpapiere sind, welche ein Leistungsversprechen verbriefen. Das Leistungsversprechen wird von dem Unternehmen als Inhaberschuldverschreibung (IHS) in Form einer Urkunde an einen Gläubiger ausgegeben. Die Inhaberschuldverschreibung stellt kein Bankgeschäft nach KWG dar und ist somit unter gewissen Aspekten auch Wohnungsgenossenschaften

⁴⁹ Vgl. finanztip.de: Unternehmensanleihen

zugänglich.⁵⁰⁻⁵¹ Rechtlich ist die Inhaberschuldverschreibung in den §§ 793 ff. BGB geregelt und nach den §§ 929 ff BGB wird das Eigentum der IHS durch Einigung und Übergabe übertragen.⁵² So ist die IHS ein Konstrukt für sich, welche nach Begebung eigenständig -im auf der Urkunde angegebenen Zeitraum- existiert. Die Urkunde impliziert die Inhaberschuldverschreibung, welche bestimmte Mindestvoraussetzungen erfüllen muss.⁵³ Neben der Notation „Inhaberschuldverschreibung“ muss die IHS auch die Angabe des Emittenten und dessen Unterschrift (auch Faksmile möglich), den Nominalbetrag, Gerichtsstand, die Verzinsung, Laufzeit, Kündigung, Verjährung sowie die Erfüllung beinhalten. Weitergehend sollte die Urkunde -als solche- ihrem Namen gerecht werden und fälschungssichere Elemente, z.B. durch spezielle Druckweise und Kennzeichnung besitzen.

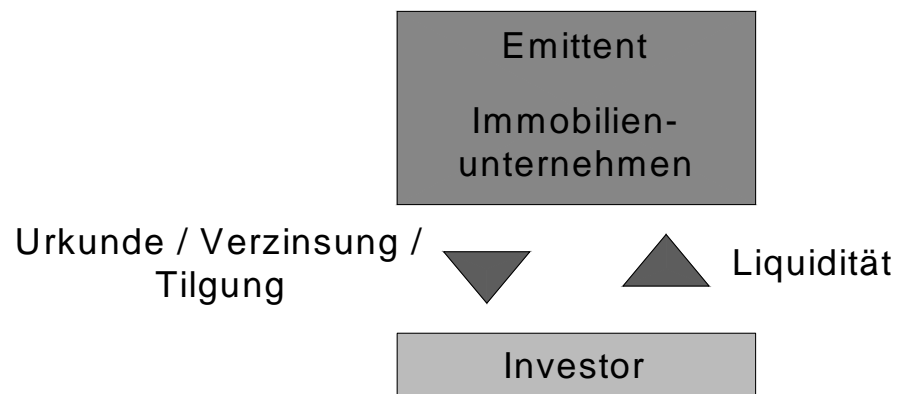


Abbildung 9: Struktur einer Inhaberschuldverschreibung in Anlehnung an Rutkowski

Die Entscheidungsfreiheit über die Punkte der Konditionierung zeichnet die Flexibilität dieses Instrumentes aus.⁵⁴ Das Anbieten variiert Inhaberschuldverschreibungen mit unterschiedlichem Nominalbetrag, Verzinsung und Laufzeit ist ratsam, um eine breitere Gläubigergruppe zu erreichen und das Angebot zu streuen.

Speziell bei Wohnungsgenossenschaften bietet dieses Instrument wesentliche Vorteile, die jedoch durch das Bundesministerium der Finanzen (BMF) immer weiter eingeschränkt werden. Nach § 1 Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz musste eine Wohnungsgenossenschaft grundsätzlich keine Verkaufsprospekt veröffentlichen, wenn

⁵⁰ Vgl. Hillebrand, K-P.: Inhaberschuldverschreibung und Schuldscheindarlehen in GdW Arbeitshilfe 50, September 2006, S.54

⁵¹ Vgl. Pohl, K.: Alternative Finanzierungsinstrumente unter dem Einfluss von Basel II, S.38

⁵² Vgl. Hillebrand, K-P.: Inhaberschuldverschreibung und Schuldscheindarlehen in GdW Arbeitshilfe 50, September 2006, S.55

⁵³ ebenda

⁵⁴ ebenda und Pohl, K.: Alternative Finanzierungsinstrumente unter dem Einfluss von Basel II, S.38

die IHS einer begrenzten und bestimmten Personenanzahl (z.B. Mitglieder) zur Verfügung gestellt wurde. Ist die Ausgabe öffentlich, so ist eine Prospektierung nach Gesetz Pflicht. Dieser Vorteil, wurde in dem Sinne begrenzt, dass die Ausgabe von Inhaberschuldverschreibungen der Wohnungsgenossenschaften an ihre Mitglieder nur noch dann prospektfrei ist, wenn über deren Ausgabe und Ausgestaltung die General- bzw. Mitgliederversammlung beschlossen hat.⁵⁵ Im Übrigen herrscht kein Bestandschutz für weitere Ausgaben. Um die Prospektpflicht zu umgehen muss infolgedessen bei jeder Neuemission, bzw. Ausgabe von Inhaberschuldverschreibungen ein Beschluss der General- bzw. Mitgliederversammlung veranlasst werden.⁵⁶ Der Beschluss kann auf der Grundlage einer Vorlage vom Vorstand und Aufsichtsrat gefasst werden (inklusive Konditionierung) und muss dann nicht mehr für jede einzelne Ausgabe von der Mitgliederversammlung beschlossen werden.⁵⁷ Durch die Gestaltung bei Genossenschaften mit Vertreterversammlung, ist dieser Beschluss schwerlich bzw. nicht realisierbar, deshalb können diese zukünftig der Prospekterstellung nach Anforderungen des Wertpapierprospektgesetzes (WpPG) nicht mehr entgehen.

Für die Verwahrung der IHS sind die jeweiligen Gläubiger selbst verantwortlich, welche die jährliche Zinszahlung über ein Couponsystem vornehmen können. Dieses System hat neben der Einfachheit ebenfalls den Vorteil, dass ein Gläubigerwechsel erkannt und im Gläubigerbuch protokolliert werden kann.⁵⁸⁻⁵⁹ Bilanziell wird die Inhaberschuldverschreibung als Verbindlichkeit in Höhe des jeweiligen Nennbetrages notiert und die Zinszahlungen werden in der GuV als Aufwand erfasst.⁶⁰ Des Weiteren findet eine Bilanzverlängerung um Liquidität und ggf. Rechnungsabgrenzungsposten statt.⁶¹ Neben den bilanziellen Auswirkungen hat die Begebung einer IHS auch steuerliche Auswirkungen auf das Unternehmen. Das Unternehmen kann den Leverage Effekt ausnutzen und hat zusätzlich die Möglichkeit die laufenden Zinszahlungen steuerlich abzusetzen.⁶² Durch die erhöhte Verschuldungsquote und der gleichzeitigen

⁵⁵ Vgl. Esser, I.: Prospektpflicht für die Ausgabe von Inhaberschuldverschreibungen an Mitglieder von Wohnungsgenossenschaften – Praktische Konsequenzen aus dem BMF-Schreiben vom 22.07.2008

⁵⁶ ebenda

⁵⁷ ebenda

⁵⁸ Vgl. Hillebrand, K-P.: Inhaberschuldverschreibung und Schuldscheindarlehen in GdW Arbeitshilfe 50, September 2006, S.55

⁵⁹ Vgl. Pohl, K.: Alternative Finanzierungsinstrumente unter dem Einfluss von Basel II, S.40

⁶⁰ Vgl. Hillebrand, K-P.: Inhaberschuldverschreibung und Schuldscheindarlehen in GdW Arbeitshilfe 50, September 2006, S.56

⁶¹ Vgl. Rutkowski, G.: Basel II – Alternative Finanzierungsstrategien, Vortrag 09.01.2003, S.9

⁶² ebenda

Erhöhung der Liquidität im Unternehmen, findet eine Auswirkung auf die Kennzahlen statt, was zu einem verbesserten Rating bei zukünftiger Kapitalaufnahme führt.

Die Inhaberschuldverschreibung ist ein Wertpapier, welches hohe Sicherheit für die Anleger bietet und somit als sehr risikoarm eingestuft werden kann. Am Ende der Laufzeit erhält der Finanzier den Nennwert der Wertpapiere voll erstattet. Zusätzlich wird eine jährliche Zinszahlung, sowie Rückzahlung bei Fälligkeit garantiert. Eine für diese Risikokategorie vergleichbar gute Rendite ist der wesentliche Katalysator und Erfolgsfaktor dieses Instrumentes.

Gegenüber dem klassischen Bankkredit, hat die IHS gewisse Vor- und Nachteile. Es ermöglicht dem Unternehmen eine Refinanzierung zum Kapitalmarktzins und zu einem schier unbegrenzten Volumen.⁶³ Des Weiteren bietet die IHS eine erhöhte Handlungsfreiheit, da die bestehenden Kreditlinien nicht belastet werden.⁶⁴ Nachteilig sind jedoch die hohen Gesamtkosten der Transaktion und der damit verbundene zeitliche und administrative Aufwand.⁶⁵ Im Übrigen ist das Rating der Anleihe –bei öffentlichen IHS- ähnlich streng wie das Banken-Rating und erfordert ähnliche Informationsweitergabe.⁶⁶ Vorteile können hier Genossenschaften generieren, die ihre IHS nicht öffentlich anbieten.

Schlussfolgernd kann man sagen, dass die Inhaberschuldverschreibung für Wohnungsgenossenschaften praktikabel ist und sich besonders für Finanzierungsmaßnahmen im einstelligen Millionenbereich eignet.⁶⁷ Es ist hier ein unkompliziertes und verständliches Mittel, welches eine neue Kapitalquelle eröffnet und somit den Kapitalmangel begegnet. Bei Wohnungsgenossenschaften spiegelt die Möglichkeit der besonderen Mittelherkunft durch die eigenen Mitglieder, deren Struktur und Grundprinzipien inklusive ihrer Merkmale der Selbstverwaltung und Identifizierung symbolisch wieder. Besonders der Aspekt, dass bei einer Begebung mit IHS Selbstfinanzierungsspielräume genutzt werden ist positiv zu betrachten.

Soll die Inhaberschuldverschreibung jedoch öffentlich gehandelt werden, entstehen Mehrkosten (Prospektpflicht, Rating, etc.), welche die IHS erst bei sehr großen Finanzierungstranchen rentabel machen. Ein weiteres Problem ist, dass das Wohnungsunternehmen im Hinblick auf Größe, Bonität, Rating und Investors Relation

⁶³ ebenda, S.10

⁶⁴ ebenda

⁶⁵ ebenda

⁶⁶ ebenda

⁶⁷ Vgl. Hillebrand, K-P.: Inhaberschuldverschreibung und Schuldscheindarlehen in GdW Arbeitshilfe 50, September 2006, S.56

kapitalmarktfähig sein muss, was in der Regel in der Wohnungswirtschaft nicht der Fall ist. Das Unternehmen muss den Investoren bekannt gemacht werden (Road-Show), extern bemessen (durch Rating) und investmentgrade (gut benotet) sein.⁶⁸ Hinzukommend sollte die Aktivseite des Wohnungsunternehmens im Wesentlichen unbelastet sein, was jedoch nicht der Fall ist, da diese größtenteils durch die grundpfandrechtl. gesicherten Altfinanzierungen belastet ist.⁶⁹

Resümierend ist die Inhaberschuldverschreibung ein taugliches Finanzierungsinstrument, welches jedoch zurzeit noch überwiegend irrelevant für die Immobilienwirtschaft ist, da das Unternehmen im Wesentlichen unbelastet sein sollte. Das die Relevanz der Finanzierung durch Inhaberschuldverschreibungen dennoch steigt ist besonders darin zu sehen, dass dieses Instrument immer öfter in den Medien auftaucht und sich Unternehmen mehr mit diesem Instrument auseinandersetzen.

4.2.2. Schuldscheindarlehen

Ein Schuldscheindarlehen ist ein Darlehen, über welchen ein Schuldschein in Form einer Urkunde ausgestellt wird. Er stellt neben dem Bankkredit und der Anleihe eine weitere Form der Fremdfinanzierung dar.⁷⁰ Die meist langfristigen und anleiheähnlichen Großkredite werden durch öffentliche Stellen oder Großunternehmen bei Kapitalsammelstellen aufgenommen.⁷¹ Diese Kredite werden dann privat platziert, also nicht als Wertpapiere gehandelt.⁷² Die typischen Nehmer solcher Schuldscheindarlehen sind große Kapitalgesellschaften oder öffentliche Stellen mit guter Bonität und einem daraus hervorgehenden positiven Rating. Der Schuldscheindarlehen stellt zwar eine taugliche Form der Fremdfinanzierung dar, welche aber nur im Ausnahmefall in der Immobilienwirtschaft in Frage kommt.⁷³ Die Anspruchnehmer des Schuldscheindarlehens sind so genannte erstklassige Adressanten, die eine einwandfreie Beurteilung und exzellente Bonität haben, was im seltensten Fällen auf Unternehmen der Immobilienwirtschaft zutrifft. In anderen Wirtschaftszweigen, wie zum Beispiel im Industriesektor, gewinnt dieses Instrument

⁶⁸ Vgl. Rutkowski, G.: Basel II – Alternative Finanzierungsstrategien, Vortrag 09.01.2003, S.11

⁶⁹ ebenda

⁷⁰ Vgl. o.V.: Wikipedia Schuldscheindarlehen

⁷¹ Vgl. Hillebrand, K-P.: Inhaberschuldverschreibung und Schuldscheindarlehen in GdW Arbeitshilfe 50, September 2006, S.57

⁷² Vgl. Osman, Y.: Schuldscheine feiern Comeback, Financial Times Deutschland vom 16.05.2008

⁷³ Vgl. Hillebrand, K-P.: Inhaberschuldverschreibung und Schuldscheindarlehen in GdW Arbeitshilfe 50, September 2006, S.57

zunehmend an Bedeutung und stellt eine zusätzliche Fremdkapitalquelle mit Vorteilen in der Flexibilität, in dem Mindestvolumencharakter, den Modalitäten und den vergleichbar geringen Nebenkosten dar. Besonders wegen den Auswirkungen der Restriktionen durch Basel II, sowie der Kreditkrise und der daraus resultierenden Marktvolatilität erfährt dieses Instrument seine Renaissance.⁷⁴ Es ist ein geeignetes kapitalmarktnahes Instrument, über welches sich Unternehmen relativ günstig und in großem Umfang Kapital beschaffen können. Besonders in Zeiten, in denen der Kapitalmarkt nicht optimal funktioniert gewinnen solche kapitalmarktnahen, jedoch Marktwert unabhängige Instrumente an Attraktivität.⁷⁵ Dies lässt aber auch schließen, dass eine zukünftige Normalisierung des Kapitalmarktes wieder zu einem Rückgang dieses Instrument führt. Doch durch die Etablierung und positive Erfahrung vieler Unternehmen mit der Finanzierung über Schuldschein, lässt sich dieses Vehikel zukünftig bei Bedarf oder zur Diversifikation verwenden. Für die Immobilienwirtschaft ist dieses Finanzierungsinstrument noch eher irrelevant.⁷⁶

4.3. Verbriefung (Asset Backed Securities i.w.S.)

Während in Deutschland die Anwendung des Instruments der Verbriefung sich in der Frühphase befindet, werden in den USA und in Großbritannien Investitionen schon seit Jahren traditionell durch Verbriefung ermöglicht. In den USA werden beispielsweise Investitionen nur noch zu ca. 20% durch Banken bedient, während es in Deutschland bisher noch ca. 80% sind.⁷⁷ Doch da die Kreditbeschaffung aufwendiger und teurer geworden ist, sind deutsche Immobilienunternehmen diesem, aus dem angelsächsischen Raum stammenden Instrument erkennbar aufgeschlossener.

Prinzipiell ist die klassische Verbriefung, der Verkauf von Forderungen an Dritte, am Kapitalmarkt. Bei der Verbriefung wird die Beurteilung im Unterschied zu traditionellen Unternehmensanleihen ausschließlich auf den Cashflow der zugrunde liegenden Vermögenswerte abgestellt, da kein Rückgriff auf den Verkäufer besteht. Die Verbriefung umfasst mehrere Unterformen, in denen die Umwandlung illiquider Vermögensgegenstände in liquide, handelbare Wertpapiere das Ziel ist.

⁷⁴ Vgl. Osman, Y.: Schuldscheine feiern Comeback, Financial Times Deutschland vom 16.05.2008

⁷⁵ ebenda

⁷⁶ Vgl. Hildebrand, K.-P.: Inhaberschuldverschreibung und Schuldscheindarlehen aus GdW Arbeitshilfe 50: Finanzierung in der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, September 2006, S.57

⁷⁷ Vgl. Kretschmar, T. und Trampe, P.: aus GdW Arbeitshilfe 50: Finanzierung in der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, September 2006, S.81

Die Systematik dieses Instrumentes besteht darin, dass ein Forderungsverkäufer (Originator) seine Forderungen, mit Zuhilfenahme einer Zweckgesellschaft (Spezial Purpose Vehicle oder SPV) in ein kapitalmarktfähiges Produkt bündelt und auf dem Kapitalmarkt an Finanzmittelgeber (Investoren) veräußert.⁷⁸ Konkret werden also Assets, so gesagt Vermögensgegenstände (Aktiva) mit teilweise langfristigen und planbaren Cash-Flows (Zahlungsströmen) in eine Zweckgesellschaft (SPV) transferiert und am Kapitalmarkt in Form von Wertpapieren zur Refinanzierung bzw. zur Kapitalbeschaffung ausgegeben. Abbildung 10 stellt die Grundstruktur einer Verbriefungs-Transaktion (ABS i.w.S.) dar.

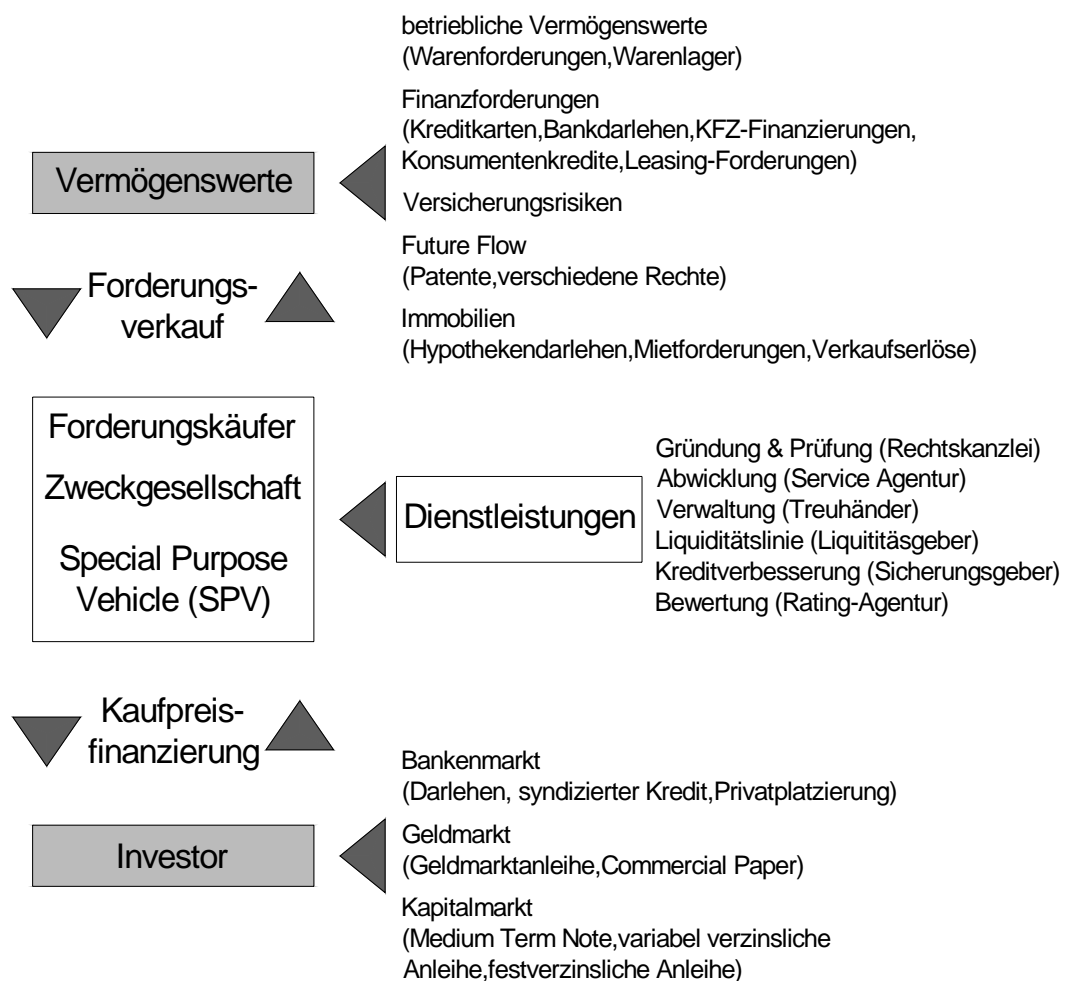


Abbildung 10: Grundstruktur der Verbriefungs-Transaktion⁷⁹

Durch das Instrument der Verbriefung kann sich ein Unternehmen ein Portal zum Kapitalmarkt schaffen und die Bank als klassischen Kapitalgeber umgehen.

⁷⁸ Vgl. Rügemeier, R. und Siemes, M.: Property Securitisation – eine Kapitalmarktfinanzierung für Immobilien, Handbuch Immobilien-Banking, S.761

⁷⁹ Abbildung 10, Grundstruktur der Verbriefungs-Transaktion, in Anlehnung an Rügemeier, R. und Siemes, M.

Bei der Verbriefungstransaktion ist zwischen True Sale und synthetischen Verbriefung zu unterscheiden, wobei die synthetische Verbriefung keinen direkten Zugriff auf die Assets zulässt und lediglich zur Absicherung der Bank gegen Ausfälle von Zahlungsströmen dient. Somit ist für die Immobilienwirtschaft und deren Unternehmen nur der True Sale von Bedeutung, bei welchem die Assets und deren Cash-Flows absolut an die SPV übergehen und der Investor somit einen direkten Zugang auf die Assets erlangt.⁸⁰ Wohnungsunternehmen können beispielsweise künftige Mietforderungen, an Dritte weiter reichen und sich somit zusätzliches Fremdkapital beschaffen.⁸¹

In Abgrenzung zur klassischen Verbriefung, handelt es sich bei der Property Securitisation oder Immobilienverbriefung, um eine Verbriefung von ausschließlich auf Immobilien beruhende Zahlungsansprüche (z.B. aus bestehenden und zukünftigen Mietverträgen, Immobilienrestwerten oder Immobilienverkaufserlösen).⁸² Hier handelt es sich also um eine Verbriefung, die nicht im Zusammenhang mit vergebenen Hypothekarkrediten (Mortgage) steht.⁸³

Neben einer Abgrenzung in Hinblick auf den Immobilienbezug, muss zusätzlich noch die Veranlassung durch den Begründer (Originator) betrachtet werden. Bei der Property Securitisation ist das Unternehmen Originator, welches die Aktiva seines Immobilienbesitzes verbrieft. Der Anwendungsbereich der Property Securitisation greift aber auch in das Feld der Bank als Originator, da diese immobilienbezogene Form auch für die Bank und deren eigenen Immobilienbesitz anwendbar ist. Bei der Property Securitisation sind die Primärrechte einer Immobilie bzw. eines Immobilienportfolios Gegenstand, während bei der Mortgage Backed Securitisation die Sekundärrechte (Darlehensforderungen aus Immobilienfinanzierungen) Inhalt sind.⁸⁴ Des Weiteren stellt die Property Securitisation eine Finanzierung ohne Einbezug einer Bank als Finanzintermediär dar.⁸⁵ Abbildung 11 stellt eine Kategorisierung der einzelnen Begriffe dar. Die Grafik stellt nicht alle Asset-Klassen der ABS i.w.S. dar und dient lediglich der Veranschaulichung zur Abgrenzung der hier genannten Begriffe.

⁸⁰ Vgl. Kretschmar, T. und Trampe, P.: Verbriefung aus GdW Arbeitshilfe 50: Finanzierung in der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, September 2006, S.82

⁸¹ Vgl. Haimann, R.: Verbriefung, Die Wohnungswirtschaft, 09/2006, S.22

⁸² Vgl. Rügemeier, R. und Siemes, M.: Property Securitisation – eine Kapitalmarktfinanzierung für Immobilien, Handbuch Immobilien-Banking, S.771

⁸³ Vgl. Bienert, S.: Projektfinanzierung in der Immobilienwirtschaft, 2005, S.392

⁸⁴ Vgl. Wulfken, J. und Lang, J.: Innovative Formen der Immobilienfinanzierung aus der Syndikus 03 u. 04/2003, S.7

⁸⁵ Vgl. Berg, M.: Kapitalmarktfinanzierung versus Bankfinanzierung aus Immobilien Manager 5/2006, S.40

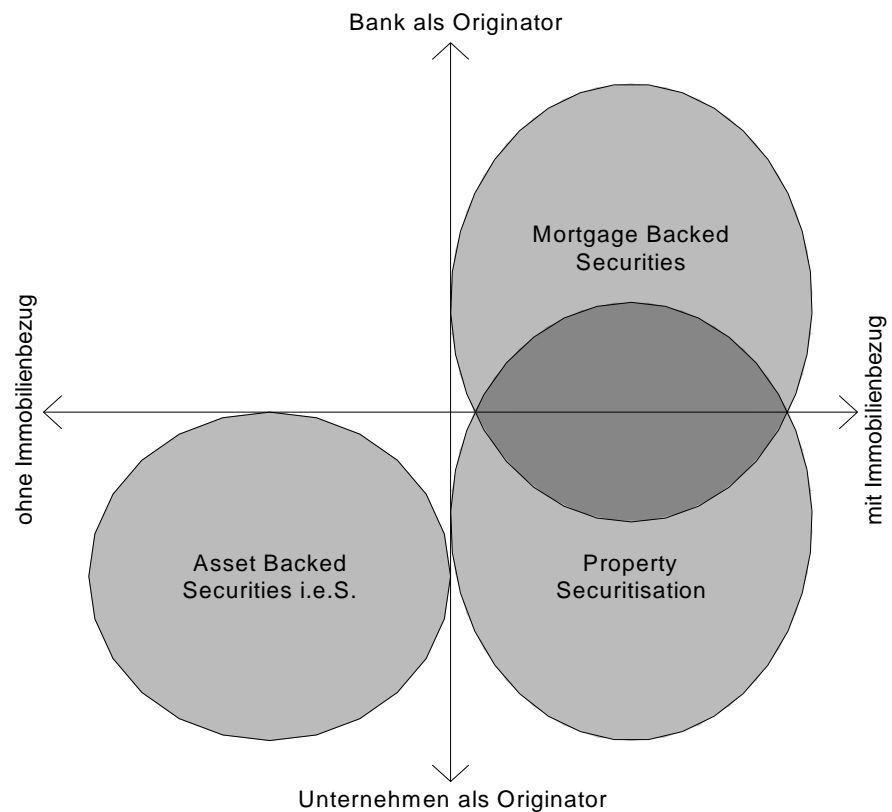


Abbildung 11: Abgrenzung Property Securitisation, ABS i.e.S. und MBS⁸⁶

Bei der Property Securitisation, in welcher das Unternehmen als Originator auftritt, kann die Bank als Vermittler zwischen kapitalsuchenden Unternehmen und potenziellen Investoren, als Berater und als Credit Enhancer⁸⁷ -was zu einem verbesserten Rating führen soll- dienen. Zusätzlich kann die Bank als Zwischenfinanzierer, oder wenn erforderlich als Steller von weiteren Sicherheiten eintreten. Die Zweckgesellschaft (SPV) wird aus steuerlichen Gründen meistens im Ausland angesiedelt und beinhaltet die Beteiligung einer unabhängigen Stiftung (Company Trust), welche die Wahrung der Unabhängigkeit der SPV zu dem Unternehmen sichert. Die Zweckgesellschaft darf sozusagen nicht zu dem Konsolidierungskreis des Forderungsverkaufenden Unternehmens gehören, ansonsten erfolgt die Bilanzierung weiterhin beim Originator. Die SPV stellt das Kernstück der Verbriefung, in welchem verschiedene Aufgaben durch externe Akteure wahrgenommen werden, da dieses Konstrukt kein eigenes Personal beinhaltet.⁸⁸ Verschiedene Akteure der SPV und deren Aufgaben sind in Abbildung 12 ersichtlich.

⁸⁶ Abbildung 11, Abgrenzung Property Securitisation, ABS i.e.S. und MBS

⁸⁷ Credit Enhancement ist der Einfluss auf die Finanzierungsstruktur eines Unternehmens, welche die Bonität verändert

⁸⁸ Vgl. Godring, H. : Immobilienwirtschaft – Handbuch für Studium und Praxis, 2004, S.832-838

Grundsätzlich ist zu sagen, dass der Geschäftszweck der SPV allein der Ankauf der Forderungen und die Begebung dieser zur Refinanzierung ist. Die zum einem aus den Forderungen (bei Property Securitisation) und zum anderen aus dem Kredit-Portfolio (bei MBS) stammenden Zahlungsströme, können gegebenenfalls über ein Swapvereinbarung (vgl. Kapitel 5) angepasst werden. Bei der Property Securitisation bedarf es einer Erweiterung in der Verbriefungsstruktur.⁸⁹ Hier wird neben der Zweckgesellschaft die zur Emission der Wertpapiere gegründet wird (Emissions-SPV), eine zweite Zweckgesellschaft gegründet, welche die Immobilie oder das Immobilienportfolio hält (Immobilien-SPV).⁹⁰ Abbildung 12 bildet das Modell Property Securitisation ab.⁹¹

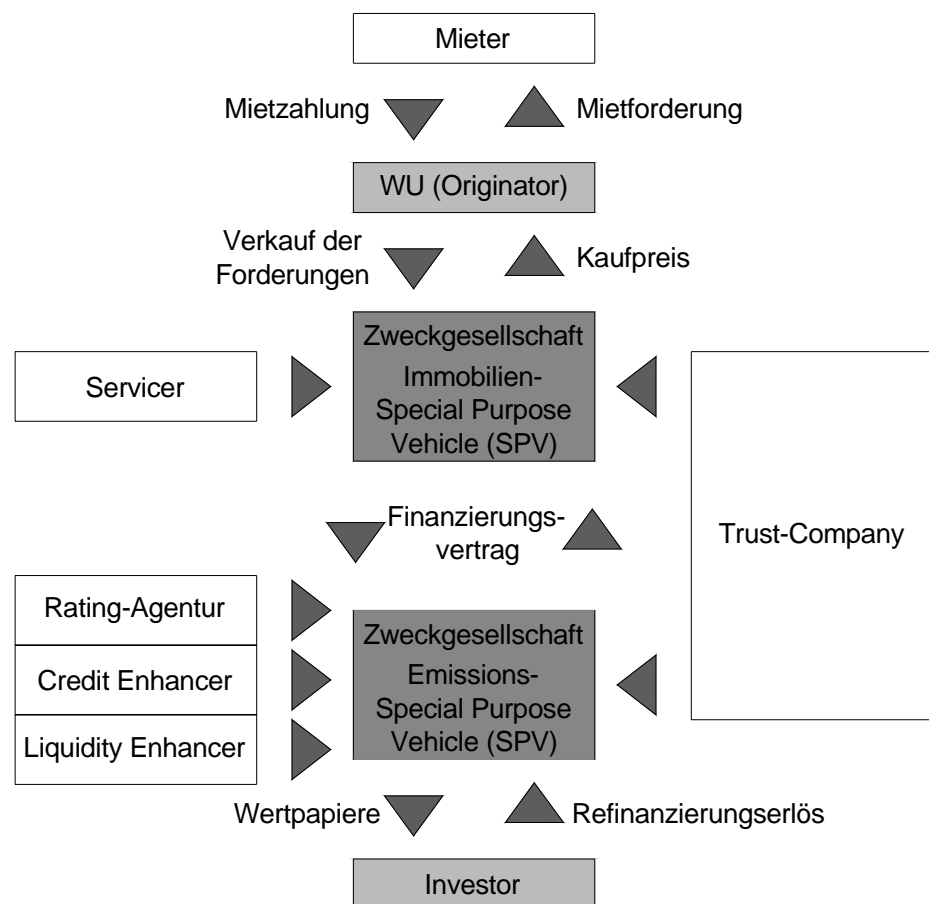


Abbildung 12: Struktur einer Property Securitisation am Beispiel eines Wohnungsunternehmens und dem Forderungsverkaufs aus Mieten, eigene Darstellung in Anlehnung an Hennig, Ruegemer/Siemes

⁸⁹ Vgl. Berg, M.: Kapitalmarktfinanzierung versus Bankfinanzierung, Immobilienmanager 05/2006, S.40

⁹⁰ ebenda

⁹¹ Abbildung 12, Struktur der Property Securitisation am Beispiel eines Wohnungsunternehmens und den Forderungen aus Mieten, in Anlehnung an Hennig, O.: Alternative Finanzierungsformen aus Immothek24, Ruegemer/Siemes: Property Securitisation – eine Kapitalmarktfinanzierung für Immobilien, Handbuch Immobilien-Banking, S.778

Mortgage Backed Securities (MBS) sind durch hypothekarisch besicherte Darlehen unterlegt und werden meistens von der Bank als Originator zur Refinanzierung begeben. Hier unterscheidet man zwischen Residential Mortgage Backed Securities (RMBS), welche privat genutzte Immobilien beinhalten und gewerblich genutzte, sog. Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS).⁹² Häufig wird in der Praxis der Begriff MBS synonym zu RMBS verwendet.

Bei der Form MBS gibt es zwei wesentliche Unterschiede, welche sich durch die Begründung darstellt. Auf der einen Seite tritt die Bank als Originator auf, indem diese sich einen Schuldschein, welcher einem klassischer Kreditvertrag zwischen Bank und dem Immobilienunternehmen hervorgeht, vom Immobilienunternehmen ausstellen lässt und am Kapitalmarkt verbrieft. Dieser Schuldschein dient der Bank zur Refinanzierung und ist somit für das Immobilienunternehmen sekundär.⁹³ Hier findet kein direkter Zugang zum Kapitalmarkt durch das Immobilienunternehmen statt.⁹⁴ Das Immobilienunternehmen unterwirft sich den subjektiven Prüfungskriterien der Bank und der Schuldschein, dient lediglich als Beweisurkunde.⁹⁵

Die zweite Möglichkeit der MBS besteht darin, dass das Unternehmen selbständig grundpfandrechtlich gesicherte Inhaberschuldverschreibungen begeben kann. Die SPV kauft die Schuldverschreibungen an, woraus resultiert, dass die Finanzierung als Begebung der Inhaberschuldverschreiben geschieht. Die Begebung der Schuldverschreibung schafft dem Immobilienunternehmen einen direkten Kapitalmarktzugang. Diese Schuldverschreibung bringt bankenunabhängig hervor und somit entfallen die banküblichen Restriktionen. Das Rating findet nach den Regeln des Kapitalmarktes statt. In Abbildung 13 werden beide Wege grafisch dargestellt.

⁹² Vgl. Rügemer, R. und Siemes, M.: Property Securitisation – eine Kapitalmarktfinanzierung für Immobilien, Handbuch Immobilien-Banking, S.771

⁹³ Vgl. drklein.de: Alternative Finanzierungsmodelle für die Wohnungswirtschaft, 01/2004

⁹⁴ ebenda

⁹⁵ ebenda

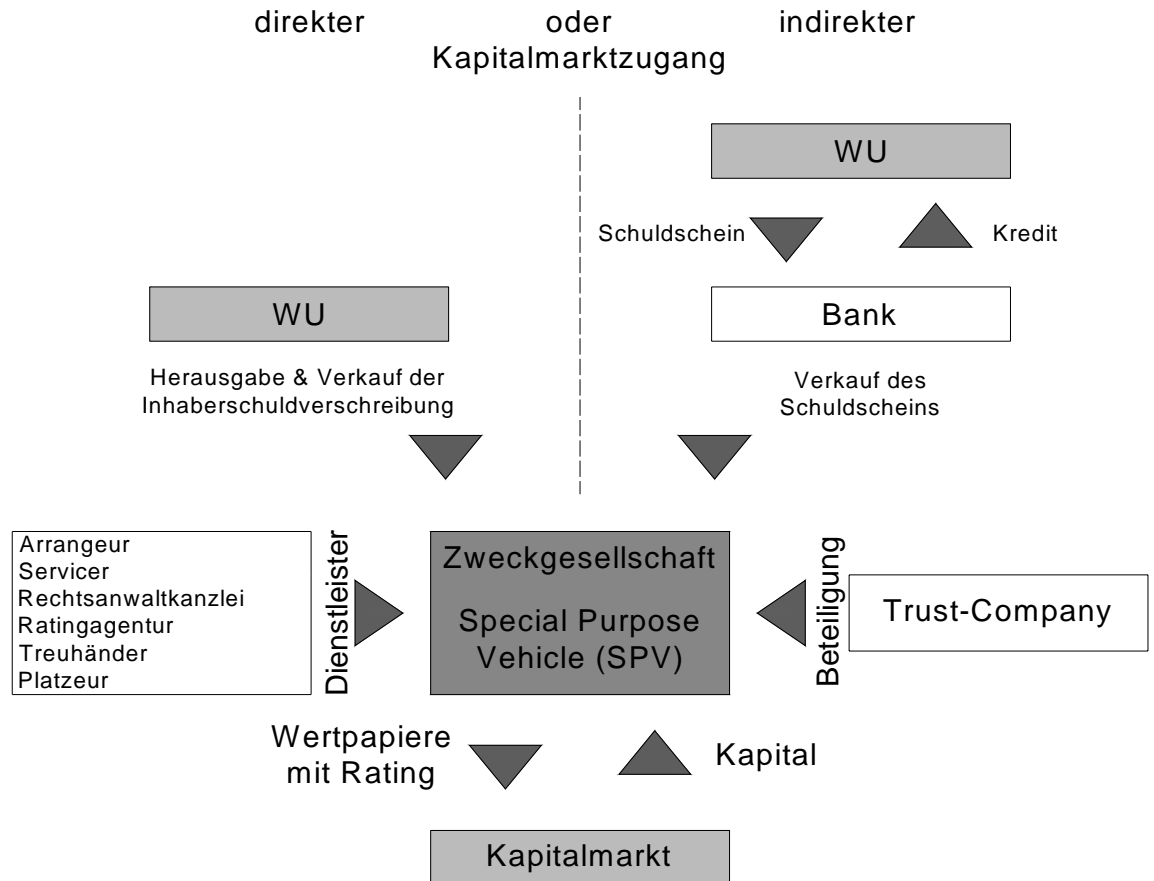


Abbildung 13: Struktur der MBS am Beispiel eines Wohnungsunternehmens in Anlehnung an Kretschmar⁹⁶

Man kann sagen, dass die MBS gewissermaßen ein Konkurrenzprodukt zu den in Deutschland üblichen Pfandbriefen darstellt. Im Gegensatz zum Pfandbrief unterliegen die MBS keinen großen gesetzlichen Regelungen, was besonders für institutionelle Anleger Vorteile mitbringt.

Weitergehend kann die MBS auch bei Finanzierung von Vorhaben mit einem Volumen von mindestens 50 Millionen EUR angewandt werden.⁹⁷ Das Mindestvolumen ergibt sich aus den mit der Platzierung verbundenen Kosten und dem Rentabilitätsprinzip.

Bei einer auf das Vorhaben bezogenen MBS, gründet ein Unternehmen eine Projektgesellschaft, welche durch die Beteiligung von Anteilseignern ein Teil des Eigenkapitals stellt. Durch die Ausgabe von Schuldverschreibungen, die grundpfandrechtl. über das Projekt abgesichert werden, wird wiederum Fremdkapital

⁹⁶ Abbildung 13, Struktur der MBS am Beispiel eines Wohnungsunternehmens, in Anlehnung an Kretschmar, Prof. Dr. T.: Verbriefungsspezialisten

⁹⁷ Vgl. Schulte, K-W.: Immobilienökonomie Band I, 2000, S.473

geschöpft.⁹⁸ Bei dieser auf das Vorhaben bezogenen MBS kann mit der Zuhilfenahme der Bank als Credit Enhancer ein besseres, bzw. das erforderliche Rating erzielt werden.

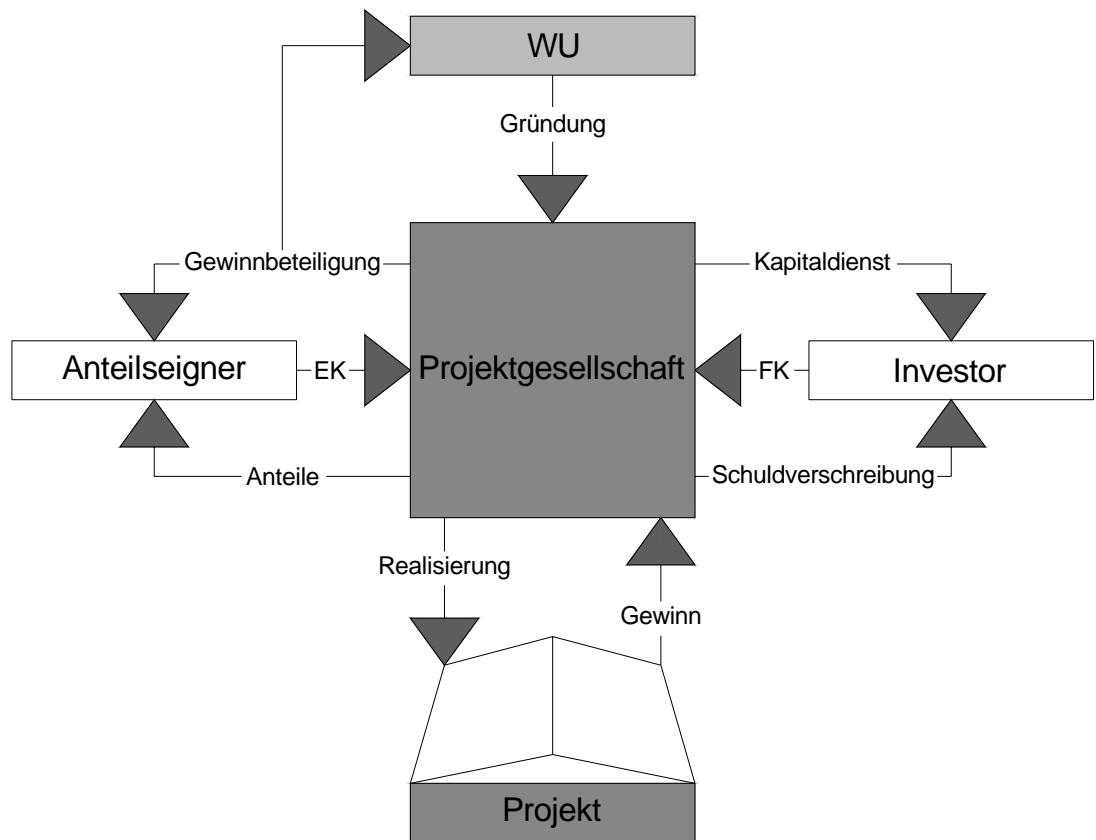


Abbildung 14: Auf Vorhaben bezogene MBS, in Anlehnung an Hennig

Betrachtet man die Vorteile der Verbriefung und dieser Finanzierungsalternative ist klar erkennbar, dass primär die Schaffung einer alternativen Kapitalquelle hier genannt werden muss. Der Zugang zum Kapitalmarkt ersetzt die Kapitalbeschaffung über die Kreditwirtschaft und schafft in dieser Beziehung eine gewisse Unabhängigkeit. Während bei der klassischen Kreditfinanzierung die liquiden Mittel durch die Kreditinstitute gestellt werden und dies natürlich die Prüfung der Bonität des Kreditnehmers, sowie die damit verbundenen Auswirkungen auf die Konditionierung beinhaltet, werden bei einer Finanzierungswahl durch Verbriefung die Höhe der Forderungen und deren spezifisches Rating, sowie deren Attraktivität für Investoren, als hauptsächlicher Maßstab genommen. Dies kann dazu führen, dass Unternehmen mit

⁹⁸ Abbildung 14, Auf Vorhaben bezogene MBS, in Anlehnung an Hennig, O.: Alternative Finanzierungsformen aus Immothek24

niedriger Bonität, aber hohen Forderungen, das von ihnen gewünschte und benötigte Kapital zur Verfügung gestellt bekommen.

Neben der Liquiditätsbeschaffung ist das Management der Bilanzstruktur ein weiterer wesentlicher Vorteil. Bilanziell werden die verkauften Forderungen ausgebucht, bzw. nachhaltig aus der Bilanz des Unternehmens ausgelagert und als Verkaufserlös aktiviert. Diese zusätzliche Liquidität kann beispielsweise für weitere Investitionen, wie die Entwicklung neuer Projekte oder zur Rückführung von Verbindlichkeiten, benutzt werden. Die Rückführung schafft wiederum eine bessere Kapitalstruktur (Bilanzverkürzung), was zu einer Optimierung des Zinsaufwands bei anderweitiger traditioneller Kapitalbeschaffung führt. Diese Verkürzung muss jedoch im deutschen Bilanzrecht strenge Bedingungen erfüllen, z.B. darf der Kaufvertrag kein Rückveräußerungsentgelt, keine Ausfallgarantie und keine Kaufpreisanpassung beinhalten.⁹⁹ Der „clean break“, sprich der Übergang sämtlicher Bonitätsrisiken, wird verlangt.¹⁰⁰ Wird die freigesetzte Liquidität statt in eine Rückführung, in Aktiva mit geringerem Risiko oder höher Verzinsung investiert, wird die Aktivastruktur optimiert (Aktivtausch).

Ebenfalls ist die Senkung von Risiken ein weiterer Vorteil. Einerseits wird das Liquiditätsrisiko gemindert und Liquidität zugeführt, was das Ausfallrisiko minimiert und im allgemeinen die Bonität des Unternehmens für weitere Kapitalbeschaffung stärkt.

Durch die Einführung dieses Instrumentes, welches faire und transparente Preise aufweist, geschieht unternehmensintern eine Professionalisierung des Finanzmanagements, was den Horizont erweitert und das eigene Personal für die professionelle Finanzierungswirtschaft sensibilisiert.

Doch die Verwendung der Finanzierung mit dem Instrument der Verbriefung durch bonitätsschwache Unternehmen birgt auch Nachteile und Risiken mit sich. Bei einer Insolvenz des Forderungsverkäufers besteht die Gefahr, dass das in die Insolvenz geratende Unternehmen die verkauften Forderungen selbst einbehält. Eine Eingrenzung des Vermischungs- und Veruntreuungsrisikos ist durch die eindeutige Kennzeichnung nach Außen -der verkauften im Unterschied zu den verbliebenen Forderungen- zu gewährleisten. Zusätzlich ist die Komplexität und der damit verbundene Aufwand, welcher enorme Zeit und hohe Kosten beinhaltet, ein wesentlicher Nachteil. Ein großer

⁹⁹ Vgl. Kofner, S.: Was sind eigentlich Mortgage Backed Securities?, Die Wohnungswirtschaft, Ausgabe 06/03

¹⁰⁰ ebenda

Teil der Kosten die bei einer Verbriefungs-Transaktion anfallen sind fix und eine Property Securitisation ist erst ab einem Mindestvolumen von 150 bis 250 Millionen Euro günstiger als eine Bankfinanzierung.¹⁰¹ Je nach Ausgestaltung und Volumen gibt es hier bedeutende Unterschiede (Vorbereitungsdauer, Personalkosten, Transaktionskosten, etc.). Ein weiterer Nachteil ist die mangelnde Flexibilität, da die einmal festgeschriebene Struktur und die unterzeichneten Modalitäten nur sehr schwer oder teilweise gar nicht mehr verändert werden können.

Durch die Einschränkungen in der Vergabe der klassischen Finanzierungsinstrumente, steigt die Relevanz der innovativen Finanzierungsinstrumente und hier speziell die der Verbriefung, welche durch die Kapitalbeschaffung am Kapitalmarkt, eine alternative Finanzierungsquelle darstellt. Die Verbriefung ist in Deutschland als innovatives Finanzierungsinstrument, nach der ersten wohnungswirtschaftlichen Verbriefung „Hallam“ durch Viterra, nicht mehr nur Theorie, sondern gewinnt zunehmend an Relevanz. Die zunehmenden positiven Erfahrungen des Instrumentes, z.B. durch die Viterra oder des schwedischen Wohnungsunternehmen Bostads AB Poseidon, motiviert weitere Akteure sich mit diesem innovativem Finanzierungsinstrument zu befassen. Dass die Verbriefung als alternatives Finanzierungsinstrument tauglich ist, beweist auch ihre enorme Relevanz in der Kapitalbeschaffung im angelsächsischen Raum. Neu ist lediglich die Anwendung des Verbriefungsinstrumentes in der deutschen Wohnungswirtschaft. Doch spricht man von der Relevanz der Verbriefung in der deutschen Wohnungswirtschaft ist eine Abgrenzung der Begriffe Schuldschein und Schuldverschreibung essentiell.¹⁰² Der einer Bank vom Wohnungsunternehmen gestellte Schuldschein, ist im Wesentlichen eine Urkunde, welche auf einem klassischen Kreditvertrag basiert und lediglich der Bank die Möglichkeit des Zugangs zum Kapitalmarkt verschafft. Der Schuldschein ist somit kein eigenes Wertpapier und nutzt nicht direkt dem Wohnungsunternehmen. Im Gegensatz dazu stellt die Begebung von Schuldverschreibung durch das Wohnungsunternehmen einen direkten Zugang zum Kapitalmarkt dar, so dass die Bankabhängigkeit mit den verbundenen Restriktionen umgangen werden kann. Nur die Schuldverschreibung stellt somit ein relevantes und sinnvolles Instrument der Verbriefung für die Wohnungswirtschaft dar.

¹⁰¹ Vgl. Berg, M.: Kapitalmarktfinanzierung versus Bankfinanzierung, Immobilienmanager 05/2006, S.42

¹⁰² Vgl. drklein.de: Alternative Finanzierungsmodelle für die Wohnungswirtschaft, Artikelserie Teil 2, S.3

Ob die Verbriefung wirklich weiter an Relevanz gewinnen wird, entscheiden zwangsläufig die Kosten der Verbriefungstransaktion und ob diese langfristig günstiger als eine klassische Bankfinanzierung sind.¹⁰³ Eine Innovation ist erfahrungsgemäß in ihrem Anfangsstadium immer kostspieliger als in der Reifephase. Langsam sinken die Transaktionskosten und die einzelnen Formen der Verbriefung gewinnen an Relevanz. Sobald ein Instrument stärker etabliert ist, desto günstiger wird dieses.¹⁰⁴ Die MBS (besichert mit Hypotheken) werden vorteilhafter gegenüber Pfandbriefen und Property Securitisation (besichert mit Forderungen) bieten Vorteile gegenüber dem Factoring (siehe 4.4.), in welchem regelmäßig nur ein Käufer auftritt. Die auf das Vorhaben bezogenen MBS bietet Vorzüge bei der kostenoptimierten Beschaffung liquider Mittel. Zusätzlich wird das Instrument der Verbriefung an Relevanz gewinnen, sobald es nicht ausschließlich den großen Unternehmen vorbehalten bleibt und eine Plattform für kleinere Volumina etabliert wird.¹⁰⁵ Hier werden nach und nach Lösungen entwickelt, die es Unternehmen der Wohnungswirtschaft ermöglichen durch Bündelung -bereits ab einem Volumen von einer bis zehn Millionen Euro- zu verbiefen.¹⁰⁶ Resümierend ist zu sagen, dass dieses innovative Finanzierungsinstrument zunehmend relevanter für die Praxis in der Immobilienwirtschaft ist und eine zusätzliche geeignete Finanzierungsquelle schafft. Die Dr. Klein & Co. AG sieht in dieser Finanzierungsalternative nicht nur großes Potenzial, sondern auch die Möglichkeit, dass dieses Instrument bald im Volumen die klassische Bankfinanzierung überholt.¹⁰⁷ Diese Tendenz ist jedoch durch die vorherrschende Banken- und Finanzkrise zum Stillstand gekommen. Die Vertrauenskrise hat den Markt für Verbriefung zusammenbrechen lassen.¹⁰⁸ Nach der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) fiel das gesamte verbrieftes Kreditvolumen von 67 Mrd. (2006) auf ca. 42 Mrd. (2007) und 7,7Mrd. (1.Halbjahr 2008). Die Zahl der Transaktionen hat sich von 54 (2006) auf 38 (2007) und 8 (1.Halbjahr 2008) verringert. Der Begriff der Verbriefung wird fälschlicherweise verallgemeinert und vielfach als Zentrum der Finanzkrise dargestellt. Hier ist zu erwähnen, dass nicht alle Verbriefungsprodukte an der Subprimekrise beteiligt sind und

¹⁰³ Vgl. Kretschmar, Prof. Dr. T. Trampe, P.: Verbriefung aus GdW Arbeitshilfe 50: Finanzierung in der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, September 2006, S.84

¹⁰⁴ Vgl. Hennig, O.: Alternative Finanzierungsformen aus Immothek24, S.3

¹⁰⁵ Vgl. Koger, W.: Alternative Finanzierungsinstrumente aus IHK Schriftenreihe Ausgabe Nr.39, 6.Auflage, Februar 2008

¹⁰⁶ Vgl. Berg, M.: Kapitalmarktfinanzierung versus Bankfinanzierung, Immobilienmanager 05/2006, S.42

¹⁰⁷ Vgl. drklein.de: Alternative Finanzierungsmodelle für die Wohnungswirtschaft, Artikelserie Teil 2, S.5

¹⁰⁸ Vgl. Frey-Broich, M.: Verbrieft wird nicht mehr aus Handelsblatt vom 03.10.2008

das Missvertrauen in das Instrument nicht verallgemeinert werden darf. Das Vertrauen der Investoren wird nur wieder zurück gewonnen, wenn die einzelnen Verbriefungsprodukte klar und überschaubar strukturiert sind und die Verantwortung, sowie Risiken, nicht sukzessiv zu Lasten der Investoren gehen.¹⁰⁹ Transparenz und Aufteilung der Risiken sind hier Schlüsselfunktionen.

4.4. Factoring

Während die Verbriefung die Möglichkeit bietet große Kapitalmarkteträge am Markt einzusammeln, tritt bei dem Factoring regelmäßig nur ein Käufer (Factor) auf, so dass die Akteure (z.B. Wohnungsunternehmen und Investor) untereinander bekannt sind.¹¹⁰ Factoring ist ein Finanzierungsinstrument, bei dem ein Unternehmen (Factoring-Geber) seine Forderungen gegen Dritte (Debitoren) sofort zu Geld machen kann und sich somit Liquidität verschafft.¹¹¹ Man unterscheidet zwischen echten und unechten Factoring. Beim echten Factoring werden die Forderungen durch den Forderungsschuldner (Debitor), über das Unternehmen (Factoring-Geber), an den Forderungskäufer (Factor) verkauft. Der Factoring-Geber bekommt einen sofortigen Kaufpreis vom Factor für seine Forderungen gegen den Debitor. Der Debitor begleicht seine Schuld nun nicht mehr beim Unternehmen (Factoring-Geber), sondern sofort beim Factor. Man spricht bei dieser Form von einem Dreiecksverhältnis.¹¹² Hier nimmt der Factor gegenüber dem Factoring-Geber die Finanzierung-, Dienstleistungs- und Delkrederefunktion wahr.¹¹³⁻¹¹⁴ Die Finanzierungsfunktion dient der Herstellung sofortiger Liquidität beim Unternehmen (Factoring-Geber). Die Dienstleistungsfunktion dient der Übernahme der Debitorenbuchhaltung (Rechnungsstellung bis Förderungseintreibung), Verwaltung, sowie weitere Beratungsdienstleistungen.¹¹⁵ Die Delkrederefunktion besteht in der Übernahme des vollen Delkredereisikos (Ausfallrisikos) durch den Factor.¹¹⁶

¹⁰⁹ Vgl. Axmann, P.: Verbrieft wird nicht mehr aus Handelsblatt vom 03.10.2008

¹¹⁰ Vgl. Hennig, O.: Alternative Finanzierungsformen aus Immothek24, S.5

¹¹¹ Deutsches Factoring Portal, Webseite, Definition Startseite

¹¹² Abbildung 14, Factoringverfahren, eigene Darstellung

¹¹³ Hill, H.: Interessenkollision beim Vertrag über echte und unechtes Factoring, S.6

¹¹⁴ Martinek, M.: Moderne Vertragstypen, Band I Leasing und Factoring ,S.223-225

¹¹⁵ ebenda, S.222/224

¹¹⁶ Bette, K.: Das Factoringgeschäft in Deutschland, Stuttgart 1999, S.19

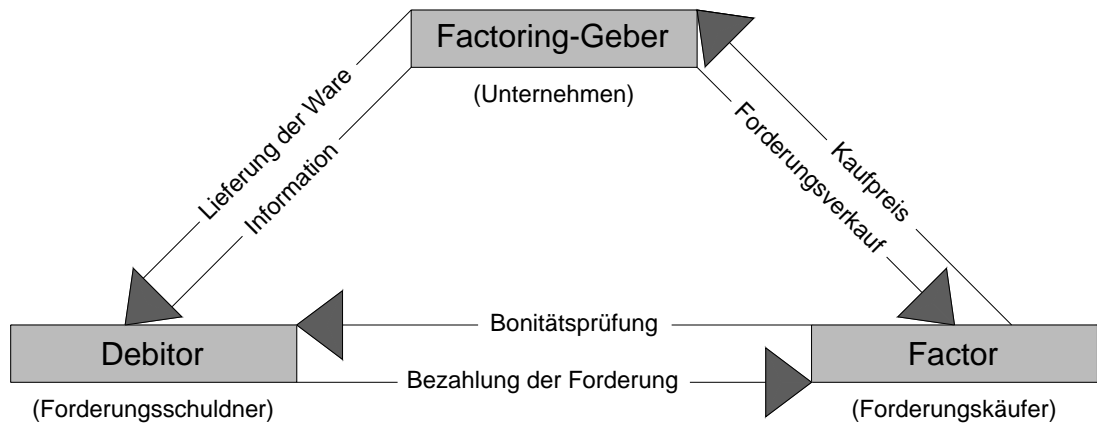


Abbildung 15: Factoringverfahren

In der Immobilienwirtschaft spricht man von einem unechten Factoring, da hier die Forderungen (z.B. Mieteinnahmen) gegenüber den Debitoren (z.B. Mietern) durch das Immobilienunternehmen an den Factor weitergeleitet werden.¹¹⁷ Hier wird das Delkredererisiko (Ausfallrisiko) nicht vom Factor, sondern vom Immobilienunternehmen getragen. Gegenüber dem echten Factoring übernimmt beim unechten Factoring, der Forderungskäufer (Factor) abgewandelte Funktionen. Während bei der Finanzierungsfunktion im echten Factoring die Forderungsübernahme schuldrechtlich als Kauf eingeordnet wird, ist es im unechten Factoring als Darlehen zu qualifizieren.¹¹⁸ Hier sind die vertraglich geregelten Forderungsströme zwischen Factoring-Geber und Factor durch den Factoring-Geber zu bedienen, auch wenn intern die Zahlungsströme zwischen Factoring-Geber und Debitoren variieren. Das Ausfallrisiko, sprich das Risiko des Zahlungsausfalls bei Zahlungsunwilligkeit oder Zahlungsunfähigkeit der Debitoren, sowie bei Schrumpfung des Forderungsvolumens, trägt allein der Factoring-Geber. Somit entfällt bei dem unechten Factoring die Delkrederefunktion durch den Factor.

Aufgrund der Tatsachen, dass bei dem unechten Factoring das Ausfallrisiko durch den Factoring-Geber bedient wird, ist auch eine Abwandlung der Dienstleistungsfunktion offensichtlich. Hier übernimmt der Factoring-Geber die Debitorenbuchhaltung und deren Verwaltung. Da aus der Sicht des Factors bei dem unechten Factoring nur eine direkte Verbindung zum Factoring-Geber und nicht zu deren Debitoren besteht, ist dieser primär an der Bonitätsprüfung und Solvenzüberwachung des Factoring-Gebers

¹¹⁷ Vgl. Hennig, O.: Alternative Finanzierungsformen aus Immothek24, S.5

¹¹⁸ Bette, K.: Das Factoringgeschäft in Deutschland, Stuttgart 1999, S.53 und diverse Rechtsprechungen

interessiert.¹¹⁹ Abbildung 16 stellt die Form des unechten Factorings am Beispiel eines Immobilienunternehmens dar.¹²⁰

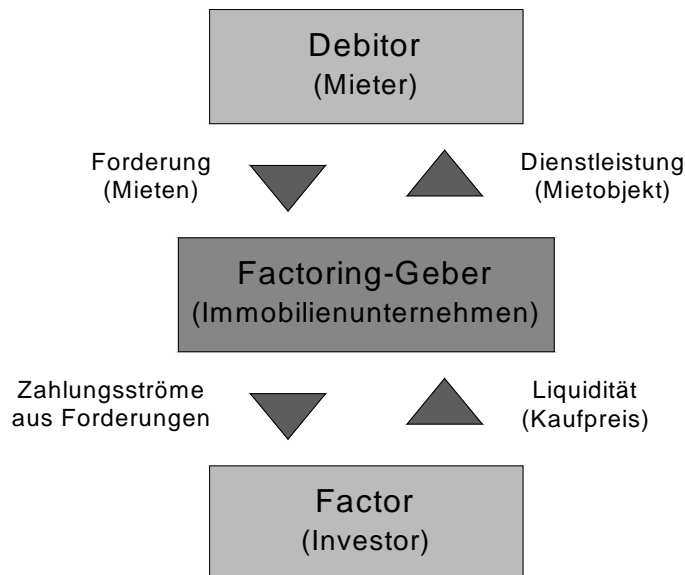


Abbildung 16: Immobilienwirtschaftliches Factoring

Die Vorteile des Einsatzes des Factorings liegen in der Stärkung bedeutender finanzwirtschaftlicher Unternehmenskriterien. Die Rentabilität, Liquidität und Sicherheit sind wichtige Parameter, welche durch das Factoring positiv beeinflusst werden können. Hier gibt es auch Unterschiede zwischen dem echten und unechten Factoring, da das Fundament und die Gestalt (s. o.) eine andere ist.

Die Liquidität des Unternehmens wird erhöht, indem das in Forderungen gebundene Kapital, durch das Instrument Factoring, vor dem Fälligkeitsdatum freigesetzt werden kann. Dadurch steigt die finanzielle Flexibilität des Unternehmens. Eine zusätzliche Liquiditätsverbesserung aufgrund Kostenersparnisse durch die Abgabe von administrativen Aufgaben ist nur beim echten Factoring möglich, da hier die Dienstleistungsfunktion diese abnimmt und so zu einer Minimierung von Sach- und Personalkosten beim Factoring-Geber führt.¹²¹ Des Weiteren optimiert die zugeflossene Liquidität die Eigenkapitalquote und führt somit zu einer Verbesserung der Bilanz. Die Forderungen fließen aus der Aktivseite der Bilanz.¹²² Die Verbesserung der Bilanz- und Finanzstruktur des Unternehmens hat erstrebenswerte Auswirkungen auf die

¹¹⁹ Martinek, M.: Moderne Vertragstypen, Band I Leasing und Factoring ,S.222ff/233

¹²⁰ Abbildung 16, immobilienwirtschaftliches Factoring, eigene Darstellung

¹²¹ Vgl. Koger, W.: Alternative Finanzierungsinstrumente aus IHK Schriftenreihe Ausgabe Nr.39, 6.Auflage, Februar 2008

¹²² Deutsches Factoring Portal, Webseite, Vorteile

Kreditwürdigkeitsprüfung, bzw. auf das Rating der Banken und somit können die Kosten für zukünftige Fremdfinanzierung reduziert werden.¹²³

Ein Nachteil des Instruments Factoring ist dessen mangelnde Bekanntheit, was bei Geschäftspartnern oft fälschlicherweise als Liquiditätsengpass gesehen wird. Diese Befürchtung ist aber ausgeschlossen, da nur ein gesundes Unternehmen einen Partner (Factor) für dieses Instrument finden wird. Grundsätzlich sind Vergleichsrechnungen gegenüber anderen Finanzierungsquellen vorzunehmen, die das Factoring als geeignete Kapitalbeschaffungsmaßnahme qualifizieren müssen.¹²⁴ Ein weiterer Nachteil liegt bei der teilweisen Ungeklärtheit der steuerlichen Behandlung, da hier noch einige Fragen offen stehen und die Entwicklung noch nicht komplett abgeschlossen ist.

Zusammenfassend kann man Factoring als Finanzierungsinstrument klassifizieren, welches für Unternehmen mittlerer Größe geeignet ist und der Liquiditätserhöhung dient und somit die Bonität sowie das Rating verbessert. Die Finanzmittelbeschaffung durch Factoring ist in einigen Wirtschaftszweigen schon teilweise etabliert, in der Immobilienwirtschaft herrscht bei entsprechender Dispositionsmöglichkeit Nachholbedarf. Denn besonders für die Immobilienwirtschaft ist die Form des unechten Factorings bereichernd, da beispielsweise die Mieten im Durchschnitt langfristig und stabil sind und ein enormes Potenzial in dem Verkauf dieser Forderungen steckt.

4.5. Sale-and-lease-back

Das Sale-and-lease-back ist eine Sonderform des Leasings, welches insbesondere beim Immobilienleasing verwendet wird.¹²⁵ Es gibt drei Modelle des Immobilienleasings. Neben dem Sale-and-lease-back gibt es zweitens das Neubau-Leasing, in welchem der Leasinggeber ein Neubau-Objekt nach Wünschen des Leasingnehmers errichtet und drittens das buy and lease-Modell, indem der Leasinggeber ein bestehendes Objekt für den Leasingnehmer erwirbt und an diesen vermietet.¹²⁶⁻¹²⁷ Diese Ausarbeitung befasst sich nur mit der Immobilienleasingform Sale-and-lease-back, da dieses Modell für die Immobilienwirtschaft, im Vergleich zu den beiden anderen, am relevantesten ist und

¹²³ Vgl. Koger, W.: a.a.O.

¹²⁴ ebenda

¹²⁵ Vgl. Müller, K. und Breitmar, R.: Sale-and-lease-back aus GdW Arbeitshilfe 50: Finanzierung in der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, September 2006, S.85

¹²⁶ Vgl. Pohl, K.: Alternative Finanzierungsinstrumente, S.44

¹²⁷ Vgl. Dr. Winkler GmbH: Rückbau und seine Auswirkungen auf die Liquidität, Seminarunterlagen 11/2002, S.4

auch als Finanzierungsform gesehen werden kann.¹²⁸ Im Sale-and-lease-back veräußert (sale) ein Leasingnehmer (z.B. Wohnungsunternehmen) ein bestehendes Objekt an einen Leasinggeber (z.B. Objektgesellschaft) und mietet es anschließend vom Leasinggeber wieder zurück (lease back).^{129- 132}

Durch den Verkauf des Objektes und dem Übertrag des Eigentums an den Leasinggeber, erhält der Leasingnehmer (WU) Liquidität in Form des Kaufpreises.¹³³ Somit kann in dem Objekt gebundenes Kapital freigesetzt werden, welches dem Leasingnehmer (WU) durch sofortigen Liquiditätszufluss zu gute kommt.^{134- 136} Hier findet durch den Wegfall im Anlagevermögen und dem Zufluss von Liquidität im Umlaufvermögen ein Aktivtausch statt. Des Weiteren besteht die Möglichkeit einer Verbesserung der Rentabilität, da durch einen Verkauf des Objekts über den Buchwert, zusätzlich stille Reserven freigesetzt werden können. Genau zum Zweck dieser Freisetzung von stillen Reserven wird Sale-and-lease-back von Unternehmen genutzt.¹³⁷ Sozusagen hat das Sale-and-lease-back positive Auswirkung auf die Bilanz des Unternehmens, was zu einer Optimierung verschiedener Unternehmenskennzahlen führen kann. Jedoch ist darauf zu achten, dass ein positives Bilanzergebnis eine Steuerzahlungspflicht auslösen kann, was die Liquidität wiederum mindert.

Im Wesentlichen werden in der deutschen Praxis zwei Varianten des Sale-and-lease-back angewandt.¹³⁸ In der ersten Variante kauft eine Objektgesellschaft, welche von einer Leasinggesellschaft mit Mindestkapital ausgestattet wird, den Leasinggegenstand. Der Verkauf unterliegt der Grunderwerbsteuer.¹³⁹ Die Objektgesellschaft schließt mit dem Initiator als Leasingnehmer (WU) einen Leasingvertrag, in welchem der Objektgesellschaft das Eigentum am Leasinggegenstand zugesprochen wird und der Initiator (WU) das Objekt für einen festgelegten Leasingraten in einem definierten Zeitraum least. Zusätzlich kann zwischen dem Leasingnehmer und Leasinggeber ein Ankaufs- oder Andienungsrecht vereinbart werden, was im Detail dazu führt, das ein

¹²⁸ Vgl. Müller, K. und Breitmar, R.: a.a.O., S.85

¹²⁹ ebenda

¹³⁰ Vgl. Haimann, R.: Sale and lease back, die Wohnungswirtschaft 09/2006, S.22

¹³¹ Vgl. Müller, K. und Breitmar, R.: a.a.O., S.85

¹³² Vgl. Koger, W.: a.a.O.

¹³³ Vgl. Pohl, K.: Alternative Finanzierungsinstrumente, S.44

¹³⁴ Vgl. Hennig, O.: Alternative Finanzierungsformen aus Immothek24, August 2006, S.9

¹³⁵ Vgl. Koger, W.: a.a.O.

¹³⁶ Vgl. Dr. Winkler GmbH: Rückbau und seine Auswirkungen auf die Liquidität, Seminarunterlagen 11/2002, S.5

¹³⁷ Vgl. Müller, K. und Breitmar, R.: a.a.O., S.85

¹³⁸ ebenda

¹³⁹ Vgl. Pohl, K.: Alternative Finanzierungsinstrumente, S.44

höherer oder geringerer Kaufpreis erreicht werden kann, aber zukünftige Rechte (späterer Ankauf zu einem bestimmten Preis oder Prolongationsmöglichkeit) gesichert werden. Die Leasinggesellschaft ist der einzige Gesellschafter der Objektgesellschaft, zwischen denen ein Geschäftsbesorgungsvertrag geschlossen wird. Der Erwerb des Leasinggegenstandes wird von der Objektgesellschaft -durch ein Darlehen, über einem Kreditinstitut, eine Forfaitierung¹⁴⁰ oder einem geschlossenen Immobilienfonds-finanziert.¹⁴¹⁻¹⁴² Dabei ist die Finanzierung der Objektgesellschaft non-recourse, sprich rückgriffslos.¹⁴³

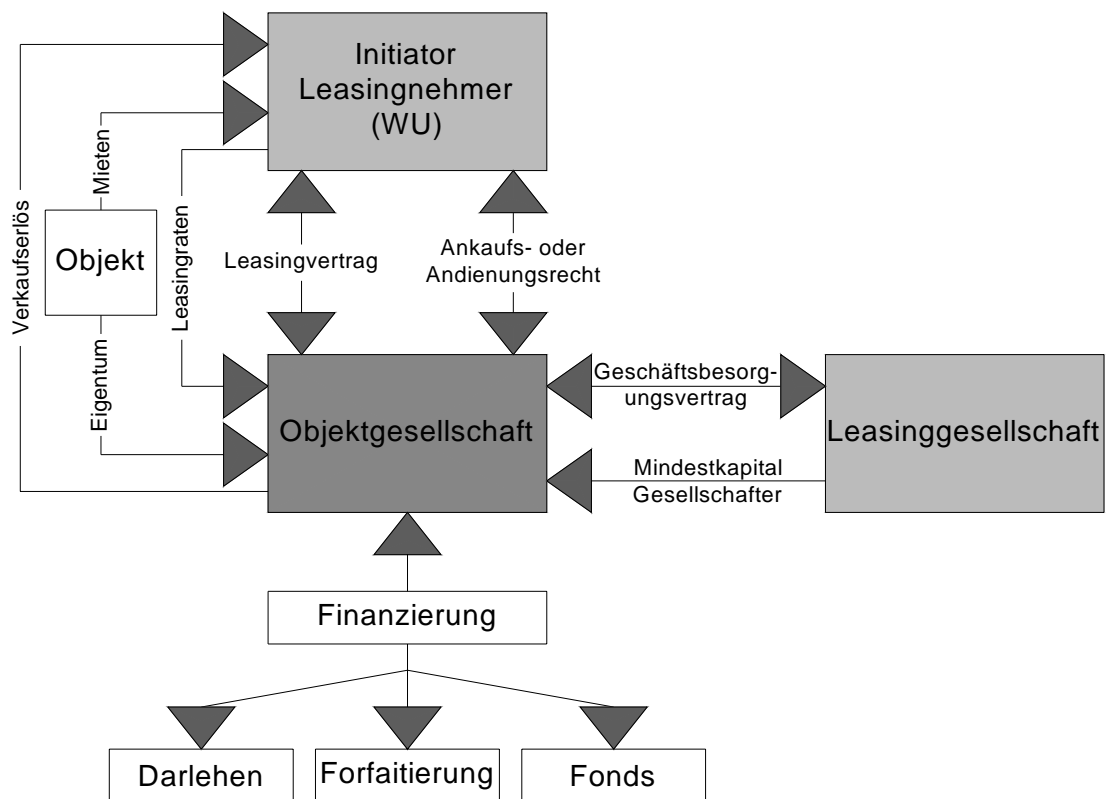


Abbildung 17: Grundvariante einer Sale-and-lease-back am Beispiel eines Wohnungsunternehmens

In der zweiten Variante, dem Leasingnehmerbeteiligungsmodell einer Sale-and-lease-back, tritt die Objektgesellschaft in der Rechtsform einer GmbH & Co. KG auf.¹⁴⁴ Hier ist der Initiator als Leasingnehmer (WU) einziger Kommanditist mit einer Beteiligung von 94% bis 100% an der Objektgesellschaft.¹⁴⁵ Der geringere Prozentsatz wirkt sich

¹⁴⁰ Als Forfaitierung wird der Ankauf einzelner ausgesuchter Forderungen vor Fälligkeit bezeichnet

¹⁴¹ Vgl. Pohl, K.: Alternative Finanzierungsinstrumente, S.44

¹⁴² Vgl. Müller, K. und Breitmar, R.: a.a.O., S.87

¹⁴³ ebenda

¹⁴⁴ Vgl. Müller, K. und Breitmar, R.: a.a.O., S.87

¹⁴⁵ ebenda

mindert auf die Grunderwerbsteuer aus. Die Beteiligung des Leasingnehmers an der Objektgesellschaft hat steuerliche Gründe und ermöglicht dem Leasingnehmer, den Leasinggegenstand ohne Steuerbelastung durch Einbringung oder Verkauf dessen auf die Objektgesellschaft zu übertragen.¹⁴⁶ Der einzige Gesellschafter ist eine Komplementär-GmbH, welche durch eine Leasinggesellschaft gegründet wird. Die Leasinggesellschaft hält die Geschäftsführung und die Stimmrechtsmehrheit der Komplementär-GmbH.¹⁴⁷ Zwischen der Leasinggesellschaft und der Objektgesellschaft wird, wie bei der Grundvariante, ein Geschäftsbesorgungsvertrag geschlossen.¹⁴⁸ Auch die Finanzierung der Objektgesellschaft findet wie in der Grundvariante statt.

Grundprinzip dieser Variante ist die Steuerersparnis und die Nutzung der Hebung stiller Reserven um die Ertragssituation zu verbessern –Off-Balance-Sheet-Finanzierung–. Eine Off-Balance-Sheet-Finanzierung ist eine bilanzneutrale Finanzierung, bei der Vermögenswerte in eine Zweckgesellschaft -welche nicht in den Konsolidierungskreis des berichteten Unternehmens gehört- ausgelagert werden. Gerade aus diesen Gründen ist besonders auf die rechtliche Gestaltung der Verträge und der Gesellschaftskonstruktion zu achten. Sie sollten auf mehrere Grundsätze der Gesetzgebung abgestellt sein.¹⁴⁹ Der Leasinggegenstand muss ertragswirksam so aus der Bilanz verkauft werden, dass zwischen Leasinggeber und Leasingnehmer (WU) keine Zurechenbarkeit besteht.

¹⁴⁶ ebenda

¹⁴⁷ ebenda

¹⁴⁸ Vgl. Müller, K. und Breitmar, R.: Sale-and-lease-back aus GdW Arbeitshilfe 50: Finanzierung in der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, September 2006, S.87

¹⁴⁹ ebenda, S.86

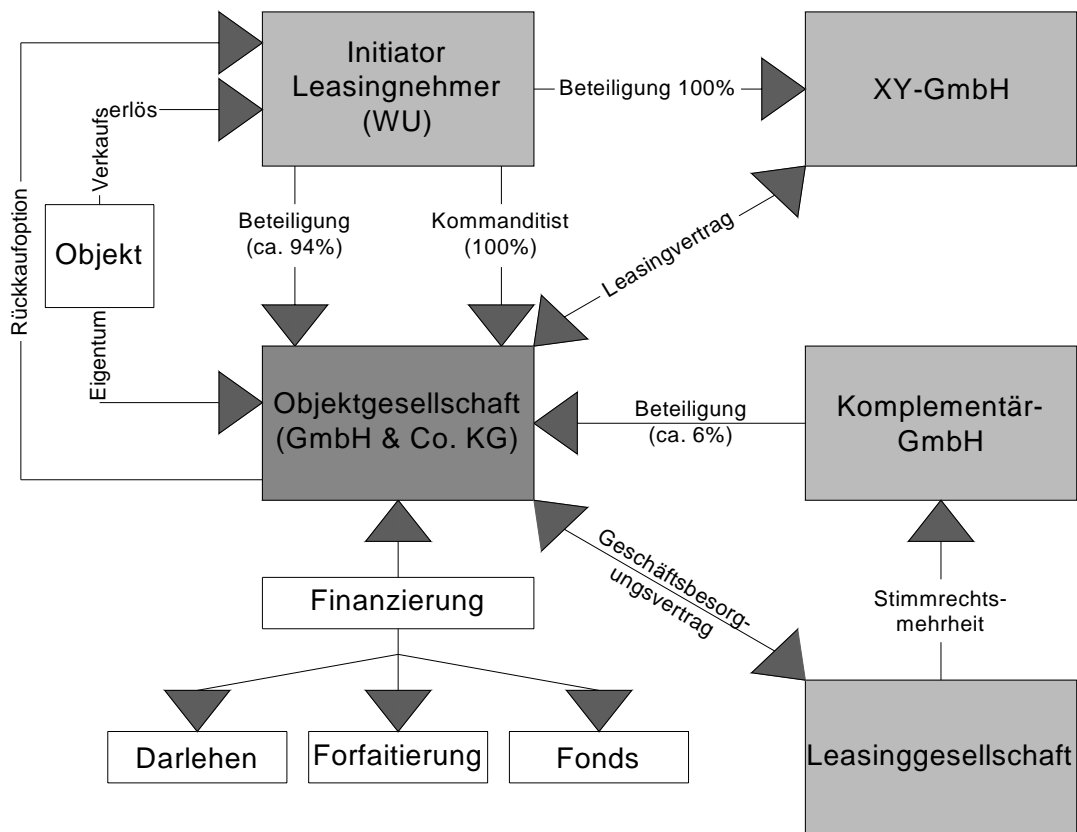


Abbildung 18: Leasingnehmerbeteiligungsmodell einer Sale-and-lease-back, eigene Darstellung in Anlehnung an Müller/Breitmar

Unter genauer Beachtung der rechtlichen Gestaltung, könnte die in Abbildung 18 dargestellte Konzeption zu der gewünschten Off-Balance-Sheet-Finanzierung führen.

Jedoch bietet das Sale-and-lease-back auch weitere ähnlich Gestaltungsmodelle. Hier können besonders kommunale Wohnungsunternehmen von einer Ausnahme im Leasingrecht profitieren. Das kommunale Wohnungsunternehmen gründet mit dem Investor als Stiftung eine Zweckgesellschaft, welche als eigentlicher Leasinggeber fungiert. Besitzt das Wohnungsunternehmen eine Beteiligung von mehr als 5% an der Zweckgesellschaft und wird das Objekt mindestens fünf Jahre nicht weiterverkauft, entfällt die Pflicht zur Grunderwerbsteuerzahlung.¹⁵⁰ Der Investor in Form der Stiftung hat seine Bilanz steuerlich optimieren können, so entsteht im Endeffekt eine Win-Win Situation der Beteiligten.¹⁵¹

¹⁵⁰ Vgl. Haimann, R.: Erfolg mit Verbriefungen sowie Sale-and-lease-back-Transaktionen, Die Wohnungswirtschaft, 09/2006, S.15

¹⁵¹ ebenda

Die Gemeinnützige Wohnungsfürsorge AG (GEWOFAG) hat mit Hilfe dieser Variante Fremdkapital zu einem Zinssatz aufnehmen können, welcher 150 Basispunkte unter einer konventionellen Bankfinanzierung lag.¹⁵²

Neben den Vorteilen -Kapitalisierung stiller Reserven, Verbesserung der Bilanzstruktur, sofortiger Liquiditätsbeschaffung, Eigenkapitalersparnis und der Möglichkeit von Gewerbesteuerersparnis bei gewisser Gestaltung- ist der Aspekt, dass dem Verkäufer des Leasingobjekt, durch die Vertragsgestaltung das Zugriffsrecht nicht endgültig verwährt bleibt und sogar Ankaufrecht vereinbart werden kann, zu nennen. Dies bietet Planungssicherheit auf beiden Seiten, was die Attraktivität solcher Verfahren erhöht.

Nachteilig sind jedoch die relativ hohen Gesamtkosten der Transaktion zu nennen, was ein Arrangement erst bei größeren Volumina sinnvoll macht.¹⁵³ Auf der Investorensseite, wird eine Sale-and-lease-back meist nur in Verbindung mit Steuervorteilen attraktiv.¹⁵⁴ Des Weiteren entstehen dem Initiator (Leasingnehmer) neben den Chancen einige Risiken. Wie oben genannt sind Konstruktionsfehler zu vermeiden, was eine tiefgründige Auseinandersetzung mit dem Instrument bedeutet und einen Kosten- und Zeitaufwand beinhaltet. Normalerweise werden die Instandhaltungskosten auch auf den Leasingnehmer ungewälzt, was in der Kalkulation zu berücksichtigen ist.¹⁵⁵ Grundsätzlich besteht die Gefahr der Bildung von Drohverlustrückstellungen, wenn die laufenden Erträge (Mieten) nicht die laufenden Zinsen (Leasingraten) und Kosten decken.

Schlussfolgernd ist zu nennen, dass die Relevanz des Instruments Sale-and-lease-back deutlich zugenommen hat. Nach einer Feststellung des Beratungsunternehmens CB Richard Ellis stieg in Europa der Wert dieser Aktivitäten, während den letzten drei Jahren um 585 Prozent.¹⁵⁶ Nach dem Informationsdienst „Fonds professionell“ stieg der Anteil dieser Investmentform am gesamten europäischen Investmentmarkt von 6 Prozent (Stand 2004) auf 21 Prozent (erstes Halbjahr 2008).¹⁵⁷ Sale-and-lease-back ist somit ein taugliches Finanzierungsinstrument, welches auch in der Immobilienwirtschaft deutlich an Relevanz gewinnt.

¹⁵² ebenda

¹⁵³ Vgl. Rutkowski, G.: Basel II – Alternative Finanzierungsstrategien, Seminarunterlagen, 01/2003, S.27

¹⁵⁴ ebenda

¹⁵⁵ Vgl. Müller, K. und Breitmar, R.: Sale-and-lease-back aus GdW Arbeitshilfe 50: Finanzierung in der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, September 2006, S.88

¹⁵⁶ Vgl. News Immobilienmanager vom 24.09.08

¹⁵⁷ ebenda

4.6. Nießbrauch

Durch das Nießbrauchsrecht (§§ 1030 ff BGB) wird dem Nießbrauch-Nehmer das dingliche Recht gewährt, aus einem fremden Gegenstand unter ordnungsgemäßer Bewirtschaftung sämtliche Nutzungen zu ziehen.¹⁵⁸

In der Immobilienwirtschaft, lassen sich mit dem Nießbrauch-Modell Sanierungs- und Modernisierungsmaßnahmen von Immobilien finanzieren.¹⁵⁹⁻¹⁶¹ Im Rahmen des wohnungswirtschaftlichen Nießbrauch-Modells, überträgt das Wohnungsunternehmen Teile seines zu modernisierenden Wohnungsbestandes -mithilfe des Nießbrauches- an eine hierfür gegründete Fondsgesellschaft (geschlossenen Immobilienfonds).¹⁶²⁻¹⁶³ Die Fondsgesellschaft (meistens in Form einer Kommanditgesellschaft) zahlt dem Wohnungsunternehmen ein einmaliges oder laufendes Nießbrauchentgelt und erhält hierfür den Nießbrauch für den vertraglich festgelegten Zeitraum und alle mit diesem Recht verbundenen Zahlungsströme (Mieten). Anders als bei einem Sale-and-Lease-Back Verfahren, ändern sich die Eigentumsverhältnisse bei einem Nießbrauch-Modell nicht.¹⁶⁴⁻¹⁶⁶ Das Wohnungsunternehmen bleibt realer Eigentümer des Objekts, während die Fondsgesellschaft sozusagen nur „wirtschaftlicher Eigentümer“ wird. Da es sich hier also um keine Veräußerung handelt, fallen weder Grunderwerbsteuer noch Notarkosten an.¹⁶⁷⁻¹⁶⁸ Die Fondsgesellschaft übernimmt neben den Rechten auch einige Pflichten. Sie verpflichtet sich um eine sofortige und vollständige Sanierung / Modernisierung des mit dem Nießbrauch belasteten Bestandes.¹⁶⁹ Über den geschlossenen Immobilienfonds erwerben Kapitalanleger für einen begrenzten Zeitraum das Nießbrauchrecht an dem zu modernisierenden Bestand und stellen somit das erforderliche Kapital zur

¹⁵⁸ Vgl. Haimann, R.: Nießbrauch, die Wohnungswirtschaft 09/2006, S.22

¹⁵⁹ ebenda

¹⁶⁰ Vgl. Hollandt, K.: Nießbrauch-Modell aus GdW Arbeitshilfe 50: Finanzierung in der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, September 2006, S.89

¹⁶¹ Vgl. Pohl, K.: Alternative Finanzierungsinstrumente, S.40

¹⁶² ebenda, S.41

¹⁶³ Vgl. Hollandt, K.: a.a.O., S.89

¹⁶⁴ Vgl. Pohl, K.: Alternative Finanzierungsinstrumente, S.41

¹⁶⁵ Vgl. Haimann, K.: Nießbrauchmodell spart Finanzierungskosten, die Wohnungswirtschaft 09/2006, S.14

¹⁶⁶ Vgl. Hollandt, K.: a.a.O., S.89

¹⁶⁷ ebenda

¹⁶⁸ Vgl. Haimann, R.: Nießbrauch, die Wohnungswirtschaft 09/2006, S.22

¹⁶⁹ Vgl. Pohl, K.: Alternative Finanzierungsinstrumente, S.41

Verfügung.¹⁷⁰ Abbildung 19 stellt ein wohnungswirtschaftliches Nießbrauch-Modell dar.¹⁷¹

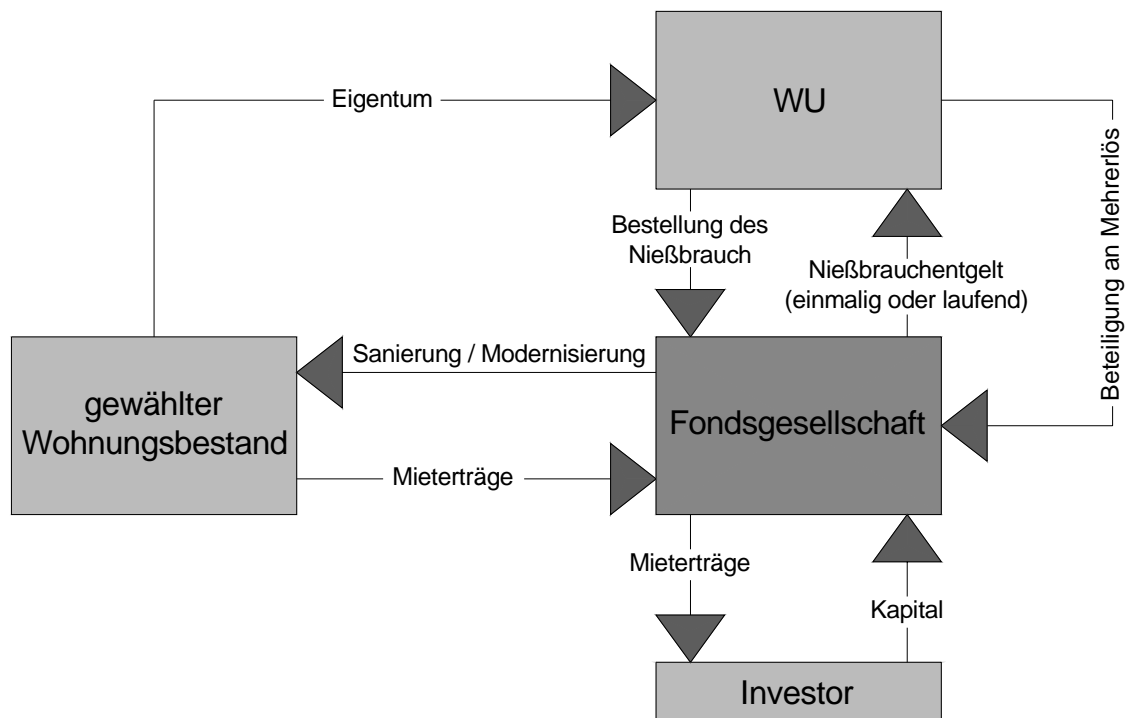


Abbildung 19: Wohnungswirtschaftliches Nießbrauch-Modell, Eigene Darstellung in Anlehnung an Hollandt/Hennig und Rutkowski

Die Fondsgesellschaft verpflichtet sich, nach Maßgabe einer Baubeschreibung, den mit Nießbrauch belasteten Bestand in Erweiterung der Vorschrift des § 1043 BGB auf eigene Kosten zu sanieren.¹⁷² Hier ist aus steuerlichen Gründen darauf zu achten, dass die Aufwendungen als Erhaltungsaufwand qualifiziert werden können. Das heißt, dass die Sanierungs- bzw. Modernisierungsmaßnahme nicht zu einer Erweiterung der Wohnanlage führen und keine überdurchschnittliche Standardverbesserung des Objekts über den üblichen Gebrauchswert stattfinden darf.¹⁷³ Aus steuerlicher Sicht ist das sog. entgeltliche Zuwendungsnißbrauch-Modell in der Wohnungswirtschaft am geeigneten. Nur bei diesem Nießbrauch-Modell kommen sämtliche Steuervorteile, neben den

¹⁷⁰ Vgl. Hollandt, a.a.O., S.89

¹⁷¹ Abbildung 19, Wohnungswirtschaftliches Nießbrauch-Modell, Eigene Darstellung in Anlehnung an Hollandt, K.: Nießbrauch-Modell aus GdW Arbeitshilfe 50: Finanzierung in der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, September 2006, S.90 ; Hennig, O.: Alternative Finanzierungsformen aus Immothek24, August 2006, S.8 und Rutkowski, G. aus Basel II- Alternative Finanzierungsstrategien, Januar 2003, S.28

¹⁷² Vgl. Pohl, K.: Alternative Finanzierungsinstrumente, S.41

¹⁷³ Vgl. Pohl, K.: Alternative Finanzierungsinstrumente, S.41

Nießbrauchern, auch dem Wohnungsunternehmen, voll zu tragen.¹⁷⁴ Bei diesem Modell ist der Nießbraucher verpflichtet, dem Eigentümer (Wohnungsunternehmen) einen Teil der Mieterträge für die Gewährung des Nießbrauchrechts zu zahlen.¹⁷⁵ Für den Nießbraucher sind diese Zahlungen Werbungskosten und für den Eigentümer ist dieser Zahlungserhalt Einnahmen aus Vermietung und Verpachtung.¹⁷⁶ Anders als bei den anderen Nießbrauch-Modellen, kann das Wohnungsunternehmen bei dem entgeltlichen Zuwendungsnißbrauch-Modell, weiterhin die Gebäudeabschreibung ansetzen.¹⁷⁷ Ferner können bei diesem Modell auch nachträgliche Herstellungskosten und Erhaltungsaufwendungen, sowohl vom Wohnungsunternehmen, wie als auch vom Nießbraucher –abhängig davon, wer für die Aufwendung aufgekommen ist- als Werbungskosten angesetzt werden.¹⁷⁸

Bei dem wohnungswirtschaftlichen Nießbrauch-Modell ergeben sich gegenüber herkömmlicher Finanzierungsvarianten nennenswerte Vorteile für das Wohnungsunternehmen, für den Nießbraucher und für die Mieter des durch den Nießbrauch belasteten Objekts.

Dem Wohnungsunternehmen entsteht durch die (Fonds)-Fremdfinanzierung kein finanzieller Aufwand.¹⁷⁹ Durch die Up-Front Zahlung¹⁸⁰ verbessert sich die Liquidität des Wohnungsunternehmens und es bleibt trotzdem weiterhin Eigentümer. Bilanziell wird das Unternehmen von Verbindlichkeiten entlastet. Bei der Form des entgeltlichen Zuwendungsnißbrauch-Modell, welches in der Wohnungswirtschaft zu wählen ist, bleibt die Objektverwaltung beim Wohnungsunternehmen, wodurch dieses ständige Einfluss- und Kontrollmöglichkeiten behält und dem Nießbrauch-Nehmer Sicherheit in Form von Mietgarantie bieten kann.¹⁸¹⁻¹⁸² Die Nießbrauch-Nehmer genießen hohe Steuervorteile (gesamte Sanierungsmaßnahme kann als Werbungskosten geltend gemacht werden) bei kalkulierbarem Risiko, dank der gewährleisteten Mietgarantie durch das Wohnungsunternehmen. Die Mieter haben durch die Sanierung /

¹⁷⁴ Vgl. Heymel, R.: Nießbrauchmodell spart Finanzierungskosten, die Wohnungswirtschaft, 09/2006, S.14

¹⁷⁵ Vgl. Haimann, R.: Nießbrauchmodell spart Finanzierungskosten, die Wohnungswirtschaft, 09/2006, S.14

¹⁷⁶ ebenda

¹⁷⁷ ebenda

¹⁷⁸ ebenda

¹⁷⁹ Vgl. Pohl, K.: Alternative Finanzierungsinstrumente, S.41

¹⁸⁰ Up-Front Zahlungen sind Vorrauszahlungen

¹⁸¹ Vgl. Haimann, R.: Nießbrauchmodell spart Finanzierungskosten, die Wohnungswirtschaft, 09/2006, S.14

¹⁸² Vgl. Hollandt, K.: Nießbrauch-Modell aus GdW Arbeitshilfe 50: Finanzierung in der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, September 2006, S.91

Modernisierung bessere Wohnqualität bei gleichzeitig kalkulierbarer Miete. Zusätzlich werden Mietsteigerungen durch Energieeinsparung (Wärmedämmung, Heizungsinstallationen, Fenstererneuerung) teilweise kompensiert.¹⁸³ Hier ist die Regelung zu beachten, dass nur der rechtmäßige Eigentümer Mietsteigerungsberechtigt ist.

Nach Beendigung des Nießbrauchs wird der vertraglich vereinbarte Aufwendungssatz, für die durch die Fondsgesellschaft erbrachte Sanierungs- bzw. Modernisierungsleistung, von dem Wohnungsunternehmen an die Fondsgesellschaft erstattet.¹⁸⁴

Schlussfolgernd kann gesagt werden, dass das Nießbrauch-Modell, und hier speziell das Modell des entgeltlichen Zuwendungsnißbrauchs, eine taugliche Finanzierungsalternative gegenüber herkömmlichen Finanzierungsvarianten darstellt. Das dieses Finanzierungsinstrument in der Immobilienwirtschaft relevant ist zeigen die Aktivitäten der Gemeinnützigen Wohnungsbaugesellschaft (GeWo) Suhl, welche schon seit dem Jahr 1993 Nießbrauchverfahren einleitet und inzwischen schon mindestens vier Modernisierungsmaßnahmen hierdurch finanziert hat.¹⁸⁵⁻¹⁸⁶ Das Nießbrauch-Modell ist besonders für Wohnungsunternehmen mit Liquiditätsengpässen geeignet. Die GeWo Suhl hat mit diesem Modell -trotz einer durchschnittlichen Mieteinnahme von 3,50 Euro pro Quadratmeter-, was wenig Spielraum für kreditfinanzierten Modernisierungsmaßnahme beinhaltet, 35 Prozent ihrer Wohneinheiten komplett und 41 Prozent ihrer Wohneinheiten teilweise saniert.¹⁸⁷ Die GeWo hat mit der Wahl des Nießbrauch-Modells einen Barwertvorteil von 13 Prozent gegenüber einem herkömmlichen Bankdarlehen erzielt.¹⁸⁸ Ob die Finanzierung über Nießbrauch-Modelle noch zukünftig rentabel und attraktiv bleibt entscheidet letztlich die Steuergesetzgebung und die damit verbundenen Verlustverrechnungsmöglichkeiten, welche in vergangener Zeit immer weiter eingeschränkt werden (vgl. § 15 b EStG).¹⁸⁹

¹⁸³ Vgl. Haimann, R.: Nießbrauchmodell spart Finanzierungskosten, die Wohnungswirtschaft, 09/2006, S.14

¹⁸⁴ Vgl. Hennig, O.: Alternative Finanzierungsformen aus Immothek24, August 2006, S.8 und Rutkowski, G. aus Basel II- Alternative Finanzierungsstrategien, Januar 2003, S.28

¹⁸⁵ Vgl. Hollandt, K.: a.a.O., S.89-96

¹⁸⁶ Vgl. Haimann, R.: Nießbrauchmodell spart Finanzierungskosten, die Wohnungswirtschaft, 09/2006, S.14

¹⁸⁷ ebenda

¹⁸⁸ Vgl. Heymel, R.: Nießbrauchmodell spart Finanzierungskosten, die Wohnungswirtschaft, 09/2006, S.14

¹⁸⁹ Vgl. Hollandt, K.: a.a.O., S.96

4.7. Mezzanine Finanzierungen

Mezzanine Kapital ist Fremdkapital, welches einem Unternehmen zur Stärkung der Eigenkapitalbasis dient, ohne dem Kapitalgeber Stimm-, Einflussnahmerechte oder Residualansprüche zu gewähren.¹⁹⁰ Die Verzinsung dieses Kapitals liegt über derer eines banküblichen Darlehens. Durch die Aufstockung des Eigenkapitals und dem daraus resultierenden Ersparnis bei der Aufnahme des eigentlichen Bankdarlehens, werden die höheren Zinsen des Mezzanine Kapitals im Gesamtkontext rentabel.

Die Mezzanine-Finanzierung beschreibt die Bereitstellung von nachrangig gesichertem Fremdkapital, die eine Zwischenstellung zwischen dem Eigen- und Fremdkapital einnimmt und als hybride Finanzierungsform charakterisiert werden kann.^{191- 195} Die Gläubiger des Mezzanine Kapitals werden im Fall einer Liquidation nachrangig bedient, was ein höheres Verlustrisiko bedeutet und die höheren Zinskonditionen erklärt. Neben dem Verlangen nach einem höheren Zinssatz, gibt es noch eine zweite Möglichkeit für den Kapitalgeber. Hier wird für die Mezzanine-Finanzierung der bankübliche Zinssatz vereinbart und vom Kapitalgeber eine zusätzliche Gewinnbeteiligung (Equity-Kicker) verlangt.^{196- 198} Die Mezzanine-Finanzierung zeigt Eigen- sowie Fremdfinanzierungsspezifische Eigenschaften auf, welche wesentliche Merkmale aufweisen.¹⁹⁹⁻²⁰⁰ Je nach entsprechender Gestaltung ist Mezzanine Kapital als Eigenkapital (Equity Mezzanine) zu bilanzieren, oder als Fremdkapital (Debt Mezzanine) als Verbindlichkeit auszuweisen.²⁰¹ Zu Equity Mezzanine zählen insbesondere Genussrechte und wertpapierverbriefte Genussscheine, Stille Beteiligungen, Options- und Wandelanleihen. Zu Debt Mezzanine zählen Nachrangdarlehen ohne Gewinnbeteiligung, Partiarisches Darlehen und das Gesellschafterdarlehen.

¹⁹⁰ Vgl. Haimann, R.: Mezzanine-Kapital, die Wohnungswirtschaft 09/2006, S.22

¹⁹¹ Vgl. Hennig, O.: Alternative Finanzierungsformen aus Immothek24, S.2

¹⁹² ebenda

¹⁹³ Vgl. Pohl, K.: Alternative Finanzierungsinstrumente, S.33

¹⁹⁴ Vgl. Fahrholz, B.: Neue Formen der Unternehmensfinanzierung, 1998, S.89

¹⁹⁵ Vgl. Pohl, H.: Kapital mit Schichtstruktur, Immobilien Manager, 11/2007m S.39

¹⁹⁶ Vgl. Hennig, O.: Alternative Finanzierungsformen aus Immothek24, S.2

¹⁹⁷ Vgl. Zoller, E. und Wilhelm, R.: Kapitalbeschaffung für Immobilien-Developments aus Praxisbuch der Immobilienprojektentwicklung, 2002, S.107

¹⁹⁸ Vgl. Spitzkopf, A.: Finanzierung von Immobilienprojekten aus Handbuch Immobilien-Projektentwicklung, 2.Auflage, S.275

¹⁹⁹ Vgl. Pohl, K.: Alternative Finanzierungsinstrumente, S.35

²⁰⁰ Vgl. Traunreut, J.: Die Alternative zum klassischen Bankkredit, Unternehmensgestaltung 05/2006, S.4

²⁰¹ ebenda, S.5

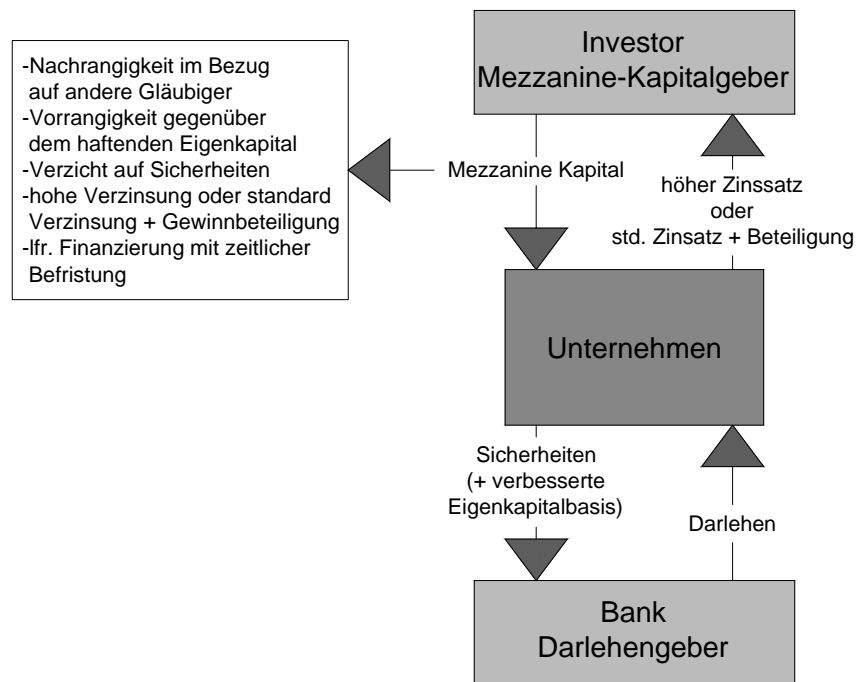


Abbildung 20: Struktur einer Mezzanine-Finanzierung

Zusammenfassend ergeben sich durch Einbeziehung einer Mezzanine-Finanzierung Vor- sowie Nachteile, welche miteinander abgewogen werden müssen. Je nach inhaltlicher Gestaltungsform der Mezzanine-Finanzierung, kann das Kapital als Eigen- oder Fremdkapital ausgewiesen werden.²⁰² Eine entsprechende Ausgestaltung als Eigenkapital verbessert die Eigenkapitalquote, Bilanzstruktur und somit die Bonität.²⁰³ Des Weiteren bleibt jedoch die Unabhängigkeit gewahrt und der Kapitalgeber genießt keine Stimm-, Einflussnahmerechte oder Residualansprüche.²⁰⁴⁻²⁰⁵ Das Unternehmen erhält Liquidität ohne Sicherheiten und da das Mezzanine Kapital gesetzlich kaum geregelt ist, ist es sehr flexibel.²⁰⁶ Diese Flexibilität ermöglicht eine für das Unternehmen optimal Ausgestaltung im Bezug auf die Laufzeit, Tilgung, Verzinsung und Kündigungsmöglichkeit.²⁰⁷

Das höhere Verlustrisiko des Kapitalgebers führt dazu, dass dieser höhere Zinsen oder eine zusätzliche Gewinnbeteiligung verlangt. Im Vergleich zum „echten“ Eigenkapital ist das Mezzanine Kapital zeitlich befristet.²⁰⁸ Des Weiteren muss das Unternehmen

²⁰² ebenda

²⁰³ ebenda

²⁰⁴ ebenda

²⁰⁵ Vgl. Haimann, R.: Mezzanine-Kapital, die Wohnungswirtschaft 09/2006, S.22

²⁰⁶ Vgl. Traunreut, J.: Die Alternative zum klassischen Bankkredit, Unternehmensgestaltung 05/2006, S.5

²⁰⁷ ebenda

²⁰⁸ ebenda

Kontrollrechte einräumen und die nötige Informationsbereitschaft aufzeigen, da der Mezzanine Kapitalgeber ein umfangreiches und aktuelles Reporting verlangt.²⁰⁹

Schlussfolgernd ist zu sagen, dass die Mezzanine-Finanzierung aufgrund der bestehenden Finanzierungsschwierigkeiten deutscher Immobilienunternehmen und deren teilweise schwachen Eigenkapitalausstattung, eine geeignete Finanzierungsform darstellt, welche Finanzierungslücken schließt, wenn eine klassische Finanzierung aus Eigen- und Fremdkapital nicht mehr ausreicht. Die Finanzierung über Mezzanine Kapital ist in der Immobilienwirtschaft in verschiedener Ausgestaltung allgegenwärtig und relevant. Vor allem bei Entwicklungsmaßnahmen und Bauträger-Finanzierung ist der Einbezug von Mezzanine Kapital üblich.

Folgend werden Mezzanine-Finanzierungen dargestellt, die öfters im Kontext der Immobilienwirtschaft genannt werden.

4.7.1. Genussscheine

Genussscheine sind verbrieft oder unverbrieft Wertpapiere, welche Vermögensrechte gewähren und eine Mischform aus Aktien (Eigenfinanzierung) und Anleihen (Fremdfinanzierung) darstellen.²¹⁰⁻²¹¹ Je nach Ausgestaltung kann eine Verzinsung für die Kapitalüberlassung, eine Gewinnbeteiligung oder ein Anteil am Liquiditätserlös vereinbart werden.²¹² Das Genussscheinkapital ist nachrangig gegenüber Forderungen anderer Gläubiger und gewährt dem Inhaber keine rechtliche Stellung eines Gesellschafters und somit kein Mitbestimmungsrecht.²¹³ Genussscheine sind in ihrer Ausgestaltung flexibel und werden weder vom Gesetzgeber noch durch die Wertpapierbörse vorgeschrieben. Sie sind nicht gesetzlich geregelt und deren Ausgabe unterliegt kein Bankgeschäft im Sinne des KWG.²¹⁴ Die bilanzielle Behandlung des Genussscheinkapitals ist individuell und kann nach den vorhandenen Bedürfnissen ausgelegt werden. Die Ausgabe widerspricht nicht gegen den in § 1 Genossenschaftsgesetz verankerten Förderauftrag, was den Genusschein auch für Genossenschaften zugänglich macht. Die WRW Wohnungswirtschaftliche Treuhand

²⁰⁹ ebenda, S.6

²¹⁰ Vgl. Pohl, K.: Alternative Finanzierungsinstrumente, S.35

²¹¹ Vgl. Marquardt, A.: Genussscheine aus GdW Arbeitshilfe 50: Finanzierung in der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, September 2006, S.72

²¹² Vgl. Pohl, K.: Alternative Finanzierungsinstrumente, S.35

²¹³ Vgl. Marquardt, A.: a.a.O., S.72

²¹⁴ Vgl. Pohl, K.: Alternative Finanzierungsinstrumente, S.35

Rheinland-Westfalen GmbH und die WSA Wohnungswirtschaftliche Treuhand Sachsen-Anhalt GmbH waren schon mehreren Wohnungsunternehmen bei der erfolgreichen Emission behilflich, jedoch ist die Bedeutung des Genussrechtskapitals in der Wohnungswirtschaft aufgrund der Problematik des Einlagengeschäftes gesunken.²¹⁵ Hier wurde durch das Finanzkonglomeraterichtlinien-Umsetzungsgesetz in § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 KWG der Tatbestand des Einlagengeschäfts mit Wirkung zum 01.01.2005 so geändert, dass die Festlegung der Nachrangigkeit bei Liquidation allein nicht ausreicht, um die Kapitalüberlassung als Einlagegeschäft zu bestimmen.²¹⁶

4.7.2. Mezzanine Fonds

Mezzanine Fonds ist ein Instrument, welches als Immobilienfonds zur Beschaffung von Mezzanine Kapital dient. Über einen Mezzanine Fonds stellen vermögende Privatanleger (high-net-worth-individuals oder HNWI) Mezzanine Kapital zur Verfügung, welches dem Unternehmen zur Eigenkapitalbasisstärkung dient. Im Gegenzug dazu erhalten die Investoren über eine bestimmte Laufzeit (meistens fertigstellungsbezogen) eine vertraglich geregelte Ausschüttung und eine Gewinnbeteiligung an den im Fonds beteiligten Projektgesellschaften.²¹⁷

In der Emission von Mezzanine Fonds gibt es weitere Varianten, so können Mezzanine Fonds auch Immobilienkredite verbriefen, die eine Plattform für Fremdkapitalsuchende darstellen.²¹⁸

4.7.3. Spareinrichtungen

Die Spareinrichtung kann als Finanzierungsinstrument der Genossenschaft gesehen werden, bei welchem sich eine Wohnungsgenossenschaft Kapital beschafft, indem Genossenschaftsmitglieder und deren Angehörigen, Kapital in die Spareinrichtung einzahlen und für ihre Spareinlage, vereinbarte Zinsen erhalten.²¹⁹⁻²²⁰ Je nach

²¹⁵ Vgl. Marquardt, A.: a.a.O., S.73

²¹⁶ ebenda

²¹⁷ Vgl. o.V.: JK Wohnbau beschafft sich Geld über eigenen Mezzanine-Fonds, Immobilienmanager, Newsletter vom 18.06.08

²¹⁸ Vgl. o.V.: HSH Nordbank und Aurelius legen europäischen Mezzanine-Fonds auf, Immobilienmanager, Newsletter vom 12.06.07

²¹⁹ Vgl. Dr. Winkler GmbH: Download Spareinrichtung, S.4

vereinbarter Laufzeit, Höhe und Kündigungsmodalität wird die Höhe des Zinssatzes von der Genossenschaft festgelegt. Bei der Zinsaufwendung sind Wohnungsunternehmen mit Spareinrichtungen an keine gesetzlichen Vorschriften gebunden.²²¹ Die Spareinrichtung ist zum Kredit-, Wertpapier-, Giro- sowie traditionellen Bankgeschäft nicht befähigt und muss bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) beantragt werden.²²²

Die Historie der Wohnungsgenossenschaften mit Spareinrichtung geht bis auf das 19. Jahrhundert zurück.²²³⁻²²⁴ Ziel der Spareinrichtung war die Wohnungsversorgung der Mitglieder zu verbessern und die Finanzierung von Wohnungsbau zu Zeiten von Wohnungsmangel, ohne existierende Wohnungsbauförderung, zu ermöglichen.²²⁵ Heute dient die Spareinrichtung auch weiteren Zielen und bietet mehrere Vorteile. Ein wesentlicher Vorteil der Spareinrichtung ist, dass durch den Zufluss des Kapitals die Innenfinanzierungskraft der Genossenschaft gestärkt wird.²²⁶ Dies führt zu einer Verbesserung der Unternehmenskennzahlen und somit zu einem verbesserten Rating. Durch das verbesserte Rating und die daraus resultierende bessere Bonität, kann das Unternehmen zukünftig günstigere Zinskonditionen generieren. Dies schafft größere Unabhängigkeit gegenüber Banken und dem Kapitalmarkt.²²⁷⁻²²⁸ Genossenschaften mit Spareinrichtungen verfügen verglichen mit anderen Unternehmen der Branche über höhere Liquidität, die zur Verbesserung des Jahresüberschusses führen kann.²²⁹ Des Weiteren kann durch eine Spareinrichtung die Leistungspalette erweitert und das Image verbessert werden. Der Bekanntheitsgrad kann dadurch gesteigert werden, was wiederum neue Kunden schafft. Die Kundenorientierung durch einen attraktiven Zins, guten Service und kleine Gebühren zeichnet die Spareinrichtung aus und unterstützt die Kunden- bzw. Mitgliederbindung.²³⁰⁻²³¹ Das Unternehmen kann die Spareinlagen für verschiedene Investitionen verwenden und unterliegt keinen verbindlichen

²²⁰ Vgl. Kowalski, H.: Wohnungsgenossenschaften mit Spareinrichtung aus GdW Arbeitshilfe 50: Finanzierung in der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, September 2006, S.74

²²¹ ebenda, S.78

²²² ebenda, S.75 und S.79

²²³ Vgl. Dr.Winkler GmbH: Download Spareinrichtung, S.2

²²⁴ Vgl. Kowalski, H.: a.a.O., S.74

²²⁵ ebenda

²²⁶ Vgl. Dr.Winkler GmbH: Download Spareinrichtung, S.13

²²⁷ ebenda

²²⁸ Vgl. Kowalski, H.: a.a.O., S.75

²²⁹ ebenda

²³⁰ ebenda

²³¹ Vgl. Dr.Winkler GmbH: Download Spareinrichtung, S.13

Vorschriften.²³² Die Spareinlage kann zur Finanzierung von Neubau- oder Modernisierungsmaßnahmen, Zwischenfinanzierung, sowie Umschuldung verwendet werden.²³³⁻²³⁴

Neben den Vorteilen bringt eine Spareinrichtung jedoch auch Risiken mit sich. Beispielsweise besteht ein hohes Zinsänderungsrisiko, da bei steigenden Marktzinsen die Möglichkeiten zur Steigerung der Erträge begrenzt sind.²³⁵ Zusätzlich besteht das Risiko eines überproportionalen Sparmittelabfluss, welches durch geändertes Konsumverhalten, gesetzlichen Änderungen oder Verschlechterung von Individualverhältnissen ausgelöscht werden kann.²³⁶ Da das Sparverhalten der Kunden jedoch bei Genossenschaften mit Spareinrichtung sehr konservativ ist, ist dieses Risiko von minderer Bedeutung. Trotzdem muss die Spareinrichtung eine gewisse Liquiditätssicherung beinhalten. Dies geschieht neben der Anlage eines Prozentsatzes als Festgeld und kurzfristige Einlage auch mit dem Selbsthilfefonds des GdW, in welchen Sicherheiten einbezahlt werden und im Notfall liquidiert werden können. Ein Nachteil ist die ständige Adaption des Zinsniveaus an den wechselnden Marktzins, damit eine Produktpalette mit zeitgemäßem Zins angeboten werden kann.²³⁷ Darüber hinaus existiert noch ein Risiko in der Altersstruktur der Sparer. Hier ist darauf zu achten, dass das Verhältnis des Alters und die damit verbundene Einlagehöhe ausgewogen ist. Der langwierige Genehmigungsprozess einer Spareinrichtung und das umfangreiche Meldewesen an die BaFin muss auch als Nachteil erwähnt werden.

Schlussfolgernd kann gesagt werden, dass die Spareinrichtung eine geeignete Selbsthilfeeinrichtung -zur Beschaffung von Kapital und Verfestigung der Kundenbindung- ist. Jedoch zeigt die Anzahl von momentanen 45 existierenden Wohnungsgenossenschaften mit Spareinrichtung zzgl. 2 Wohnungsgenossenschaften im BaFin-Erlaubnisverfahren (Stand 06.10.2008)²³⁸, im Verhältnis zu der Gesamtzahl von über 2.000 Genossenschaften in Deutschland, dass das Finanzierungsinstrument durch Spareinrichtung tauglich, jedoch verhältnismäßig irrelevant ist. Zusätzlich ist das Instrument wegen den momentan bestehenden hohen Tagesgeldzinsen bzw. Marktzinsen der Privatkundenbanken, für die Mitglieder und deren Angehörige immer

²³² Vgl. Kowalski, H.: a.a.O., S.77

²³³ ebenda

²³⁴ Vgl. Dr. Winkler GmbH: Download Spareinrichtung, S.8

²³⁵ Vgl. Kowalski, H.: a.a.O., S.76

²³⁶ ebenda

²³⁷ ebenda

²³⁸ Email Interview mit Rolf Pflüger GdW, Bereich Wohnungsgenossenschaften mit Spareinrichtung

unattraktiver. Hier müssen sich die Spareinrichtungen dem Marktzins der am Ort konkurrierenden Banken nähern, was jedoch nur begrenzt bei Prolongation und Neuakquirierung möglich ist. Da sich die Banken jedoch momentan Kapital (bzw. Liquidität) zu höheren Kosten beschaffen, führt dies unwiderruflich zu höheren Konditionen bei der zukünftigen Kreditvergabe, wodurch das Finanzierungsinstrument nur eine zeitliche Verschiebung erfährt und wieder tauglicher wird. Des Weiteren ist davon Auszugehen, dass nur eine temporäre Reduzierung der Rentabilität einer Spareinrichtung -im Vergleich zu einer klassischen Fremdfinanzierung- stattfinden wird. Die beiläufigen Vorteile der Spareinrichtung (Kundenbindung, Serviceerweiterung, Bekanntheitsgradsteigerung, etc.), federn dies jedoch wieder ab.

4.8. Joint-Venture-Finanzierung

Unter dem Begriff Joint Venture versteht man eine Kooperation mehrerer, meist autonomer Gesellschaften. Hieraus lassen sich auch die beiden Hauptaspekte eine Gründung kennzeichnen, nämlich Kooperation und Autonomie. Obwohl es viele Gestaltungsmöglichkeiten von Joint Ventures gibt, basiert die Systematik prinzipiell auf der Gründung einer Projektgesellschaft durch zwei oder mehr Gesellschaften. In der Immobilienwirtschaft werden Joint Ventures meistens bei Projektentwicklungen verwendet. Hier geht ein Projektentwicklungsunternehmen z.B. Joint Ventures mit Geschäftsbanken ein. Neben einer Bank können sich optional bzw. ergänzend auch weitere Geschäftspartner beteiligen.²³⁹⁻²⁴⁰ Alle an der Projektgesellschaft Beteiligten stellen Eigenkapital zur Verfügung. Durch diese Eigenkapitalbereitstellung aller Geschäftspartner mindert sich das noch aufzubringende Eigenkapital des Wohnungsunternehmens als Projektinitiator, wodurch seine Liquiditätsbelastung sinkt.²⁴¹ Als Gegenleistung verlangen die Geschäftspartner jedoch umfassende Mitsprache- und Kontrollrechte, was voraussetzt, dass alle Beteiligten eines Joint Ventures das nötige Immobilien Know-how besitzen. Die Einflussnahme der Joint-Venture-Partner auf das Management des Wohnungsunternehmens kann als wesentlicher Nachteil gesehen werden. Dieser Nachteil wird jedoch, durch die möglichen Synergieeffekte und den daraus resultierenden Kompetenzwachstum im

²³⁹ Vgl. Miles, M. ; Berens, G. und Weiss, M.: Real Estate Development, 2000, S.48

²⁴⁰ Vgl. Tytko, D.: Innovative Finanzierungsinstrumente aus Handbuch Immobilien-Banking, S.160

²⁴¹ Vgl. Hennig, O.: Alternative Finanzierungsformen aus Immothek24, S.2

Wohnungsunternehmen, gemindert. Im Übrigen verlangen die Beteiligten neben den Einflussnahmerechten auch eine Gewinnbeteiligung, was den möglichen finanziellen Profit für das Wohnungsunternehmen schmälert.²⁴²⁻²⁴³ Neben dem zu Verfügung gestellten Eigenkapital, kann weiteres Kapital als Fremdkapital aufgenommen werden.²⁴⁴

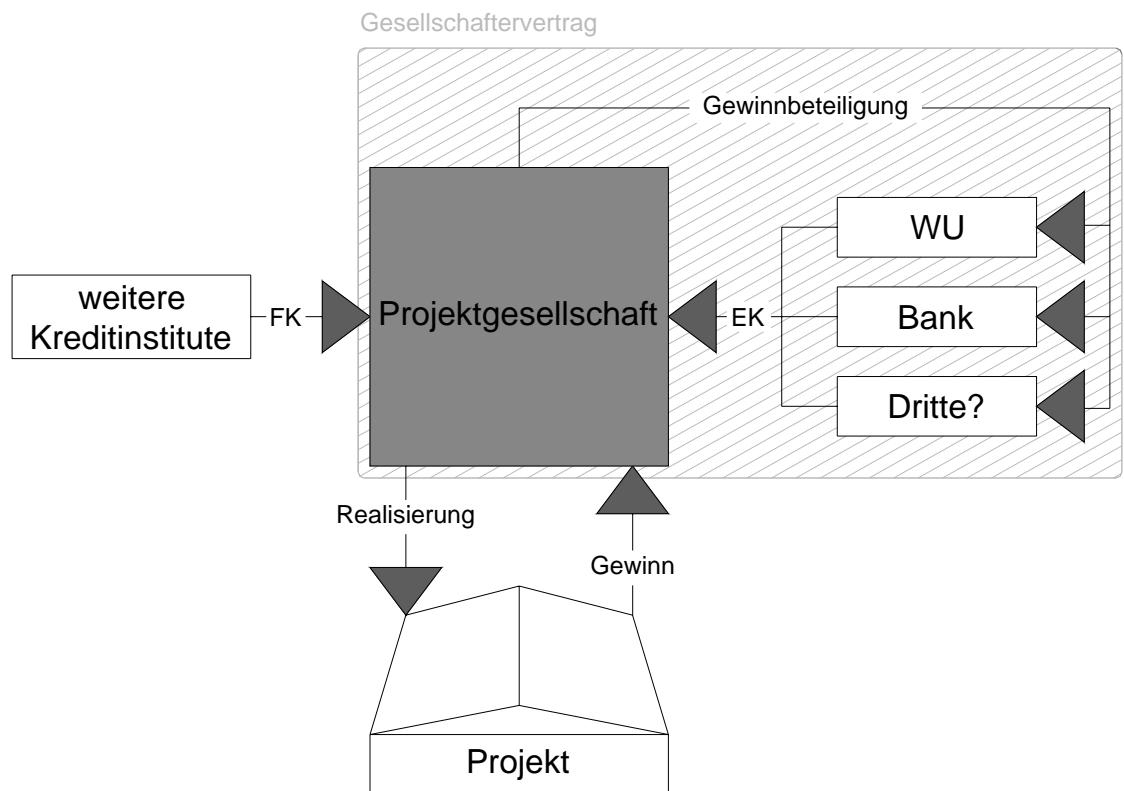


Abbildung 21: Struktur einer Joint-Venture-Finanzierung, eigene Darstellung

Joint-Venture-Finanzierungen sind in der Immobilienwirtschaft gang und gäbe und ein taugliches, sowie relevantes Instrument.^{245- 248}

²⁴² Vgl. Iblher, F. : Immobilienfinanzierung aus Immobilienökonomie Band I, 2005, S.587

²⁴³ Vgl. Clavadetscher, A. und Thurnherr, F.: Immobilien in den USA als Kapitalanlage, 1985, S.89

²⁴⁴ Vgl. Schulte, K.-W. und Bone Winkel, S.: Handbuch Immobilien Projektentwicklung, S.275

²⁴⁵ Vgl. Immobilienmanager Newsletter: GWB und HSH Real Estate gründen Joint Venture aus vom 04.08.08

²⁴⁶ Vgl. Immobilienmanager Newsletter: Neues Geschäftshaus am Münchener Rotkreuzplatz vom 02.06.08

²⁴⁷ Vgl. Immobilienmanager Newsletter: Capital & Regional startet Joint Venture mit Apollo Real Estate vom 21.08.08

²⁴⁸ Vgl. Immobilienmanager Newsletter: Quantum gründet US-Joint Venture vom 02.10.08

4.9. Private Equity Finanzierung

Private Equity bezeichnet nicht börsennotiertes Beteiligungskapital, welches Immobilienunternehmen von privaten bzw. institutionellen Anleger bereitgestellt wird. Es ersetzt i.d.R. fehlendes Eigenkapital und dient dem Immobilienunternehmen beispielsweise zur Durchführung und Finanzierung bevorstehender Investitionen.²⁴⁹ Es können zwei verschiedene Beteiligungsmodelle unterschieden werden. Zum einen kann eine direkte Beteiligung in Form eines Joint Ventures, einer typischen oder atypischen Beteiligung (Share Deal) vonstatten gehen und zum anderen kann sich die Beteiligung des Private Equity-Gebers auf ein spezielles Portfolio (Asset Deal) stützen. Die Private Equity Finanzierung ist in ihrer vielfältigen Gestaltungen tauglich und gewinnt in der deutschen Immobilienwirtschaft zunehmend an Bedeutung.²⁵⁰⁻²⁵¹

5. Zinsderivate als Sicherungsinstrument

Derivate sind vertraglich geschlossene Produkte, bei denen die Preisbildung auf einer marktabhängigen Bezugsgröße (Basiswert oder Underlying) basiert. Basiswerte können Wertpapiere (z.B. Aktien, Anleihen), marktbezogene Referenzgrößen (z.B. Zinssätze, Indices) sowie weitere Handelsgüter (Rohstoffe, Devisen) sein. In der deutschen Wohnungswirtschaft, sind im Hinblick auf die Finanzierung, besonders Zinsderivate zu betrachten. Es lassen sich bei der Anwendung von Zinsderivaten grundsätzlich zwei Strategien qualifizieren. Neben der **Zinstauschvereinbarung**, welche durch beidseitig bindende Verträge einen Tausch von Zinszahlungen, bei Vereinbarung einer festen Laufzeit beinhaltet, geht es bei der **Zinsversicherung** um eine einseitige Verpflichtung des Verkäufers, welche dem Käufer eine Option, bzw. ein Recht einräumt.²⁵²

Bei der **Zinstauschvereinbarung** kann auf der einen Seite ein **Tausch von langfristigen Zinsen gegen kurzfristige** vorgenommen werden, sowie ein **Tausch von kurzfristigen Zinsen gegen langfristige**. Mit einem Tausch von langfristigen Zinsen gegen kurzfristige aus einem bestehenden Darlehen mit Festzinsvereinbarung kann ein Wohnungsunternehmen eine Verbesserung der Liquidität erfahren, wobei die

²⁴⁹ Vgl. Iblher, F.: Immobilienfinanzierung aus Immobilienökonomie Band I, 2005, S.591

²⁵⁰ Vgl. Rottke, N.: Investition mit Real Estate Equity aus Handbuch Immobilien-Investition, 2.Auflage, S.275

²⁵¹ Vgl. Pitschke, C.: Immobilienfinanzierung aus RATINGaktuell, 06/2004, S.33

²⁵² Vgl. Kretschmar, T. und Trampe, P.: Derivate aus GdW Arbeitshilfe 50: Finanzierung in der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, September 2006, S.98

Aufhebung der Festverzinsung auch Risiken mit sich bringt. Je nach Entwicklung des Zinsmarktes kann dies, im Vergleich zu dem bestandenen Darlehen, zu einer höheren Belastung führen.²⁵³ Der Tausch von kurzfristigen Zinsen gegen langfristige kann einem Wohnungsunternehmen als Zinssicherung dienen. Hier löst sich das Unternehmen von dem kurzfristigen Zinsen, welche den Schwankungen des Marktes unterliegen und sichert sich einen vereinbarten langfristigen Zins.²⁵⁴

Durch eine **Zinsversicherung** kann sich ein Wohnungsunternehmen -nach Zahlung einer einmaligen Prämie, für eine vereinbarte Laufzeit- das Recht sichern, entstandene Mehrkosten, die durch die individuell gestaltete Versicherungsvereinbarung (z.B. Zinscap s.u.) gedeckt sind, zurückerstattet zu bekommen.²⁵⁵

Hieraus ist ersichtlich, dass vor allem die eigene Zinsmeinung -hinsichtlich der Entwicklung des Marktzinses- fundamental für die Entscheidung pro oder contra Zinsderivate ist. Folgend wird eine Auswahl von Zinsderivaten näher beschrieben, hierbei wird nicht auf besonders ausgestaltete Spezialprodukte (wie Swaption, Cross-Currency-Swap, Repurchase-Agreement, Over-The-Counter-Bond-Option, etc.) eingegangen.

5.1. Forward Rate Agreement

Das Forward Rate Agreement (FRA) ist grundsätzlich eine Absicherung gegen steigende Zinsen. Es bezieht sich auf eine in der Zukunft liegende Kreditaufnahme oder Prolongation, die bereits heute vertraglich fest vereinbart wird. Käufer eines FRA erwirbt das Recht und die Pflicht, diesen Darlehen in Verbindung mit dem vereinbarten Zinssatz in der Zukunft aufzunehmen. Es wird in der Regel nicht mit einem FRA, sondern mit einem Forward-Darlehen gehandelt.²⁵⁶

5.1.1 Forward-Darlehen

Das Forward-Darlehen ist das wohl bekannteste Instrument der Zinssicherung in Verbindung mit dem Abschluss eines Kredites. Hier sichert sich der Darlehensnehmer

²⁵³ ebenda

²⁵⁴ ebenda

²⁵⁵ Vgl. Kretschmar, T. und Trampe, P.: Derivate aus GdW Arbeitshilfe 50: Finanzierung in der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, September 2006, S.98

²⁵⁶ Vgl. Pohl, K.: Die betriebliche Finanzpraxis, VdW Fachtage 2004, S.98

gegenwärtig einen in der Zukunft liegenden Darlehensvertrag, inklusive eines fest vereinbarten Zinssatzes.²⁵⁷ Besonders bei Prolongation, können Forward-Darlehen -während einer Niedrigzinsphase- vor Ablauf der Zinsbindungsfrist ein geeignetes Mittel zur Zinssicherung (Derivat) sein. Dieses Instrument ermöglicht es dem Unternehmen das Zinsänderungsrisiko des Kapitalmarktes abzufedern, das Preisrisiko im Hinblick auf die Kreditmarge auszuschließen und das Kreditrisiko zu reduzieren.²⁵⁸

5.2. Zinscap / Zinsfloor

Durch den vertraglichen Abschluss eines Zinscaps oder eines Zinsfloors sichert sich das erwerbende Unternehmen das Recht, die Zinsdifferenz zwischen vertraglich festgelegter Zinsgrenze (Strike-Price) und dem aktuellen Marktzins, bei einer Überschreitung (Zinscap) oder einer Unterschreitung (Zinsfloor) erstattet zu bekommen.²⁵⁹ Die Kombination aus Zinscap und Zinsfloor wird als Collar bezeichnet, welcher sinngemäß ein Zinskorridor schafft. In der Immobilienwirtschaft -auf Seiten der Wohnungsunternehmen- spielt der Zinsfloor keine Bedeutung, dieser kann im Bankengeschäft als Absicherung gegen sinkende Renditen eingesetzt werden. Der Zinscap ist also eine vertragliche Vereinbarung zweier Parteien, indem das Wohnungsunternehmen gegen Zahlung einer Prämie, das Recht erhält, die Differenz zur Zinsobergrenze zu erhalten, falls der vereinbarte Referenzzinssatz (z.B. EURIBOR) während der vereinbarten Laufzeit überschritten wird.²⁶⁰ Sozusagen stellt ein Zinscap eine Versicherung gegen steigende Zinsen dar²⁶¹ und begrenzt somit das Risiko für unkalkulierte Zinskosten, bei variabel verzinslichen Finanzierungen.²⁶² Die Höhe der Prämie ist von mehreren Bestandteilen abhängig.²⁶³ Die wesentlichen Bestandteile die die Höhe der Prämie beeinflussen, sind die Laufzeit der Zinscap-Vereinbarung, die erwartete Schwankung des Referenzzinssatzes, sowie die Differenz zwischen aktuellem

²⁵⁷ Vgl. Kretschmar, T. und Trampe, P.: Derivate aus GdW Arbeitshilfe 50, S.98

²⁵⁸ ebenda

²⁵⁹ Vgl. Kretschmar, T. und Trampe, P.: Derivate aus GdW Arbeitshilfe 50: Finanzierung in der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, September 2006, S.100 und 101

²⁶⁰ Vgl. Pohl, K.: Die betriebliche Finanzpraxis, VdW Fachtage 2004, S.100

²⁶¹ Vgl. Kretschmar, T. und Trampe, P.: Derivate aus GdW Arbeitshilfe 50: Finanzierung in der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, September 2006, S.100 und 101

²⁶² Vgl. Pohl, K.: Die betriebliche Finanzpraxis, VdW Fachtage 2004, S.100

²⁶³ Vgl. Kretschmar, T. und Trampe, P.: Derivate aus GdW Arbeitshilfe 50: Finanzierung in der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, September 2006, S.101

Marktzins und vereinbarten Zinsobergrenze.²⁶⁴ Je geringer, bzw. kürzer diese Faktoren sind, so geringer ist das Verhältnis der zu zahlenden Prämie.

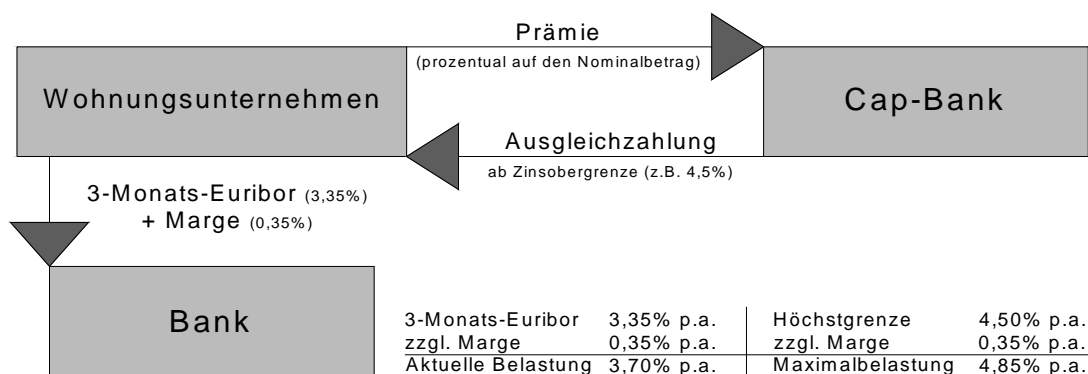


Abbildung 22: Beispiel Zinscap, in Anlehnung an Pohl

5.3. Zinsswap

Ein Zinsswap ist eine vertragliche Vereinbarung, zwischen zwei Parteien, bestimmte unterschiedlich gestaltete Zinsvereinbarungen auszutauschen.²⁶⁵ Die Zinsvereinbarung kann, je nach Festlegung, feste oder variable Zinssätze beinhalten. Mit dem Instrument kann ein Wohnungsunternehmen einen zahlenden variablen Zins, in einen Festzins tauschen und umgekehrt. Bei dem Tausch eines variablen Zinses in einen Festzins, kann sich das Wohnungsunternehmen mit der Erwartung, dass der Marktzins zukünftig steigen wird, einen –aus ihrer Sicht günstigen- Festzins sichern.²⁶⁶ Umgekehrt kann das Unternehmen, durch den Tausch eines Festzinses in einen variablen Zins, seine Liquidität verbessern. Hier trägt das Unternehmen aber das volle Risiko einer Marktzinssteigerung. Das Eingehen eines solchen Engagements, muss somit eine sinkende, bzw. stagnierende Zinsmeinung des Unternehmens hervorgehen.

²⁶⁴ ebenda

²⁶⁵ Vgl. Kretschmar, T. und Trampe, P.: Derivate aus GdW Arbeitshilfe 50: Finanzierung in der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, September 2006, S.99

²⁶⁶ ebenda

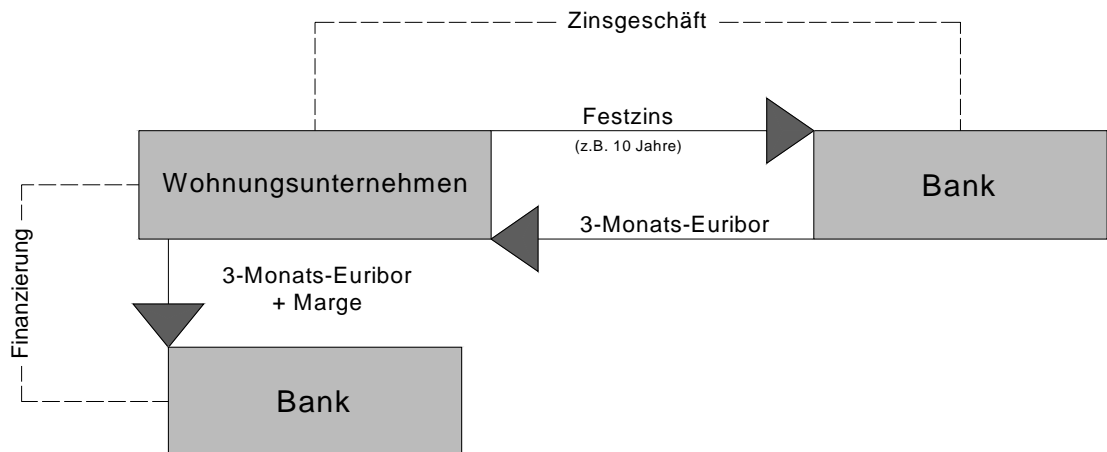


Abbildung 23: Beispiel Zinsswap, in Anlehnung an Kretschmar/Trampe

5.4. Schlussfolgerung Zinsderivate

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass es sich bei Derivategeschäften zum Großteil um spekulative Verträge handelt. Dies wird besonders bei Betrachtung der Rückversicherung der Anbieter durch die Haftungsausschlussklausel klar.²⁶⁷ Das Instrument der Derivate bietet neben seinen Chancen auch eine Vielzahl von Risiken, die geprüft, bzw. begriffen werden müssen. Grundsätzlich kann jedoch gesagt werden, dass die meisten Derivate für die Wohnungswirtschaft ungeeignet sind und der Nutzen meist kleiner ist, als die mit dem Derivat verbundenen Risiken.²⁶⁸ Da das Kerngeschäft der Wohnungsunternehmen die Vermietung von Wohnungen ist und nicht die Finanzspekulation, ist es verständlich, dass das größte Problem bei dem fehlenden Know-how der Wohnungsunternehmen in der Bewertung von Derivaten liegt.²⁶⁹⁻²⁷⁰ Dazu kommt noch, dass ein umfangreiches und spezifisches Wissen erforderlich ist, um den Zinsmarkt professionell einschätzen zu können und sich die richtige zukünftige Zinsmeinung zu bilden. Die Banken, die die Derivate ausgeben, haben hier ein umfangreicheres Know-how und sehen in den Derivaten ein gutes Produkt, um zusätzlich Erträge zu erzielen.²⁷¹ Grundsätzlich kann gesagt werden, je individueller und komplizierter ein Derivat ist, umso höher ist die von der Bank geforderte Marge

²⁶⁷ ebenda

²⁶⁸ Vgl. Kretschmar, T.: Die meisten Derivate sind für die Wohnungswirtschaft ungeeignet, Verbands-Magazin, 02/2005, S.37

²⁶⁹ ebenda

²⁷⁰ Vgl. Kretschmar, T. und Trampe, P.: Derivate aus aus GdW Arbeitshilfe 50: Finanzierung in der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, September 2006, S.103

²⁷¹ ebenda

und die mit dem Derivat verbundenen Risiken.²⁷² Bei solchen Produkten ist ein Engagement abzuraten. Des Weiteren ist ein Vergleich zu klassischen Produkten hilfreich, hier hat beispielsweise ein klassisches Annuitätendarlehen mit Festzins den gleichen Effekt wie ein Zinsswap in Kombination mit einem variablen Darlehen.²⁷³

Im Gegenzug hierzu gibt es aber auch leicht verständliche Produkte, die eine Nutzen-Risiko-Analyse zulassen und somit auch für Wohnungsunternehmen tauglich sind. Beispielsweise kann mit einem Zinsswap, bei einer durch Spareinrichtung oder Genussscheine aufgebaute variable Finanzierung, die Differenzen in der Laufzeitbindung ausgeglichen werden.²⁷⁴

Ein weiteres Beispiel für ein taugliches Derivat ist das Forward-Darlehen, was von vielen Unternehmen überhaupt nicht mehr als Derivat angesehen wird. Dieses Produkt zeigt, das unter gewissen Aspekten Derivate –und hier besonders Zinsderivate- für die Wohnungswirtschaft tauglich sind. Grundsätzlich sollte ein Wohnungsunternehmen bei dem Umgang mit Derivaten Grundregeln aufstellen, um die Risiken zu mindern. Ergänzend sollten mindesten die drei folgenden Aspekte beachtet werden um Fehlentscheidungen zu Umgehen. Erstens sollte bei Einsatz dieses Instrumentes sich das Risiko nicht erhöhen, sondern mindern. Zweitens sollte ein Produkt gewählt werden, welches fair im Preis ist. Ob der Preis fair ist, lässt sich mit Hilfe eines Vergleiches zu klassischen Produkten beurteilen und mit einem Vergleich des gleichen Derivates verschiedener Anbieter herausstellen.²⁷⁵ Letztens sollte das Instrument ein akzeptierter Standard sein um der Falle des spekulativen Geschäftes mit dem verbundenen Risiken zu entgehen.

Es gibt eine Anzahl von Wohnungsunternehmen, die bereits Derivate abgeschlossen haben. Ob dies eine Fehlentscheidung war, lässt sich aber erst am Ende der Laufzeit des Derivates herausstellen. Bei einem Blick auf die Ausgestaltungsmöglichkeiten, je nach Zielvorstellung und Zinsmeinung des einzelnen Unternehmens, ist festzustellen, dass es mit der anhaltenden Banken- und Finanzkrise, Sieger wie auch Verlierer geben wird.

Betrachtet man den 3-Monats-EURIBOR ist ersichtlich, das Wohnungsunternehmen die beispielsweise Anfang 2006 eine Zinsobergrenze (Zinscap) vereinbart oder einen

²⁷² Vgl. Kretschmar, T.: Die meisten Derivate sind für die Wohnungswirtschaft ungeeignet, Verbands-Magazin, 02/2005, S.38

²⁷³ Vgl. Kretschmar, T. und Trampe, P.: Derivate aus aus GdW Arbeitshilfe 50: Finanzierung in der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, September 2006, S.103

²⁷⁴ ebenda

²⁷⁵ Vgl. Kretschmar, T.: Die meisten Derivate sind für die Wohnungswirtschaft ungeeignet, Verbands-Magazin, 02/2005, S.38

Zinsswap von einer variablen Verzinsung in eine Festverzinsung vorgenommen haben, durch den Einsatz dieser Zinsderivaten als Sicherungsinstrument profitiert und ein Zinersparnis generiert haben.

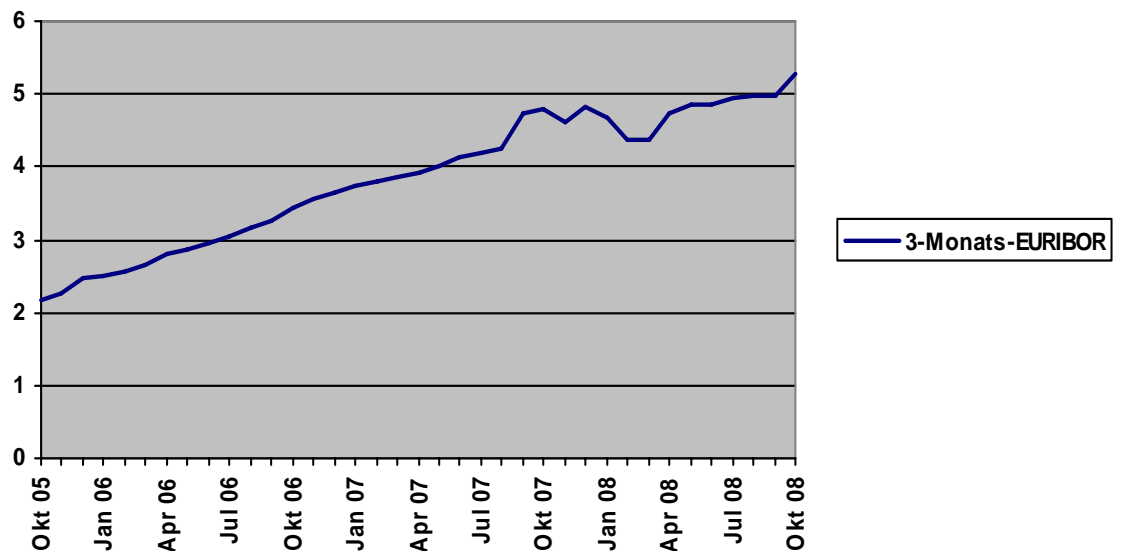


Abbildung 24: 3-Monats-EURIBOR (Stand 03.10.2008)

Im Gegenzug hierzu ist zu sagen, dass Wohnungsunternehmen die eine andere Zinsmeinung hatten, von sinkenden Zinsen ausgegangen sind und beispielsweise Mitte 2007 ihre nach heutigen Sicht günstige Festzinsvereinbarung -mit der zu Hilfenahme eines Zinsswaps- in einen variablen Zins gewechselt haben, höher Zinskonditionen zu leisten haben und somit unnötiges Risiko eingegangen sind. Diese Beispiele heben noch einmal den zuvor genannten spekulativen Charakter, beim Umgang mit Derivaten, hervor. Durch die anhaltende Bank- und Finanzkrise und die daraus resultierenden Marktturbulenzen, wird das Bewusstsein für Risiken erhöht und Absicherungsstrategien notwendig. Hierdurch profitieren besonders Anbieter von Derivaten zur Risiko-Absicherung.²⁷⁶ In Deutschland beträgt das Volumen abgeschlossener Derivate rund 580 Mill. Euro, und nach Meinungen von Experten wird sich dies das kommende Jahr erhöhen.²⁷⁷ Die Deutsche Bank prognostizierte bereits 2007, in einer Studie, dass im Jahr 2010 das Derivatevolumen in Deutschland auf 25. Mrd. Euro steigen soll.²⁷⁸⁻²⁷⁹ Wegen der fehlenden Liquidität der Märkte, wird dieses Wachstum jedoch -sehr wahrscheinlich- nicht erreichbar sein.

²⁷⁶ Drescher,R.: Immobilienderivate aus Handelsblatt 31.08.2008

²⁷⁷ ebenda

²⁷⁸ ebenda

²⁷⁹ Vgl. Deutsche Bank Research Studie: Immobilienderivate erobern Europa, S.10

6. Schlussbetrachtung und Ausblick

Resümierend kann festgestellt werden, dass sich eine Vielzahl innovativer Finanzierungsinstrumente, in der Immobilienwirtschaft, etabliert haben. Jedoch sollen die meisten Modelle die Kreditwirtschaft nicht vollständig ersetzen, sondern nur helfend ergänzen. Ob Objekt-, Projekt- oder Unternehmensfinanzierung, die Stärkung der Bilanzkennzahlen und eine höhere Eigenkapitalbasis, sind die primären Ziele bei der Wahl innovativer Finanzierungsinstrumente. Hierbei ändert sich die Rolle der Bank von reinem Kreditgeber zum Finanzintermediär zwischen Kapitalsuchenden und Investor.

Während ein Großteil innovativer Kapitalmarktfinanzprodukte, anfangs nur was für große Unternehmen war, sind diese mittlerweile auch für kleine und mittlere Unternehmen (KMU) zugänglich. Dies erklärt einmal die Senkung der Transaktionskosten wegen fortschreitender Standardisierung und zweitens die Bündelungsmöglichkeit mehrerer kleiner und mittlerer Unternehmen in ein Instrument. Es ist zu beobachten, dass das deutsche Bankensystem immer mehr Charakterzüge des angloamerikanischen Kapitalmarktsystems annimmt. Dies ist eine Folge der Globalisierung und kennzeichnet den aktuellen Wandel der Bankenlandschaft sowie deren andauernden Konsolidierungsprozess. Doch während noch Anfang 2007, Kapitalmarkt basierenden Finanzierungsinstrumenten, hervorragendes Wachstum prognostiziert wurde -da dieses durch die hohe Liquidität des Kapitalmarktes gezeichnet sind-, stellt sich während der Bank- und Finanzkrise heraus, dass die auf dem Kapitalmarkt agierenden Investoren, wegen dem enormen Vertrauensverlust, nicht bereit sind die benötigte Liquidität -unter gewissen Gesichtspunkten- zur Verfügung zu stellen. Um Fremdkapital am Kapitalmarkt zu erhalten, muss Transparenz zzgl. Sicherheiten geboten und Vertrauen wieder hergestellt werden. Eine optimale Verbindung der Immobilienmärkte mit dem Kapitalmarkt, sollte das Ziel aller Akteure sein. Des Weiteren sollte die Grundstruktur des deutschen Bankensystems erhalten bleiben und nur eine risikoorientierte Entwicklung in ein Kapitalmarktsystem vonstatten gehen.

Neben der rückläufigen Bereitstellung von Fremdkapital am Kapitalmarkt, stellt auch die Kreditwirtschaft -wegen den gegenwärtigen Liquiditätsengpässen- nur unter bestimmten Voraussetzungen Liquidität zu Verfügung. Es werden weniger Neugeschäfte abgewickelt und höheren Margen verlangt. Parallel werden höhere

Sicherheiten, optimale Unternehmenskennzahlen und eine daraus resultierende gute Bonität gefordert. Dies ist eine Vielzahl von Anliegen, die durch das Unternehmen registriert und realisiert werden müssen, um das gewünschte Kapital zu erhalten. Das Bonitätsrating kann durch Beeinflussung der Hard- sowie Soft-Fakts und durch eine Etablierung eines geeigneten Berichtswesens verbessert werden. Des Weiteren sollte ein Unternehmen durch Bilanzpolitik, Kennzahlen-Controlling, Darlehensmanagement, Lender Relation Management und Sicherheitenmanagement seine Bonität sukzessiv optimieren. Da neben dem Vertrauensverlust der Investoren am Kapitalmarkt, die Kreditklemme von Seiten der Banken droht, ist es in solchen Zeiten besonders wichtig, die Selbstfinanzierungsspielräume auszunutzen und somit intern Kapital zu schaffen. Die Unabhängigkeit von Kapitalgebern ist erstrebenswert. Hier können sich die Unternehmen der Immobilienwirtschaft, verschiedener Optionen bedienen. Die Mieten können geprüft bzw. ggf. angehoben und die Beleihungswerten können angepasst werden. Doch im Allgemeinen geht es hier, um die Liquidation stiller Reserven. Hierzu können beispielsweise auch innovative Finanzierungsinstrumente (z.B. sale-and-lease-back) verwendet werden. In den Beständen der meisten immobilienwirtschaftlichen Unternehmen steckt viel gebundenes Kapital. Dieses Potenzial kann, mithilfe von innovativen Finanzierungsinstrumenten, optimal freigesetzt werden und die Eigenkapitalbasis vom Unternehmen bedeutend steigern (Immobilien-Monetarisierung). Während der Anteil, der im Eigentum der Unternehmen gehaltenen Immobilien, hierzulande 60-70 Prozent beträgt, liegt dieser im internationalen Vergleich bei 30-40 Prozent. Wegen der hohen Eigentumsquote, steht dem Unternehmen weniger Liquidität zur Verfügung.

Eigenkapitalstarke Immobilienunternehmen profitieren momentan besonders von der aktuellen Entwicklung der Kapital- und Kreditmärkte. Diese sind nicht auf Fremdkapital angewiesen und können auf die Hebelwirkung der Finanzierung verzichten. Die zu erwartenden sinkenden Preise, ergeben gute Kaufgelegenheiten und Expansionsmöglichkeiten. Nach dem gemeinsamen Joint Venture zwischen Whitehall und Cerberus, und dem 2004 abgewickelten Kauf der Berliner Wohnungsgesellschaft GSW ist zu erkennen, dass Immobilieninvestitionen komplett mit Eigenkapital abgewickelt werden können. Außerdem kann es zu Zeit zweckmäßig sein, Investitionen zunächst nur mit Eigenkapital einzuleiten und mit einer Lockerung der Kreditklemme, dieses Eigenkapital wieder durch Fremdkapital zu ersetzen. Die Entwicklung und

Ausgestaltung neuer, auf die aktuelle Situation angepasster Modelle, wird hier zu beobachten sein.

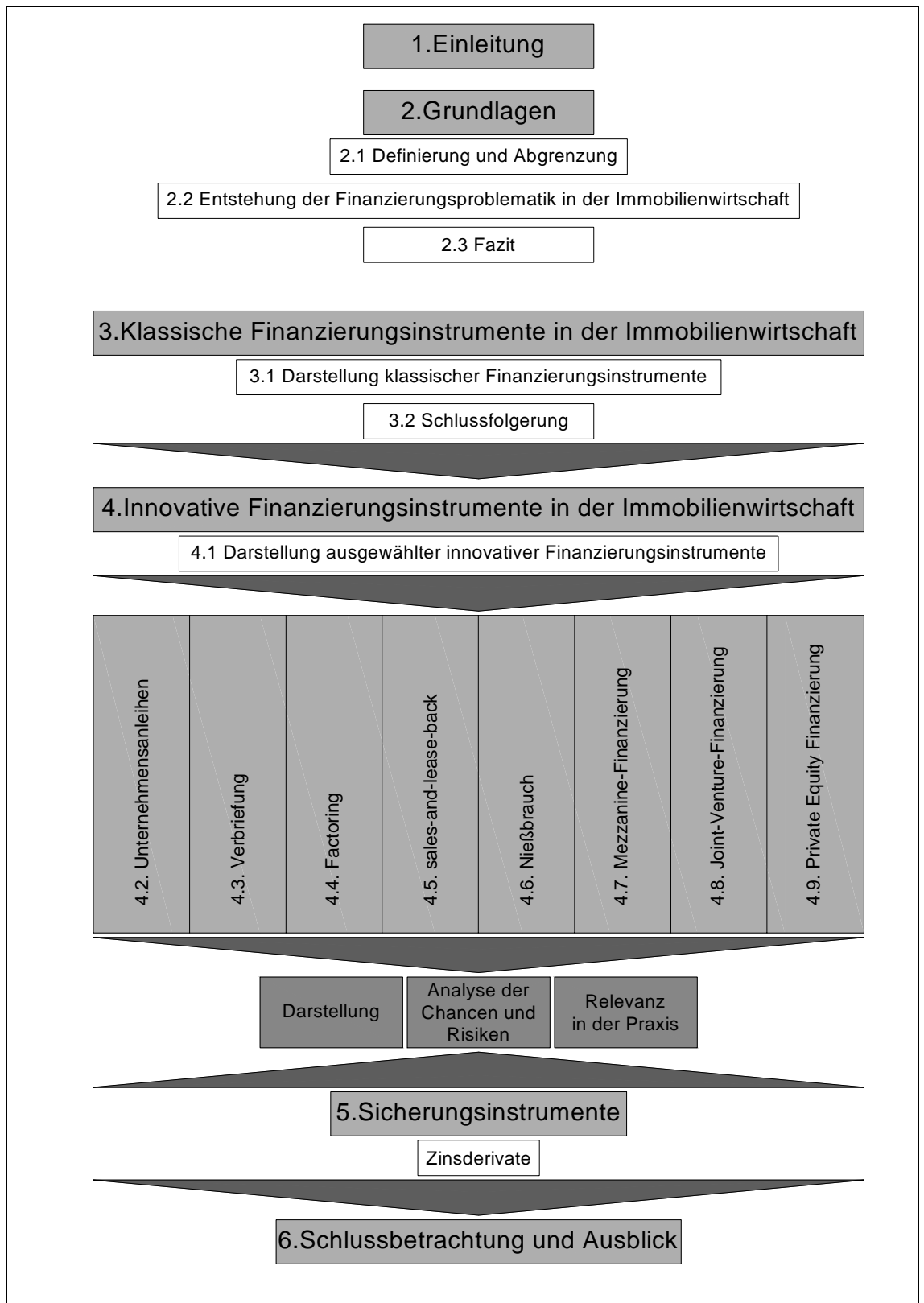
Unternehmen mit geringem Eigenkapital können, mithilfe innovativer Finanzierungsinstrumente, ihre Eigenkapitalbasis stärken und somit das benötigte Rating für weitere Kapitalbeschaffung zu erhalten. Neben der Selbstfinanzierung gibt es hier auch Beteiligungsmodelle, die den Finanzgeber –Investoren oder Bank- am Gewinn partizipieren lassen. Dies erfordert jedoch auch Transparenz und ist meistens mit Mitspracherechten für den Kapitalgeber verbunden.

Kapitalmarktnahe Produkte, welche jedoch Marktwert unabhängig sind und die Bank als Kreditgeber umgehen, haben bei der aktuellen Entwicklung der Kapital- und Kreditmärkte besonderes Potenzial. Durch eine Ausgestaltung mit genügend Transparenz, überzeugen diese Produkte die Investoren und beschaffen relativ günstig und im großen Umfang Kapital. Die Wichtigkeit der Transparenz zeigt, dass das einführen von geeignetem Unternehmensberichtswesen und Risikomanagement immer bedeutendere Faktoren werden.

Nur durch die Auseinandersetzung mit innovativen Finanzierungsinstrumenten, deren Vergleich untereinander sowie mit klassischen Finanzierungsformen, lässt sich in den Unternehmen eine optimale Finanzierungsplanung etablieren und auf die zukünftigen Erfordernisse sensibilisieren. Durch die geänderten Rahmenbedingungen, werden sich neue Finanzierungsinstrumente entwickeln und die Relevanz der bestehenden innovativen Finanzierungsinstrumente verschieben. Transparenzeigenschaften und ein optimales Berichtswesen werden den Erfolg neuer Finanzierungsinstrumente und die Praxisrelevanz bestehender innovativer Finanzierungsinstrumente bestimmen. Im Hinblick auf die Bank- und Finanzkrise sollten in der Zukunft, die Vorteile der Innovativen Finanzierungsinstrumente, die die Finanzmärkte in den letzten Jahren beflügelt haben, genutzt werden, ohne die gemachten Fehler zu wiederholen.

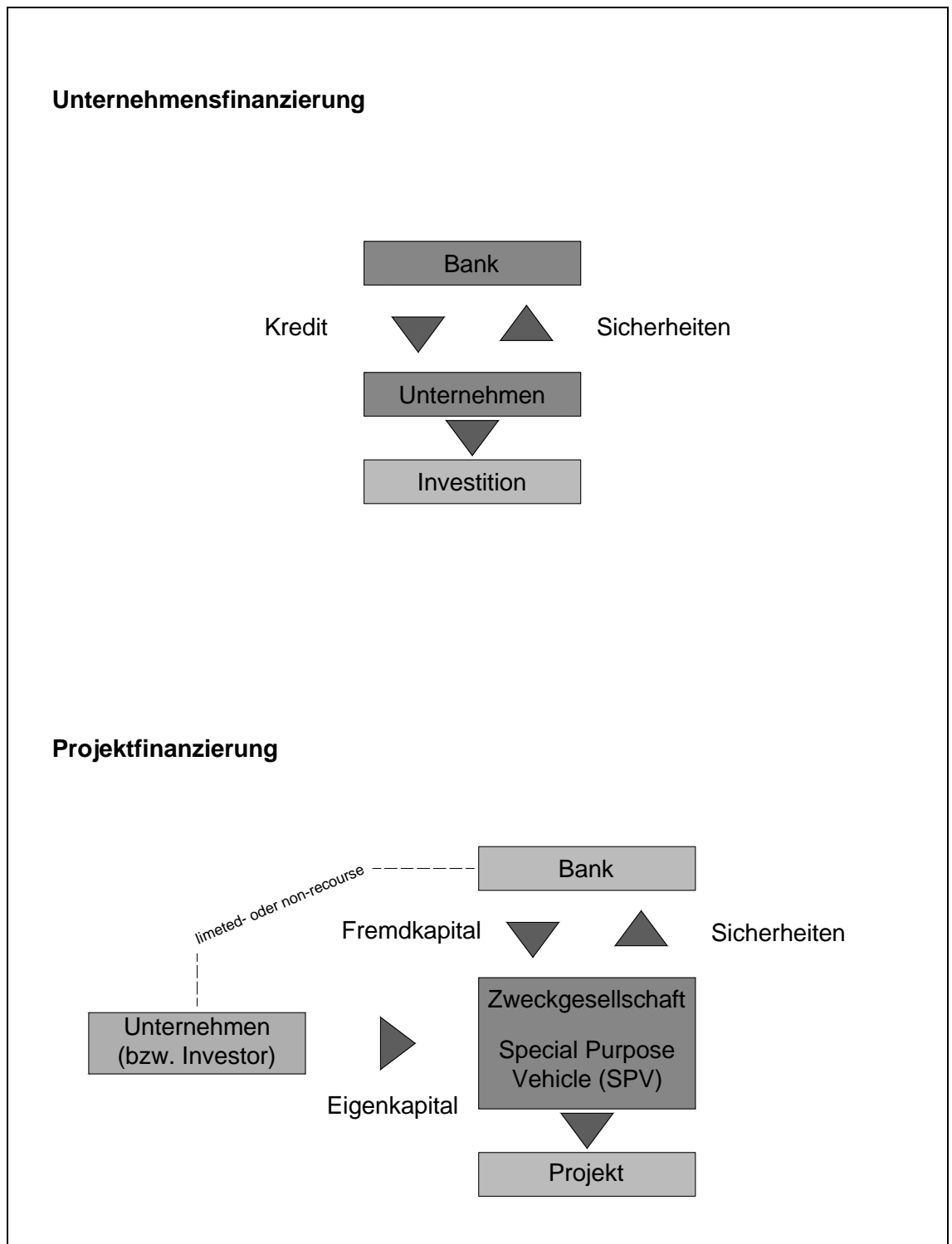
Anhang

Abbildung 1: Grafische Darstellung zum Gang der Untersuchung



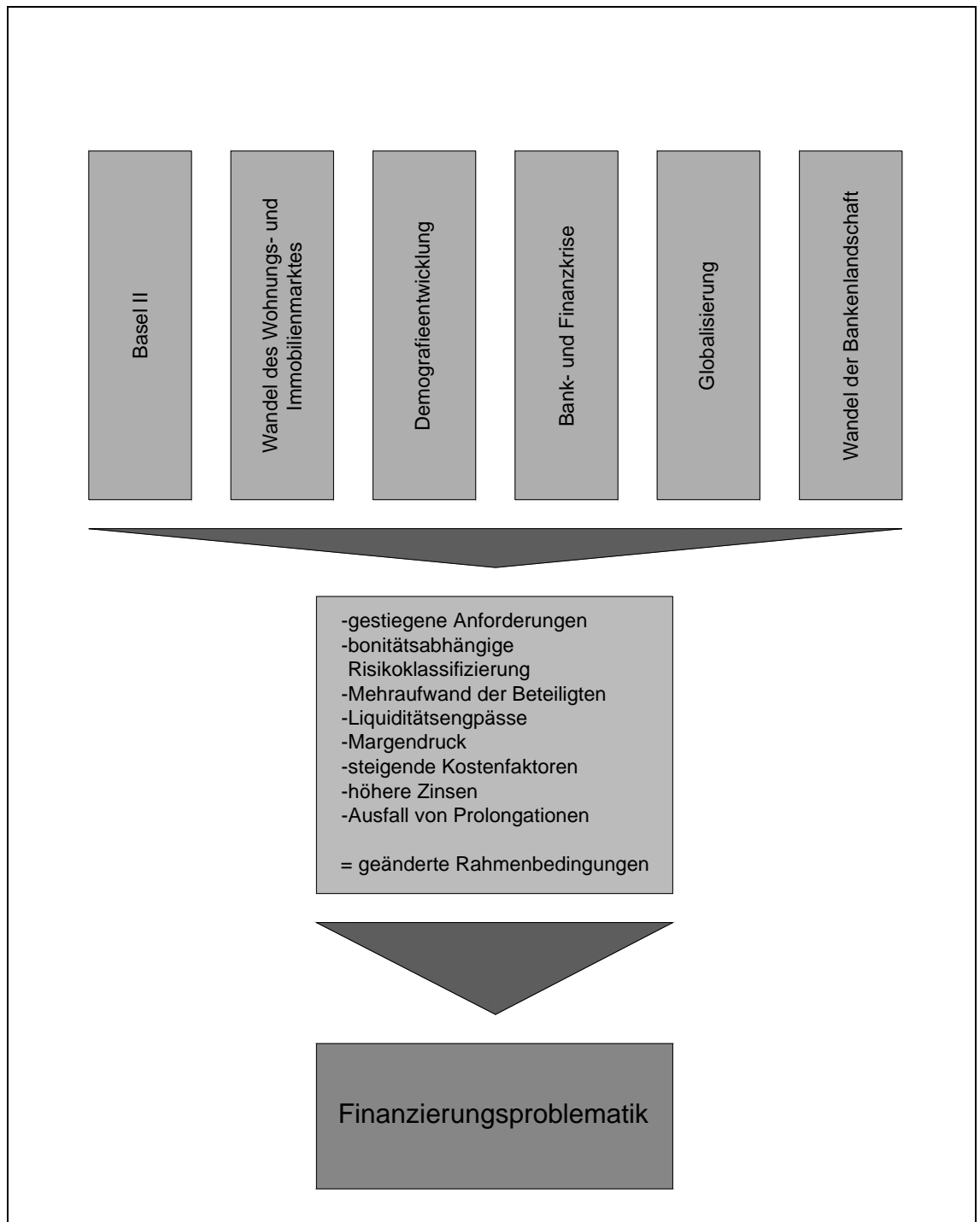
Eigene Darstellung

Abbildung 2: Abgrenzung Unternehmens- und Projektfinanzierung



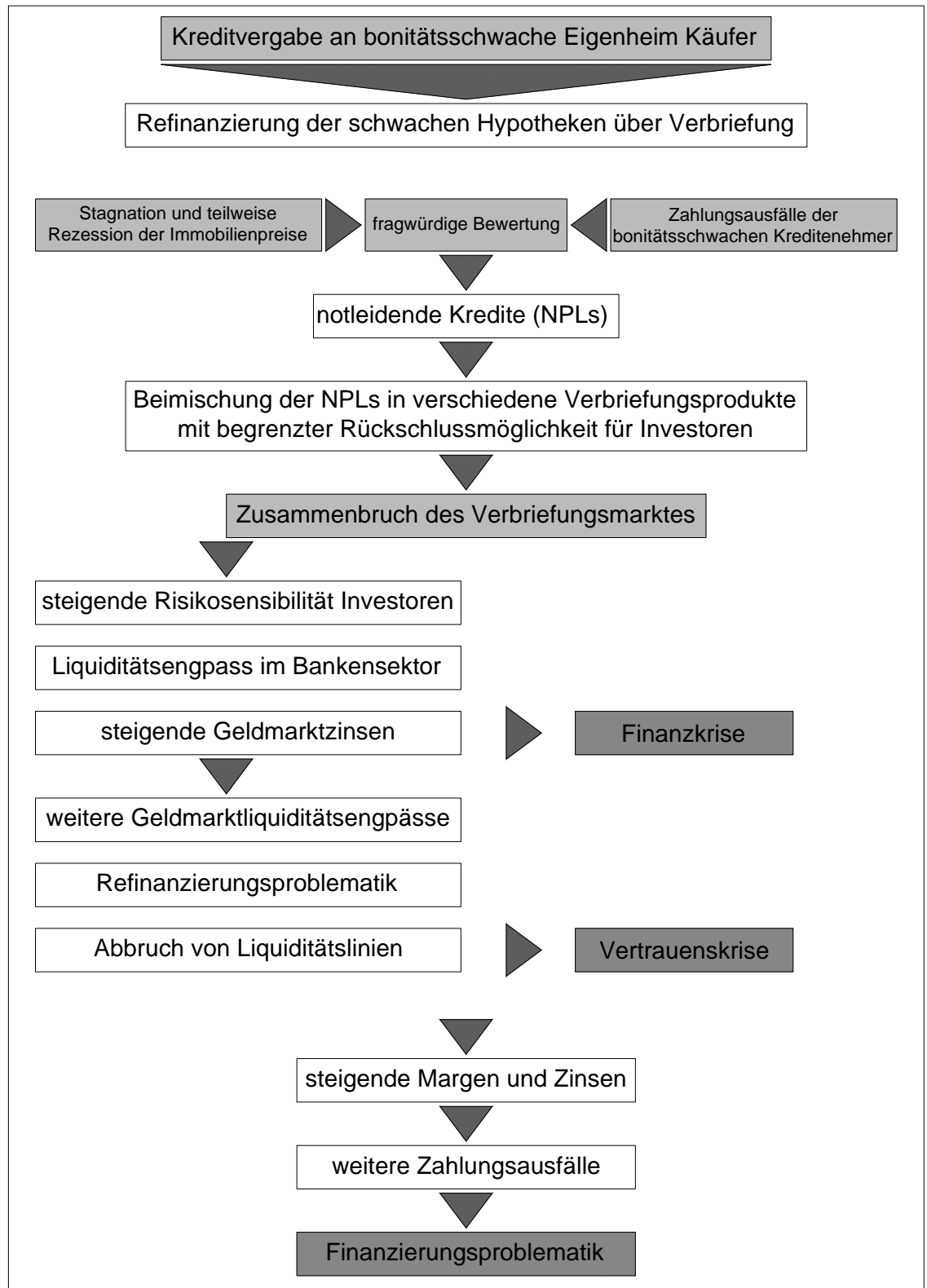
Eigene Darstellung in Anlehnung an Losensky, R.-P.: Instrumente der Projektfinanzierung, Commerzbank AG

Abbildung 3: Wesentliche Faktoren der Finanzierungsproblematik



Eigene Darstellung

Abbildung 5: Entstehungen der Problematik beeinflusst durch die Bank und Finanzkrise 2007/2008



Eigene Darstellung

Literaturverzeichnis

Bastian, Nicole/Benders, Rolf/Cünnen, Andrea/Storbeck Olaf (2008): Kreditkrise hält Wall Street im Griff - Angst vor großer Bankenpleite, in: Handelsblatt, 20.08.2008

Beier, Martin (2008): Unter Handlungsdruck – Immobilienbanken, in: Immobilienmanager, Ausgabe 9/2008, S.50

Berg, Mia (2006): Kapitalmarktfinanzierung versus Bankfinanzierung - Property Securitisation, in: Immobilienmanager, Ausgabe 5/2006, S.40

Berger, Johann/Rieck, Peter (2008): Finanziererrunde - Immobilienfinanzierung, Immobilienmanager, Ausgabe 1+2/2008, S.14/15

Bette, Klaus (1999): Das Factoringgeschäft in Deutschland – Praxis und Recht, 1999

Bienert, Sven (2005): Projektfinanzierung in der Immobilienwirtschaft – Dynamische Veränderung der Rahmenbedingungen und Auswirkungen von Basel II, 2005

Bundesministerium der Justiz: Solvabilitätsverordnung, 1.Januar 2007, <<http://bundesrecht.juris.de/solvv/BJNR292600006.html>>

Clavadetscher, Alfred C./Thurnherr, Felix R. (1985): Immobilien in den USA als Kapitalanlage - Ein Leitfaden für die Praxis, 1985

Deutsche Bank Service (2007): Mittelstand im Aufbruch, <http://firmenkunden.deutsche-bank.de/wms//customers/dbfk_GBD/pdf/WiWo_Advertorial_Mittelstand_0706.pdf>

Deutsche Bank Research (2007): Immobilienderivate erobern Europa, Studie 04/2007, <http://www.dbresearch.de/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD0000000000210000.pdf>

Deutsches Factoring Portal (2008): Startseite, <<http://www.deutsches-factoring-portal.de>>

Deutsches Factoring Portal (2008): Vorteile, <<http://www.deutsches-factoring-portal.de/#vorteile>>

Deutscher Verband für Wohnungswesen, Städtebau und Raumordnung e.V. (2007): Ökonomisierung der Immobilienwirtschaft – Entwicklung und Perspektiven, 2007,
<http://www.bbr.bund.de/nn_23712/DE/ForschenBeraten/Wohnungswesen/Wohnungs markt/Dokumente/Veroeffentlichungsliste/KommissionsberichtImmobilienwirtschaft,templateId=raw,property=publicationFile.pdf/KommissionsberichtImmobilienwirtschaft.pdf>

Dr.Klein & Co. KG (2004): Alternative Finanzierungsmodelle für die Wohnungswirtschaft, 2004, <http://www.drklein.de/fileadmin/docs/WoWi/PDFs/DW-Serie_Januar_2004.pdf>

Dr.Winkler GmbH: Gründung einer Genossenschaftlichen Spareinrichtung, <<http://www.dr-winkler.org/downloads/spareinrichtung.pdf>>

Dr.Winkler GmbH: Rückbau und seine Auswirkungen auf die Liquidität, 2002, <<http://www.dr-winkler.org/downloads/alternativfinanzierungsformen.pdf>>

Drescher, Ralf (2008): Immobilienderivate - Neue Absicherung für Häuser, in: Handelsblatt, 31.08.2008

Esser, Ingeborg (2008): Prospektpflicht für die Ausgabe von Inhaberschuldverschreibungen an Mitglieder von Wohnungsgenossenschaften – Praktische Konsequenzen aus dem BMF-Schreiben vom 22.07.2008, in: Email Rundschreiben vom 24.09.08

Ernst & Young, Studie (2005): Mittelstand - Stärkeres Wachstum bei Einsatz moderner Finanzierungsinstrumente,
<http://www.ey.com/global/content.nsf/Germany/Presse_-_Pressemitteilungen_2005_-_Wege_zum_Wachstum>

Fahrholz, Bernd (2007): Neue Formen der Unternehmensfinanzierung, 2007

Felix, Sabine (2003): Kapitalmarktorientierte Immobilienfinanzierung, in: Immobilienzeitung, Nr.22/30.10.2003

Finanztip – Infozentrum für Geld und Recht (2008): Unternehmensanleihen,
<<http://www.finanztip.de/recht/bank/unternehmensanleihen.htm>>

GdW Arbeitshilfe 50 (2006): Finanzierung in der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft - Grundlagen, Strategien, Instrumente, 2006

Gondring, Hanspeter/Zoller, Edgar/Dinauer, Josef (2003): Real Estate Investment Banking, 2003

Gondring, Hanspeter (2004): Immobilienwirtschaft - Handbuch für Studium und Praxis, 2004

Haimann, Richard (2006a): Verbriefung, in: Die Wohnungswirtschaft, Ausgabe 09/2006

Haimann, Richard (2006b): Nießbrauch, in: Die Wohnungswirtschaft, Ausgabe 09/2006

Haimann, Richard (2006c): Erfolg mit Verbriefungen sowie Sale-and-lease-back-Transaktionen, in: Die Wohnungswirtschaft, Ausgabe 09/2006

Haimann, Richard (2006d): Mezzanine-Kapital, in: Die Wohnungswirtschaft, Ausgabe 09/2006

Haimann, Richard (2006e): Nießbrauchmodell spart Finanzierungskosten, in: Die Wohnungswirtschaft, Ausgabe 09/2006

Haimann, Richard (2006f): Sale and lease back, in: Die Wohnungswirtschaft, Ausgabe 09/2006

Hardebusch, Christof (2008): Keine Insel, in: Immobilienmanager, Ausgabe 05/2008

Hennig, Oliver (2006): Alternative Finanzierungsformen - ein Überblick, in: Immothek24, 2006

Heymel, Ralf (2006): Nießbrauchmodell spart Finanzierungskosten, in: Die Wohnungswirtschaft, Ausgabe 09/2006

Hill, Holger (1994): Interessenkollision beim Vertrag über echte und unechtes Factoring

Hillebrand, Klaus-Peter (2006): Inhaberschuldverschreibung und Schuldscheindarlehen, in: GdW Arbeitshilfe 50, Finanzierung in der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft - Grundlagen, Strategien, Instrumente, 2006

Hollandt, Karin (2006): Nießbrauch-Modell, in: GdW Arbeitshilfe 50, Finanzierung in der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft - Grundlagen, Strategien, Instrumente, 2006

Iblher, Felix (2005): Immobilienfinanzierung, in: Immobilienökonomie Band I - Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 2005

Kretschmar, Thomas/Trampe, Hans Peter (2006): Derivate, in: GdW Arbeitshilfe 50, Finanzierung in der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft - Grundlagen, Strategien, Instrumente, 2006

Kretschmar, Thomas/Trampe, Hans Peter (2006): Verbriefung, in: GdW Arbeitshilfe 50, Finanzierung in der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft - Grundlagen, Strategien, Instrumente, 2006

Kretschmar, Thomas (2005): Die meisten Derivate sind für die Wohnungswirtschaft ungeeignet, Verbands-Magazin, Ausgabe 02/2005

Knoblauch, Bernd (2004): Eurohypo AG - Spezialisierung mit allen Facetten, in: Immobilienmanager, Ausgabe Nr.9/2004

Kofner, Stefan (2003): Was sind eigentlich: Mortgage Backed Securities?, in: Die Wohnungswirtschaft, Ausgabe 06/03

Koger, Wolfgang (2008): Alternative Finanzierungsinstrumente, in: IHK Schriftenreihe, Ausgabe Nr.39, 6.Auflage, 2008, <http://www.gruenderregion-rhein-links.de/files/spielregeln_2008.pdf>

Kowalski, Holger (2006): Wohnungsgenossenschaften mit Spareinrichtung, in: GdW Arbeitshilfe 50, Finanzierung in der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft - Grundlagen, Strategien, Instrumente, 2006

Kubatzki, Wolfgang (2007): Ist die Kreditkrise eine Immobilienkrise?, in: Immobilienmanager, Ausgabe 12/2007

Liess, Jutta (2006): Die Alternative zum klassischen Bankkredit, in: Unternehmensgestaltung, Ausgabe 05/2006

Marquardt, Andrea (2006): Genussscheine, in: GdW Arbeitshilfe 50, Finanzierung in der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft - Grundlagen, Strategien, Instrumente, 2006

Martinek, Michael (1991): Moderne Vertragstypen, Band I - Leasing und Factoring, 1991

Miles, Mike/Berens, Gayle/Weiss, Marc (2000): Real Estate Development - Principles and Process, englische Fassung, 2000

Müller, Karin/Breitmar, Rolf (2006): Sale-and-lease-back, in: GdW Arbeitshilfe 50, Finanzierung in der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft - Grundlagen, Strategien, Instrumente, 2006

Neumann, Klaus (2005): Chancen nutzen - Risiko erkennen, in: Immobilienmanager Ausgabe 1-2/2005

Osman, Yasmin (2008): Schuldscheine feiern Comeback, in: Financial Times Deutschland vom 16.05.2008

Paschedag, Holger (2002): Traditionelle Finanzierungsinstrumente, in: Handbuch Immobilien-Banking – Von der traditionellen Immobilien-Finanzierung zum Immobilien-Investmentbanking, 2002

Pitschke, Christoph (2004): Immobilienfinanzierung, in: RATINGaktuell, Ausgabe 06/2004

Pohl, Klaus (2004): Die betriebliche Finanzpraxis, in: VdW Fachtage 2004

Pohl, Klaus (2008): Alternative Finanzierungsinstrumente unter dem Einfluss von Basel II

Pohl, Klaus (2008): Investition und Finanzierung, Studienunterlagen

Rottke, Nico (2005): Investition mit Real Estate Equity, in: Handbuch Immobilien-Investition, 2.Auflage, 2005

Rutkowski, Gerhard (2003): Basel II - Alternative Finanzierungsstrategien, in: GdW Revision AG, Vortragsunterlagen vom 09.01.2003

Rügemer, Robert/Siemes, Marc (2002): Property Securitisation - eine Kapitalmarktfinanzierung für Immobilien, in: Handbuch Immobilien-Banking, 2002

Schäfer, Jürgen und Conzen, Georg (2002): Praxisbuch der Immobilien-Projektentwicklung - Akquisition, Konzeption, Realisierung, Vermarktung, 2002

Schuhmacher, Wolf/Plessner, Joachim (2008): Finanzierungerrunde - Immobilienfinanzierung, in: Immobilienmanager, Ausgabe 1+2/2008

Schulte, Karl-Werner/Bone-Winkel, Stephan (2002): Handbuch Immobilien-Projektentwicklung, 2.Auflage, 2002

Schulte, Karl-Werner/Bone-Winkel, Stephan (2008): Handbuch Immobilien-Projektentwicklung, 3.Auflage, 2008

Schulte, Karl-Werner (2004): Immobilienökonomie Band I - Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3.Auflage, 2004

Schulte, Karl-Werner/Achleitner, Ann-Kristin/Schäfers, Wolfgang/Knobloch, Bernd (2002): Handbuch Immobilien-Banking, 2002

Spitzkopf, Horst Alexander (2002): Finanzierung von Immobilienprojekten, in Handbuch Immobilien-Projektentwicklung, 2.Auflage, 2002

Tytko, Dagmar (2002): Innovative Finanzierungsinstrumente - Projektfinanzierungen im Immobiliengeschäft, in: Handbuch Immobilien-Banking, 2002

Verband Deutscher Pfandbriefbanken (2008): Professionelles Immobilien-Banking 2008/2008, vdp Broschüre, 2008

Voigtländer, Michael (2008): Die Subprime-Krise in der Retroperspektive, in: Professionelles Immobilien-Banking 2008/2008, vdp Broschüre, 2008

Wiechers, Rüdiger: Kommission „Chancen des demographischen Wandels für die Wohnungs- und Städtepolitik“, Deutscher Verband für Wohnungswesen, Städtebau und Raumordnung e.V., <<http://www.deutscher-verband.org/seiten/dv-stichwort/kommission-demographie.asp>>

Wolf, Jakob (2003): Basel II - Kreditrating als Chance, 2003

Wulfken, Jörg/Lang, Jörg (2003): Innovative Formen der Immobilienfinanzierung,
in: Der Syndikus, Ausgabe 03-04/2003

Zoller, Edgar/ Wilhelm, Reinhard (2002): Kapitalbeschaffung für Immobilien-
Developments, in: Schäfer, Jürgen und Conzen, Georg: Praxisbuch der Immobilien-
Projektentwicklung - Akquisition, Konzeption, Realisierung, Vermarktung, 2002

Ehrenwörtliche Erklärung

Ich erkläre hiermit ehrenwörtlich:

1. dass ich meine Abschlussarbeit selbständig und ohne fremde Hilfe angefertigt habe.
2. dass ich die Übernahme wörtlicher Zitate aus der Literatur sowie Verwendung der Gedanken anderer Autoren an den entsprechenden Stellen innerhalb der Arbeit gekennzeichnet habe.

Ich bin mir bewusst, dass eine falsche Erklärung rechtliche Folgen haben wird.

Ort, den

Unterschrift