

# ZIWP

## Zeitschrift für Immobilienwissenschaft und Immobilienpraxis

Ein wissenschaftliches Journal der EBZ Business School – University of Applied Sciences

In dieser Ausgabe:

PROF. DR. MARKUS KNÜFERMANN; MADELEINE THON, B.SC.

**Möglichkeiten der bankenunabhängigen Finanzierung in der deutschen Wohnungswirtschaft – Bericht zum Führungsforum »Finanzierung 2015« der EBZ Akademie**

DIPL.-WIRTSCH.-ING. CHRISTIAN GEBHARDT; DIPL. ÖK. BERIT GROSSE-WILDE M.A.

**Alternative Finanzierungsinstrumente – Möglichkeiten und Grenzen**

DIPL. KFM. FRANZ-BERND GROSSE-WILDE

**Bankenunabhängigkeit ohne Verzicht auf Bankgeschäfte – machen eigene Banken oder Spareinrichtungen Sinn?**

PROF. DR. STEFAN KIRMSSE DR. TIM SEBASTIAN NÄDELE

**Mögliche Entwicklungsrichtungen einer zukunftsorientierten Wohnungsbaufinanzierung**

DIPL. KFM. CHRISTIAN FUEST

**Kapitalmarktorientierte Finanzierungsformen für mittelständische Immobilienunternehmen**

KATJA LEPPER, M.SC.

**Die WoGeno Scorecard:  
Entwicklung einer Balanced Scorecard für Wohnungsgenossenschaften**

PROF. DR. GÜNTER VORNHOLZ

**Preisblasen auf Wohnimmobilienmärkten**

Herausgeber:  
Prof. Dr. Michael Pannen  
Herm Prof. Dr. Viktor Grinewitschus

Prof. Dr. habil. Sigrid Schaefer  
Prof. Dr. Michael Worzalla



Die EBZ BUSINESS SCHOOL ist eine staatlich anerkannte Hochschule in gemeinnütziger Trägerschaft. Träger ist das EBZ, das seit mehr als 50 Jahren erstklassige Bildungsangebote für die Wohnungs- und Immobilienwirtschaft anbietet. Mit der EBZ BUSINESS SCHOOL bietet das Haus nun auch die Möglichkeit zum Studium im Bereich der Immobilienwirtschaft. Die Praxisorientierung garantieren der GdW Bundesverband deutscher Wohnungs- und Immobilienunternehmen, der VdW Verband der Wohnungswirtschaft Rheinland Westfalen sowie der BFW Bundesverband Freier Immobilien- und Wohnungsunternehmen.

Die EBZ BUSINESS SCHOOL ist von der FIBAA – Internationale Agentur zur Qualitätssicherung und Akkreditierung von Studiengängen und Institutionen – akkreditiert worden. Standort der EBZ BUSINESS SCHOOL ist das Europäische Bildungszentrum der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft.

## Impressum

ZIWP | Zeitschrift für Immobilienwissenschaft und Immobilienpraxis  
Ein wissenschaftliches Journal der EBZ BUSINESS SCHOOL  
– University of Applied Sciences.

**ISSN:**  
2196-6028

**Verantwortliche Herausgeber:**  
EBZ BUSINESS SCHOOL – Prof. Dr. Michael Pannen,  
Prof. Dr. Viktor Grinewitschus, Prof. Dr. habil. Sigrid Schaefer,  
Prof. Dr. Michael Worzalla

Springorumallee 20  
44 795 Bochum  
Tel.: +49 234 9447 606 | Fax: +49 234 9447 199  
E-Mail: [bs@e-b-z.de](mailto:bs@e-b-z.de)  
Internet: [www.ebz-business-school.de](http://www.ebz-business-school.de)

**Wissenschaftlicher Beirat:**  
Prof. Dr. Klaus-Peter Hillebrand, Prof. Dr. Armin Just,  
Prof. Dr. Jürgen Kefler, Prof. Dr. Markus Knüfermann,  
Prof. Wolfgang Krenz, Prof. Dr. habil. Dr. h.c. Rudolf Müller,  
Prof. Dr. Christian E. Ostermann, Prof. Dr. Norbert Raschper,  
Prof. Dr. Volker Riebel, Prof. Dr. Philipp Schade, Prof. Dr. Peter Schörner,  
Dr. Raphael Spieker, Prof. Dr. Guido Stracke, Prof. Dr. Günter Vornholz.

**Schriftleitung:**  
Dipl. Volkswirt Ulrich Berhorst (v. i. S. d. P.)

**Redaktion und Lektorat:**  
Dipl. Volkswirt Ulrich Berhorst

**Layout/Satz:**  
Baryluk & Lünse, [www.barylukluense.de](http://www.barylukluense.de)

**Druck:**  
viaprinto, CEWE Stiftung & co. KGaA  
Otto-Hahn-Str. 21, D-48161 Münster

© Copyright 2016 by: EBZ BUSINESS SCHOOL GMBH

Das Werk und seine Teile sind urheberrechtlich geschützt. Jede Nutzung in anderen als den gesetzlich zugelassenen Fällen bedarf der vorherigen schriftlichen Einwilligung der EBZ Business School GmbH. Hinweis zu §52a UrhG: Weder das Werk noch seine Teile dürfen ohne seine Einwilligung eingescannt und in ein Netzwerk eingestellt werden. Dies gilt auch für Intranets von Schulen und sonstigen Bildungseinrichtungen.



*Editorial*



Die Finanzierungsmärkte der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft besitzen im Niedrigzinsumfeld des Eurosystems seit dem Jahr 2009 eine stetig zunehmend ambivalente Verfassung: Aus der Finanzierungsperspektive von Wohnungsunternehmen führten die historisch niedrigen Marktzinssätze zu inzwischen rekordgünstigen Kapitalkosten für Investitionen. Doch Wohnungsunternehmen treten selbst auch als Investoren auf und ihre Anlagen z. B. von Mieten, Betriebskostenvorauszahlungen und/oder Pensionsrückstellungen führen zu Renditen auf einem ebenfalls rekordhaften, allerdings niedrigen Niveau. Diese letzte Sichtweise ist zugleich jene der Kreditinstitute von und Investoren in Wohnungsunternehmen. Sukzessive ist die Geldpolitik des Eurosystems sodann in Frage zu stellen, schließlich kann ihre Expansivität nicht ewig fortgeführt werden.

Hinzu kommt, dass aktuell Immobilieninvestments aus Investorensicht eine vergleichsweise beliebte Anlageform darstellen, weil ihre Ertrag/Risiko-Profile über die letzten Jahre hinweg gegenüber anderen risikoreicheren Anlageklassen an Attraktivität gewonnen haben. Auch dieser Sachverhalt beeinflusst unternehmerische Entscheidungen wohnungswirtschaftlicher Akteure. Denn der Erwerb von Bestandsimmobilien zur weiteren Entwicklung z. B. im Rahmen von Quartiersstrategien ist nur noch zu bislang marktunüblichen hohen Immobilienpreisen möglich – zumindest in metropolartigen Ballungszentren. Entsprechend stiegen in diesen Regionen zumeist auch die freikalkulierbaren Mieten exorbitant an – sogar die Politik sah sich mit Kappungsgrenzen und Mietpreisbremse für derart angespannte Wohnregionen zur Reaktion verpflichtet.

Zusammenfassend sind die Wohnungs- und weiteren Immobilienmärkte seit der kollektiven expansiven Geldpolitik der Zentralbanken in den großen Industrienationen signifikant durch finanzwirtschaftliche Entwicklungen geprägt. Plötzlich spiegelt sich Weltpolitik in der Region vor Ort wider; plötzlich investieren private und gewerbliche Wohnungsanbieter exorbitant in Neubau und Modernisierung; plötzlich, aber noch nicht medial wirksam, neigt sich dieses Schlaraffenland kapitalkostengünstiger Investitionen zur Instabilität, weil entweder Kreditinstitute ihre Finanzierungsangebote zu ertragsarmen bis ertragslosen Margen offerieren und sich die Frage stellt, wie lange es gutgehen mag. Oder Wohnungsunternehmen investieren so viel, dass sie an die Grenzen ihrer Beleihungsspielräume gelangen und ebenso plötzlich vor Fragen unbesicherter Wachstumsfinanzierungen stehen.

Vor diesem Hintergrund widmete die EBZ-Akademie ein Führungsforum dem Thema »Finanzierung 2015«. Schwerpunkt des Finanzierungsforums waren bankenalternative Finanzierungen, insbesondere für Wohnungsunternehmen ohne freie Beleihungsspielräume. Die Ergebnisse dieses Forums stellen den Kern der vorliegenden Ausgabe der ZIWP dar. In fünf Beiträgen haben die namhaften Referenten aus Verband, Wohnungsunternehmen, Unternehmensberatung und EBZ Business School wesentliche Thesen des Forums erneut zur Diskussion gestellt. Inzwischen schreiben wir das Jahr 2016 und erkennbar ist, dass die angeführten Thesen in ihren Ausrichtungen ebenso korrekt die Entwicklung der Finanzierungsmärkte antizipierten, wie diese sich inzwischen auch noch intensiviert haben. Allen Leserinnen und Lesern wünschen wir eine diesbezüglich spannende Lektüre!

Vervollständigt wird die aktuelle Ausgabe durch zwei weitere Beiträge aus der Rubrik »Management und Organisation«. Zum einen führt Frau Katja Lepper, M.Sc. die kleine ZIWP-Reihe zum Einsatz der Balanced Scorecard in der Wohnungswirtschaft fort. Hierbei wird gezeigt, wie dieses Instrument den besonderen Bedürfnissen genossenschaftlich organisierter Unternehmen der Wohnungswirtschaft angepasst werden kann. Zum anderen greift Prof. Dr. Günter Vornholz (EBZ Business School) die Frage auf, ob aktuell auf den Wohnimmobilienmärkten Tendenzen zur Bildung von Preisblasen erkennbar sind. Der Beitrag diskutiert verschiedene Indikatoren, die zu diesem Zweck herangezogen werden können – auch hinsichtlich ihrer Eignung zur Prognose einer Blase. Letztlich bestätigt der Autor jedoch die grundsätzliche Schwierigkeit der Diagnose und Vorhersage einer Preisblase.

Prof. Dr. Markus Knüfermann

# Inhalt

## Management und Organisation

- 6** **Möglichkeiten der bankenunabhängigen Finanzierung in der deutschen Wohnungswirtschaft – Bericht zum Führungsforum »Finanzierung 2015« der EBZ Akademie**  
 PROF. DR. MARKUS KNÜFERMANN; MADELEINE THON, B.SC.  
*Der Beitrag liefert eine inhaltliche Einführung und einen Überblick über das Führungsforum »Finanzierung 2015« der EBZ Akademie.*
- 11** **Alternative Finanzierungsinstrumente – Möglichkeiten und Grenzen**  
 DIPL.-WIRTSCH.-ING. CHRISTIAN GEBHARDT; DIPL. ÖK. BERIT GROSSE-WILDE M.A.  
*Das moderne Finanzmanagement von Wohnungs- und Immobilienunternehmen erfordert bestmögliche Finanzierungsstrategien und -instrumente. Eine wichtige Rolle spielen in diesem Zusammenhang Unternehmensanleihen.*
- 19** **Bankenunabhängigkeit ohne Verzicht auf Bankgeschäfte – machen eigene Banken oder Spareinrichtungen Sinn?**  
 DIPL. KFM. FRANZ-BERND GROSSE-WILDE  
*Spareinrichtungen sind für deutsche Wohnungsbaugenossenschaften eine Alternative, um sich Kapital unabhängig vom Bankensektor erschließen zu können.*
- 24** **Mögliche Entwicklungsrichtungen einer zukunftsorientierten Wohnungsbaufinanzierung**  
 PROF. DR. STEFAN KIRMSSE; DR. TIM SEBASTIAN NÄDELE  
*Regulatorische Aspekte, alternative Finanzierungsformen und die Entwicklung der Refinanzierungsmärkte werden einen erheblichen Einfluss auf die Finanzierung der deutschen Wohnungswirtschaft haben.*
- 33** **Kapitalmarktorientierte Finanzierungsformen für mittelständische Immobilienunternehmen**  
 DIPL. KFM. CHRISTIAN FUEST  
*Schulscheindarlehen und Anleihe sind für Wohnungsunternehmen attraktive Alternativen zum klassischen Bankenkredit, die allerdings besondere Anforderungen stellen.*
- 42** **Die WoGeno Scorecard: Entwicklung einer Balanced Scorecard für Wohnungsgenossenschaften**  
 KATJA LEPPER  
*Schulscheindarlehen und Anleihe sind für Wohnungsunternehmen attraktive Alternativen zum klassischen Bankenkredit, die allerdings besondere Anforderungen stellen.*
- 54** **Preisblasen auf Wohnimmobilienmärkten**  
 PROF. DR. GÜNTER VORNHOLZ  
*Die Diagnose einer Preisblase auf dem Wohnimmobilienmarkt erweist sich als äußerst schwierig. Der Beitrag diskutiert verschiedene Indikatoren und geht auf deren Eignung zur Prognose ein.*
- 72** **EBZ Business School – Intern**

## Management und Organisation

PROF. DR. MARKUS KNÜFERMANN; MADELEINE THON, B.SC.

# Möglichkeiten der bankenunabhängigen Finanzierung in der deutschen Wohnungswirtschaft

## Bericht zum Führungsforum »Finanzierung 2015« der EBZ Akademie

*Die historisch niedrigen Leitzinsniveaus der Zentralbanken der führenden Industriestaaten sorgen für äußerst günstige Zinsbedingungen bei Kreditinstituten und an den Finanz- und Kapitalmärkten. Die deutsche Wohnungswirtschaft, welche in der Vergangenheit vorwiegend den bilateralen Bankkredit als Finanzierungsquelle genutzt hat, steht vor der Entscheidung, sich bankenunabhängigen Finanzierungsalternativen der Kapitalmärkte zu öffnen. Dabei sind die Bedingungen hierzu aktuell günstig: Anleger suchen im Niedrigzinsumfeld Investments mit stabilen Cash Flows, wie sie die Wohnungswirtschaft bieten kann. Zudem haben die dezentral organisierten Unternehmen der Branche bei der präferierten klassischen Hausbankfinanzierung höhere Kapitalkosten als börsennotierte große Marktteilnehmer.*

### 1 Ausgangslage an den Finanzierungsmärkten

Die deutschen Finanzierungsmärkte sind geprägt von der weltweit expansiven Geldpolitik aller Zentralbanken der großen Industrienationen. Von Duisburg bis Tokio, von New York bis Bochum: Das Marktzinsniveau befindet sich auf einem Rekordniedrigstniveau. Wohnungsbaukreditzinsen für besicherte Annuitätenkredite liegen zum Zeitpunkt der Niederschrift des Beitrags (September 2016) bei zehnjähriger Zinsbindung und einer 2%-igen anfänglicher Tilgung für ein Wohnungsunternehmen bester Bonität eigenen Praxiserfahrungen nach zwischen 0,80 % und 1,20 % p. a. bei marktführenden Finanzmittelanbietern. Es herrscht ein Zeitalter, in dem sich Wohnungsunternehmen um Finanzierungsoptionen nicht sorgen müssen.

Dieses Zeitalter der Wohnungsbaufinanzierungen »per Silbertablett« ist in Deutschland jedoch keiner ökonomischen Logik entsprungen, sondern politischer Natur. Weil verschiedenen Euro-Staaten eine exorbitante Staatsschuldenlast sehr schwer wiegt, garieten ihre Staatsfinanzierungen spätestens seit 2010 zum Problem. Allen voran sind hier Griechenland, Irland, Portugal, aber auch Spanien, Italien und sogar Frankreich zu nennen. Die Staaten haben zwar unterschiedliche Gründe für ihre überproportionalen Verschuldungen (Griechenland zu hohe Ausgaben ohne Einnahmen; in Irland, Portugal und Spanien brach ein Immobilienboom zusammen, es kam zur Rezession; bei Italien und Frankreich brach die Konjunktur letztlich auch wegen der zuvor genannten Probleme je Ländergruppe ein, mit denen ihre Volkswirtschaft jeweils intensiv verflochten war und ist).

Zwar ist das satzungsgemäße Primärziel des Eurosystems ausschließlich die Sicherung der Geldwertstabilität, dennoch hält das Eurosystem das Marktzinsniveau innerhalb der Eurozone auf Rekordniedrigstniveau, um dadurch im keynesianischen Sinn die Konjunktur zu stimulieren. Der Grund liegt in den durchschnittlich über alle Euro-Staaten hinweg beobachteten deflationären Tendenzen seit Ende 2014. Geldwertstabilität ist in dieser Hinsicht erst er-

#### Prof. Dr. Markus Knüfermann

Professur für Volkswirtschaftslehre, insbesondere Mikro- und Makroökonomie und internationale Wirtschaftsbeziehungen an der EBZ Business School – University of Applied Sciences

Kontakt:  
m.knuefermann@ebz-bs.de



#### Madeleine Thon, B.Sc.

Teamleiterin Firmenschulungen/ Personalberatung EBZ – Europäisches Bildungszentrum der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft – gemeinnützige Stiftung –

Kontakt:  
m.thon@e-b-z.de





reicht, wenn das Eurosystem die Inflationsrate wieder auf den Zielwert von 2% gehoben haben wird.

Naheliegender ist allerdings auch die Unterstellung, das Eurosystem beeinflusse die Marktzinsen, damit nicht noch mehr Staaten als Griechenland eine Quasi-Überschuldung forcieren werden. Denn das Absinken der Marktzinsen ist Konsequenz eines Überflussangebots von Geld – dessen Preis (= Zins für die zeitlich befristete Überlassung von Fremdkapital) sinkt. Diese Entwicklung beeinflusst die Renditen der Staatsanleihen parallel und reduziert die staatlichen Fremdkapitalkosten der Euro-Staaten. Weil das Eurosystem – bestehend aus der Europäischen Zentralbank (EZB) und den nationalen Zentralbanken derjenigen 19 EU-Staaten, die den Euro bereits als gesetzliches Zahlungsmittel eingeführt haben – eine supranationale Geldpolitik durchführt, ergeben sich für alle Mitglieder der Europäischen Währungsunion (EWU) politisch determiniert historische Niedrigzinsniveaus.

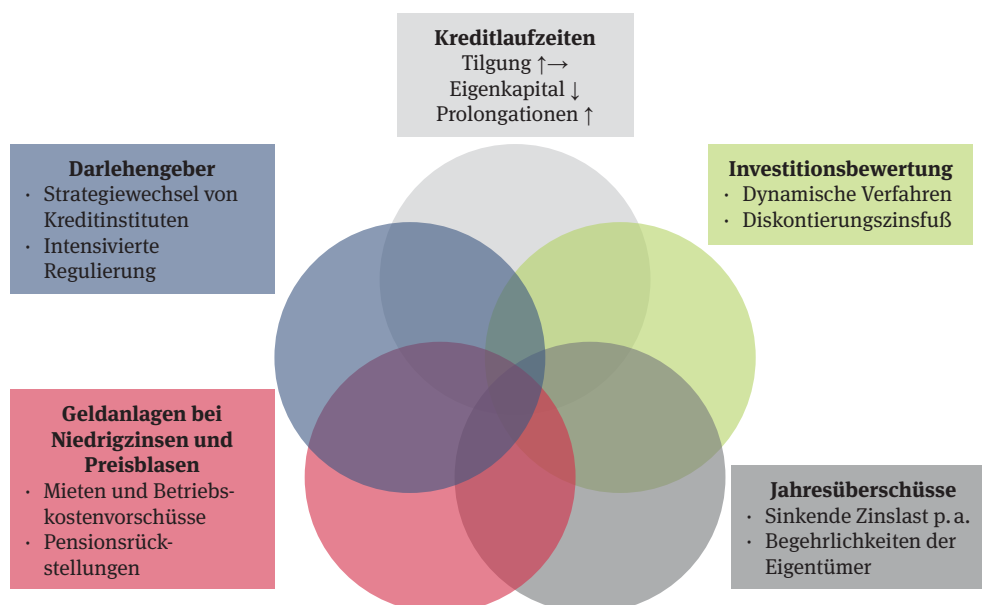
Alle Staaten meint demnach auch Deutschland. Und damit wird die Refinanzierung von Krediten für alle deutschen Kreditinstitute, also auch für eines mit einer relativ kleinen Bilanzsumme wie z. B. einer Volksbank im ländlichen Raum bei ihren verbundbezogenen Zentralbanken (bei den Kreditgenossenschaften: DZ Bank oder WGZ Bank; bei Sparkassen: Girozentralen/Landesbanken) deutlich günstiger, als es marktwirtschaftliche Konditionen ermöglichen könnten. Schließlich können sich die Spitzeninstitute der Verbundgruppen sowie die Großbanken wiederum im Eurosystem politisch bedingt überdurchschnittlich

günstig refinanzieren. Die Staatsschuldenkrise einiger Euro-Staaten wirkt sich demnach bis in die letzten verwegenen Winkel Deutschlands aus und suggeriert der deutschen Realwirtschaft, dass die Fremdmittelaufnahme günstig sei. Der Konjunktiv »sei« hat dabei im Hinblick auf die Wohnungswirtschaft verschiedene Facetten. Sie werden nachfolgend dargestellt und in Abbildung 1 zusammengefasst:

**Kreditlaufzeiten:** Zinskostenvorteile können für Tilgungserhöhungen genutzt werden. Dann verlässe Eigenkapital schneller das Unternehmen: günstiges Fremd- wird durch neues Eigenkapital ersetzt – eine nicht zwingend sinnvolle Aktion. Natürlich können sich politische Instanzen auf eine Abkehr von dieser Niedrigzinspolitik einigen. Zinssätze stiegen rasch in die Höhe und Zinsänderungsrisiken bei Kreditinstituten (Stichwort: Refinanzierung) wie auch in der Realwirtschaft (Stichwort: Prolongation) wären die Konsequenz. Sie zögen noch weitere betriebswirtschaftlich negative Entwicklungen nach sich (z. B. Ertragsreduktionen und auch Insolvenzgefahren). In diesem Fall wären Wohnungsunternehmen doppelt negativ betroffen: (1) Zum einen direkt durch eine (ungeplante) Erhöhung der Kapitalkosten. (2) Zum anderen durch den Wegfall ihrer Finanzierungspartner und gegebenenfalls verschlechterten Konditionen bei neuen Partnern.

**Investitionsattraktivitäten:** Die moderne Investitionsrechnung arbeitet mit dynamischen Investitionsrechenmethoden, wie z. B. der Internen Zinsfußmethode oder der Marktzinsmethode. Dynamische Methoden der Investitionsrechnung basieren vor

Abb. 1: **Konsequenzen des Niedrigzinsniveaus für die Wohnungs- und Immobilienwirtschaft**





allem auf der Diskontierung zukünftiger Zahlungsströme auf den Zeitpunkt  $t_0$  (= heute). In die Konstruktion des Diskontierungszinsfußes fließt vor allem der (Fremd-)Kapitalzinsfuß hinein. Politisch determinierte Niedrigstzinsniveaus übersteigern daher Investitionsattraktivitäten. Eine Abkehr des Eurosystems von den politisch gewollten niedrigen Leitzinsen bescherte den Wohnungsunternehmen unrentable Investitionsnachkalkulationen, sollten sie bislang ohne ausreichende Risikopuffer für mögliche Zinsatzerhöhungen gearbeitet haben. Demnach kann das nicht marktgerechte Zinsniveau in Deutschland zu deutlich *überhöhter* Investitionsbereitschaft motivieren.

**Begehrlichkeiten:** Ähnlich wie sich Investition »schön« rechnen, so führen massiv reduzierte Kapitalkosten zu nachhaltigen Überschusssteigerungen. Vor allem Deutschlands klamme Kommunen dürften entsprechend erhöhte Begehrlichkeiten für Ausschüttungen einfordern (sollten sie nicht wie oben zu 3. ebenfalls risikowarnend angeführt, die Mehrinvestition in z. B. Neubauten einfordern, wie es im Berichtsjahr 2015/16 durchaus in Berlin und Hamburg der Fall ist). Auch hier gilt: Eine Abkehr des Eurosystems von den politisch gewollten niedrigen Leitzinsen wird Wohnungsunternehmen in der Folge mit zuvor gewohnten, aber dann nicht mehr zu erfüllenden Begehrlichkeiten in Bezug auf die Ausschüttung von Überschüssen der Unternehmen konfrontieren.

**Darlehensgeber:** Wohnungsbaukreditgeschäfte sind zumeist besicherte Geschäfte und damit konzeptionell margenärmer im Vergleich zu Geschäften mit anderen Risikoprofilen (z. B. unbesicherte Wachstumskredite). Im aktuellen Zinsumfeld erscheinen Wohnungsbaukredite im Neugeschäft kaum noch kostendecken realisierbar zu sein, so dass es nicht überrascht, wenn Kreditinstitute sich von diesem risiko- und margenarmen Geschäft verabschieden. Hinzu kommen auch noch neue Regulierungsbedingungen wie z. B. Liquiditätsregeln. Sie reduzieren die Attraktivität der Fristentransformation, so dass es für Kreditinstitute zunehmend unattraktiver wird, Wohnungsbaukredite mit in Deutschland üblichen langen Zinsbindungsfristen zu vergeben.

**Geldanlagen:** Wohnungsunternehmen treten nicht nur als Schuldner, sondern auch als Investoren auf. In diesem Fall gilt auch für Sie die Perspektive der Kreditinstitute, nämlich im aktuellen Zinsumfeld rekordniedrige Renditen zu erwirtschaften. Anlagen von Mieten und Betriebskostenvorauszahlungen

oder von Pensionsrückstellungen (die abgezinst im Niedrigstzinsumfeld ohnehin an Volumen gewinnen müssen und somit die Jahresüberschüsse belasten) erscheinen zu auskömmlichen Risikoprofilen wenig rentabel.

Die Finanzierungsmärkte, so positiv sie für Schuldner bis 2016 erscheinen mögen, bieten der Wohnungswirtschaft keine dauerhaft gesicherte Entspannung. Vielmehr basiert die IST-Situation vor allem auf dem politischen Good will, der in seiner Fortführung nur begrenzt prognostizierbar ist.<sup>1</sup> Die Instabilität des Bankensektors und die eigene Investitionsüberschätzung über das gesamte Kalkulationszeitfenster hinweg sind jedoch nur zwei Betrachtungsaspekte aus Sicht der Realwirtschaft. Im nächsten Kapitel wird auf die Relevanz von Verhandlungsmacht als Einflussfaktor auf die Kapitalkostenreduktion abgestellt.

## 2 Gründe und Möglichkeiten der bankenunabhängigen Finanzierung in der deutschen Wohnungswirtschaft

Die deutsche Wohnungswirtschaft hat in der Vergangenheit vorwiegend den bilateralen Bankkredit als Finanzierungsquelle für die Strukturierung der Fremdkapitalseite genutzt. Die *Finanzierungsmärkte* einerseits und das *Finanzierungsverhalten* von Wohnungsunternehmen andererseits unterliegen jedoch aktuell einem Wandel:

- **Finanzierungsmärkte:** Seit dem Jahr 2008 haben sich die Zentralbanken der Industrienationen – wie berichtet – auf eine staatlich determinierte Niedrigzinsphase verständigt. Gepaart mit verschiedenen Krisenabfolgen führt diese Politik aktuell zu einem hohen Interesse seitens der Kreditinstitute und weiterer institutioneller und privater Investoren an der Wohnungsbaufinanzierung; denn die unter normalen Marktbedingungen niedrigen Ertragspotenziale entsprechender Investments erscheinen unter aktuellen Ertrag-/Risiko-Abwägungen besonders attraktiv. Daher stehen Wohnungsunternehmen vor allem seit dem Jahr 2012 nicht nur Bankdarlehen zur Verfügung, sondern erstmals auch Finanzierungen über die internationalen Kapitalmärkte mittels der Begebung von Anleihen.

<sup>1</sup> Prognoseansätze sind im Hinblick auf das Primärziel des Eurosystems die Entwicklungen von Kreditvolumenwachstum und Geldmengenwachstum als Frühindikatoren für Wirtschaftswachstum und Veränderungen der Inflationsraten.

- *Finanzierungsverhalten:* Den Weg an die Börsen ebneten der deutschen Wohnungswirtschaft Deutschlands kapitalmarktaffine Immobilienunternehmen mit ihren Börsengängen. Sowohl ihre Größenstrategie hinsichtlich der Wohnungsbestände, die in der Regel ausschüttungsorientierte Finanzierungsstruktur als auch die Erzielung erfolgskritischer Emissionsvolumina der Finanzierungstranchen machen sie aus Investorensicht zu attraktiven Emittenten. Dagegen zeichnen sich die Finanzierungen der dezentral organisierten Wohnungswirtschaft (=kommunale Wohnungsunternehmen, Genossenschaften sowie private Unternehmen) durch einen Darlehensschwerpunkt bei Banken mit expliziter Hausbankfunktion aus und entsprechen damit einem kontinentaleuropäischen Trend zum Nachteil kleinerer und mittlerer Unternehmen, den auch die Deutsche Bundesbank bestätigte.<sup>2</sup> Auf diese Weise verlieren die dezentralen Wohnungsunternehmen zunehmend an Wettbewerbsfähigkeit gegenüber den börsennotierten Unternehmen, die sich tendenziell kapitalkostengünstiger finanzieren können – dieser Sachverhalt wird mit zunehmender Rückführung der Finanzmärkte aus der politisch bedingten Niedrigzinsphase sowie der weiter steigenden regulatorischen Belastung des klassischen Darlehensgeschäfts noch an Bedeutung gewinnen.

In der Konsequenz gilt: Ohne eine Öffnung der Wohnungsunternehmen für bankenunabhängige Finanzierung bleibt es bei einer simplen Logik. Größe schafft nämlich Kapitalkostenvorteile. Denn ein Grund liegt schon allein in Cross selling-Potenzialen für Kreditinstitute mit großen Wohnungsunternehmen. Dazu demonstriert ein implementierter Prozess bankenunabhängiger Finanzierungen (z. B. mittels Schuldschein oder Anliehe) auch Verhandlungsmacht gegenüber Kreditinstituten in Form von Finance-Kompetence und letztlich der Unabhängigkeit an sich. Diese Verhandlungsmacht soll letztlich die empirisch erfassbaren historischen Nachteile dezentraler (Wohnungs-)Unternehmen gegenüber den sich bankenunabhängiger finanzierenden Großunternehmen aufheben.

### 3 EBZ Akademie-Führungsforum »Finanzierung 2015«

Diese Sachlage zum Anlass nehmend hatte die EBZ Akademie im Jahr 2015 ein Führungsforum initiiert. Es zeigte auf, dass die Finanzierungsmärkte paradoxe Orte sind: Einerseits befinden sich Wohnungs- und Immobilienunternehmen in der glücklichen Lage, sich mittels Bankdarlehen finanzieren zu können – denn Kreditinstitute weiten ihre Bilanzanteile im besicherten Darlehensgeschäft massiv aus. Andererseits lassen Medienberichterstattungen die wachsende Instabilität deutscher Finanzierungsmärkte vernehmen – z. B. sollen Bausparverträge hoheitlichen Empfehlungen nach schlicht einseitig gekündigt werden dürfen, um die Existenz der Finanzierungsanbieter zu retten. Kreditinstitute und Lebensversicherer rutschen in die Ertragsfalle und niemand weiß, wie lange die Märkte noch so komfortabel finanzieren werden. Dass diese künstlichen Finanzierungswelten jedoch endlich sind, ist dagegen kein Geheimnis. Daher stellen sich schon viele Wohnungsunternehmen die Frage, ob die Unternehmensfinanzierung nicht ein Stück weit bankenunabhängiger werden sollte. Schließlich spiegeln die Kapitalmärkte derzeit eine regelrechte Suche nach Investitionsmöglichkeiten im wohnungs- und immobilienwirtschaftlichen Umfeld wider. Sollen Wohnungsunternehmen diesen Kapitalmarktrend nutzen? Und wie?

Antworten und Praxisbeispiele gab das Führungsforum »Finanzierung 2015«. Die EBZ Akademie bietet jährlich den Rahmen für Diskussionen rund um das Thema Finanzierung von Wohnungsunternehmen. Die regelmäßig stattfindenden Veranstaltungen richten sich gezielt an Vorstände, Geschäftsführer, Mitglieder von Aufsichtsräten und andere Führungskräfte in Wohnungs- und Immobilienunternehmen. Das vermittelte Fachwissen hilft dabei, strategische Entscheidungen richtig zu treffen und konsequent umzusetzen. Im Zuge dieser Veranstaltung verband die Auswahl der Fachexperten die Perspektiven von Wohnungsunternehmen, Kreditinstituten und Kapitalmärkten. Lösungen per Check-Listen waren nicht das Ziel des Führungsforums. Vielmehr ging es darum, durchdachte Hypothesen zu möglichen unabhängigen Finanzierungsinstrumenten der Branche zur Diskussion zu stellen. Ein konstruktiver Austausch zwischen Fachexperten aus der Branche und für die Branche.

Die wesentlichen Grundaussagen, Behauptungen, Erwartungen und zum Teil auch detaillierte Hinweise zur bankenunabhängigen Finanzierung sind Gegen-

<sup>2</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank (2014): Monatsbericht November. Frankfurt a. M.: Hektographiertes Manuskript; S. 44–46.

stand der weiteren Beiträge dieser Ausgabe. ■

---

## **Abstract**

Historically low levels of leading interest rates set by the central banks of the major industrialised countries result in low level interest rate conditions at the capital markets. The German residential housing branch, typically using the bilateral Bank credit as capital source, is facing the decision to open itself to alternatives beside this traditional arrangement. The framework to do so is actually quiet well: Investors are looking for investments with a stable cash flow, which is typical for the German residential sector. Additionally the smaller decentralized companies have worse conditions using the bank credit compared to the big players using capital market instruments, independent from banks.

## Management und Organisation

DIPL.-WIRTSCH.-ING. CHRISTIAN GEBHARDT; DIPL. ÖK. BERIT GROSSE-WILDE M.A.

# Alternative Finanzierungsinstrumente – Möglichkeiten und Grenzen

*Ist der Markt für Wohnungsbaufinanzierungen im Wandel? Bieten sich inzwischen alternative Finanzierungsinstrumente neben dem klassischen Bankdarlehen an – und wenn ja, welche? In der vorliegenden Ausarbeitung werden alternative Finanzierungsinstrumente als Ergänzung zum klassischen Bankkredit vorgestellt. Kapitel 1 verdeutlicht auf Basis der aktuellen Marktsituation zunächst die Notwendigkeit, den Einsatz alternativer Finanzierungsinstrumente zu prüfen. Kapitel 2 stellt das moderne Finanzmanagement von Wohnungs- und Immobilienunternehmen dar. Dazu sind zum einen Finanzierungsstrategien zu skizzieren; zum anderen sind geeignete alternative Finanzinstrumente für Wohnungsunternehmen zu prüfen. Den Fokus der Analyse bilden Unternehmensanleihen, die aktuell im Zentrum des Interesses an alternativen Finanzierungsinstrumenten stehen, aber mit erheblichen Risiken behaftet sind. In Kapitel 3 erfolgen Zusammenfassung und Fazit nebst Ausblick auf die weitere Entwicklung.*

### WP Dipl.-Ing., Dipl.-Wirtsch.-Ing. Christian Gebhardt

Referent Betriebswirtschaft, Rechnungslegung und Förderung beim GdW Bundesverband deutscher Wohnungs- und Immobilienunternehmen e.V. und Vorstand der GdW Revision AG

Kontakt:  
gebhardt@gdw.de



### Dipl. Ökon. Berit Große-Wilde, M.A.

Wiss. Mitarbeiterin an der EBZ Business School – University of Applied Sciences

Kontakt: b.grosse-wilde@ebz-bs.de



## 1 Einschätzung der aktuellen Marktsituation

Der Immobiliensektor hat in Deutschland einen erheblichen gesamtwirtschaftlichen Stellenwert. Allein dem Kernbereich der Branche, der Grundstücks- und Wohnungswirtschaft, welche die Vermieter, Verwalter und Vermittler von Immobilien sowie den Immobilienhandel durch Bauträger umfasst, wurden 2013 rund 12% oder 299 Mrd. Euro der gesamtwirtschaftlichen Bruttowertschöpfung zugerechnet (vgl. GdW 2014, S. 13).

Tab. 1: Kredite an Wohnungsunternehmen

Finanzierungsanbieter (Bankengruppen) *	IV. Quartal 2014		II. Quartal 2016	
	Mrd. Euro	Anteil (in v. H.)	Mrd. Euro	Anteil (in v. H.)
Sparkassen	52,3	27,7	58,2	29,4
Banken mit Sonderaufgaben	29,7	15,8	29,4	14,8
Landesbanken	27,3	14,5	26,9	13,6
Regionalbanken	22,9	12,2	24,3	12,3
Kreditgenossenschaften	21,9	11,6	27,2	13,7
Realkreditinstitute	20,6	11,0	18,3	9,2
Großbanken	11,4	6,1	12,3	6,2
Zweigstellen ausländischer Banken	1,3	0,7	1,0	0,5
Genossenschaftliche Zentralbanken	0,7	0,4	0,7	0,4
Gesamt	188,1	100	198,3	100

\* Bausparkassen gemäß Bankenstatistik der Deutsche Bundesbank ohne Volumenangabe.

Datenquelle: Deutsche Bundesbank 2016.

Die bedeutendste Fremdfinanzierungsquelle der gewerblichen Wohnungswirtschaft ist bis heute der öffentliche Bankensektor: Sparkassen, Banken mit Sonderaufgaben und Landesbanken sind die führenden Bankengruppen, wie Tabelle 1 zeigt. Damit wird die Wohnungswirtschaft zu fast 60% durch quasi staatliche Banken finanziert. Allerdings konnten Kreditgenossenschaften seit Anfang 2015 ihren Marktanteil von 11,6% auf 13,7% im II. Quartal 2016 deutlich steigern.

Die anhaltende Niedrigzinsphase wirkt sich negativ auf das Geschäftsmodell der meisten Banken und Sparkassen aus. So berichtet das Handelsblatt im Frühjahr 2015: »Angesichts der Magerzinsen stellen sich die deutschen Sparkassen auf sinkende Erträge ein. Vor allem der Zinsüberschuss, ihre wichtigste Einnahmequelle, gerät unter Druck: Er werde in den kommenden fünf Jahren um 15 Prozent fallen, sagte Sparkassenpräsident Georg Fahrenschon: ›Wenn der Zins praktisch abgeschafft ist, könne das nicht ohne Auswirkungen bleiben« (Atzler/Drost 2015, S. 32). Daher bedeutet das derzeitige volumenmäßig starke Engagement der Sparkassen in der Finanzierung von Wohnungsunternehmen keinesfalls zwingend auch, dass es sich um dauerhaft stabile Finanzierungspartner der Wohnungswirtschaft handelt.

Doch nicht nur die Zentralbankpolitik und das Niedrigzinsniveau belasten den Bankensektor, sondern auch die europäische Bankenregulierung. Die mit dem Stichwort »Umsetzung von Basel III« verbundenen Maßnahmen greifen grundlegend in das Geschäftsmodell eines Kreditinstituts ein. Vor allem Retail-Häuser, wie Sparkassen sowie auch Kreditgenossenschaften als ebenfalls bedeutende Marktakteure im Wohnungsbaukreditgeschäft, sind hiervon betroffen. Denn nicht nur eine deutliche Erhöhung des Eigenkapitals, auch die Leverage Ratio, d.h. die maximale Verschuldungsgrenze, werden die typischerweise großvolumigen Finanzierungen von Wohnungsunternehmen reglementieren, da hohe Kreditsummen einzelner Kreditnehmer aus Kreditportfoliosicht Klumpenrisiken beinhalten. Durch die Einführung von Liquiditätsregeln wird zudem die Fristentransformation, d.h. die kurzfristige Refinanzierung langfristiger Kredite, eingeschränkt, so dass es zu einer Verkürzung der bislang in Deutschland gewohnten mindestens zehnjährigen Zinsbindung kommen kann. Hohe Kreditvolumina mit langen Laufzeiten werden damit für Sparkassen sukzessive uninteressanter. Letztlich wird die Bankenlandschaft weiter an Marktteilnehmern verlieren und Fusionen unter Banken sind wahrscheinlicher. Es wird daher empfohlen, rechtzeitig neue Wege der Kapitalbeschaffung zu prüfen (vgl. auch GdW 2012, S. 6 f.).

Nicht enthalten in Tabelle 1 ist das zunehmende Kreditvolumen der Versicherungsinstitute, die sich zwar im Bereich der Wohnungswirtschaft auf der Suche nach sicheren und kursrisikofreien Kapitalanlagen zunehmend engagieren, dennoch derzeit über verschwindend geringe Finanzierungsmarktanteile verfügen. Versicherungsinstitute sind im Vergleich zum Bankensektor insofern begünstigt, als dass sie den Regelungen von Basel III nicht unterliegen. Allerdings wird ab 2016 analog zu Basel III »Solvency II« in Kraft treten, also eine intensiviertere Regulierung

der Versicherungswirtschaft. Demnach werden auch Versicherungsgesellschaften künftig Finanzierungen mit Eigenkapital unterlegen müssen und dies im signifikanten Ausmaß, so dass nicht mit einem nachhaltigen Engagement der Versicherungswirtschaft als Finanzier der Wohnungsunternehmen zu rechnen ist.

Historisch begründet dominiert in Deutschland das Bankenfinanzierungssystem. Weltweit nimmt jedoch die Bedeutung des Kapitalmarktfinanzierungssystems zu. Voraussetzung für eine Finanzierung über den Kapitalmarkt ist die ausreichende Verfügbarkeit von Informationen als Basis sowohl für effiziente Preise als auch für die Einschätzung von mit Investitionsentscheidungen verbundenen Risiken (vgl. Francke 2006, S. 36 f.). Der öffentliche Zugang zu Kapitalmärkten ermöglicht durch Verbriefung von Fremd- und/oder Eigenkapital in Anleihen und/oder Aktien den Handel dieser Wertpapiere insbesondere an Börsen. Eine breite Anlegerschaft erhält Zugang zu Finanzkontrakten, diversifizierte Portfolios können zur Allokation von Risiken gebildet werden und Handelsmöglichkeiten reduzieren das anlegereigene Liquiditätsrisiko durch die Individualisierung der Haltedauer.

In Deutschland ist traditionell das klassische Bankdarlehen das wichtigste Instrument in der Außenfinanzierung von Wohnungsunternehmen. Damit wurden in der Vergangenheit sehr gute Erfahrungen gemacht. Die langfristige Zinsbindung der grundpfandrechtlich gesicherten Bankkredite gewährt den Investoren darüber hinaus ein hohes Maß an Planungssicherheit und bietet andererseits auch für die Mieter eine sichere Basis, da Zinserhöhungen ansonsten Mieterhöhungen zur Folge haben könnten.

Die Verbriefung von Finanzkontrakten setzt ein Mindestvolumen voraus. Vor allem kleine und mittlere Unternehmen haben dadurch lediglich eingeschränkt die Möglichkeit der Kapitalaufnahme an Finanzmärkten. In den meisten Situationen ist aber nicht der kurzfristig mögliche Verkauf von Wertpapieren, sondern eine längere Bindung zwischen Kapitalgeber und Kapitalnehmer unter ökonomischen Gesichtspunkten sinnvoll (vgl. Spremann/Gantenbein 2013, S. 58 f.). Mit der Einführung von Börsensegmenten für explizit kleinere Kapitalbedarfe wurde den Anforderungen des Mittelstands schon Ende der 1990er Jahre auf der Eigenkapitalseite und seit 2010 auf der Fremdkapitalseite entsprochen. Beide Börsenengagements erregten allerdings mediales Aufsehen durch hohe Anlagerisiken des in Deutschland relativ intransparenten Mittelstands.

Die direkte Finanzierung auf Kapitalmärkten verursacht weit höhere Transaktionskosten für Wohnungs-



unternehmen als die Aufnahme eines Bankdarlehens. Aus Unternehmenssicht kann die weitgefaste Informationspflicht dazu unerwünscht sein, insbesondere, wenn es sich um eine Unternehmensform handelt, die mehr Verschwiegenheit zulässt – ein Sachverhalt der für Wohnungsunternehmen eher nicht zutrifft. Den direkten Zugang zum Kapitalmarkt zur Finanzierung nutzen demzufolge überwiegend nur größere und etablierte Unternehmen (Gischer/Herz/Menkhoff 2012, S.29f.). Vor diesem Hintergrund ebneten Deutschlands größte Wohnungsunternehmen (Deutsche Annington, Gagfah, GSW, Deutsche Wohnen, TAG etc.) den Weg an die Börsen und positionierten innerhalb der letzten fünf Jahre das Geschäftsmodell Wohnungswirtschaft bei international ausgerichteten Investoren. So heißt es im Handelsblatt von Anfang Dezember 2014: *„Nach den von Victoria Partners ausgewählten werttreibenden Kriterien kristallisieren sich Annington und Deutsche Wohnen, die Nummer zwei unter den börsennotierten Vermietern, als Anlagefavoriten heraus“* (Reichel, S.36). Die Erfolge der großen Wohnungsunternehmen an den Börsen und die Einführung von Mittelstandssegmenten mit geringeren Emissionsanforderungen verhelfen auch Wohnungsunternehmen zu bankenunabhängigen Finanzierungen über die börsenorganisierten Kapitalmärkte (vgl. Müller 2011, S.874).

Mit dem Grünbuch zum Aufbau einer Kapitalmarktunion im Rahmen der Investitionsoffensive der Junker-Kommission zielt die Europäische Union auf die Verbesserung der Integration und Entwicklung der Kapitalmärkte der 28 EU-Mitgliedstaaten. Gestärkt werden soll die Finanzierung der Wirtschaft, insbesondere durch die Verbilligung der Kapitalbeschaffung für kleine und mittlere Unternehmen (KMU). Die Maßnahmen sollen dazu beitragen, die Abhängigkeit vom Bankensektor zu reduzieren (vgl. Europäische Kommission 2015). Aus deutscher Sicht sollte dabei aber beachtet werden, dass sich die Drei-Säulen-Struktur des deutschen Bankenwesens gerade im Zuge der Finanzkrise als finanzmarktstabilisierend erwiesen hat. Ein gesunder Bankenmarkt ist aus deutscher Sicht für die Etablierung einer Europäischen Kapitalmarktunion daher unerlässlich (vgl. VÖB 2015, S.6).

Zusammenfassend gilt es Finanzierungsstrategien zu entwickeln, die diversifiziert die Angebote von Kreditgebergruppen wie z. B. Banken, Sparkassen und Versicherungen sowie Kapitalmarktfinanzierungen beinhalten. Dabei ist die eigene Unabhängigkeit sowie die Nutzung von Chancen ein entscheidender Faktor für die Zukunft der Finanzierung von Wohnungsunternehmen (vgl. auch GdW 2012, S.8).

## 2 Modernes Finanzmanagement in Immobilienunternehmen

Eine Finanzierungsstrategie muss integraler Bestandteil der Unternehmensstrategie sein. Finanzierungsmaßnahmen sind individuelle Lösungen der Kapitalbeschaffung im Rahmen spezifischer Geschäftsmodelle. Das wohnungswirtschaftliche Geschäftsmodell zeichnet sich durch stabile Cash flows aus. Die langfristige Planung ist somit wesentlich, um Finanzierungsstrategien speziell für Wohnungsunternehmen zu entwickeln. Diese Langfristorientierung erfordert ein aktives Zins- und Risikomanagement. Darüber hinaus sind die kontinuierliche Optimierung des Darlehensportfolios, eine innovative Produktentwicklung sowie die Nutzung alternativer Finanzierungsinstrumente wesentliche Strategiebausteine. Die in Abbildung 1 gestellten Fragen sollten Wohnungsunternehmen unterstützen, ihre jeweils individuellen Finanzierungsstrategien abzuleiten.

Hat die Unternehmensführung die in Abbildung 1 gestellten Kernfragen beantwortet, ist zu prüfen, welche Finanzierungsinstrumente die Finanzierungsstrategie bestmöglich realisieren. Eine grundlegende Charakterisierung der Finanzierungsarten ist hierzu dienlich. Abbildung 2 veranschaulicht, welche Finanzierungsinstrumente den Unternehmen im Wesentlichen für geplante Investitionen zur Verfügung stehen.

### Bankkredit

Der klassische Bankkredit wird von Banken und Sparkassen vergeben. Zugrunde liegt ein Kreditvertrag. Die Rückzahlung durch den Kreditnehmer erfolgt in einem festgelegten Zeitraum. Für die Kapitalüberlassung sind feste oder variable Zinsen zu zahlen. Er ist ein standardisiertes Produkt, das dem Kreditnehmer Planbarkeit bietet. Die Darlehensaufnahme erfolgt direkt beim Kreditinstitut. Aufgrund der Besicherung durch Immobilien sind günstige Konditionen darstellbar. Die Auswirkungen von Basel III auf die Geschäftspolitik der Kreditinstitute sind jedoch mit Unsicherheiten verbunden.

### Versicherungskredit

Der Versicherungskredit zählt vorwiegend zu den Geschäftsaktivitäten großer Versicherungskonzerne auf der Suche nach sicheren und kursrisikofreien Kapitalanlagen. Die Darlehensvergabe erfolgt direkt durch die Versicherungsgesellschaften. Wie beim klassischen Bankdarlehen dienen Immobilien auch hier als Sicherheit. Auch der Versicherungskredit bietet dem Kreditnehmer Planbarkeit durch Lang-



**Abb. 1: Kernfragen zur Entwicklung einer Finanzierungsstrategie**

- Wie ist mein Geschäftsmodell?
- Wie binde ich die Finanzierung in die Unternehmensstrategie/-steuerung mit ein?
- Welche Risikobereitschaft und Risikotragfähigkeit besteht, welche Grenzwerte?
- Unter welchen Bedingungen arbeiten wir mit welchen Banken?
- Welche Informationspolitik will ich betreiben?
- Welche Kapitalquellen will ich nutzen?
- Welche Zuständigkeiten, Abläufe und IT-Instrumente sind erforderlich?

Quelle: in Anlehnung an Keich 2012

**Abb. 2: Finanzierungsinstrumente**

Quelle: eigene Darstellung

fristigkeit. Zudem sind große Volumina möglich. Die Refinanzierung erfolgt weitgehend unabhängig vom Kapitalmarkt aus eigenen Finanzierungsquellen, so dass sie laut GdW von den Kapitalmarktverwerfungen seit 2008 nur wenig beeinträchtigt sind (vgl. GdW 2012, S. 35). Dennoch sind die Konditionen begrenzt durch das Geschäftsmodell der Versicherungen. Außerdem werden gewöhnlich nur Realkredite vergeben. Die Auswirkungen von Solvency II antizipieren große Unsicherheiten in der Geschäftspolitik der Versicherungen.

### **Unternehmensanleihen**

Anleihen verbriefen Forderungen zu handelbaren Urkunden (vgl. ausführlich Knüfermann 2014, S. 42–45). Es sind Forderungspapiere, mittels derer am in- und ausländischen Kapitalmarkt in größerem Umfang Fremdkapital aufgenommen werden kann. Juristisch werden sie als Schuldverschreibungen bezeichnet, die Gläubigerrechte wie das Recht auf Tilgung und das Recht auf Verzinsung verbriefen. Immobiliensicherheiten sind nicht zwingend zu unterlegen. Begeben werden Anleihen standardmäßig nur öffentlich und von juristischen Personen. Die standardisierte Anleihe ist festverzinslicher Natur, der Zins wird Kupon genannt. Anleihen können aber auch mit variabler Verzinsung gestaltet werden (sogenannte Floating Rate Note). Die Zinszahlungen erfolgen zumeist jährlich. Ausschlaggebend für den Platzierungserfolg von Anleihen ist jedoch die Effektiv-, nicht die Nominalverzinsung. Die tatsächliche Verzinsung des eingesetzten Kapitals wird durch die Effektivverzinsung ausgedrückt. In die Berechnung fließen Ausgabeab- und aufschläge, Gebühren sowie Kursgewinne und -verluste ein. Die Kuponzahlungen bei festverzinslichen Anleihen beziehen sich auf den Nominalbetrag der Emission. Der Kupon der Erstemission liegt c.p. über dem Darlehenszins, da in den Kupon der Risikoaufschlag der Erstemission einfließt. In Form einer Risikoprämie verlangen risikoaverse Investoren für das Tragen der Risiken insbesondere bei Erstemission eine Kompensation (vgl. Spremann/Gantenbein 2013, S. 85f.). Vor diesem Hintergrund sind Anleihefinanzierungen nur sinnvoll, wenn sie revolving vollzogen werden oder es zu weiteren Emissionen nach der Erstemission kommen wird. Anleihen unterliegen aus Investorensicht gravierenden Risiken, wie vor allem dem Ausfallrisiko, dem Zinsänderungsrisiko, dem Inflationsrisiko sowie dem Währungsrisiko bei Fremdwährungsanleihen. Laufzeit und Tilgung sind flexibel. Die Laufzeit liegt zumeist zwischen drei und fünf Jahren. Die Schuldner können sich das Recht auf Kündigung vorbehalten. Die Rückzahlung kann gesamt am Ende der Laufzeit oder in Teilabschnitten erfolgen, sie erfolgt dabei zumeist zum Nennwert.

Eine wesentliche Hürde bei der Kapitalmarktfinanzierung stellt das Mindestanleihevolumen dar. Bis 2010 waren Anleihen unter Euro 100 Mio. eine Ausnahme. Ab 2010 gründeten verschiedene deutsche Börsen spezielle Segmente für Unternehmen des Mittelstands (z.B. „Bondm“ in Stuttgart). Die auf Euro 10 bis 30 Mio. gesunkenen Mindestanleihevolumina ermöglichen auch größeren Wohnungsunternehmen die Anleiheemission an den Börsen. Einen Zinsabschlag im Kupon können Unternehmen durch Covenants, das sind zusätzliche Vereinbarungen wie Ausschüttungssperren oder vorzeitige Rückzahlungsoptionen, erreichen. Unternehmensanleihen müssen jedoch nicht zwingend an Börsen notiert sein. Bei Direktplatzierungen sinken nämlich erstens die Emissionskosten und zweitens die Mindestemissionsvolumina.

Vor allem Wohnungsgenossenschaften haben erste Erfahrungen mit Anleiheemissionen innerhalb der Gruppe ihrer Mitglieder gewonnen (vgl. ausführlich Hische 2012). Die Ausgabe von Anleihen – in GdW (2010) werden stets Inhaberschuldverschreibungen spezifiziert – generiert zusätzliches Kapital für die Genossenschaft unter Verringerung der Finanzierungskosten. Da ein Mindestmaß an Know-how für die Emission vonnöten ist, ist sehr kleinen und ehrenamtlich geführten Wohnungsgenossenschaften von dieser Finanzierungsform abzuraten. Die Wohnungsgenossenschaft steht dabei in besonderer Verantwortung zu ihren Mitgliedern: Ist die Kapitalbeschaffung über Kreditinstitute nicht mehr möglich, sollte auch dieses Finanzierungsinstrument keinen Einsatz finden. Die Anleiheemission zum Nennbetrag ist an Voraussetzungen gebunden: Entweder ist ein Rechtsgeschäft dieser Art in der Satzung verankert oder die Vertreter- bzw. Mitgliederversammlung fasst hierzu einen Beschluss mit Dreiviertelmehrheit. Zwar ist die Ausgabe von Anleihen als Inhaberschuldverschreibungen kein erlaubnispflichtiges Bankgeschäft im Sinne des Kreditwesengesetzes, doch sind Inhaberschuldverschreibungen Wertpapiere, so dass das Wertpapierprospektgesetz Anwendung findet. Kleinstemissionen unter 100 Tsd. Euro sind prospektfrei, allerdings wegen des kleinen Emissionsvolumens auch unwirtschaftlich. Die Prospektspflicht entfällt auch dann, wenn das öffentliche Angebot von Anleihen nur an einen begrenzten Personenkreis erfolgt. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) setzt hierzu voraus, dass die Ausgabe nur an Genossenschaftsmitglieder erfolgt und in der Mitgliederversammlung die Mitglieder einen Beschluss über Ausgestaltung und Ausgabe der Anleihe fassen. Eine Beschlussfassung durch die Vertreterversammlung allein reicht nicht aus zur Vermeidung der Prospektspflicht. Eine eigens zu diesem Zweck einberufene Mitgliederversammlung sowie eine entsprechende

Grundlage in der Satzung sind hierzu nötig. Die ausgebende Genossenschaft führt ein Gläubigerbuch, in der jede Urkunde verzeichnet ist. Die Ausgestaltung der Konditionen ist flexibel, entsprechend den Anlagestrategien der Mitglieder können Nennbetrag, Laufzeit und Verzinsung der Anleihen variieren. Die Zinszahlung erfolgt zumeist jährlich, innerhalb der Laufzeit können die Zeitabstände jedoch frei gewählt werden. Möglich ist die Zinszahlung nach dem Kuponprinzip, der Bogen der Urkunde enthält in diesem Fall die Anzahl der Kupons entsprechend der Laufzeit. Anleihen sind als Verbindlichkeit zu passivieren in Höhe des Nennbetrages, die Zinszahlungen werden als Aufwand erfasst in der Gewinn- und Verlustrechnung. Die Genossenschaft generiert nicht nur zusätzliches Kapital, sie stärkt auch die Mitgliederbindung, da die Mitglieder gemäß dem Grundprinzip der Selbstverwaltung selbst über die Ausgabe von Inhaberschuldverschreibungen entscheiden können (vgl. GdW 2012, S. 81f.).

### Schuldscheindarlehen

Es handelt sich um ein Darlehen, nicht um ein Wertpapier, das mit der Ausstellung eines Schuldscheines von Kreditinstituten, Kapitalsammelstellen oder Versicherungen verbunden ist (vgl. ausführlich Knüferrmann 2014, S. 45f.). Das Schuldscheindarlehen wird nicht an der Börse gehandelt, sondern bei Kapitalsammelstellen in größeren Kredittranchen platziert. Es sind langfristige, anleiheähnliche Großkredite, insbesondere an die öffentliche Hand und an Industrieunternehmen. Die Verzinsung richtet sich am Kapitalmarkt aus. Aufgrund der Nicht-Handelbarkeit im Vergleich mit Anleihen (keine Emissionskosten) liegen Effektivrendite und Zinssatz des Schuldscheindarlehens tendenziell über der Kapitalmarktrendite. Der Darlehensnehmer wiederum profitiert von geringeren Transaktionskosten und einem Zinssatz unterhalb des Bankkreditzinses. Die Kreditbedingungen sind flexibel hinsichtlich Volumen und Laufzeit, die ersten Jahre sind häufig tilgungsfrei, die jährlichen Tilgungsquoten im Anschluss gleichbleibend. Immobiliensicherheiten sind gewöhnlich nicht zu stellen. Von Nachteil sind hohe Bonitätsanforderungen an die Darlehensnehmer, zudem ist eine vorzeitige Kündigung in der Regel nicht möglich. Vertragsänderungen müssen mit jedem Darlehensgeber einzeln verhandelt werden. Die Fungibilität ist begrenzt, Schuldscheindarlehen sind keine Inhaberpapiere. Trotzdem existiert ein kleiner Sekundärmarkt für den Handel. Der GdW beurteilt Schuldscheindarlehen für Wohnungsunternehmen als nur im Ausnahmefall geeignet (vgl. GdW 2012, S. 87).

## Wandelanleihen

Wandelanleihen sind in der Standardform festverzinsliche Wertpapiere für die Überlassung von Fremdkapital, die während der Laufzeit oder zum Laufzeitende in Aktien gewandelt werden können. Wegen der Wandelbarkeit wird das zur Verfügung gestellte Fremdkapital hybrides Kapital genannt. Wandelanleihen bestehen also aus einer Anleihekomponekte und einer Optionskomponente. Sie sind Schuldverschreibungen börsennotierter Aktiengesellschaften, bei denen sowohl ein Anspruch auf Zinszahlung und Rückzahlung des Nennwerts als auch auf ein Wandlungsrecht in eine festgelegte Anzahl an Stammaktien der ausgebenden Unternehmung innerhalb eines bestimmten Zeitraums besteht. Zu Beginn nimmt das emittierende Unternehmen Fremdkapital zu günstigen Zinskonditionen auf. Mit dem Umtausch in Aktien generiert die Gesellschaft Eigenkapital, der Investor wird zum Aktionär mit der Chance, an Kursgewinnen der Aktie zu partizipieren. Die Wandelanleihe erlischt. Alternativ kann die Wandelanleihe zum Laufzeitende bar zurückgezahlt werden. Auf Grund der impliziten Optionskomponente verzinst sich die Wandelanleihe *ceteris paribus* gegenüber der klassischen Unternehmensanleihe zu einem günstigeren Kupon. Immobiliensicherheiten sind nicht beizubringen

## Derivate

Derivate dienen nur indirekt der Finanzierung. Sie ermöglichen die Trennung von Liquiditäts- und Zinsmanagement. Derivate sind Termingeschäfte, mit denen vereinbart wird, dass Leistung sowie Gegenleistung zu unterschiedlichen Zeitpunkten erfolgen. Preise bzw. Kurse von Derivaten werden von Preisen zugrunde liegender Basiswerte abgeleitet. Basiswerte sind z.B. Wertpapiere oder Kredite, ihre Marktpreise (Wertpapierkurse oder Zinssätze) bestimmen die Entwicklung der Derivatepreise. Zinsderivate ermöglichen z.B. flexibel die liquiditätsunabhängige Steuerung von Zinsrisiken durch Zinsaustauschvereinbarungen (= Zins-Swaps). Wohnungsunternehmen setzen Derivate vorwiegend in Kombination mit festverzinslichen oder variablen Krediten als Grundgeschäft ein, z.B. bei anstehenden Prolongationen (z.B. als Forwards). Bei Erfüllung der Kriterien von Sicherungsgeschäften können Derivate als Sicherungsbeziehung bilanziert werden. Der Nachweis, dass ein Sicherungsgeschäft vorliegt, kann erbracht werden, wenn wesentliche Kontraktmerkmale des Grundgeschäfts, z.B. Nominalbetrag oder Fristigkeit, mit dem Derivat übereinstimmen. Die Anforderungen an Bilanzierung, Überwachung und Dokumentation sind hoch.

Aufgrund der Vorgaben der European-Market-Infrastructure-Regulation (EMIR) müssen zukünftig grundsätzlich alle Derivatekontrakte über eine sogenannte zentrale Gegenpartei »gecleart« und an ein Transaktionsregister gemeldet werden. Für die Definition des Derivates greift EMIR auf die Vorgaben der Richtlinie 2004/39/EG (MiFID) zurück. Sämtliche dort genannten Finanzinstrumente zählen zu den Derivaten im Sinne von EMIR. Damit fallen die üblicherweise in der Wohnungswirtschaft als Sicherungsgeschäfte anzutreffenden Finanzderivate in Form von Zinsswaps und Zinsscaps unter den Anwendungsbereich von EMIR. Forwarddarlehen hingegen werden nicht von den EMIR-Anforderungen erfasst.

Die aus EMIR resultierenden Anforderungen sind für sogenannte finanzielle und nichtfinanzielle Gegenparteien unterschiedlich definiert. Die EMIR-Verordnung greift bei der Definition der finanziellen Gegenparteien auf die Definition des Instituts der EU-Bankenrichtlinie zurück. Demnach entsprechen Institute, die das Einlagen- und Kreditgeschäft betreiben, der finanziellen Gegenpartei. Wohnungsgenossenschaften mit Spareinrichtung fallen nicht unter diese Definition. Wohnungsunternehmen, die Finanzderivate abgeschlossen haben, müssen die Anforderungen der EMIR-VO an nichtfinanzielle Gegenparteien erfüllen.

## 3 Fazit und Ausblick

Im Zuge zunehmender Bankenregulierungen, die mit höheren Anforderungen an die Eigenkapitalunterlegung von Bankkrediten einhergehen, wird sich nicht nur das Kreditvergabeverhalten der Kreditinstitute verändern, der Bankensektor an sich ist Anpassungen unterworfen. Verstärkt wird diese Entwicklung durch Ertragsprobleme des Bankensektors während der Niedrigstzinsphase. Wohnungsunternehmen, die ihre Investitionen traditionell durch hochvolumige langfristige Bankdarlehen finanzieren, sind geraten, nicht nur ein aktives Finanzmanagement zu betreiben, sondern sich langfristig auch alternativen Finanzierungsinstrumenten zu öffnen.

Die Finanzierungsstruktur von Wohnungsbauinvestitionen ist traditionell geprägt durch langfristig grundpfandgesicherte Kredite. Dieses System hat sich auch in der Finanz- und Wirtschaftskrise der letzten Jahre bewährt. Eine mögliche Instabilität der Kreditgeber könnte z.B. dazu führen, dass bei Kreditprolongationen das Kreditinstitut unter Verschlechterung der Kreditkonditionen gewechselt werden muss. Bei der Finanzierung von Wohnungsbauinvestitionen zeigen sich zudem strukturelle Zinssatznachteile bei kleineren Wohnungsunternehmen gegenüber großen, die

sowohl mit mehr Wissen hinsichtlich der Marktsituation als auch mit mehr Verhandlungsmacht die Kreditverhandlungen führen.

Die für börsennotierte Unternehmensanleihen gesunkenen Mindestvolumina von 10 bis 30 Mio. Euro übersteigen jedoch vielfach weiterhin den Investitionsbedarf von Wohnungsunternehmen. Gemeinschaftsanleihen mehrerer Wohnungsunternehmen könnten hier eine Lösung darstellen nach dem Vorbild kommunaler Gemeinschaftsanleihen. Die Bereitschaft, alternative Finanzierungsinstrumente zur Investitionsfinanzierung einzusetzen, ist aufgrund der derzeitigen günstigen Kreditfinanzierung über Banken gering. Die Kompatibilität von Anforderungen der Wohnungswirtschaft und der verfügbaren Finanzierungsinstrumente sollte unabhängig davon weiter vorangetrieben werden, um eine echte Alternative zur Bankenfinanzierung aufzuzeigen. ■

## Abstract

Is the market for financing real estate changing? Are there alternative instruments for financing real estate projects beside the classical bank loan and are there such instruments, what are they about? This paper focuses on alternative instruments additionally to the classical bank loan. Chapter one shows the necessity to analyse alternative financial instruments based on the actual market situation. Chapter two is about modern financial management of residential and real estate enterprises, explaining financial strategies and looking for fitting alternative financial instruments, concentrating on corporate bonds, which are receiving high interest on the one hand, but also bearing high risks on the other hand.

## Literatur/Quellen

ATZLER/DOST (2015) – Atzler, E.; Drost, F. M.: *Angriff auf das Kerngeschäft*. In: *Handelsblatt*, 13.–15. März 2015, Nr. 51, S. 32.

EUROPÄISCHE KOMMISSION (2015) – Europäische Kommission: *Finanzmittel für Wachstum in Europa erschließen*. URL: „[http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/index\\_de.htm](http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/index_de.htm)“ (Abruf am 12. Juli 2015).

FRANCKE (2006) – Francke, H.-H.: *Kapitalmarktfinanzierung versus Bankenfinanzierung – Finanzintermediäre im Strukturwandel europäischer Finanzierungssysteme*. In: Rolfes, B. (Hrsg.): *Herausforderung Bankmanagement – Entwicklungslinien und Steuerungsansätze*. Frankfurt a. M.: Knapp; S. 33–47.

GdW (2010) – GdW/Bundesverband deutscher Wohnungs- und Immobilienunternehmen e.V.: *Inhaberschuldverschreibungen – Ein alternatives Finanzierungsinstrument für Wohnungsgenossenschaften*, GdW Information 125. Berlin, hektographiertes Manuskript.

GdW (2012) – GdW/Bundesverband deutscher Wohnungs- und Immobilienunternehmen e.V.: *Finanzierung in der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft*, GdW Arbeitshilfe 65. Berlin, hektographiertes Manuskript.

GdW (2014) – GdW/Bundesverband deutscher Wohnungs- und Immobilienunternehmen e.V.: *GdW Wohnungswirtschaftliche Daten und Trends 2014/2015*. Berlin, hektographiertes Manuskript.

GISCHER/HERZ/MENKHOFF (2012) – Gischer, H.; Herz, B.; Menkhoff, L.: *Geld, Kredit und Banken*, 3. Auflage. Heidelberg: Springer.

HISCHE (2013) – Hische, J.: *Mittelstandsanleihen für die Wohnungswirtschaft?* In: *Immobilien & Finanzierung*, 64. Jg. (Heft 2), S. 62–64.

KEICH 2012 – Keich, Roland: *BBA Immobilienfinanzierung*, Vortrag 2012.

KNÜFERMANN 2013 – Knüfermann, M.: *Finanzierungsverhalten von Wohnungsgenossenschaften – eine empirische Studie*. In: *Immobilien & Finanzierung*, 64. Jg. (Heft 8), S. 266 f.

KNÜFERMANN 2013 – Knüfermann, M.: *Begründung und Möglichkeiten bankenunabhängiger Fremdfinanzierung von Wohnungsunternehmen*. In: *Zeitschrift für Immobilienwissenschaft und Immobilienpraxis*, 2. Jg. (Heft 1), S. 36–49.

MÜLLER 2011 – Müller, M.: *Wachstumsfinanzierung per Anleihe – Erfahrungen eines Mittelständlers*. In: *Immobilien & Finanzierung*, 62. Jg. (Heft 24), S. 874 f.

REICHEL 2014 – Reichel, R.: *Angriff auf das Kerngeschäft*. In: *Handelsblatt*, 04. Dezember 2014, Nr. 234, S. 36 f.

SPREMANN/GANTENBEIN (2013) – Spremann, K.; Gantenbein, P.: *Finanzmärkte*, 2. Auflage. Stuttgart: Lucius & Lucius (UTB).

VÖB 2015 – VÖB/Bundesverband öffentlicher Banken e.V.: *Die Europäische Kapitalmarktunion*. URL: »<http://www.voeb.de/download/die-europaeische-kapitalmarktunion>« (Abruf am 16. Juli 2015).



DIPL. KFM. FRANZ-BERND GROSSE-WILDE

# Bankenunabhängigkeit ohne Verzicht auf Bankgeschäfte – machen eigene Banken oder Spareinrichtungen Sinn?

*Wohnungsbaugenossenschaften haben in Deutschland die Möglichkeit, eigene Spareinrichtungen zu betreiben. Diese ermöglichen die Abwicklung von Bankgeschäften, ohne auf eine Geschäftsbank angewiesen zu sein und sind somit eine Alternative bei der Beschaffung von Kapital abseits der klassischen Finanzierung durch den Bankensektor. Der Beitrag beschreibt die Merkmale und die Funktionsweise dieser Rechtsformausprägung und gibt einen Überblick über praktische Erfahrungen am Beispiel der Spar- und Bauverein eG Dortmund.*

## 1 Einleitung

Insgesamt 47 Wohnungsbaugenossenschaften in Deutschland betreiben eine eigene Spareinrichtung als Hilfsbetrieb zur Unterstützung des wohnungswirtschaftlichen Förderauftrags. Getreu des Grundsatzes »Erst das Sparen, dann das Bauen« hat sich dieses branchenverbindende Geschäftsmodell seit weit mehr als hundert Jahren bewährt und ist gutes Beispiel für eine Organisationsform, in der eine Diversifizierung von Finanzierungsquellen sowie eine bankenunabhängigere Unternehmensfinanzierung gelingen kann. Allerdings haben hohe Anforderungen an die Aufbau- und Ablauforganisation sowie die anhaltende Niedrigzinsphase gerade in den letzten Jahren bewirkt, dass Neugründungen weiterer »Spar- und Bauvereine« nur vereinzelt zu verzeichnen waren.

Im Folgenden werden Charakteristika, Funktionsweise und praktische Erfahrungen mit dieser Rechtsformausprägung insbesondere am Beispiel der Spar- und Bauverein eG Dortmund vorgestellt. Als ein Finanzierungsansatz außerhalb der klassischen Darlehenswelt wird schließlich die Frage aufgeworfen, ob die Idee der Spareinrichtung als Teilbank auch unternehmens- und rechtsformübergreifend, durch Gründung einer sogenannten »Spareinrichtung der Wohnungswirtschaft«, nutzenstiftend sein könnte.

## 2 Grundidee und Verbreitung

Die ersten Wohnungsbaugenossenschaften mit Spareinrichtung wurden beginnend ab dem Jahre 1885 gegründet, in einer Zeit, in der noch keine Wohnungsbauförderung existierte. In Anlehnung an den Kerngedanken jeder genossenschaftlichen Organisation, in Gemeinschaft das Handlungsspektrums jedes Mitglieds auszuweiten, werden seitdem in mittlerweile 47 Wohnungsbaugenossenschaften mit Spareinrichtung die von den Mitgliedern und ihren Angehörigen (i. S. von § 15 Abgabenordnung) gesparten Gelder überwiegend zur internen Projektfinanzierung eingesetzt.

Einige Spareinrichtungen haben zwischenzeitlich ein Einlagevolumen von jeweils über Euro 100 Mio. er-

**Dipl. Kfm.  
Franz-Bernd Große-Wilde**

Vorstandsvorsitzender der Spar- und Bauverein e.G. Dortmund

Kontakt:  
sparbau@sparbau-dortmund.de





reicht, so auch die traditionsreiche Spareinrichtung der Spar- und Bauverein eG Dortmund.

Alle Wohnungsbaugenossenschaften – unabhängig ob mit oder ohne Spareinrichtung – sind per Gesetz angewiesen, eine Mitgliedschaft in einem genossenschaftlichen Prüfungsverband zu zeichnen und diesen Prüfungsverband dann mit der jährlichen Jahresabschlussprüfung zu beauftragen. Spitzenverband der Wohnungswirtschaft ist der GdW Bundesverband der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft Berlin e. V. (ca. 2.000 Wohnungsbaugenossenschaften sowie 1.000 weitere Wohnungsunternehmen anderer Rechtsform sind dort Mitglied): Es lag also nahe, die Jahresabschlussprüfung aller Spareinrichtungen über die Regionalverbände des GdW Berlin sowie die Interessenbündelung dieser »Exoten in der Bankenlandschaft« unmittelbar über den GdW Berlin zu organisieren.

Der GdW Berlin betreibt aber längst nicht allein die Interessenvertretung der Wohnungsbaugenossenschaften mit Spareinrichtung gegenüber Recht, Gesetz sowie allen Stakeholdern, er bündelt zudem alle Informationen für die betroffenen Unternehmen, entwickelt Handlungsempfehlungen und hat ein detailscharfes Sicherheitsmanagement für die Institute aufgebaut. Ein Beirat wacht über die freiwillige Sicherungseinrichtung im GdW Berlin, die durch jährliche Einzahlungen der Spareinrichtungen (in Abhängigkeit von der Höhe der Sparvolumina) stetig anwächst.

### 3 Das Kreditwesengesetz (KWG) als Regelungsrahmen

Spareinrichtungen als Hilfsbetriebe zur Unterstützung des wohnungswirtschaftlichen Förderauftrags sind insofern nur Teilbanken, als ihr Geschäftszweck allein auf das Spargeschäft ausgerichtet ist. Es werden keinerlei Darlehen ausgereicht, weder Privat- noch Investitionskredite vergeben.

Dennoch findet das Kreditwesengesetz auch bei Spareinrichtungen Anwendung: Eine Vielzahl von Auflagen zur Organisation des Geschäftsbetriebs, zur Fachqualifikation von Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern sowie Vorgaben zu Risikomanagement und Revision begünstigen auf der einen Seite Solidität, Professionalität und Sicherheit, führen andererseits jedoch zu hohem Verwaltungs- und Schulungsaufwand sowie zu inhaltlichen Handlungsweisen weit weg von der eigentlichen wohnungswirtschaftlichen Aktivitätspalette.

Vorstandsmitglieder einer Wohnungsbaugenossenschaft müssen mittlerweile allesamt eine Bankqua-

lifikation nachweisen und auch an die Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter werden – über die fachliche, soziale und serviceorientierte Kompetenz hinaus – besondere Anforderungen an die Zuverlässigkeit und Vertraulichkeit gestellt. Jenseits der eigentlichen Kundenbetreuung ist zudem eine sogenannte »Zentrale Stelle« je Unternehmen einzurichten: Der/die Beauftragte hat sich sowohl mit der Aktualisierung und Einhaltung der Complianceregeln im Unternehmen zu befassen, ist darüber hinaus etwa für die Terrorismus- und Geldwäscheprävention zuständig.

Im Rahmen der Aufbau- und Ablauforganisation haben Wohnungsbaugenossenschaften mit Spareinrichtung die sogenannten »Mindestanforderungen an das Risikomanagement« (MaRisk) umzusetzen; das risikoorientierte Management steht bei der Leitung des Geschäftsbetriebs eindeutig im Fokus. Die ständige Aufsicht nach dem KWG, monatliche Liquiditätsmeldungen sowie regelmäßige Anzeigepflichten an die BaFin (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*) gehören ebenfalls zu den Anforderungen an das Aufsichtswesen. Gemäss des Gesetzes zur Stärkung der Finanzmarkt- und Versicherungsaufsicht haben auch Aufsichtsratsmitglieder ihre Sachkunde nachzuweisen: So ist beispielsweise die Erstbestellung eines Aufsichtsratsmitglieds bei der BaFin anzeigepflichtig.

Einzelne Wohnungsbaugenossenschaften, die sich für die Grundidee einer Spareinrichtung begeistern, denen jedoch der vom KWG vorgegebene administrative und organisatorische Regelungsrahmen zu aufwendig erscheint, haben in der Vergangenheit die alternative Organisationsform einer sogenannten Spareinrichtung »light« gewählt: Außerhalb des umfassenden Regelungsbereichs des Kreditwesengesetzes geben sie beispielsweise Inhaberschuldverschreibungen aus oder binden Kapital mittels der Möglichkeit einer Zeichnung weiterer Genossenschaftsanteile. Jedoch auch bei Wahl dieser Varianten sind die Unternehmen nicht frei von Auflagen (wie z. B. der Prospekthaftung).

### 4 Ziele und Rentabilität von Spareinrichtungen

Wesentliche Ziele von Spareinrichtungen als Teilbanken sind die Diversifizierung der Finanzierungsquellen sowie eine bankenunabhängigere Unternehmensfinanzierung. Diese Aspekte sind gerade in der Wohnungswirtschaft von immenser Bedeutung, handelt es sich doch um eine ausgesprochen investitionsintensive Branche mit oft sehr langfristigen Planungshorizont und nur begrenztem Renditepotenzial.

Spareinlagen werden als relevante Finanzierungsquelle eingesetzt, um das Eigen- und sonstige Fremdkapital zur Finanzierung von Neubau-, Modernisierungs- und Instandhaltungsmaßnahmen sinnvoll zu ergänzen. Bei der Spar- und Bauverein eG Dortmund machen die Sparvolumina zum 31.12.2014 mehr als 25 % der Bilanzsumme von ca. 375 Mio € aus.

Ein lukrativer Finanzierungsmix kann, steht die Steigerung des Jahresüberschusses nicht im Vordergrund, beispielsweise zu mehr Investition für mehr Wohnqualität führen. Alternativ könnten bei sonst gleichen Bedingungen ggfs. günstigere Nutzungsgebühren oder attraktivere Zinsen für Spareinlagen resultieren.

Oberstes Ziel von Wohnungsbaugenossenschaften ist die Mitgliederförderung. Der Betrieb einer genossenschaftseigenen Spareinrichtung als weiterer Geschäftszweig kann also nur dann sinnstiftend sein, wenn sich daraus positive Förderleistungen für die Mitglieder ergeben. Eine positive Mitgliederbindung, im Vergleich der Märkte lukrative Zinssätze für die Sparer und positive Ausstrahleffekte des professionell geführten Sparbetriebs auf andere Geschäftszweige sind sicher Argumente, aus denen eine positive Förderleistung unmittelbar oder mittelbar abgeleitet werden kann.

Unverzichtbar bleibt darüber hinaus, dass im Geschäftszweig der Spareinrichtung – für sich gesehen – wirtschaftlich gearbeitet wird, eine positive Rentabilität erwirtschaftet wird. Dies ist gerade angesichts der anhaltenden Niedrigzinsphase, in der Sparerinnen und Sparer per se in der Regel Wertverluste hinnehmen müssen, eine besondere Herausforderung.

Im Konzert der Finanzierungsalternativen stellt sich die Situation derzeit folgendermaßen dar:

Zusätzliches Eigenkapital in Wohnungsbaugenossenschaften kann insbesondere durch eine Erhöhung der Jahresüberschüsse, die nicht in Form von Dividendenleistungen ausgeschüttet werden, sowie durch das Anwachsen des Geschäftsanteilkapitals gewonnen werden. Da bei vielen Wohnungsbaugenossenschaften, so auch bei der Spar- und Bauverein eG Dortmund, die auf den einzelnen Genossenschaftsanteil geleistete Dividende bislang unabhängig von der Marktsituation bei 4 % festgelegt war, stellt diese Form der Kapitalgewinnung in extremen Niedrigzinsphasen eine vergleichsweise teure Form der Kapitalgewinnung dar. Aktuell ist daher die Beschaffung von Finanzierungskapital über die genossenschaftseigene Spareinrichtung (bilanziell im Fremdkapital ausgewiesen) vergleichsweise attraktiver. Dies kann sich – im Falle, dass die Dividende auch in Zukunft

bei 4 % festgeschrieben bleibt – ändern, wenn die Marktzinssätze und damit auch die Sparzinsen wieder deutlich ansteigen sollten.

In Wohnungsbaugenossenschaften mit Dividendenleistung kann die »Zeichnung weiterer Genossenschaftsanteile« als Kapitalanlageform mit der Einlage von Spargeldern konkurrieren. Vor dem Hintergrund der aktuellen Niedrigzinsphase haben Vorstände von Wohnungsbaugenossenschaften deshalb häufig per Vorstandsbeschluss die Möglichkeit der Zeichnung weiterer Genossenschaftsanteile unterbunden. Nur selten sind Vorstandsmitglieder bislang dazu übergegangen, die Dividendenhöhe je Anteil zu reduzieren bzw. die Dividendenleistung auszusetzen.

Die alternative Betrachtung einer Fremdfinanzierung über die genossenschaftseigene Spareinrichtung bzw. über den Kapitalmarkt wird ebenfalls wiederum am praktischen Beispiel der Spar- und Bauverein eG Dortmund aufgezeigt: Die Durchschnittsverzinsung in dieser Spareinrichtung ist von 2,32 % zum 31.12.2012, auf 2,11 % zum 31.12.2013 bzw. auf 1,71 % zum 31.12.2014 gesunken. Betont werden soll an dieser Stelle, dass es sich eben um Durchschnittskostensätze über alle laufenden Sparverträge handelt. Aktuell können Abschlüsse je nach Sparform zu deutlich günstigeren Konditionen getätigt werden. Gleichzeitig hat sich in der Kundenerwartung einer weiter anhaltenden Niedrigzinsphase die Anlagedauer je Sparvertrag auf durchschnittlich 2,92 Jahre in 2014 deutlich erhöht. Dies ist im Sinne einer nachhaltigen Beschaffung von Finanzierungskapital mit entsprechender Planungssicherheit positiv zu werten. Es fallen im Jahresverlauf natürlich auch Verwaltungsaufwendungen für die Aufrechterhaltung der Spareinrichtung an, die ebenso in eine Gesamtrentabilitätsbetrachtung des Geschäftsbetriebs einzubeziehen sind wie Zinserträge für die in Anlage- und Umlaufvermögen vorgehaltenen Kassenbestände und Geldanlagen aus nicht investierten Spargeldern.

Für einen Vergleich der Finanzierungskosten über die Spareinrichtung bzw. über den Kapitalmarkt ziehen Wohnungsbaugenossenschaften mit Spareinrichtung in der Regel die offiziell ausgewiesene »Durchschnittsverzinsung von Wohnungsbaukrediten mit einer Laufzeit von 10 Jahren« heran. Hierfür wird zum Jahresschluss 2014 ein Durchschnittszinssatz von 2,50 % angegeben.

Im direkten Vergleich liegt dieser Wert zwar relativ deutlich über der durchschnittlichen Verzinsung von Spareinlagen bei der beispielhaft in die Betrachtung einbezogenen Wohnungsbaugenossenschaft zum Jahresschluss 2014, doch gilt es, Folgendes zu berücksichtigen: Im Rahmen der Kapitalmarktfinanzierung

ließe sich eine deutlich längere Zinsfestschreibung realisieren. So sind aktuell Zinsfestschreibungen bis 25 Jahre zu noch vergleichsweise attraktiven Konditionen keine Seltenheit.

In Abhängigkeit von den freien Beleihungsreserven, sonstigen Sicherheiten sowie der vorliegenden Bonität von Wohnungsgenossenschaften mit Spareinrichtung lassen sich in der Praxis zur Zeit darüber hinaus regelmäßig weit günstigere Zinssätze aushandeln als die per Jahresschluss 2014 ausgewiesenen 2,50 % bei 10-jähriger Zinsfestschreibung.

Das Marktumfeld der Niedrigzinsphase führt also dazu, daß die Fremdfinanzierung über den Bankensektor aktuell in der Regel die günstigere Finanzierungsvariante und die Variante mit der längeren Zinsbindung darstellt. Im Einzelfall kann diese Vorteilhaftigkeit jedoch variieren und kann auch bei Einbeziehung weiterer Argumente (z.B. Beleihungssituation im Unternehmen) unterschiedlich bewertet werden. Im Rahmen der langfristigen Finanzierungsstrategie spricht daher die Argumentation im Vorangegangenen für eine Diversifizierungsstrategie der Finanzierungsquellen aus Eigenkapital (als Haftungskapital besonders wertvoll und in bestimmten Größenordnungen ohnehin unverzichtbar), Kapitalmarktdarlehen und Spargeldern. Die Schwerpunktsetzung erfolgt dann jeweils in Abhängigkeit von der Marktsituation und den jeweils konkreten Angeboten.

## 5 Schlaglicht: Die demographische Entwicklung und ihre Folgen

### Absatz demographische Entwicklung allgemein

Nahezu 25 % aller Mitglieder der Spar- und Bauverein eG Dortmund sind 70 Jahre und älter, nochmals über 30 % aller Mitglieder sind zwischen 50 und 69 Jahre alt. Der hohe Anteil älterer Mitglieder ist spiegelbildlich auch bei den Sparern der Genossenschaft anzutreffen. Zudem sind die durchschnittlichen Einlagenbestände (Euro 12.707 in 2014 über alle 7.384 Sparkonten) älterer Sparer in der Regel höher.

Um Klumpenrisiken im Zeitablauf zu vermeiden, gilt es, eine passgenaue Zielgruppenansprache zu betreiben, lebensphasenstimmige Sparformen für alle Generationen (vom Juniorsparen bis zum Altersvorsorgesparen) ins Portfolio aufzunehmen, die beispielsweise auch die Erbgeneration ansprechen.

Zwar wird auch in Zukunft der persönliche Kontakt in der Kundenbeziehung im Fokus stehen, doch er-

scheint es aufgrund der zunehmenden Digitalisierung und der sich ändernden Gewohnheiten junger Menschen beispielsweise ratsam, Onlinedienste im Sparverkehr zu etablieren, um jederzeitige Erreichbarkeit zu gewährleisten.

## 6 Eine Branchenbank als unternehmensübergreifende Spareinrichtung?

Abschließend soll nun der Frage nachgegangen werden, welche Voraussetzung eine Branchenbank als unternehmensübergreifende Spareinrichtung erfüllen müsste, damit sie rechtsformübergreifend nutzenstiftend wirken könnte.

Grundvoraussetzung für eine Marktetablierung sind selbstverständlich im Marktvergleich attraktive Konditionen, passgenaue Produkte und eine kompetente Beratung. Innerhalb der Branche müsste zudem ein besonderer Kundenbezug hergestellt werden: Denn so wie die genossenschaftseigene Spareinrichtung einer Wohnungsbaugenossenschaft von ihrem lokalen Bezug, der Koppelung mit dem Geschäftsfeld der Wohnungswirtschaft, der »Mund-zu-Mund-Werbung« und vom persönlichen Erleben der Kunden profitiert, müsste die Branchenbank als unternehmensübergreifende Spareinrichtung ebenfalls einen persönlichen Bezug zu den Kunden (das können Wohnungsunternehmen oder die Kunden der Wohnungsunternehmen sein) über lokale Grenze hinweg schaffen.

Im Bankenkonzert haben sich eine Reihe von Bankinstituten sowie einzelne Finanzvermittler eine besondere Nähe zu den Wohnungsunternehmen erarbeitet. Sie pflegen den persönlichen Kontakt zu den Geschäftsführungen und Fachberatern der Unternehmen, sie sind in die Netzwerke der wohnungswirtschaftlichen Verbände eingebunden und bieten den Wohnungsunternehmen passgenaue Finanzierungsleistungen und eine persönliche Fachberatung an.

Sicher ist in diesem Kreis der branchennahen Finanzierungspartner immer wieder Platz für attraktive Neuinstitute. Eine erfolgreiche Marktplatzerung einer Branchenbank würde jedoch nicht über einzelne attraktive Finanzierungsangebote gelingen, das sogenannte »Gesamtpaket« müsste stimmen, die Exklusivität, Attraktivität und persönliche Nähe im Kreise der Anbieter müsste für die Kunden erlebbar werden. Weitere Voraussetzung für eine erfolgreiche Markteinführung wäre die Nachvollziehbarkeit im Sicherheitenmanagement. Kann die einzelne Wohnungsbaugenossenschaft mit Spareinrichtung ihren

Sparkunden die Sicherheit der eingelegten Gelder sehr anschaulich mit Verweis auf den beleihungsfreien Immobilienbestand darstellen, müsste die Branchenbank auch hier im übertragenen Sinne ihren Kunden das Sicherheitenmanagement überzeugend belegen können. Seriosität und ein risikobegrenzendes Management wären ohnehin Basis für ein erfolgreiches Wirtschaften in Kooperation mit der Branche. Dies betrifft ebenfalls ein faires und transparentes Agieren hinsichtlich des Provisionswesens sowie hinsichtlich eventuell anfallender Bearbeitungsgebühren.

Eine Positionierung im Netzwerk der Wohnungswirtschaft, z. B. in der Verbandslandschaft, wäre ebenfalls von großem Nutzen zur Kontaktaufnahme und -pflege mit den Entscheidern in den Wohnungsunternehmen.

## 7 Zusammenfassung

Wohnungsbaugenossenschaften mit Spareinrichtung sind ein Beispiel zur so oft geforderten Finanzierungsdiversifizierung. Im Rahmen dieser Organisationsform kann ein Finanzierungsmix in Abhängigkeit von der Situation an den Finanzierungsmärkten sowie eine möglicherweise bankenunabhängigere Unternehmensfinanzierung gelingen. Aufgrund der hohen Anforderungen an die Aufbau- und Ablauforganisation sowie mit Blick auf die anhaltende Niedrigzinsphase an den Kapitalmärkten, die Sparer gegenüber Konsumenten grundsätzlich benachteiligt, sind aktuell lediglich 47 Wohnungsbaugenossenschaften mit Spareinrichtung aktiv.

Zwar ist die Fremdfinanzierung über den Kapitalmarkt angesichts der aktuellen Marktbedingungen im Vergleich der Finanzierungsalternativen quasi unschlagbar, doch kann es zur weiteren Diversifizierung des Finanzierungsportfolios Sinn machen, Spareinlagen als Finanzierungsquelle einzubinden. Die erfolgreiche Marktplatzierung einer Branchenbank nach dem Vorbild der Wohnungsbaugenossenschaften mit Spareinrichtung ist davon abhängig, inwieweit es gelingt, ein stimmiges und sicherheitsorientiertes Gesamtpaket für die Branche zu etablieren: Exklusivität, Attraktivität und persönliche Nähe zum Endkunden sowie ein nachhaltiges Geschäftsmodell, das den Eigenheiten der Wohnungswirtschaft mit ihren sehr langfristigen Investitionsentscheidungen gerecht wird, wären maßgebliche Voraussetzungen. ■

---

### Abstract

German housing cooperations are able to establish own saving departments (similar to a bank). These departments allow them to execute bank operations independent from commercial banks and are an alternative to attract new capital besides the classical bank loan. This paper describes the characteristics and the functioning of these departments and gives an overview of practical experiences made by the Spar- und Bauverein eG Dortmund.



## Management und Organisation

PROF. DR. STEFAN KIRMSSE; DR. TIM SEBASTIAN NÄDELE

# Mögliche Entwicklungsrichtungen einer zukunftsorientierten Wohnungsbaufinanzierung

*Die deutsche Wohnungswirtschaft wird bei Finanzierungsfragen in Zukunft mit veränderten Rahmenbedingungen konfrontiert werden und sollte sich auf diese bereits heute einstellen. Es konnte gezeigt werden, dass regulatorische Aspekte, alternative Finanzierungsformen und die Entwicklung der Refinanzierungsmärkte einen nicht unerheblichen Einfluss auf die Finanzierung der deutschen Wohnungswirtschaft haben werden.*

## 1 Einleitung

Der deutsche Immobilienmarkt gewinnt seit einigen Jahren wieder stark an Bedeutung, nachdem der Markt die Jahre zuvor in den Hintergrund gerückt war, weil andere Vermögenmärkte von Investoren stärker nachgefragt wurden. Die wieder gewachsene Bedeutung lässt sich vorrangig an den steigenden Immobilienpreisen und der größer werdenden Zahl an Wohnungsbaufertigstellungen ausmachen. Die ansteigenden Immobilienpreise und die anwachsende Anzahl an Wohnungsbaufertigstellungen lassen sich durch das sehr niedrige Zinsniveau erklären, da sich ein niedriger Zinssatz positiv auf die Bewertung von Immobilien auswirkt und sich die Finanzierung von Neubauprojekten deutlich vergünstigt.

Heutzutage wird der größte Teil des Wohnungsbaus in Deutschland noch immer mit Hilfe der Bankwirtschaft finanziert. Zukünftig wird die Höhe des Engagements der Bankwirtschaft jedoch von verschiedenen Aspekten beeinflusst werden. Regulatorische Anforderungen, alternative Finanzierungsformen oder die Entwicklung der Refinanzierungsmärkte werden maßgeblich die Entwicklung der Wohnungsbaufinanzierung beeinflussen.

Somit stellt sich die Frage, mit welchen Herausforderungen die deutsche Wohnungswirtschaft bei der Finanzierung von Immobilien konfrontiert sein wird und welche alternativen Finanzierungsmöglichkeiten bestehen. Um sich diesen Fragen zu nähern, stellt der folgende Artikel zunächst die Bedeutung und Charakterisierung der Wohnungsbaufinanzierung in Deutschland vor, bevor auf die maßgebenden Einflussfaktoren der Wohnungsbaufinanzierung eingegangen wird.

### **Dr. Tim Sebastian Nädele**

Verantwortung für das Market-Research der HANNOVER LEASING Investment GmbH

Kontakt:  
tim.naedele@hannover-leasing.de



### **Prof. Dr. Stefan Kirmsse**

Professor für »Betriebswirtschaftslehre insbesondere Bankmanagement« an der Steinbeis Hochschule Berlin sowie geschäftsführender Partner bei der Unternehmensberatung zeb.rolfes.schierenbeck.associates

Kontakt: skirmsse@zeb.de



## 2 Bedeutung und Charakterisierung der Wohnungsbaufinanzierung in Deutschland

Der deutsche Wohnimmobilienmarkt ist durch sehr solide Fundamentaldaten und eine geringe Volatilität geprägt. Die soliden Fundamentaldaten lassen sich anhand von Preis-Mieten-Relationen darstellen. Preis-Mieten-Relationen setzen das Kaufpreisniveau von Immobilien in das Verhältnis zu dem vorliegenden Mietniveau. Die zeitliche Entwicklung dieser Verhältniszahl zeigt, ob Immobilienmärkte aktuell eher zu einer Über- oder Unterbewertung der Preise tendieren. Von einer Überbewertung der Immobilienpreise wird dann ausgegangen, wenn das Verhältnis über dem langfristigen Durchschnittswert liegt et vice versa. Werden die Entwicklungen der Preis-Mieten-Relationen des deutschen, des eidgenössischen und des britischen Immobilienmarktes verglichen, zeigt sich, dass der britischen Immobilienmarkt sehr viel stärker zu Unter- bzw. Überbewertungen neigt als der deutsche Markt. Der eidgenössische Wohnimmobilienmarkt zeigt, wie der deutsche Markt, weniger volatile Preis-Mieten-Relationen (vgl. Abbildung 1).

Wie stark die Abweichungen auf den einzelnen internationalen Wohnimmobilienmärkten aktuell sind, zeigt Abbildung 2. Hier sind die Preis-Mieten-Relationen aus dem Jahr 2014 dargestellt. Während die Preis-Mieten-Relationen auf den Wohnimmobilienmärkten in Belgien (+57,9%), Norwegen (+63,6%) und Großbritannien (+37,0%) weit über dem langfristigen Durchschnitt der einzelnen Länder liegen, befindet sich die Kennziffer in Deutschland mit -8,7% unterhalb des langfristigen Durchschnitts.

Die Finanzierung von Wohnimmobilien in Deutschland lässt sich ebenfalls als sehr stabil bezeichnen. Das Kreditvolumen für den Wohnungsbau hat in den vergangenen 15 Jahren um durchschnittlich ca. 1,8% p. a. zugenommen. Zudem sind keine großen Korrekturphasen im zeitlichen Verlauf (vgl. Abbildung 3) zu erkennen, die auf Anomalitäten bei der Wohnungsbaukreditvergabe hindeuten würden.

Interessant ist auch das Kreditvergabeverhalten der einzelnen Bankengruppen. Seit 2005 bauen Regionalbanken und Kreditgenossenschaften ihr Kreditengagement im Wohnungsbau aus. Im gleichen Zeitraum zogen sich Landes- und Großbanken aus dem Geschäftsbereich zurück.

Mit dem Rückgang des allgemeinen Zinsniveaus verfestigte sich die Nachfrage nach langfristigen Zinsbindungszeiträumen. Wohnungsbaukredite mit kurz- und mittelfristigen Zinsbindungszeiträumen werden

seit 2000 deutlich weniger nachgefragt, wengleich sich in den letzten Jahren die Nachfrage wieder etwas erholt hat (vgl. Abbildung 4). Langfristige Zinsbindungen deuten im Gegensatz zu kurz- und mittelfristigen Zinsbindungen auf ein eher risikoaverses Verhalten hin, da Kunden langfristig Sicherheit in Bezug auf die zu tragende Zinsbelastung erhalten.

Der deutsche Wohnimmobilienmarkt verfügt darüber hinaus über ein Spezifikum. Im Vergleich zu vielen anderen internationalen Märkten ist die deutsche Mietquote mit etwa 54% sehr hoch (vgl. Abbildung 5). In den westdeutschen Flächenländern liegt die Mietquote bei ca. 50% und in den ostdeutschen Flächenländern sogar bei etwa 60%. In einzelnen Bundesländern liegt die Mietquote noch höher. So betrug in Berlin die Mietquote im Jahr 2006 beispielsweise ca. 86% oder in Hamburg etwa 80%. Im Durchschnitt liegt die Mietquote der Stadtstaaten bei etwa 79%. Hohe Mietquoten bedeuten, dass der Wohnraum vor allem durch die Wohnungswirtschaft angeboten bzw. bereitgestellt wird und damit der Wohnungswirtschaft in Deutschland ein entsprechend hohes Gewicht zufällt.

Die Wohnungswirtschaft in Deutschland umfasst unterschiedliche Akteure. Verhältnismäßig hoch ist die Anzahl der privaten Anbieter (ca. 51%). Der Fokus der vorliegenden Betrachtung liegt jedoch auf den Unternehmen der Wohnungswirtschaft, die neun und mehr Beschäftigte und mehr als 2 Millionen Euro Umsatz im Jahr erwirtschaften. Unternehmen oberhalb dieser Grenze werden in drei Firmensegmente unterteilt: Großunternehmen, mittlere Unternehmen und kleine Unternehmen. Diese drei Gruppen umfassen ca. 8.600 Unternehmen und verfügen über etwa 8,3 Mio. Wohnungen, was etwa 20% aller Wohnungen in Deutschland entspricht (vgl. Abbildung 6).

Werden die Gesamtumsätze der jeweiligen Firmensegmente miteinander verglichen, ist eine starke Marktkonzentration bei Unternehmen der Wohnungswirtschaft festzustellen, da ca. 1% der Unternehmen ungefähr die Hälfte des Gesamtumsatzes erwirtschaften.

Zur Erzielung von Umsätzen ist Kapital erforderlich, mit dem Investitionen in Bestandsimmobilien oder Neubauprojekte finanziert werden können. Im Jahr 2012 investierte die deutsche Wohnungswirtschaft ca. 21,3 Mrd. Euro. Seit 2004 nimmt das Investitionsvolumen, indikativ abgeleitet aus der Investitionstätigkeit der GdW Mitgliedsunternehmen, durchschnittlich um +1,9% im Jahr zu. Das aufgebrachte Kapital wurde dabei vermehrt in Neubauprojekte investiert (vgl. Abbildung 7).



Abb. 1: 1990–2014, Preis – Mieten – Relation (Index: 1990 = 100)

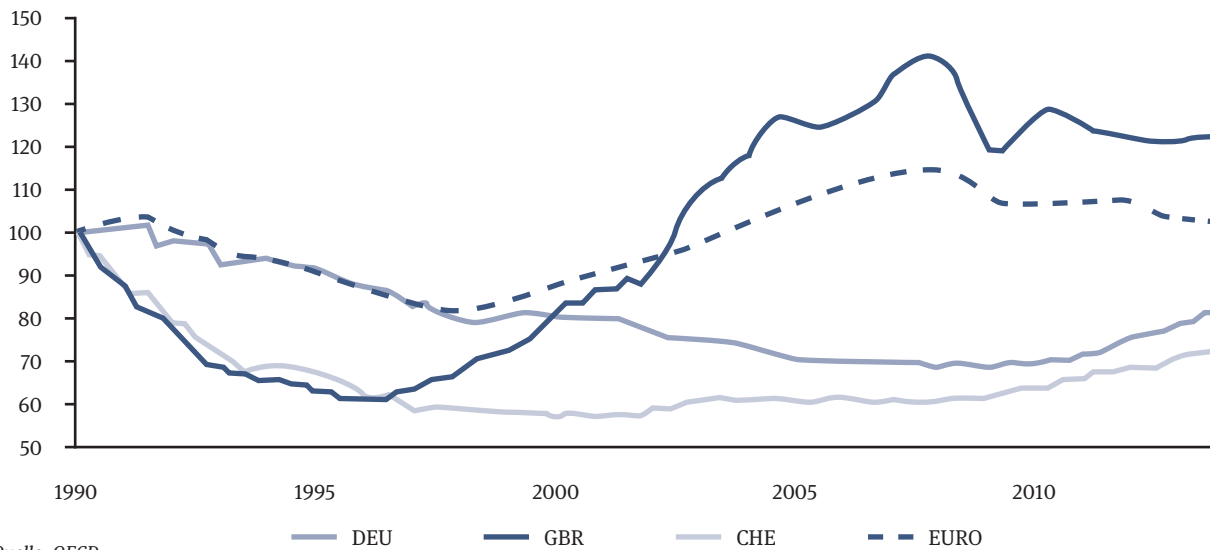


Abb. 2: 2014, Preis – Mieten – Relation (Unter- bzw Überbewertung vom langfr. Durchschnitt in %)

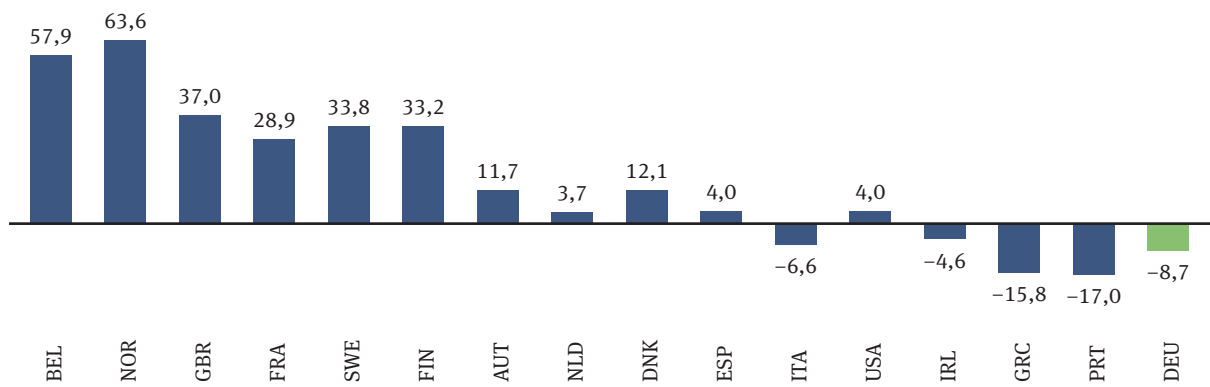
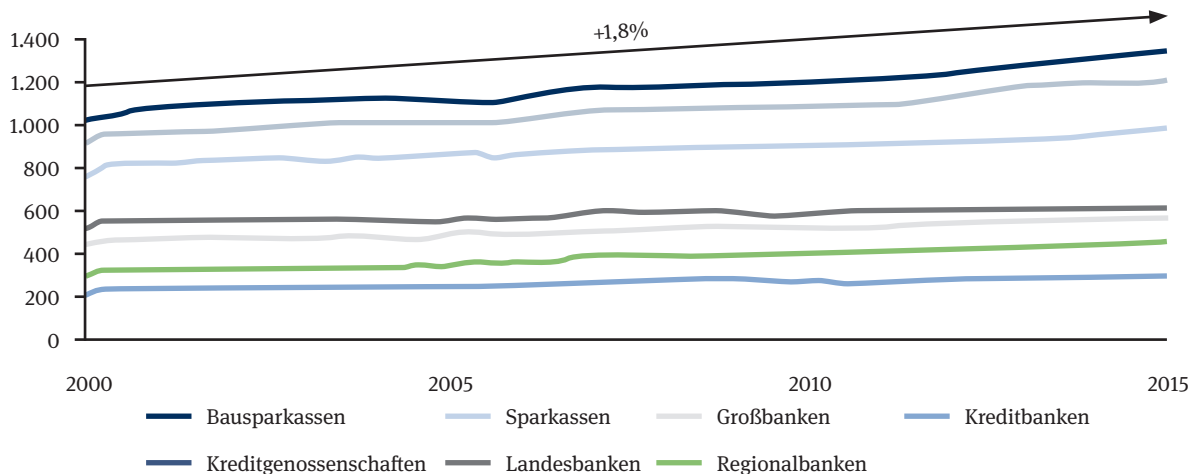
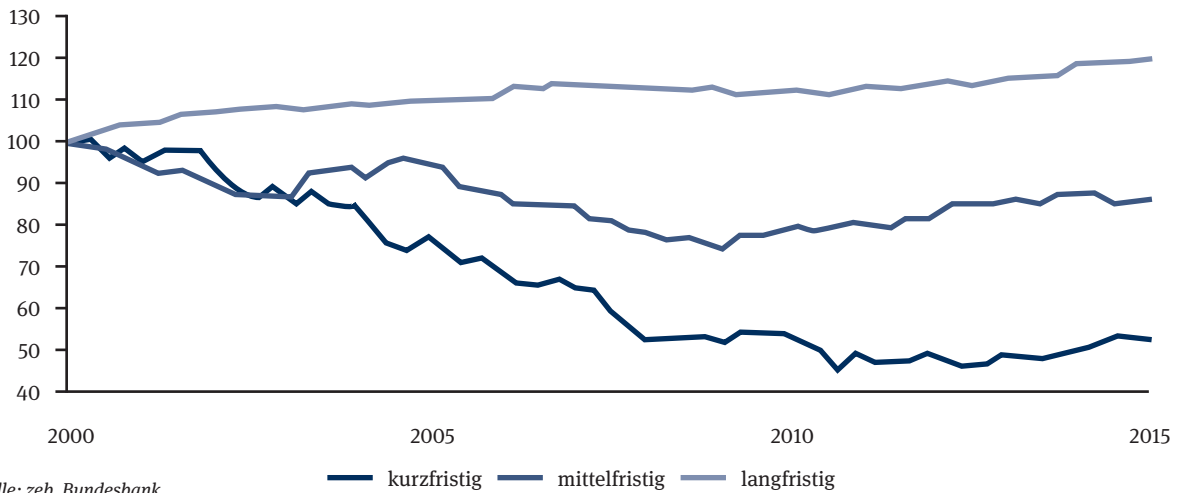


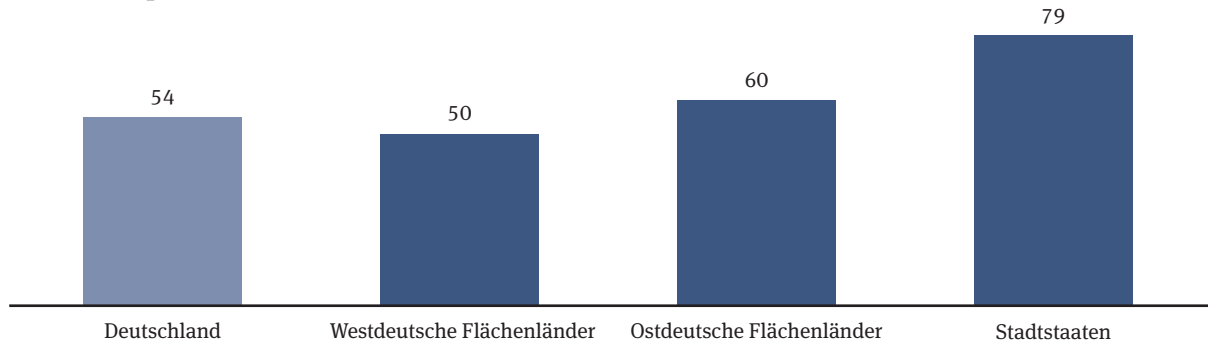
Abb. 3: 2000–2015, Whgs.-Bau Kreditvergabe (insgesamt) in Mrd. EUR



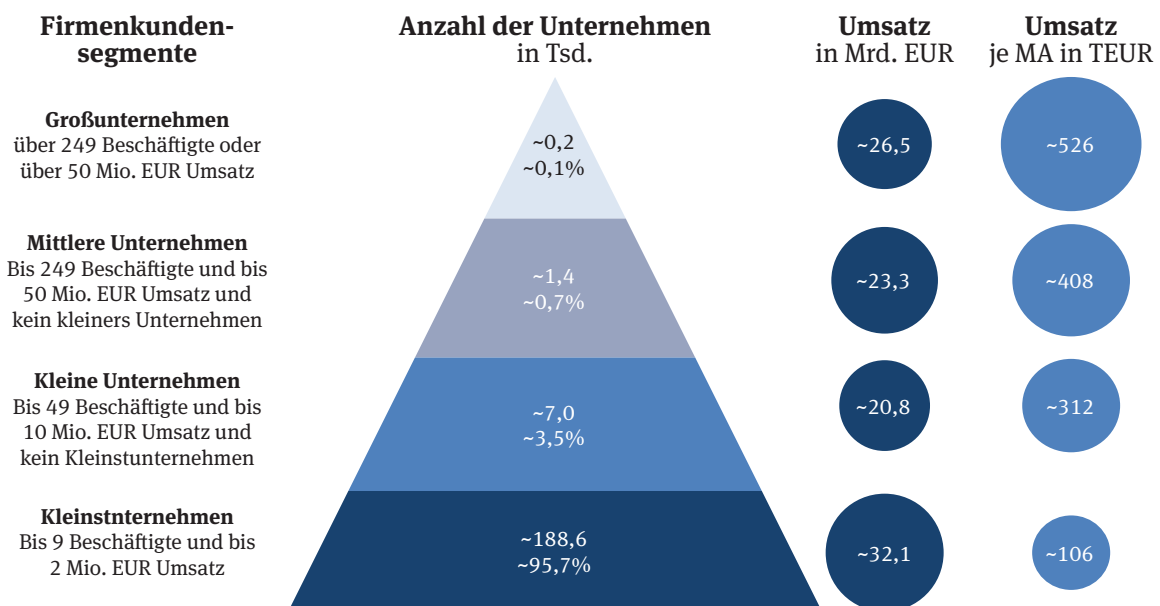
**Abb. 4: 2000–2015, Wohnungsbaukredite an inländ. Untern. und Privat**  
(nach Zinsbindung), Index: 2000=100



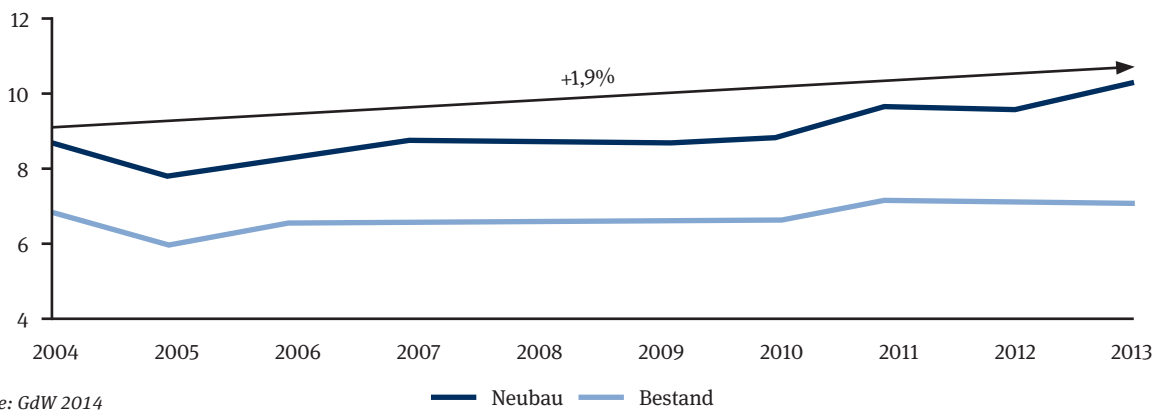
**Abb. 5: Mietquote am 9. Mai 2011 in Prozent**



**Abb. 6: Unternehmensstruktur der deutschen Wohnungswirtschaft**



**Abb. 7: Entwicklung der Investitionstätigkeit von GdW-Mitgliedsunternehmen (insgesamt) in Mrd. EUR**



Quelle: GdW 2014

Der Finanzierungsbedarf der Wohnungswirtschaft in Deutschland wird hauptsächlich über Banken abgedeckt. Banken sind unangefochten der stärkste Fremdkapitalgeber für die Immobilienwirtschaft (93,2%). Kapitalmärkte dienen demgegenüber nur in ca. 2% der Fälle als Instrument der Beschaffung von Fremdkapital. Sparkassen (ca. 18%) und Kreditbanken (ca. 14%) sind in Deutschland die größten Kreditgeber für den gewerblichen Wohnungsbau. Regionalbanken haben seit 2005 die Wohnungsbaukreditvergabe am stärksten erhöht (ca. +80%). Landes- und Großbanken haben zwischen 2005 und 2014 ihre Kreditvergabe am stärksten zurückgefahren.

### 3 Darstellung der maßgebenden Einflussfaktoren der Wohnungsbaufinanzierung

Die Bankwirtschaft finanziert in Deutschland heutzutage noch den größten Teil des Wohnungsbaus. Zukünftig wird die Höhe des Engagements der Bankwirtschaft jedoch von verschiedenen Aspekten beeinflusst werden. Regulatorische Aspekte, alternative Finanzierungsformen oder die Entwicklung der Refinanzierungsmärkte werden maßgeblich die Entwicklung der Wohnungsbaufinanzierung beeinflussen.

Der Einfluss von Basel III und Solvency II auf die Finanzierung der deutschen Wohnungswirtschaft wird nicht unerheblich sein. Neben den Vorschriften für höheres risikogewichtetes Eigenkapital im Rahmen der Basel-III-Einführung ist eine risikounabhängige Verschuldungskennziffer (Leverage Ratio) einzuhalten. Insbesondere klassische Langfristfinanzierer, wie Realkreditinstitute, stehen aufgrund der Leverage Ratio unter Anpassungsdruck. Mit Vorgabe einer einzuhaltenden Mindestliquiditätsquote (Liquidity Coverage Ratio – LCR) sollen Kreditinstitute auch

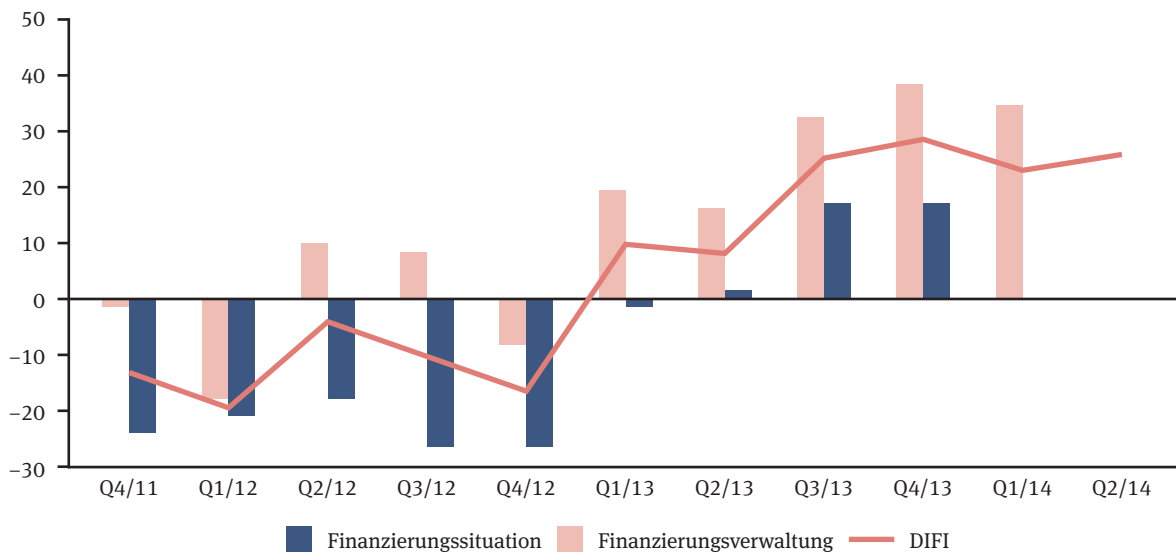
bei einem Abfluss von Liquidität zahlungsfähig bleiben, um Liquiditätsprobleme insbesondere im Falle des margenschwachen, großvolumigen Baufinanzierungsgeschäftes zu vermeiden.

Versicherer konnten bisher ihre Allokationsziele in der Asset-Klasse Immobilien überwiegend durch direkte und indirekte Investitionen in den Immobilienerwerb erreichen. Solvency II sieht für diese Asset-Klasse nun einen Stressfaktor von 25% vor, sodass diese Investitionsform an Attraktivität eher verlieren wird. Unter Solvency II wird die direkte Vergabe von grundpfandrechlich besicherten Krediten durch Versicherer jedoch bevorzugt behandelt und hat damit eine deutliche Reduzierung der Solvenzkapitalanforderungen zur Folge. Die Reduzierung kann so weit gehen, dass in Abhängigkeit von der Besicherung durch das Grundpfandrecht diese sogar gegen null gehen kann.

Sowohl Basel III und Solvency II setzen Anreize, eher kürzere Kreditlaufzeiten anzubieten. Die Zinsänderungsrisiken aus dem Bankensektor werden dadurch hauptsächlich auf den realwirtschaftlichen Sektor verlagert, der diese Risiken jedoch deutlich schlechter moderieren kann. Außerdem wird die Fristentransformation für Banken schwieriger.

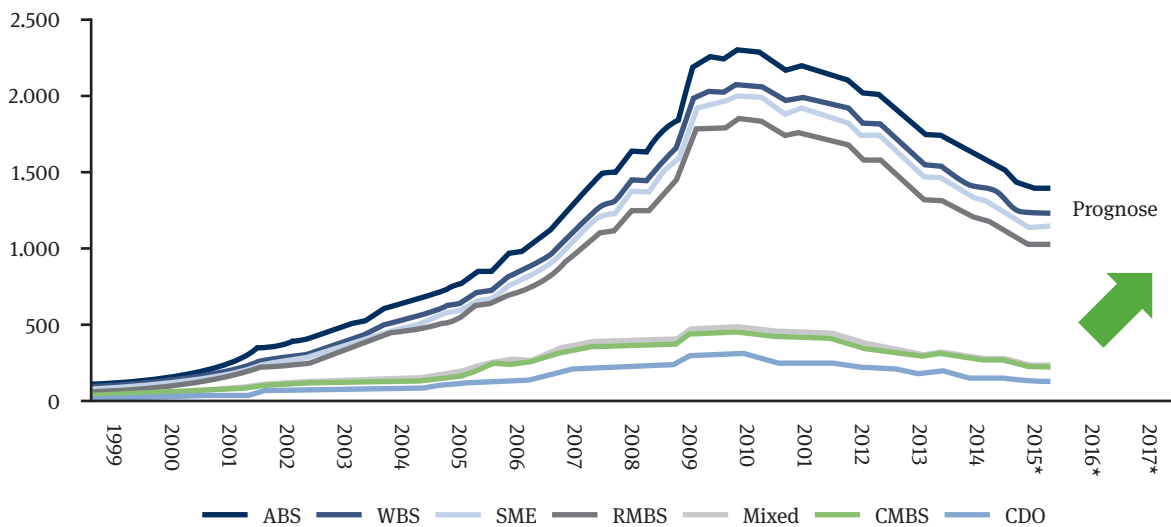
Ein weiterer Einflussfaktor für die zukünftige Entwicklung der Wohnungsbaufinanzierung ist das Refinanzierungsumfeld von Banken. Bei der Refinanzierung von Wohnungsbaukrediten greifen Banken in Deutschland hauptsächlich auf Pfandbriefe und zu einem geringen Anteil auf Verbriefungen zurück. Die Refinanzierung mittels Pfandbriefen wird auch in Zukunft unverändert eine hohe Bedeutung haben. Interessant wird die Entwicklung von Verbriefungen sein, welche perspektivisch wieder an Bedeutung gewinnen könnten, nachdem diese im Zuge der Finanzmarktkrise stark zurückgingen.

**Abb. 8: Deutscher Immobilienfinanzierungsindex (DIFI) Saldo in Prozentpunkten**



Quelle: Verband deutscher Pfandbriefbanken 2014, S. 18

**Abb.9: Verbriefungsmarkt 2011 in Europa (in Mrd. EUR)**



Quelle: zeb, SIFMA 2015

Bei Pfandbriefen erhält der Käufer neben seinem Anspruch an den Emittenten ein Insolvenzvorrecht auf eine Deckungsmasse. Die Deckungsmasse und die maximale Beleihungsgrenze für Hypotheken beträgt 60% des Beleihungswertes (in der Regel ca. 50% des Marktwertes). In den meisten Fällen ist jedoch eine höhere Verschuldung für den Erwerb einer Immobilie gewünscht. Aufgrund dieser Umstände kann in Deutschland grundsätzlich nur ein Teil des gesamten Finanzierungsvolumens über Hypothekendarlehen abgewickelt werden.

Die zweite Refinanzierungsmöglichkeit für Banken stellen Verbriefungen dar. Im Rahmen einer Verbie-

fung werden Kredite gebündelt und an eine Zweckgesellschaft übertragen. Die Zweckgesellschaften wiederum emittieren Wertpapiere auf die zugrunde liegenden Kredite. Handelt es sich dabei um Wohnungskredite, so werden diese Wertpapiere unter dem Begriff Residential Mortgage-backed Securities (RMBS) subsumiert. In der langfristigen Betrachtung könnten RMBS-Papiere auch für den deutschen Markt an Bedeutung gewinnen. Denn Banken werden strengere Eigenkapitalanforderungen erfüllen müssen, und RMBS bieten die Möglichkeit, die Anforderungen an die Bankbilanz zu umgehen und dadurch eine Alternative zur Bereitstellung von Finanzierungsmitteln.

Die Refinanzierungsbedingungen für die Immobilienfinanzierungen werden sich über das Jahr 2015 hinaus weiter verbessern. Experten rechnen weiterhin mit einer deutlichen Erholung der Refinanzierungsmärkte. Darüber hinaus wird die Verbriefung von Darlehen für große Wohnungsbestände wieder an Bedeutung gewinnen. Insgesamt wird die gute Stimmung auf den Refinanzierungsmärkten durch die weiter sehr gute Liquiditätsversorgung des Bankenmarktes durch die EZB getragen werden.

Die Wiederbelebung des Verbriefungsmarktes wird ein wichtiger Faktor für die zukünftigen Finanzierungsbedingungen von Banken spielen. Verbriefungen erhöhen die Kreditvergabekapazitäten von Banken, indem Kreditrisiken an Dritte weitergegeben werden können. Investoren bietet dies passgenaue Investitionsmöglichkeiten. Zukunftsgewandte Unternehmensfinanzierungen werden wieder vermehrt auf Verbriefungen zurückgreifen. Insbesondere der Markt für hochwertige Verbriefungen wird eine starke Belebung erfahren (vgl. Abbildung 9). Kennzeichnend dafür sind die inzwischen hohen Standards bei der Transparenz und den angemessenen Kreditvergabeprozessen.

Als Alternative zum Bankkredit bietet sich der Kapitalmarkt als Finanzierungsquelle an. Um einen Zugang zum Kapitalmarkt zu erhalten, müssen Unternehmen jedoch in der Regel gewisse Voraussetzungen erfüllen. Voraussetzungen für die Kapitalmarktfähigkeit eines Unternehmens sind beispielsweise ein stabiler, operativer Cashflow, ein hohes Maß an Unternehmenstransparenz, ein moderner Corporate-Governance-Rahmen, ein aussagekräftiges Rating und eine gewisse Mindestgröße, um das notwendige Emissionsvolumen zu erfüllen.

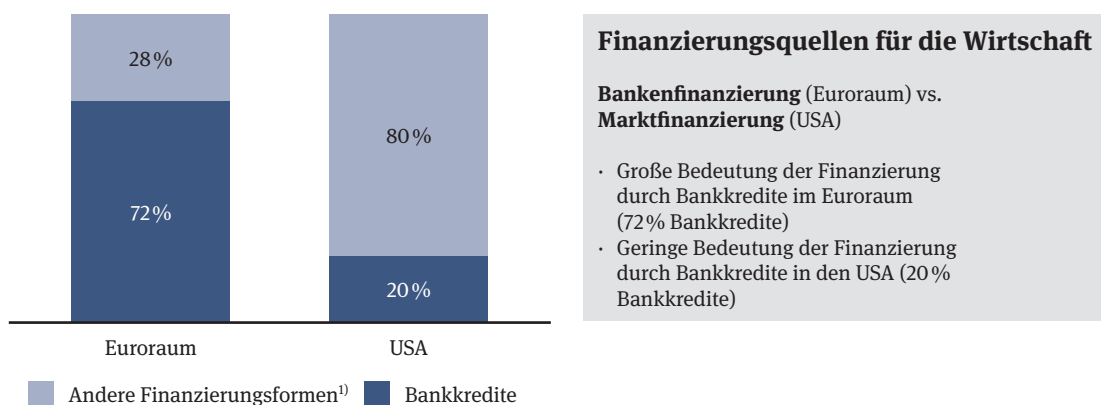
Dass in Deutschland Nachholbedarf besteht, lässt der Blick in andere Länder erahnen. In den USA finanzieren sich Unternehmen sehr viel stärker über den Kapitalmarkt als in Europa. Dort werden nur 20% der Finanzierungen durch Bankkredite abgedeckt. Im Euroraum ist der Anteil der Finanzierungen mittels Bankkrediten dagegen um ein Vielfaches höher – ca. 72% der Unternehmensfinanzierungen werden im Euroraum über Banken abgewickelt (vgl. Abbildung 10).

## 4 Zukünftige Herausforderungen an die Wohnungsbaufinanzierung

In Zukunft werden alternative, kapitalmarktorientierte Finanzierungsformen die deutsche Wohnimmobilienwirtschaft vor neue Herausforderungen stellen. Drei dieser alternativer Finanzierungsformen wird ein besonderes Gewicht zugemessen: Kreditfonds, Finanzierungen über Versicherungen/Pensionskassen und Equity Fonds.

Die Zahl der europäischen Kreditfonds steigt stetig an und wird sich weiter als Finanzierungsalternative etablieren (vgl. Abbildung 11). Kreditfonds übernehmen die Funktion der Kapitalsammelstelle und investieren entsprechend der jeweiligen Anlagestrategie. Letztere kann von einem Investment in Senior-Darlehen bis hin zum Erwerb von ausfallgefährdeten/gekündigten Darlehen reichen. Kreditfonds (KRF) verwalten meist Mittel institutioneller Anleger, um diesen mit dem Einsatz ihrer Managementleistung einen rentablen, profitablen Zugang zur Asset-Klasse Immobilienfinanzierung zu ermöglichen.

Abb. 10: Unternehmensfinanzierung im Euroraum und in den USA 2001–2011 (in Prozent)



### Finanzierungsquellen für die Wirtschaft

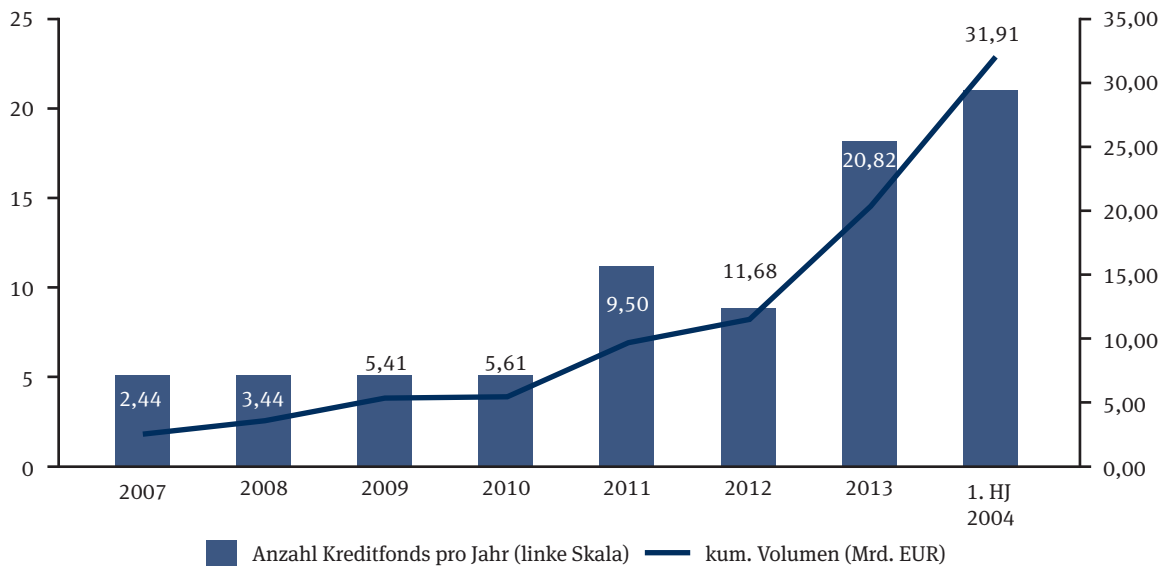
#### Bankenfinanzierung (Euroraum) vs. Marktfinanzierung (USA)

- Große Bedeutung der Finanzierung durch Bankkredite im Euroraum (72% Bankkredite)
- Geringe Bedeutung der Finanzierung durch Bankkredite in den USA (20% Bankkredite)

Anmerkung: 1) Anleiheemissionen, Kapitalerhöhungen minus Kapitalrückkäufe und andere Verbindlichkeiten (Pensionsverpflichtungen, Trade Credit und sonstige Verbindlichkeiten).



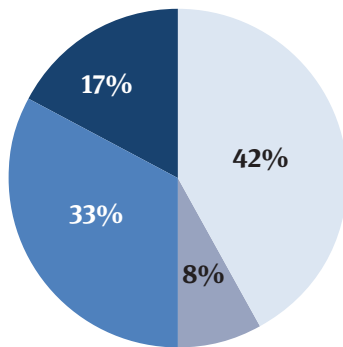
Abb. 11: Anzahl der Kreditfonds in Europa



Quelle: Creditreform 2014, S. 11

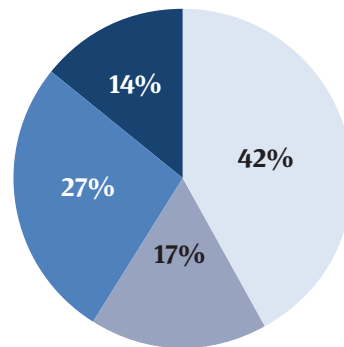
Abb. 12: Segmente von Kreditfonds

Verteilung europäischer KRF nach Anzahl



Gewerbeimmobilien
  Infrastruktur  
 KMU
  Sonstige

Verteilung europäischer KRF nach Volumen



Gewerbeimmobilien
  Infrastruktur  
 KMU
  Sonstige

Quelle: Möglich/Raebel 2014, S. 8

Gewerbeimmobilien und KMU sind derzeit volumemäßig die wichtigsten Segmente von Kreditfonds. Bei KRF handelt es sich um ein äußerst dynamisches Segment, dessen Wachstumsphase noch keinesfalls abgeschlossen ist. Sie werden sich als ein nachhaltiges Finanzinstrument etablieren. Gleichwohl ist das aggregierte KRF-Zielvolumen zu klein für die Verdrängung von ABS oder RMBS respektive für die Ablösung von Banken oder gar die Finanzierung der EU-Realwirtschaft (vgl. Abbildung 12).

Versicherungen, Pensionsfonds und Private Equity Fonds stellen einen weiteren alternativen Finanzie-

rungspartner dar. Der Anlagedruck und die durch Solvency II geänderte Regulierung der Versicherungsbranche sind die Haupttreiber dieser Gruppe. Unter Solvency II wird die direkte Vergabe von grundpfandrechtlich besicherten Krediten durch Versicherer bevorzugt behandelt. Der Regulierungsvorteil von grundpfandrechtlich besicherten Darlehen gegenüber dem direkten oder indirekten Erwerb von Immobilien führt zu einer zunehmenden Präsenz von Versicherungen und Pensionskassen auf dem Immobilienfinanzierungsmarkt. International treten Versicherungen und institutionelle Fonds schon lange als bedeutende Finanziers von Immobilieninvestments

auf. In den USA und Großbritannien verfügen Versicherer über langjährige Erfahrung und einen bedeutenden Anteil am Immobilienfinanzierungsmarkt.

Die alternativen Fremdkapitalgeber außerhalb des Bankenbereichs (Versicherungen Pensionsfonds und Versorgungskassen) fokussieren sich auf Senior-Darlehen (LTV < 50 %). Kreditfonds konzentrieren sich dagegen auf einen LTV-Bereich zwischen 60–85 %. Private Equity Fonds interessieren sich für die Tranche zwischen 80 und 95 % LTV. Die optimale Auswahl des geeigneten Fremdkapitalgebers wird neben den klassischen Bankfinanzierungen zukünftig bedeutend sein (vgl. Morgenroth 2014; DTZ 2014).

## 5 Fazit

Die deutsche Wohnungswirtschaft wird bei Finanzierungsfragen in Zukunft mit veränderten Rahmenbedingungen konfrontiert werden und sollte sich auf diese bereits heute einstellen. Es konnte gezeigt werden, dass regulatorische Aspekte, alternative Finanzierungsformen und die Entwicklung der Refinanzierungsmärkte einen nicht unerheblichen Einfluss auf die Finanzierung der deutschen Wohnungswirtschaft haben werden.

Bei der zukünftigen Finanzierung der deutschen Wohnungswirtschaft sind somit drei Aspekte zu beachten. Der Wettbewerb auf dem Finanzierungsmarkt für Wohnungsunternehmen wird durch den Zutritt ausländischer Banken und das Anwachsen alternativer Finanzierungsformen verstärkt. Außerdem steigen die Anforderungen an Finanzierungen, da ein hohes Maß an Fachwissen bezüglich komplexer Finanzierungslösungen und eine sehr gute Marktkennntnis gefordert sind. Die Kombination alternativer mit den etablierten Finanzierungsquellen bedarf neuer Strategien und einer guten Sondierung der potenziellen Marktteilnehmer.

Der stärkere Konkurrenzdruck auf dem Finanzierungsmarkt führt zu geringeren Kosten und insgesamt zu einem stabileren Finanzierungsumfeld für die Wohnungswirtschaft. Herausfordernd ist dies für Unternehmen der Wohnungswirtschaft, da diese die eigene Expertise aus- und aufbauen, das Reporting verbessern und ein größeres Finanzierungsnetzwerk pflegen müssen. Letztendlich können aber Wohnungsunternehmen mit den neuen Alternativen eine optimale Finanzierungsstruktur unter Berücksichtigung eines ausgewogenen Chancen-Risiko-Verhältnisses entwickeln. ■

## Abstract

Companies of the German residential real estate branch are facing a changing business framework in future and should prepare themselves to this situation. The paper shows, that regulatory aspects, alternative financing instruments and the development of the refinancing markets have a huge impact of the capital market conditions for the German residential enterprises.

## Literatur/Quellen

- BDB 2014 – Bundesverband deutscher Banken: *Langfristfinanzierung und Finanzmarktregulierung*, Vortrag vom 4. April 2014, URL: <http://de.slideshare.net/Bankenverband/langfristfinanzierung-und-finanzmarktregulierung>, Abruf: 05.03.2014.
- CREDITREFORM 2014 – *Creditreform Rating Agentur: Kreditfonds als alternative Anlageform – Hoher Bedarf an risikoarmen Investments und Auslagerung von Kreditrisiken – zwei Seiten derselben Medaille?* In: Financial Research, September 2014.
- DTZ 2014 – *Net Deb Funding Gap – Surplus expected top plug remaining gaps*. London 2014 (DTZ Insight, May 2014).
- MOEGELICH/RAEBEL 2014 – *Möglich, Ann-Christin; Raebel, Ralf: Kreditfonds – ein Marktüberblick*. In: *ABS & Structured Credits (DZ Bank)*, Februar 2014.
- GDW 2014 – Bundesverband deutscher Wohnungs- und Immobilienunternehmen e. V.: *Wohnungswirtschaftliche Daten und Trends 2014/2015 – Zahlen und Analysen aus der Jahresstatistik des GDW*, Berlin, 2014.
- MORGENROTH 2014 – Morgenroth, Michael: *Kreditfonds als Fremdkapitalgeber – Alternative oder Ergänzung zum Bankkredit?* In: *Immobilien & Finanzierung*, 03/2014, S. 92–93.
- SIMFA 2015 – Security Industries and Financial Markets Association: *Statistics and data pertaining to financial markets and the economy*, URL: <http://www.sifma.org/research/statistics.aspx>, Abruf: 05.03.2015.
- STATISTISCHES BUNDESAMT – Statistisches Bundesamt (Hrsg.): *Strukturerhebung im Dienstleistungsbereich, Grundstück- und Wohnungswirtschaft 2012*, Wiesbaden 2015.
- VERBAND DEUTSCHER PFANDBRIEFBANKEN 2014 – Verband deutscher Pfandbriefbanken (Hrsg.): *Immobilien-Banking 2014/2015 Professionelles Immobilien-Banking – Fakten und Daten*, Berlin, 2014.

DIPL. KFM. CHRISTIAN FUEST

## Kapitalmarktorientierte Finanzierungsformen für mittelständische Immobilienunternehmen<sup>1</sup>

*Zur bankenunabhängigeren Finanzierung stehen deutschen Wohnungsunternehmen mit dem Schuldscheindarlehen und der Anleihe zwei attraktive Alternativen zum traditionellen Bankkredit zur Verfügung. Sie bieten zahlreiche Ausgestaltungsmöglichkeiten, so dass eine individuelle Anpassung an die jeweiligen Finanzierungsbedürfnisse möglich ist und die Gesamtkapitalkosten optimiert werden können. Voraussetzung für deren Nutzung ist allerdings die strategische Entscheidung der Unternehmen, diese alternativen Finanzierungsinstrumente unter Einbezug von Projektpartnern einzusetzen.*

### Christian Fuest

Lehrbeauftragter für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Finanzierung und Kapitalmärkte, Projektmanager für Kapitalmarktforschung – EBZ Business School.

Kontakt:  
c.fuest@ebz-bs.de



## 1 Einleitung

Mittelständische Immobilienunternehmen strukturieren ihr Fremdkapital traditionell fast ausschließlich über besicherte bilaterale Bankkredite. Die zunehmende Regulierung der Bankenmärkte (z. B. Basel III), die in der Vergangenheit situativ auftretende Zurückhaltung der Kreditinstitute bei Wohnungsbaufinanzierungen sowie die wachsenden Volumina im Bereich der kapitalmarktorientierten Finanzierungen von großen, zumeist börsennotierten Immobiliengesellschaften führen dazu, dass mittelständische Unternehmen die Voraussetzungen und Möglichkeiten von Finanzierungsformen wie z. B. Schuldscheindarlehen oder Anleihen derzeit intensiver analysieren. In vielen Fällen scheint eine stärkere Diversifikation des Finanzierungsmixes, auch aufgrund der regional unterschiedlichen, jedoch grundsätzlich bevorstehenden signifikanten Investitionsvolumina durch gestiegene Neubauaktivitäten, angezeigt. Eine diversifizierte und kapitalkostenoptimierte Fremdkapitalstruktur ist allein schon deshalb entscheidend, da die Zinskostenbelastung, z. B. bei vielen kommunalen Wohnungsunternehmen, ein wesentlicher Werttreiber für die Höhe des erzielbaren Jahresüberschusses darstellt. Letztlich gilt es, für jedes einzelne Unternehmen mit seinem spezifischen Geschäftsmodell und seinen spezifischen immobilienwirtschaftlichen Gegebenheiten, den langfristig optimalen Finanzierungsmix aus Eigen- und Fremdkapital zu erstellen. Kapitalmarktfinanzierungen werden in der Zukunft dabei eine stärkere Rolle als in der Vergangenheit spielen. Im Folgenden sollen daher Strukturvoraussetzungen, Projektschritte der Umsetzung und Kosten solcher Instrumente aufgezeigt werden, um konkrete Ansatzpunkte für deren erfolgreiche Implementierung aufzuzeigen.

Bei der Auswahl der einzusetzenden Finanzinstrumente sind eine Vielzahl von Kriterien zu beachten – der Kapitalbedarf, der Finanzierungshorizont, die Verzinsung, die Flexibilität in der Ausgestaltung des Instruments, die Emissionskosten und eventuelle Emissionsfolgekosten, regulatorische Anforderungen, Publizitätspflichten und damit Kosten der Erhebung und Bereitstellung von Informationen. Welches Instrument ggf. neben dem klassischen Bankkredit zur Anwendung kommt, ist insofern von diesen As-

<sup>1</sup> Mein ausdrücklicher Dank gilt Herrn Manfred Sydow, Mitglied des Vorstands der GEWOBA, für die fachkundige Unterstützung bei der Darstellung der wohnungswirtschaftlichen Zusammenhänge und die konstruktive Zusammenarbeit bei der Erstellung dieses Beitrags.

pekten abhängig zu machen. Die Ergänzungsfunktion der Kapitalmarktinstrumente zu dem Instrument des besicherten Kredits ist zu betonen – die Bereitschaft der Kapitalmarktinvestoren, auf Basis einer Bonitätsanalyse auf eine Besicherung der Instrumente zu verzichten, kann ein Argument für deren additive Verwendung sein.

Im Folgenden sollen die beiden für mittelständische Immobilienunternehmen naheliegendsten kapitalmarktorientierten Fremdkapitalinstrumente, das Schuldscheindarlehen und die börsennotierte Anleihe, im Detail vorgestellt werden. Die nachfolgende Abbildung 1 visualisiert modellhaft im Spannungsfeld von Eigen- und Fremdkapital und der gewählten Publizitätsebene zwischen Privatplatzierung und börsennotiertem Kapitalmarktprodukt die Einordnung dieser beiden Finanzierungsinstrumente im Vergleich zu anderen ausgewählten Finanzierungsinstrumenten.

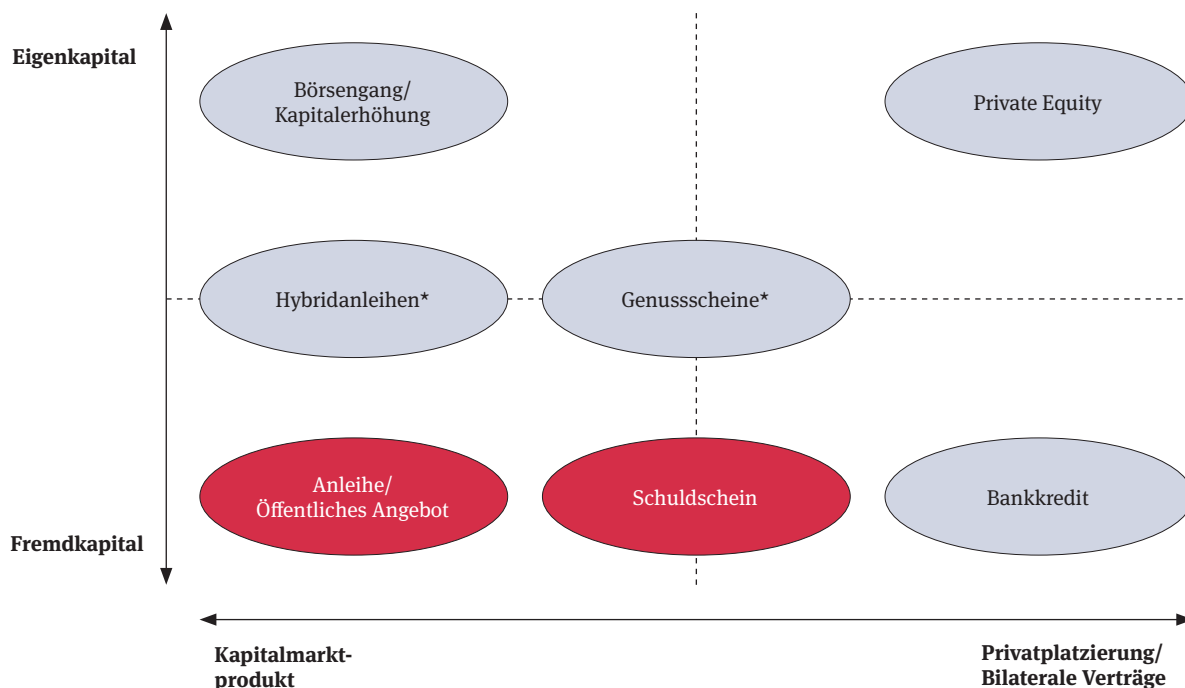
Der konkreten Entscheidung für oder gegen eines der beiden Instrumente ist, wie bereits erwähnt, eine detaillierte Analyse des Finanzierungsbedarfs im Kontext der Geschäftsplanung voranzustellen. Die nachfolgende Tabelle 1 soll in einem ersten Überblick wichtige Vor- und Nachteile der beiden in Frage stehenden Instrumente verdeutlichen – deren Kenntnis kann bei der Instrumentenauswahl und bei der Lösung vieler Strukturierungsfragen hilfreich sein.

## 2 Schuldscheindarlehen

Wohnungsunternehmen, die ihre Finanzierungsbasis vom klassischen besicherten Bankkredit in Richtung von Kapitalmarktinstrumenten diversifizieren möchten, steht das Schuldscheindarlehen als ergänzende Alternative zur Verfügung. Ein Schuldscheindarlehen ist ein bilateraler Kreditvertrag nach deutschem Recht, der das Verhältnis zwischen dem Emittenten und dem jeweiligen Investor regelt. Die untenstehende Tabelle 2 enthält eine Beschreibung der wesentlichen konzeptionellen Merkmale des Schuldscheindarlehens.

Der Schuldschein wird wie in der Tab. 2 dargestellt an einen überschaubaren Kreis von Investoren – zu meist Banken, Sparkassen, Versicherungen und Versorgungswerke – platziert und ist für den Emittenten in der Vorbereitung überschaubar und im Vergleich zu anderen Kapitalmarktinstrumenten bei der Emission und während der Laufzeit mit geringeren Publizitätsanforderungen verbunden. Das Instrument verfügt über eine hohe Flexibilität in der Ausgestaltung, z. B. im Hinblick auf Laufzeit, Emissionsvolumen, Besicherungsfragen etc., und verbindet eine Reihe von Vorteilen der Emission einer vorrangigen Anleihe am Kapitalmarkt mit der Diskretion eines Bankkredits oder auch eines syndizierten Kredits. Das Instrument erscheint geeignet zu sein für Immobilienunternehmen, die ihre Funding-Basis verbreitern wollen, dabei nicht zwingend eine Besicherung vornehmen möchten und systematisch eine verbreiterte Inves-

Abb. 1: Einordnung von Schuldscheinen und börsennotierten Anleihen



\*Zuordnung zu Eigen- oder Fremdkapital von konkreter Ausgestaltung des Instruments abhängig.

**Tab. 1: Schuldscheine und Anleihen im Vergleich – Vor- und Nachteile**

	Schuldscheindarlehen	Anleihe
<b>Vorteile</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· Geringer Projektaufwand</li> <li>· Geringe Transaktionskosten</li> <li>· Schnelle Umsetzung</li> <li>· Auswahl des Investorenkreises</li> <li>· Geringe Publizitätsanforderungen</li> <li>· Flexibilität (Tranchen)</li> <li>· Bilanzierungsansatz als Kredit</li> <li>· Nutzung als Eigenkapital auf Ebene der Projektgesellschaft möglich</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· Deutliche Steigerung des Bekanntheitsgrades des Unternehmens</li> <li>· Börsengehandeltes, liquides Wertpapier</li> <li>· SchVG erleichtert ggf. die Umstrukturierung</li> <li>· Nutzung als Eigenkapital auf Ebene der Projektgesellschaft möglich</li> </ul>
<b>Nachteile</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· Ggf. höhere Finanzierungskosten durch Liquiditätsaufschlag</li> <li>· Grundsätzlich keine vorzeitige Rückzahlung möglich</li> <li>· Gute Bonität des Emittenten ist kritischer Erfolgsfaktor</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· Großer Projektaufwand</li> <li>· Hohe Transaktionskosten</li> <li>· Hoher Aufwand im Bereich Investor Relations und Finanzmarktkommunikation</li> <li>· Erhöhte Publizitätspflichten</li> <li>· Mark-to-Market-Bilanzierung</li> </ul>

**Tab. 2: Konzeptionelle Merkmale von Schuldscheindarlehen**

<b>Basisdefinition</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· Bilateraler Kreditvertrag nach deutschem Recht, der das Schuldverhältnis zwischen einem Darlehensnehmer (Emittent) und einem oder mehreren Darlehensgebern (Investoren) regelt. Darlehensdefinition i. S. d. §§ 488 ff. BGB.</li> <li>· Schuldscheindarlehen sind durch Abtretung (Zession) übertragbar. Kein Wertpapier und nicht börsengehandelt.</li> </ul>
<b>Rating</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· Versicherungen fordern regelmäßig externes Rating im Investment-Grade-Bereich (BBB-Rating oder besser). Andere Investoren bestehen nicht auf externe Ratings (Ersatz sind dann Credit Research der arrangierenden Bank, eigene Kreditprüfungen etc.)</li> </ul>
<b>Platzierung</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· Zügige und einfache Platzierung durch arrangierende Bank. In der Regel keine Vollplatzierungsgarantie. Aufgrund der hohen Liquidität im Markt häufig vorfristige Beendigung der Zeichnungsphase und Repartierung (Teilzuteilung) der von den Investoren erteilten Zeichnungen. Strukturierung unterschiedlicher Tranchen, d. h. Laufzeiten und/oder Zinsfestschreibungen, möglich.</li> <li>· Platzierung vorwiegend bei Banken, Sparkassen, Versicherungen und Versorgungswerken.</li> </ul>
<b>Emissionsvolumen und Preisfindung</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· Zumeist ab € 10 Mio. bis € 500 Mio. im Hinblick auf EZB-Fähigkeit Mindeststückelung von € 500.000.</li> <li>· Preisfindung von Faktoren wie Branchenzugehörigkeit, Bewertung bereits emittierter Anleihen, Ableitung aus entsprechender Rating-Kategorie, Sicherheitenstellung, Erst- oder Folgeemission etc. abhängig. Im Vergleich zu Bankkrediten enthalten Schuldscheine in der Regel einen kleinen strategische »Instrumenten-Aufschlag« beim Kupon. In der Regel besteht auch ein Zinsaufschlag ggü. Anleihen als Liquiditätsprämie für die Nicht-Handelbarkeit über eine Börse.</li> </ul>
<b>Publizitätspflichten/ Investorenkommunikation</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· Mit dem Schuldscheindarlehen sind keine gesetzlichen Publizitätspflichten verbunden. Insofern ist mit den Investoren vertraglich die Art und Häufigkeit der Informationsweitergabe zu regeln. Das WpHG findet keine Anwendung.</li> <li>· Erweiterung der Finanzkommunikation des Emittenten in Richtung einer neuen Investorengruppe. Investorenpräsentation, und/oder Investoren-Telefonkonferenz. Zur Emission Credit Research als zentrales Dokument und ggf. Rating-Dokumente. Nutzung der Website und Einrichtung einer Debt-Domain.</li> </ul>
<b>Dokumentation</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· Mandatsvereinbarung, Term Sheet, Schuldscheindarlehensvertrag, Schuldschein, Zahlstellenvertrag, Legal Opinions.</li> </ul>
<b>Covenants</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· Kündigungsrecht bei Eigentümerwechsel des Schuldners. Negativerklärung – keine Sicherheitenstellung für andere Kapitalmarktinstrumente. Default-Klausel – Kündigungsrecht bei Zahlungsstörungen. Finanzielle Zusicherungen – Kündigungsrecht bei Nichteinhaltung definierter Finanzkennzahlen.</li> </ul>
<b>Projektdauer und Kosten</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· Projektdauer etwa 3 Monate</li> <li>· Kosten etwa 0,5 %–2 % des Emissionsvolumens</li> </ul>



torenbasis zur Finanzierung des zukünftigen Unternehmenswachstums erschließen wollen. Der Aufbau einer vertrauensvollen Kommunikation mit den vom Unternehmen ausgewählten Investoren ist dabei eine der wesentlichen Erfolgsfaktoren. Die folgende Tabelle 3 zeigt einen indikativen Projektablauf für die Begebung eines Schuldscheindarlehens.

Mit einer Projektdauer von etwa 11 Wochen ist das Schuldscheindarlehen aufgrund der recht geringen Komplexität grundsätzlich schneller umsetzbar als die Kapitalmarktinstrumente, die auf Basis eines öffentlichen Angebotes (Prospektpflicht) an eine breite Investorenbasis platziert werden.

Insbesondere können aber Themen wie die Erstellung eines externen Ratings (oder auch die im Zusammenhang mit der Emission eines Schuldscheindarlehens vorgenommene Umstellung der Rechnungslegung von HGB auf IFRS) zu einer deutlich verlängerten Projektdauer führen.

Die Vorbereitungen zur Implementierung der Basel II-Vorschriften ließen Ende der 90er Jahre auf eine Verschlechterung bzw. Verteuerung der Finanzierungsmöglichkeiten für die Wohnungswirtschaft schließen. Die Arbeitsgemeinschaft Großer Wohnungsunternehmen (AGW, [www.agw-online.de](http://www.agw-online.de)) initiierte 2012 die Verbriefung von Schuldscheindarlehen für die Wohnungswirtschaft. Die grundpfandrechtlich besicherten Schuldscheine hatten eine Laufzeit von fünf Jahren und eine Mindesthöhe von € 5 Mio. je teilnehmendem Unternehmen. Das Gesamtvolumen betrug € 65 Mio. mit letztlich 13 teilnehmenden Unternehmen. Die Verzinsung erfolgte variabel auf Basis eines 3-Monats-Referenzzinssatzes zuzüglich einer Marge von 35 Basispunkten. Das Ziel einer bankenunabhängigen Finanzierung mit einem »ei-

genen« Zugang zum Kapitalmarkt konnte mit der damaligen Struktur erfolgreich realisiert werden. Ein Anschlussprojekt wurde insbesondere aufgrund der hohen Vorbereitungskosten, d.h. der gleichzeitigen Einbindung von 13 Unternehmen in eine Emissionsstruktur sowie aufwendigen Arbeiten zum Thema der Gesamt-Sicherheitenstellung bisher nicht verfolgt. Nach unserer Auffassung erscheint eine alternative Ausgestaltung hierzu, strukturiert als Schuldscheindarlehen eines einzelnen Emittenten ohne Besicherung, für interessierte Wohnungsunternehmen der effizientere Weg an den Kapitalmarkt zu sein.

### 3 Anleihen

Immobilienunternehmen, die sich auf Basis strenger Publizitätsverpflichtungen an eine Vielzahl von in- und ggf. auch ausländischen Investoren wenden, um Ihre Finanzierungsmix zu erweitern, können die Emission einer Anleihe in Erwägung ziehen und so auch von einer deutlichen Steigerung des Bekanntheitswertes ihres Unternehmens in der breiten Öffentlichkeit profitieren. Als Anleihen werden Wertpapiere bezeichnet, die über die Börsennotierung zwischen Investoren frei fungibel sind und als Fremdkapitalinstrumente insbesondere das Recht auf Verzinsung und das Recht auf Tilgung verbriefen. Die nachfolgende Tabelle 4 verdeutlicht im Detail die wesentlichen Charakteristika einer Anleihe.

So wird deutlich, dass es eine Vielzahl von Strukturierungsvarianten gibt – eine maßgeschneiderte Abstimmung der Emissionsdetails auf das spezifische Anforderungsprofil ist durch die vergleichsweise hohe Flexibilität dieses Instruments gegeben. Im Grundsatz sind bei Anleihen zwei Emissionsarten unterscheidbar. Wenn Immobilienunternehmen sich

Tab. 3: **Indikativer Projektablauf für die Emission eines Schuldscheindarlehens**

Prozessschritt*	Aktivität	Dauer
1 .....	Mandatierung/Kick-Off/Zusammenstellung Informationsmaterial/ Credit Story .....	3 Wochen
2 .....	Erstellung Dokumentation/Unternehmenspräsentation/Pre-Sounding .....	3 Wochen
3 .....	Bookbuilding – Ansprache Investoren .....	4 Wochen
4 .....	Launch mit Pricing und Festlegung der Tranchen .....	1 Woche
5 .....	Ausstellung Schuldschein und Übertragung auf Investoren .....	2 Wochen
6 .....	Erfüllung Auszahlungsvoraussetzungen und Auszahlung .....	1 Woche

\* Einzelne Prozessschritte sind nicht additiv, sondern überschneiden sich zeitlich

Projektdauer  
ca. 11 Wochen

**Tab. 4: Konzeptionelle Merkmale von Anleihen**

<b>Basisdefinition</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• I. d. R. börsengehandelte verzinsliche Wertpapiere, die das Recht des Gläubigers auf Zahlung eines Zinses und die Rückzahlung des geliehenen Betrages verbriefen.</li> <li>• Die Höhe des Zinssatzes hängt insbesondere von der Bonität des Emittenten ab.</li> <li>• Anleihen werden üblicherweise als Inhaberschuldverschreibung (§ 793 BGB) strukturiert.</li> </ul>
<b>Rating</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Grundsätzlich ist ein externes Rating vorgeschrieben – es hat sich als eines der zentralen Presfindungsmechanismen an den internationalen Kapitalmärkten entwickelt. Es gibt Ausnahmeregelungen dazu – so können z. B. Unternehmen, deren Aktien im regulierten Markt zugelassen sind, auf die Erstellung eines Ratings im Rahmen einer Anleiheemission verzichten.</li> </ul>
<b>Platzierung</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Zügige und einfache Platzierung durch arrangierende Bank im Rahmen eines Bookbuildings. In der Regel besteht keine Vollplatzierungsgarantie. Aufgrund der hohen Liquidität im Markt häufig vorfristige Beendigung der Zeichnungsphase und Repartierung (Teilzuteilung) der von den Investoren erteilten Zeichnungen. Grundlage der Platzierung sind umfangreiche Investor-Relations-Aktivitäten wie Roadshows und Presseaktivitäten.</li> <li>• Platzierung vorwiegend bei Asset-Management-Gesellschaften, Versorgungswerken, Stiftungen und Privatinvestoren.</li> </ul>
<b>Emissionsvolumen und Preisfindung</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Zumeist ab € 20 Mio. bei Mittelstandsanleihen und »Benchmark-Anleihen« ab € 500 Mio.</li> <li>• Preisfindung von Faktoren wie Branchenzugehörigkeit, Bewertung bereits emittierter Anleihen, Ableitung aus entsprechender Rating-Kategorie, Sicherheitenstellung, Erst- oder Folgeemission etc. abhängig. Preisfindung im Vergleich zu Schuldscheindarlehen abhängig von jeweiliger Marktphase. In der Regel besteht ein Abschlag ggü. den Zinskonditionen bei Schuldscheindarlehen durch die leichte Handelbarkeit des Wertpapiers über die Börse.</li> </ul>
<b>Publizitätspflichten/ Investorenkommunikation</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Umfangreiche Publizitäts- und Publizitätsfolgepflichten, die abhängig sind vom gewählten Marktsegment (an der Deutsche Börse AG z. B. Entry Standard und Prime Standard als Anleihesegmente)</li> <li>• Dazu zählen u. a. Jahresabschlüsse, Halbjahresabschlüsse, i. d. R. aktualisierte Ratings, Unternehmenskalender, ad-hoc-Publizitätspflicht bzw. quasi-ad-hoc-Pflicht im Entry Standard.</li> <li>• Substantielle Erweiterung der Finanzkommunikation des Emittenten um neue Investorengruppe der Anleihe-Investoren mit höchsten Transparenzstandards zu gewinnen.</li> </ul>
<b>Dokumentation</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mandatsvereinbarung, Wertpapierprospekt, Übernahmevertrag, Zahlstellenvertrag, Globalurkunde, Börsenzulassungsvertrag, Rechtsgutachten, Comfort Letter.</li> </ul>
<b>Covenants</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Arten der Covenants vergleichbar mit Covenants in Schuldscheindarlehen – zusätzlich Nichtaufstockungsgebot innerhalb von 12 Monaten nach Anleiheemission. Tatsächlicher Umfang des Einsatzes häufig von der Bonität des Emittenten abhängig.</li> </ul>
<b>Projektdauer und Kosten</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Projektdauer etwa 3–4 Monate</li> <li>• Kosten etwa 4 %–5 % des Emissionsvolumens für Anleihen kleineren Volumens (€ 30–50 Mio.)</li> </ul>

an internationalen Kapitalmarktstandards institutioneller Investoren orientieren und darüber hinaus Privatpersonen einbinden möchten, um z. B. die Mieterbindung zu verbessern und die Markenbekanntheit in der jeweiligen Region zu steigern, ist die Anleihe über ein »Öffentliches Angebot« zu emittieren. Das Wertpapier wird dabei über eine Börse an institutionelle Investoren und Privatinvestoren platziert. Basis dieses Angebotes ist die Erstellung eines Wertpapierprospektes der durch die BaFin oder eine andere zuständige Behörde im EWR zu billigen ist. Soll die Emission an eine begrenzte Anzahl von institutionellen Investoren erfolgen, kann diese als sogenannte Privatplatzierung erfolgen.

Grundlage ist dabei ein sogenanntes »Offering Memorandum«, welches in Umfang und Komplexität wesentlich geringer ausfällt als ein Wertpapierprospekt und somit die Projektdauer im Vergleich zum öffentlichen Angebot deutlich verkürzt. Folge ist dann ein möglicherweise nur eingeschränkter Handel, da die Investoren die Anleihe in der Regel bis zur Endfälligkeit

in ihren Depots halten bzw. die Platzierungsstrategie für das Instrument bei der Investorenauswahl diesem Gedanken oftmals folgt.

Die nachfolgende Tabelle 5 zeigt ausgewählte börsennotierte Anleihen von Immobilienunternehmen. Es wird deutlich, dass innerhalb der Immobilienbranche die Ausgestaltung der Anleihen sehr stark divergiert. So reichen z. B. die Emissionsvolumina von € 20 Mio. bis hin zu sogenannten Benchmark-Anleihen großer mittelständischer Unternehmen wie z. B. Deutsche Wohnen in Höhe von € 500 Mio und darüber. Weiterhin ist eine relativ große Bandbreite der Kupons der einzelnen Anleihen zu erkennen – Faktoren wie z. B. die Bonität des Emittenten, das Emissionsvolumen, die Laufzeit der Anleihe sind dafür ursächlich.

Die am Stichtag 30. September 2016 errechnete Rendite der Anleihen ist für alle Emissionen geringer als der zum Zeitpunkt der Emission festgelegte Kupon – Gründe dafür liegen in dem seit den Emissionszeitpunkten weiter gesunkenen risikolosen Zinssatz in

**Tab. 5: Börsennotierte Anleihen großer Wohnungsunternehmen  
(Kurse, Renditen, Volumina exemplarischer Anleihen)**

Emittent (WKN)	Emissionsvolumen	Kupon	Emissionsdatum	Fälligkeit	Kurs der Anleihe	YTM	Anleihetyp
<b>Vonovia Finance B.V.</b> (WKN: A1HNV5)	€ 600 Mio.	3,125 %	25.7.2013	25.7.2019	108,43	0,04 %	Sen. Unsec.
<b>Vonovia Finance B.V.</b> (WKN: A1HRVD)	€ 500 Mio.	3,625 %	08.10.2013	08.10.2021	116,42	0,29 %	Sen. Unsec.
<b>Vonovia Finance B.V.</b> (WKN: A1ZLUN)	€ 500 Mio.	2,125 %	09.07.2014	09.07.2022	109,87	0,41 %	Sen. Unsec.
<b>Vonovia Finance B.V.</b> (WKN: A1ZFW5)	€ 700 Mio.	4,625 %	08.04.2014	08.04.2074	106,20	n.a.	Hybrid, Nachrang
<b>Deutsche Wohnen</b> (WKN: A1YCR0)	€ 250 Mio.	0,500 %	22.11.2013	22.11.2020	189,82	n.a.	Wandelanleihe WP: € 18,75
<b>LEG-Immobilien</b> (WKN: LEG1CB)	€ 300 Mio.	0,500 %	10.04.2014	01.07.2021	158,70	n.a.	Wandelanleihe WP: € 62,40
<b>TAG-Immobilien</b> (WKN: A1TNFU)	€ 200 Mio.	5,125 %	07.08.2013	07.08.2018	106,20	1,62 %	Sen. Unsec.
<b>Adler Real Estate AG</b> (WKN: A1R1A4)	€ 35 Mio.	8,75 %	03.04.2013	03.04.2018	107,00	3,82 %	Sen. Unsec.
<b>HAHN-Immobilien- Beteiligungs AG</b> (WKN: A1EWNF)	€ 20 Mio.	6,25 %	01.10.2012	01.10.2017	102,43	3,76 %	Sen. Unsec.

Quelle: *onvista.de* (2016) unter Eingabe der WKNs; URL: „<http://www.onvista.de/>...“  
(Datenabruf am 30. September 2016, Eröffnungskurse per 30. September 2016).

dem jeweiligen Laufzeitenband sowie den in der Tendenz rückläufigen Risikoaufschlägen (Credit Spreads) insbesondere für Emittenten guter Bonität.

### 3.1 Auswahl der geeigneten Börsenplattform und des Börsensegmentes

Für die erfolgreiche Platzierung einer Anleihe kann die richtige Auswahl des Börsenplatzes und des sogenannten Börsensegmentes wichtig sein. Die beiden Börsensegmente an der Frankfurter Börse (Entry Standard und Prime Standard) sind branchenübergreifend und überregional ausgerichtet und sind gemessen an den dort notierten Anleihen – auch in der Branche Immobilien – mit Abstand marktführend in Deutschland. Die Börsen München, Stuttgart und Düsseldorf haben in den vergangenen Jahren Mittelstandsmärkte mit Fokus auf die regionalen kleinen und mittleren Unternehmen aufgesetzt. Aufgrund von Insolvenzen der in den Mittelstandsegmenten der Regionalbörsen notierten Unternehmen, sind diese Segmente jedoch umstrukturiert oder eingestellt worden. Im Ergebnis erscheint daher die Frankfurter Börse für Wohnungsunternehmen, die die Emission einer Anleihe planen, mit ihren beiden Marktsegmenten der geeignete Börsenplatz zu sein, der sowohl bei der Notierungsaufnahme als auch im

Sekundärmarkt alle wichtigen Voraussetzungen für eine erfolgreiche Transaktion erfüllt. Das Segment Prime Standard richtet sich an große börsen- und nicht börsennotierte Immobilienunternehmen die sich durch ihre Größe und ein entsprechend hohes Anleihevolumen (> €100 Mio.) an internationalen Kapitalmarktstandards orientieren möchten. Das Segment Entry Standard ist das für kleine und mittlere Immobilienunternehmen geeignete Segment für die Emissionsvolumina von unter €100 Mio. Die folgende Tabelle 6 erläutert die wesentlichen Ausstattungsmerkmale dieser beiden Börsensegmente.

Der Zugang zu den beiden Börsensegmenten kann wie in der Abbildung dargestellt auf Basis der originären Zulassung der Anleihen über einen von der BaFin genehmigten Prospekt oder z. B. auch über einen in Luxemburg (CSSF-Genehmigung) zugelassenen EU-Prospekt (»EU-Pass«) erfolgen. Beide Wege sind häufig geübte Praxis bei der Einbeziehung der Anleihen in eines der beiden Börsensegmente in Frankfurt.

Nach erfolgter Zulassung der Anleihen zum Handel sind die Unternehmen einer Vielzahl von sogenannten Publizitätsfolgepflichten ausgesetzt. Die untenstehende Tabelle 7 benennt die wichtigsten Publizitätsfolgepflichten in dem jeweiligen Börsensegment. Ziel dabei ist es, die kapitalmarktadäquate, zeitnahe Information der Öffentlichkeit über die wirtschaftli-

**Tab. 6: Charakteristika der Anleihen-Börsensegmente »Prime Standard« und »Entry Standard« der Deutsche Börse AG**

	<b>Prime Standard für Unternehmensanleihen</b>	<b>Entry Standard für Unternehmensanleihen</b>
<b>Zielgruppe</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· Große börsennotierte und nicht börsennotierte Unternehmen, die sich an int. Kapitalmarktstandards orientieren</li> <li>· Institutionelle Investoren, Vermögensverwalter, Versorgungswerke, Privatanleger</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· Börsennotierte und nicht börsennotierte junge und mittelständige Unternehmen</li> <li>· Institutionelle Investoren, Vermögensverwalter, Privatanleger</li> </ul>
<b>Anleihevolumen</b>	· > €100 Mio.	· < €100 Mio.
<b>Zugang</b>	· Über den regulierten Markt oder den Open Market/Entry Standard für Unternehmensanleihen mit EU-Prospekt	· Nur über den Open Market mit EU-Prospekt
<b>Platzierungsprozess</b>	· Syndizierte Fremdemission mit einem Bankenpool – EU-Prospekt vom Emittenten und Banken unterschrieben. Retail Subscription Service (Xetra-Teilnehmer, Privatanleger)	· Eigenemission des Emittenten, ggf. Einbindung der Bank als Selling Agent. EU-Prospekt wird vom Emittenten unterzeichnet. Retail Subscription Service (Xetra-Teilnehmer, Privatanleger)
<b>Transparenzpflichten</b>	· International anerkannte Publizitätsvorschriften für institutionelle Investoren	· Erleichterte Publizitätsvorschriften für kleine und mittlere Unternehmen
<b>Zugangskosten</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· Listing im regulierten Markt: €3.500</li> <li>· Listing im Open Market/Entry Standard: €1.250</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· Listing im Entry Standard: €1.250</li> <li>· Quotation Board: €500</li> </ul>

**Tab. 7: Publizitätsfolgepflichten für Unternehmensanleihen im »Prime Standard« und »Entry Standard«**

<b>Prime Standard für Unternehmensanleihen</b>	<b>Entry Standard für Unternehmensanleihen</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>· Testierter Jahresabschluss und Halbjahresbericht</li> <li>· IFRS-Rechnungslegung im regulierten Markt, ansonsten HGB</li> <li>· Unverzügliche Publikation wesentlicher Unternehmensnachrichten (»Quasi-Ad-hoc«) oder Ad-hoc-Publizitätspflicht gemäß WpHG</li> <li>· Unternehmenskalender</li> <li>· Aktualisierung des Unternehmensprofils</li> <li>· Jährliche Aktualisierung der Ratings (Ausnahmetatbestände für bestimmte Unternehmen)</li> <li>· Aktualisierung der Unternehmenskennzahlen gemäß den DVFA-Standards für Bondkommunikation</li> <li>· Eine Analystenkonferenz pro Jahr</li> <li>· Notierungskosten von € 5.000 pro Kalenderjahr</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· Testierter Jahresabschluss und Halbjahresbericht</li> <li>· HGB-Rechnungslegung</li> <li>· Unverzügliche Publikation wesentlicher Unternehmensnachrichten (Quasi-Ad-hoc)</li> <li>· Unternehmenskalender</li> <li>· Aktuelles Unternehmenskurzportrait</li> <li>· Jährliche Aktualisierung der Ratings (Ausnahmetatbestände für bestimmte Unternehmen)</li> <li>· Aktualisierung der Unternehmenskennzahlen gemäß den DVFA-Standards für Bondkommunikation</li> <li>· Als Zulassungsvoraussetzung, Mandatierung eines Deutsche Börse Listing Partners</li> <li>· Notierungskosten von €1.250 pro Quartal</li> </ul>

che und finanzielle Entwicklung des Unternehmens sicherzustellen. Die Einhaltung dieser Standards ist gleichsam auch die Basis für die Reputationsbildung des Unternehmens am Kapitalmarkt und sichert die Erfolgsaussichten zukünftiger Eigen- und Fremdkapitalmissionen an der Börse.

### 3.2 Wertpapierprospekt als Haftungs- und Informationsdokument

Der Wertpapierprospekt ist das zentrale Haftungs- und Informationsdokument im Rahmen der Begebung einer Anleihe. Das Prospekterfordernis ist u.a. Voraussetzung für die Zulassung der Anleihe in das Börsensegment Entry Standard der Deutsche Börse AG. Darüber hinaus besteht gemäß §3 Wertpapierprospektgesetz (WpPG) eine Prospektpflicht, wenn

ein Emittent die Anleihe einer breiten Öffentlichkeit anbieten möchte. Die Inhalte des Wertpapierprospektes unterliegen einer Vielzahl rechtlicher Regelungen und sind grundsätzlich in die Abschnitte Geschäftstätigkeit, Risikofaktoren, allgemeine Informationen über den Emittenten, Beschreibung des Wertpapiers sowie den Finanzteil gliedert.

Emittenten können auf die Ausnahmen der Prospektpflicht zurückgreifen, wenn die Anleihe ausschließlich an qualifizierte, institutionelle Investoren platziert werden soll und der Mindestbetrag und die Mindeststückelung €100.000 betragen. In der Regel werden auch institutionelle Investoren auf die Verfügbarkeit eines Wertpapierprospektes bestehen – insofern ist die faktische Relevanz dieser Ausnahmeregelung in jedem Einzelfall zu prüfen. Die EU-Prospektverordnungen enthalten Erleichterungen für

die Prospekterstellung für kleinere und mittlere Unternehmen (KMU) und Small Caps. Von erheblicher Bedeutung im Rahmen der Prospekterstellung von Immobiliengesellschaften ist das Erfordernis der Erstellung von aktuellen Bewertungsgutachten die von unabhängigen Immobilienexperten zu erstellen sind. Dieses Erfordernis stellt im Rahmen der Prospekterstellung einen wesentlichen Zeit- und Kostenfaktor dar.

Die Prüfung der BaFin erstreckt sich auf die Vollständigkeit, Verständlichkeit und Kohärenz der Inhalte – es erfolgt keine Prüfung der inhaltlichen Richtigkeit oder etwa der Bonität des Emittenten. Die Prüfungsdauer beträgt 20 Werktage bei Erstemittenten. Für die Erstellung des Prospektes bis zur Billigung durch die BaFin müssen insgesamt ca. 10–12 Wochen eingeplant werden.

Es ist im Rahmen der begleitenden Kommunikations- und Vertriebsaktivitäten des Emittenten und der begleitenden Bank sehr wichtig darauf zu achten, dass eine inhaltliche Übereinstimmung von Werbung und Prospektinhalten eingehalten wird und jeweils eine Hinweis auf den Prospekt erfolgt.

### 3.3 »Resi«-Anleihe als Chance der Einbindung der Mieter in die Anleiheemission

Im Rahmen der Strukturierung der Anleiheemission sind der geeignete Platzierungsprozess sowie die Zielinvestoren zu bestimmen. Kommunalen Wohnungsunternehmen bieten sich im Rahmen der Transaktion vielfältige Möglichkeiten, ihre Bekanntheit in der Region zu steigern und die Mieterbindung zu erhöhen, indem bestehende und potentielle Mieter im Hinblick auf die Zeichnung des Wertpapiers eingebunden werden (»Resi«-Anleihe). Diese Vorgehensweise sollte eingebettet sein in ein Kommunikations- und Marketingkonzept, welches diese Platzierungsstrategie bestmöglich unterstützt. Strukturell wird ein Teil des Emissionsvolumens für Privatanleger reserviert. Die Platzierung dieser Privatanleger-Tranche kann vor, während oder nach der institutionellen Anleiheplatzierung erfolgen. Um den Platzierungserfolg bei den Privatanlegern zu sichern, bieten sich mehrere Lösungswege an. Ein regional verankertes Kreditinstitut kann als »Selling-Agent« in das Bankenkonsortium eingebunden werden und ist damit für die Generierung und Weiterleitung der Zeichnungsaufträge an die konsortialführende Bank zuständig. Zusätzlich oder alternativ kann der Emittent den »Retail Subscription Service« (RSS) der Deutsche Börse nutzen, um die Anleihe in Eigenverantwortung an bestimmte Investoren zu platzieren. Das RSS ist eine webbasierte voll-

automatisierte Zeichnungs- und Abwicklungsfunktionalität, die über die Internetseite des Emittenten zur Verfügung gestellt wird. Das Unternehmen kann den Platzierungsprozess direkt mitsteuern und z.B. auf bestimmte Anlegergruppen (Mieter, Mitarbeiter) eingrenzen. Bei Folgetransaktionen können die Zeichner der Anleihe unter Wahrung einschlägiger rechtlicher Vorgaben zudem erneut direkt angesprochen werden. Darüber hinaus kann die Deutsche Börse AG die Handelsteilnehmer der elektronischen Handelsplattform Xetra an das RSS anbinden und damit eine breite internationale Investorenansprache ermöglichen. Die Zulassungsvoraussetzungen z.B. im Prime Standard unterstützen die Einbeziehung von Privatanlegern in das Zeichnungsbuch sowie die Schaffung eines liquiden Sekundärmarktes explizit durch die Einhaltung eines Mindest-Free-Floats von 10% (Ordergröße von max. €25.000). Den Vorteilen einer »Resi«-Anleihe stehen ggf. der leicht erhöhte Strukturierungsaufwand und zusätzliche Platzierungskosten gegenüber – die bestmögliche Ausgestaltung der Anleihe sollte individuell mit einem erfahrenen Beratungsteam festgelegt werden.

### 3.4 Anleiheemission als strukturierter Prozess

Die untenstehende Tabelle 8 verdeutlicht einen indikativen Projektlauf für eine Anleiheemission. Neben dem Emittenten sind insbesondere die Ratingagentur, die Rechtsberater, die konsortial-begleitende Bank(en), die Kommunikationsagentur, die Finanzberater, die Selling Agents, der Wirtschaftsprüfer sowie ggf. als Platzierungsservice das »RSS« in das Projekt einzubeziehen. Die Projektkoordination obliegt in der Regel dem Emissionsberater des Unternehmens zusammen mit der konsortialführenden Bank (im Falle der Fremdemission).



**Tab. 8: Indikativer Projektablauf für die Emission einer Anleihe**

Prozessschritt*	Aktivität	Dauer
1 .....	Kick-Off/Erstellung Fact Sheet/Investment Case/Mandatsvereinbarung/ Due Dilligence	2 Wochen
2.....	Einbezug der Stakeholder/Vorstellung Börse .....	1 Woche
3 .....	Erstellung Prospekt und Beauftragung Rating .....	4 Wochen
4 .....	Pre-Sounding bei Investoren/Vertriebskonzept .....	1 Woche
5 .....	Prospektbilligung Aufsichtsbehörde .....	4 Wochen
6 .....	Investoren-Marketing/Mieterinformationen .....	3 Wochen
7 .....	Roadshow/Mieterinfoveranstaltungen/Presse .....	1 Woche
8 .....	Zeichnungsfrist .....	1 Woche
9 .....	Einbeziehungsantrag/Handelsaufnahme .....	2 Wochen



**Projektdauer  
ca. 12 Wochen**

\* Einzelne Prozessschritte sind nicht additiv, sondern überschneiden sich zeitlich. Öffentliches Angebot und Einbeziehung von Privatanlegern.

## 4 Fazit

Wohnungsunternehmen stehen mit dem Schuld-scheindarlehen und der Anleihe zwei hochinteres-sante Finanzierungsinstrumente zur Verfügung die den klassischen, besicherten Bankkredit ergänzen können. Damit kann in Zukunft der Finanzierungs-mix bankenunabhängiger gestaltet werden und im Sinne der Optimierung der Gesamtkapitalkosten des Unternehmens im Hinblick auf die Finanzierung der zukünftig anstehenden Investitionsvolumina genutzt werden. Die Ausgestaltungsmöglichkeiten dieser Finanzinstrumente sind vielfältig, worin auch ihr großer Vorteil zu sehen ist. Die Umsetzung erfordert ein konzertiertes Projektmanagement und die Ein-bindung einer Vielzahl von Projektpartnern. Wichtig erscheint, dass die Unternehmen eine strategische Entscheidung zur regelmäßigen Nutzung dieser In-

strumente treffen. Damit einhergehend ist die Im-plementierung kapitalmarktorientierter Publizitäts-standards ein »Muss« – dies erfordert in sämtlichen Unternehmensbereichen eine zusätzliche Betrach-tungsebene sowohl in der Immobilienbewirtschaftung als auch in den Finanzbereichen. Damit können mittelständische Immobilienunternehmen die Basis schaffen im Einklang mit ihren Finanzierungsbedürfnissen als Daueremittenten regelmäßig den Kapitalmarkt zu nutzen und den Bekanntheitsgrad lokal, national und ggf. international deutlich zu steigern. ■

### Abstract

German residential real estate enterprises have two attractive alternatives to the classical bank loan: promissory notes and bonds. They offer a variety of scope for design, so that they can be adjusted individually to the financing needs of a company to reduce the overall capital costs. As a precondition enterprises have to make the strategic decision to implement these alternative instruments involving different project partners.

## Management und Organisation

KATJA LEPPER, M.SC.

# Die WoGeno Scorecard: Entwicklung einer Balanced Scorecard für Wohnungsgenossenschaften

*Mitglieder einer Genossenschaft stehen zu dieser in mannigfaltigen Beziehungen. Sie sind gleichzeitig Anteilseigner, Entscheidungsträger und Leistungsbezieher. Das Hauptziel von Wohnungsgenossenschaften ist die bestmögliche Förderung der Mitgliederinteressen durch die Bereitstellung von Wohnraum und dazu gehörigen Dienstleistungen. Vor diesem Hintergrund ist die einfache Übernahme der klassischen Balanced Scorecard (BSC) sehr problematisch zu sehen. Es sind wesentliche Anpassungen notwendig, um den speziellen Anforderungen von Wohnungsgenossenschaften entsprechen zu können.*

## 1 Motivation

Die ca. 2.000 deutschen Wohnungsgenossenschaften nehmen eine wichtige gesellschaftliche Position ein. Sie stellen 10% des Mietwohnungsmarktes in Deutschland und versorgen ca. 5 Millionen Menschen mit Wohnraum. Im Mittelpunkt ihres Handelns stehen dabei ihre 2,9 Millionen Mitglieder.

Das Mitglied nimmt innerhalb des genossenschaftlichen Unternehmensgefüges eine besondere Stellung ein. Das Management, bestehend aus Vorstand und Aufsichtsrat, wird aus den Reihen der Mitglieder besetzt. Zudem sind die Mitglieder, als Bereitsteller des Eigenkapitals, die Träger der Genossenschaft und haben folglich das Recht, über die Angelegenheiten der Genossenschaft innerhalb der Generalversammlung zu entscheiden. Das Mitglied ist somit als Entscheidungsträger der Genossenschaft zu qualifizieren. Zugleich ist es auch Kunde der Genossenschaft, deren Zweck sich als Förderung des Erwerbs, der Wirtschaft und/oder sozialer oder kultureller Belange der Mitglieder durch gemeinschaftlichen Geschäftsbetrieb bestimmt. Die Leistungsbeziehung zwischen Mitglied und Genossenschaft zeichnet sich nicht durch die Mehrung des durch die Mitglieder eingebrachten Kapitals aus, sondern durch dessen Nutzen bringenden Einsatz im Sinne des jeweiligen Förderzwecks.

Das »klassische« Controlling, mit Fokus auf finanzielle Kennzahlen, kann seine Ziele und Aufgaben, insbesondere in Bezug auf die leistungsbezogene Förderung der Mitglieder, daher nur unzureichend erfüllen und bedarf einer genossenschaftsspezifischen Weiterentwicklung, die zudem das Mitglied in seiner mannigfaltigen Beziehung zur Genossenschaft erfasst.

Neben Ansätzen wie Förderplan und -bericht (vgl. insb. Boettcher 1979 sowie Sassen 2011, S. 206 ff. und die dort angegebene Literatur), Expanded Value Added Statement (vgl. Mook et al. 2007, S. 107 ff.) oder Sozial- und Mitgliederrendite (vgl. Lenk et al. 2010), kann die genossenschaftliche Balanced Scorecard (Geno Scorecard) als weiterer Lösungsansatz dieser Problematik identifiziert werden. Bisher dominieren kreditgenossenschaftliche Anpassungen dieses Kon-

### **Katja Lepper, M.Sc.**

Wissenschaftliche Mitarbeiterin an der EBZ Business School – University of Applied Sciences; Doktorandin an der Universität zu Köln

Kontakt:  
k.lepper@ebz-bs.de



zepts Forschung und Praxis. Dieser Beitrag empfiehlt daher die Entwicklung einer wohnungsgenossenschaftlichen Balanced Scorecard (WoGeno Scorecard) und zeigt Ausgestaltungsmöglichkeiten auf.

## 2 Die Balanced Scorecard nach Kaplan und Norton

Die Balanced Scorecard nach Robert S. Kaplan und David P. Norton aus dem Jahr 1992 dient der Verbindung von Unternehmensstrategie und operativer Umsetzung. Dabei folgt sie einem hierarchischen Modell, welches zunächst die grundlegende Strategie von der Vision ableitet, die schließlich in den Perspektiven der BSC, mit Hilfe von strategischen Zielen, entsprechenden Messgrößen, operativen Zielen und detaillierten Maßnahmen, konkretisiert wird (vgl. Honolt-Reichert 2002, S. 43; Beuthien et al. 2008a, S. 186 ff.).

Die BSC erkennt, abweichend vom historischen Unternehmensfokus, an, dass der finanzielle Erfolg als Einzelmaß nicht zur langfristigen Ausrichtung eines gesamten Unternehmens genutzt werden kann. Angesichts der Kompetenzen und Fähigkeiten, die ein Unternehmen im Hinblick auf die Komplexität der unternehmerischen Umwelt heute besitzen muss, sind neben finanziellen auch operative Faktoren im Rahmen von Ursache-Wirkungszusammenhängen einzubeziehen. Finanzielle Maße stellen lediglich das Ergebnis der vorgenommenen Aktivitäten in Be-

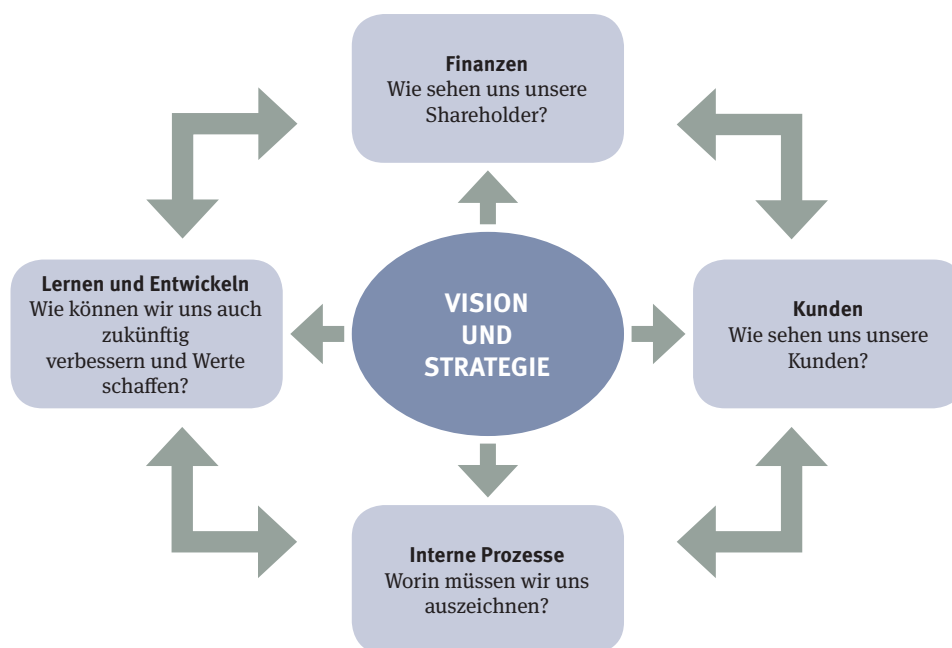
zug auf die operativen Faktoren und somit deren zeitverzögerte Konsequenz dar. Zur Früherkennung und entsprechenden Steuerung ist es folglich notwendig, jene operativen Maße zu erfassen und zu bewerten, die den finanziellen Erfolg maßgeblich determinieren (vgl. Kaplan/Norton 1992, S. 71).

Entsprechend beinhaltet die BSC vier Perspektiven (siehe Abb. 1), die neben dem finanziellen Erfolg auch die Kundenzufriedenheit, die internen Geschäftsprozesse sowie die Lern- und Entwicklungsfähigkeit des Unternehmens umfassen. Das Management wird so dann in die Lage versetzt, jederzeit und unmittelbar einen umfassenden Überblick des Unternehmens zu erhalten (vgl. Kaplan/Norton 1992, S. 71 f.).

Kaplan und Norton konzipieren die BSC für wertorientierte Unternehmen. Zentrale Bedeutung kommt daher der *Finanzperspektive* zu, welche darstellt ob und inwieweit die Unternehmensstrategie sowie deren Implementierung und Ausführung den gewünschten finanziellen Erfolg erzielen konnte (»Wie sehen uns unsere Shareholder?«). Wesentliche Kennzahlen sind entsprechend ausschließlich wirtschaftliche Messgrößen, z. B. Cash Flow, Umsatzwachstum oder Marktanteil (vgl. Kaplan/Norton 1992, S. 77 f.).

Die *Kundenperspektive* richtet das Unternehmen auf die Erreichung hoher Kundenzufriedenheit, als Voraussetzung des finanziellen Erfolgs, aus (»Wie sehen uns unsere Kunden?«). Ziele und Kennzahlen dieser

Abb. 1: **Balanced Scorecard nach Kaplan und Norton 1992**



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Kaplan/Norton 1992, S. 72

Perspektive erfassen direkte Einflussfaktoren der Kundenzufriedenheit, insbesondere Qualität, Zeit, Service und Kosten. Die *interne Prozessperspektive* beinhaltet Faktoren, die indirekt die Kundenzufriedenheit beeinflussen, d.h. Prozesse, Entscheidungen und Maßnahmen, die beispielsweise auf Qualität, Mitarbeiterqualifikation und Produktivität einwirken (»Worin müssen wir uns auszeichnen?«). Da Unternehmen einer dynamischen Umwelt ausgesetzt sind, müssen sie die Fähigkeit zur Innovation besitzen. Neue Produkte sind zu entwickeln sowie existierende Produkte und Prozesse an geänderte Umweltbedingungen und Kundenansprüche anzupassen (»Können wir uns auch zukünftig verbessern und Werte schaffen?«) (vgl. Kaplan/Norton 1992, S. 73 ff.).

### 3 Eignung der BSC für Genossenschaften

#### 3.1 Die Mitglieder als genossenschaftliche Primärzielgruppe

Das Mitglied nimmt eine besondere Stellung innerhalb des genossenschaftlichen Unternehmensgefüges ein und besitzt drei zentrale Funktionen. §9 Abs. 2 S.1 GenG bestimmt, dass die Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder aus den Reihen der Mitglieder zu besetzen sind. Zudem hat jedes Mitglied das Recht, über die Angelegenheiten der Genossenschaft innerhalb der Generalversammlung zu entscheiden (§43 Abs. 1 GenG) und ist somit als Entscheidungsträger der Genossenschaft zu qualifizieren (dispositive Funktion). Als Voraussetzung der Mitgliedschaft zeichnen die Mitglieder Geschäftsanteile, zahlen auf das Geschäftsguthaben ein (§7 S.5 GenG) und tragen so zum Eigenkapital der Genossenschaft bei (finanzielle Funktion). Sie sind damit die Träger der Genossenschaft. Zugleich sind sie auch Kunden der Genossenschaft (leistungsbezogene Funktion). Die Mitgliederförderung im Rahmen der Leistungsbeziehung bildet den Mittelpunkt der unternehmerischen Aktivitäten einer Genossenschaft. Nach §1 Abs. 1 GenG sind sie »Gesellschaften von nicht geschlossener Mitgliederzahl, deren Zweck darauf gerichtet ist, den Erwerb oder die Wirtschaft ihrer Mitglieder oder deren soziale oder kulturelle Belange durch gemeinschaftlichen Geschäftsbetrieb zu fördern«.

Die *Förderung des Erwerbs* umfasst die berufliche Lebenssphäre der Mitglieder, also die Mitgliederbetriebe. Die *Förderung der Wirtschaft* wiederum betrifft ihren privaten Lebensbereich. Leistungen in diesen Bereichen können die kostengünstige Bereitstellung von Waren, Werk- oder Dienstleistungen sein sowie die Senkung der Ausgaben und/oder Steigerung der

Einnahmen der Mitgliedsbetriebe bzw. Kosten- und/oder Produktivitätsvorteile und Wettbewerbsvorteile (vgl. Beuthien 2011, §1 Rn. 12–14).

Bis zum Jahr 2006 erstreckte sich der legal definierte Förderzweck allein auf den Erwerb und die Wirtschaft der Mitglieder. Im Rahmen der Genossenschaftsnovelle 2006 wurden schließlich auch soziale und kulturelle Förderzwecke gesetzlich als Hauptzweck zugelassen. Genossenschaften können ihre Mitglieder seitdem auch ausschließlich auf nicht-wirtschaftlicher Ebene fördern (vgl. Geschwandtner/Helios 2006, S. 20; Keßler 2010, §1 Rn. 26). Die *soziale und kulturelle Förderung* umfasst die ideellen Mitgliederbedürfnisse. Für soziale und kulturelle Förderung kommen beispielsweise die Bereiche Ver- und Ent-sorgung, Gesundheit (Krankenhäuser), Pflege, Betreuung und soziale Sicherung (Altenheime), Sport (Sportgenossenschaften) und soziale Selbsthilfe (z. B. Seniorengenossenschaften) in Frage. Kulturelle Förderung kann das Angebot kultureller Veranstaltungen (Konzerte, Theater-, Museumsgenossenschaften), Bildungsangebote (Schülergenossenschaften) oder mediale Angebote (Mediengenossenschaften) umfassen (vgl. Schulte 2016, §1 Rn. 34; Bauer 2016, §1 Rn. 17–18).

Die Förderung beruht auf *naturaler Selbstförderung* (vgl. Geschwandtner/Helios 2006, S. 45; Beuthien/Hanrath 2008, S. 88). Die Mitglieder bündeln ihre Ressourcen, um gemeinsam eine Genossenschaft zu unterhalten. Gleichzeitig treten sie dieser als Bezieher der von ihr angebotenen Leistungen entgegen (*Identitätsprinzip*). Dabei stehen für die Genossenschaft nicht die Bedürfnisse einzelner Mitglieder im Mittelpunkt, sondern jene, die von der Mehrzahl der Mitglieder präferiert werden (*Demokratieprinzip*: »One member, one vote«). Die angebotenen Leistungen sind von naturaler, d.h. nichtkapitalistischer Natur. Ziel der Genossenschaft ist nicht die Mehrung des durch die Mitglieder eingebrachten Kapitals (§7 S.1 GenG), sondern dessen Nutzen bringender Einsatz im Sinne des jeweiligen Förderzwecks. Die Ausgestaltung der Förderleistung ist gesetzlich jedoch nicht definiert (*Leerformel*). Es obliegt der Genossenschaft selbst, eine Strategie der Mitgliederförderung zu entwickeln (vgl. Honold-Reichert 2002, S. 9). Diese ist grundlegend von der Art der Genossenschaft und damit dem Unternehmensgegenstand abhängig sowie im Zeitverlauf den Bedürfnissen der Mitglieder anzupassen (vgl. Beuthien 2011, §1 Rn. 9).

### 3.2 Zielkonflikte bei der Anwendung der BSC auf Genossenschaften

Die Anwendung der BSC in ihrer ursprünglichen Form erweist sich, im Hinblick auf die Mitglieder als Primärzielgruppe und die damit verbundenen gesetzlichen Vorgaben des GenG, als äußerst problematisch (vgl. Crazius 2002, S.124). Obgleich die BSC auch nicht-finanzielle Aspekte und Stakeholder mit in die Betrachtung einbezieht, ist ihre Hauptzielsetzung rein wertorientiert und somit nicht anwendbar auf das werbebezogene Management einer Genossenschaft (vgl. Neese 2012, S.240).

Insbesondere die Rolle der Finanzperspektive führt, bei der Übertragung der BSC auf die Rechtsform der Genossenschaft, zu einem grundlegenden Zielkonflikt. Die BSC ist auf die Erzielung eines möglichst hohen finanziellen Erfolgs für die Shareholder des Unternehmens ausgerichtet. Dies spiegelt sich in der Voranstellung der Finanzperspektive und der damit verbundenen Unterordnung der sonstigen Perspektiven wider. Diese Ausgestaltung erweist sich für Genossenschaften als ungeeignet. Bei ihnen ist, entsprechend §1 Abs. 1 GenG, die optimale Förderung der Mitglieder im Rahmen der Leistungsbeziehung das zentrale Ziel. Damit wird der Finanzperspektive jedoch nicht jegliche Bedeutung für Genossenschaften abgesprochen. Allerdings kann sie in deren Strategieverflechtung nicht die zentrale Position einnehmen, sondern ist im Hinblick auf Rentabilität und Liquidität, zur Sicherung der langfristigen Förderfähigkeit, als Nebenbedingung der Mitgliederförderung nachzustellen (vgl. Kring 2003, S. 46).

Weiterhin kritisch ist die BSC vor dem Hintergrund des Identitätsprinzips zu sehen. In ihrer ursprünglichen Form basiert sie auf der Annahme des Auseinanderfallens von Trägerschaft und Kundenbeziehung, was bei der Anwendung auf Genossenschaften zu einer Zweiteilung des Mitglieds führt. Das Mitglied kann in der BSC nicht gleichermaßen als Kunde und Träger betrachtet werden, sondern wird – zweigeteilt – innerhalb der Kunden- und innerhalb der Finanzperspektive erfasst (vgl. Beuthien et al. 2008a, S. 192).

Eine zusätzliche Problematik kann in Bezug auf die Kundenperspektive identifiziert werden. Nach §8 Abs. 1 Nr. 5 GenG kann die Satzung den Geschäftsbetrieb auf Personen ausdehnen, welche nicht Mitglieder der Genossenschaft sind (Nichtmitgliedergeschäft), sofern dies eine positive (vgl. Beuthien 2011, §8 Rn.9) oder neutrale Wirkung (vgl. Keßler 2010, §8 Rn 8; Schulte 2016, §8 Rn 8) in Bezug auf die Mitgliederförderung bedingt. Die Kundenperspektive würde, sofern die Genossenschaft Nichtmitgliedergeschäfte betreibt, gleichermaßen die Leistungsbeziehung zu den Mitgliedern wie auch zu Nichtmitgliedern erfassen. Die feh-

lende Differenzierung beider Gruppen erlaubt die Beurteilung der Vorteilhaftigkeit bzw. Neutralität nicht. Auch der Unterschied zwischen Mitgliedergeschäft und Nichtmitgliedergeschäft, und folglich der Nutzen der Mitgliedschaft, bleibt unklar (vgl. Honolt-Reichert 2002, S. 47; Beuthien et al. 2008, S. 194).

## 4 Ansätze genossenschaftlicher BSC

Sowohl in Wissenschaft wie auch Praxis lassen sich Anwendungen und Weiterentwicklungen der BSC auf bzw. für Genossenschaften, vornehmlich Kreditgenossenschaften, beobachten (vgl. Honolt-Reichert 2002; Crazius 2002; Kring 2003; Beuthien et al. 2008a,b; Neese 2012). Dabei lassen sich zwei grundsätzliche Vorgehensweisen unterscheiden.

### 4.1 Verwendung der BSC ohne genossenschaftsspezifische Anpassung

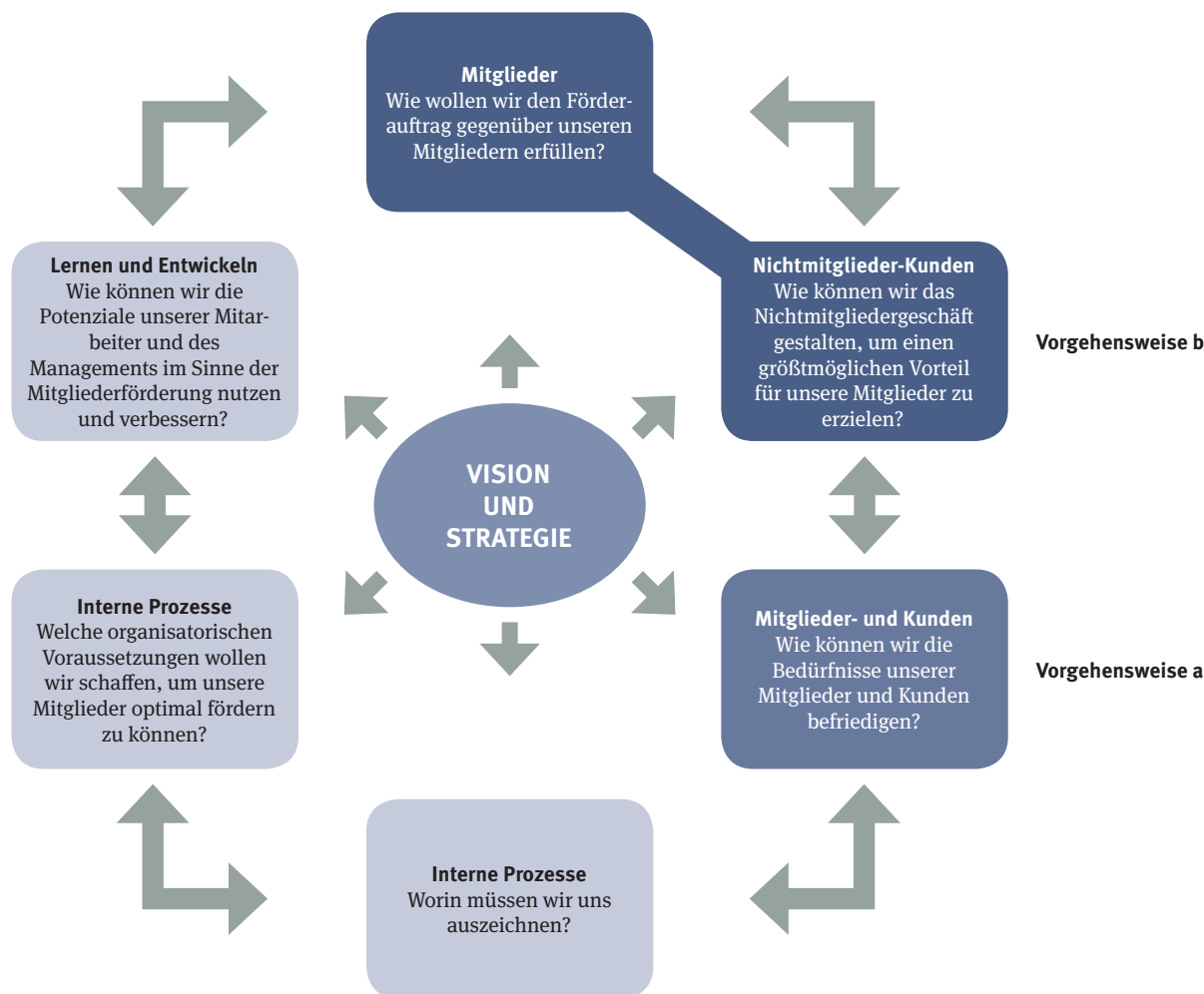
Bei Genossenschaften, in deren Handlungs- und Entscheidungsgefüge die Mitglieder und der Förderauftrag diesen gegenüber nur eine untergeordnete Rolle spielen, ist die Verwendung der BSC in ihrer ursprünglichen Form nach Kaplan/Norton zu beobachten (vgl. Hebestreit/Keil 2001; Iby 2004, Klein 2002, Mehl 2002). Die Mitglieder finden sich somit nicht auf der Perspektivebene, sondern allenfalls im Rahmen einzelner Aspekte innerhalb der bestehenden Perspektiven wieder (vgl. Beuthien 2008a, S. 188 f.).

### 4.2 Verwendung der BSC mit genossenschaftsspezifischer Anpassung (Geno Scorecard)

Weitere Ansätze erkennen die Bedeutung der Mitgliedschaft und des Förderauftrags sowie die Problematik der Voranstellung finanzieller Aspekte an und erweitern die BSC entsprechend, jedoch in unterschiedlicher Intensität. Gemein haben die Ansätze dieser Kategorie jedoch, dass die Mitgliedschaft explizit auf der Ebene der Perspektiven eingeordnet und der Finanzperspektive voran- bzw. gegenübergestellt wird. Im Gegensatz zum Ansatz von Kaplan/Norton, stellt in diesen BSCs nicht mehr die Finanzperspektive die endgültige Zielperspektive, in der alle anderen Perspektiven zusammenlaufen, dar. Die Ziele innerhalb der Finanzperspektive sind lediglich als Nebenbedingungen zur bestmöglichen Erreichung eines langfristigen Förderungspotenzials zu betrachten (vgl. Kring 2003, S.46). Es können weiterhin zwei Vorgehensweisen identifiziert werden (siehe Abb. 2).



Abb. 2: Genossenschaftliche Balanced Scorecard (Geno Scorecard)



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Crazius 2002, S. 124; Honolt-Reichert 2002, S. 49 und Beuthien et al. 2008a, S. 191

### a. Erweiterung der Kundenperspektive

Einen weniger weitreichenden Eingriff in die BSC stellt die Erweiterung der Kundenperspektive um die Belange der Mitglieder, zu einer *Mitglieder- und Kundenperspektive* (siehe Abb. 2 – Vorgehensweise a) dar. Das Hauptziel dieser Perspektive ist sodann die unternehmerischen Tätigkeiten zugleich auf die Bedürfnisse der Mitglieder und Kunden abzustimmen (vgl. Kring 2003, S. 15). Die Mitgliedschaft wird damit zwar auf die Ebene der Perspektiven angehoben, jedoch findet keine Differenzierung zwischen Mitglieder-Kunden und Nichtmitglieder-Kunden statt. Die Erreichung einer Besserstellung der Mitglieder und eine gezielte Ausrichtung auf deren Förderung ist, bei dieser Gleichstellung, somit kritisch zu bewerten. Auch wird das Mitglied bei dieser BSC nur in seiner Rolle als Leistungsbezieher, jedoch nicht zugleich als finanzieller Träger und Mitentscheider der Genossenschaft beachtet (vgl. Beuthien et al. 2008a, S. 189f.).

### b. Einführung einer eigenständigen Mitgliederperspektive

Die Problematik der Gleichstellung zu den Nichtmitgliedern kann durch die Erweiterung der BSC um eine eigenständige *Mitgliederperspektive* (siehe Abb. 2 – Vorgehensweise b) vermieden werden (vgl. Crazius 2002; Honolt-Reichert 2002; Beuthien et al. 2008a,b; Neese 2012). Diese Perspektive verfolgt sodann allein das Ziel der optimalen Förderung der Mitglieder. Leitfragen dieser Perspektiven können sein: »Wie wollen wir den Förderauftrag gegenüber unseren Mitglieder erfüllen?« (Beuthien et al. 2008b, S. 76; Neese 2012, S. 241) oder »Wie können wir unsere Mitglieder unterstützen, damit sie ihre Ziele verwirklichen?« (Crazius 2002, S. 124). Es ist weiterhin zu beachten, dass die Mitgliederperspektive die Mitglieder in ihrer mannigfaltigen Beziehung zur Genossenschaft erfasst. Neben Ziel- und Maßgrößen, die die Leistungsbeziehung widerspiegeln, sind auch Faktoren zu berücksichtigen, die das Mitglied als Eigenkapitalgeber und Entscheidungsträger würdigen (vgl. Beuthien et al. 2008a, S. 192).

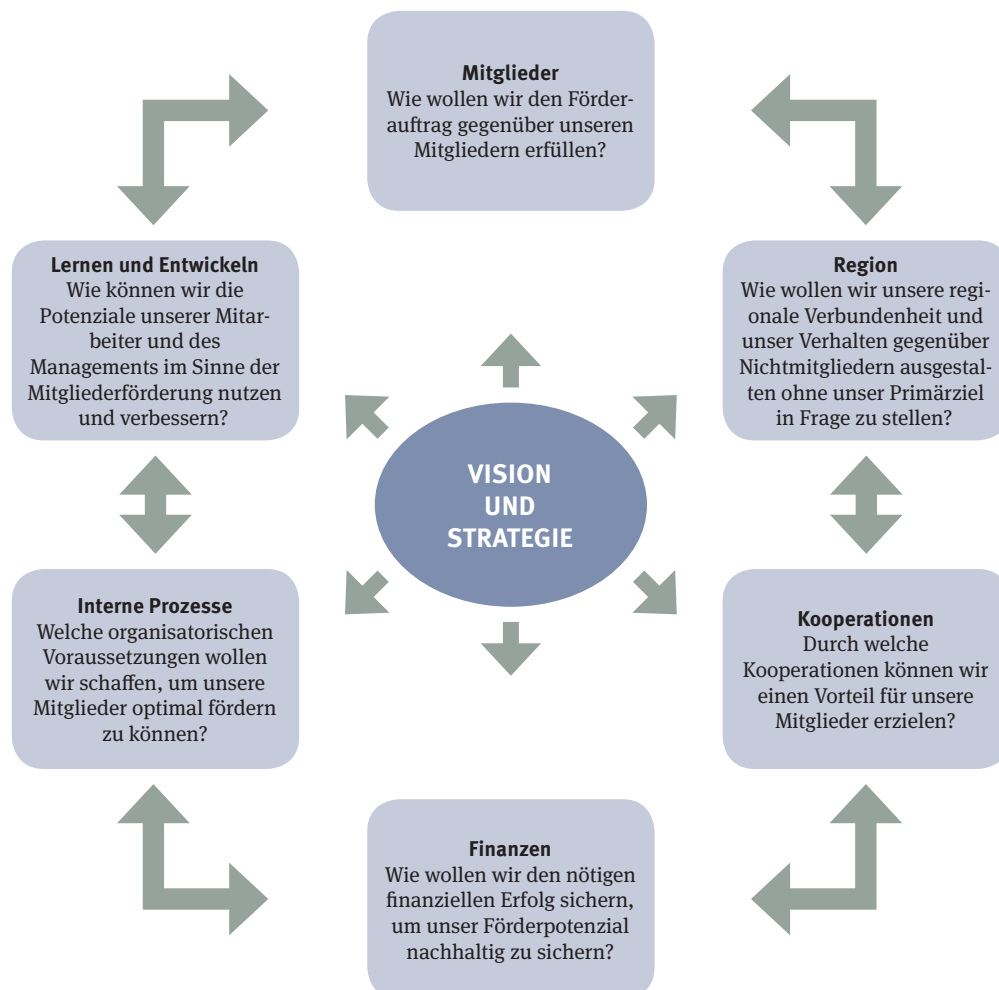
Die reine Ergänzung der BSC um eine Mitgliederperspektive ist jedoch nicht ausreichend, um sie für Genossenschaften geeignet anzupassen. Vielmehr sind auch die weiteren bereits bestehenden Perspektiven auf das Hauptziel auszurichten (vgl. Neese 2012, S. 240).

Im Hinblick auf die Notwendigkeit von Liquidität und Rentabilität als Voraussetzung des Förderpotenzials, ist der Mitgliederperspektive die *Finanzperspektive* gegenüberzustellen. Dabei ist jedoch zu beachten, dass die Zielsetzungen innerhalb dieser Perspektive nie als Selbstzweck zu verstehen, sondern stets an der Frage »Wie muss unsere finanzielle Basis und Risikosituation beschaffen sein, damit wir langfristig das Förderpotenzial sichern können?« auszurichten sind (vgl. Honolt-Reichert 2002, S. 46, Beuthien et al. 2008a, S. 194). Die *interne Prozess-* sowie *Lern- und Entwicklungsperspektive* unterscheiden sich inhaltlich zunächst nicht von den BSCs anderer Rechts- und Unternehmenstypen und umfassen ebenso Bereiche wie Organisationsstrukturen, Wissensmanagement, sowie Informations- und Kommunikationstechniken (vgl. Honolt-Reichert,

S.46). Dennoch ist eine genossenschaftsspezifische Ausrichtung auch dieser Perspektiven vorzunehmen. Die Orientierung der beiden Perspektiven an den Leitfragen »Welche organisatorischen Voraussetzungen wollen wir schaffen um unsere Mitglieder optimal fördern zu können?« und »Wie können wir die Potenziale unserer Mitarbeiter und des Managements im Sinne der Mitgliederförderung nutzen und verbessern?« ist dabei zu empfehlen. Die *Nichtmitgliederperspektive* ist von der Genossenschaft zu nutzen, um der Frage »Wie können wir das Nichtmitliedergeschäft gestalten, um einen größtmöglichen Vorteil für unsere Mitglieder zu erzielen?« (vgl. Neese 2012, S. 242) oder »Wie grenzen wir das Nichtmitglieder- vom Mitgliedergeschäft ab?« nachzugehen.

Neben der Erweiterung der BSC um eine Mitgliederperspektive sind noch weitere Perspektiven, z.B. branchenspezifische Perspektiven (vgl. Beuthien et al. 2008a, S. 192), eine Regionalperspektive (vgl. Beuthien et al. 2008b, S. 73) oder eine Kooperationsperspektive (vgl. Krainer 2005, S. 3), denkbar.

**Abb. 3: Wohnungsgenossenschaftliche Balanced Scorecard (WoGeno Scorecard)**



## 5 Entwicklung einer BSC für Wohnungsgenossenschaften: WoGeno Scorecard

Die im letzten Abschnitt vorgestellten Ansätze genossenschaftlicher BSCs setzen ihren Fokus auf Kreditgenossenschaften. Um die Geno Scorecard zu einer WoGeno Scorecard weiterzuentwickeln und damit auch für Wohnungsgenossenschaften geeignet auszugestalten, werden weitere Modifikationen empfohlen (siehe Abb. 3).

Die *Mitgliederperspektive* der WoGeno Scorecard erfasst das Mitglied in seiner Rolle als Eigenkapitalgeber, Entscheidungsträger und Bezieher des von der Wohnungsgenossenschaft angebotenen Wohnraums und den dazugehörigen Leistungen. Die Mitgliederperspektive sollte folglich zunächst Zielsetzungen enthalten, die die angemessene Honorierung der Kapitalbeteiligung anstreben. Zu beachten ist dabei jedoch, dass diese Anerkennung die eigentliche natürliche Förderung weder ersetzen noch über ihr stehen darf. Weiterhin ist das Mitglied als Mitentscheider zu berücksichtigen. Denkbar sind Ziele, die die aktive Beteiligung der Mitglieder sowie, als Voraussetzung einer solchen Beteiligung, eine umfassende vergangenheits- sowie zukunftsgerichtete Information, anstreben (vgl. Beuthien et al. 2008a, S. 193; Neese 2012, S. 241).

Während die bisher genannten Ziele unabhängig von der Art der Genossenschaft Anwendung finden können, ist zusätzlich eine wohnungswirtschaftliche und zugleich genossenschaftsspezifische Erweiterung der Mitgliederperspektive nötig. Wohnungsgenossenschaften fördern ihre Mitglieder grundsätzlich über eine gute, sichere und sozial verantwortbare Wohnungsversorgung und sollten zusätzlich die umfassende Kenntnis der spezifischen Wünsche und Bedürfnisse ihrer Mitglieder anstreben. Die Operationalisierung dieses Ziels kann beispielsweise über Maße der Mitglieder- bzw. Wohnzufriedenheit, Beschwerdeshäufigkeit, Entwicklungsmaße des Mitgliederbestandes (z.B. Fluktuation und Fluktuationsgründe, Leerstand, Mietdauer) und/oder einen Branchenvergleich erreicht werden (z.B. die Differenz zur ortsüblichen Vergleichsmiete, Bruttokaltmiete, Betriebskosten und Heizkosten) (vgl. Scharp et al. 2002, S. 141; Sassen 2011, S. 374 f.).

Die *Finanzperspektive* der WoGeno Scorecard verfolgt das Ziel, den, das Förderpotenzial maßgeblich bestimmenden, finanziellen Erfolg sicherzustellen. Die Ziele dieser Perspektive sind entsprechend über bilanzielle und wertorientierte Erfolgs- und Risikokennzahlen der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft zu operationalisieren (vgl. Scharp et al. 2002, S. 140; Beuthien et al. 2008a, S. 194).

Die interne Prozessperspektive sowie die Lern- und Entwicklungsperspektive befassen sich mit den internen Ressourcen, welche das Förderpotenzial der Wohnungsgenossenschaft determinieren (vgl. Honolt-Reichert 2002, S. 46). Innerhalb der *internen Prozessperspektive* sind Ziele festzulegen, welche die Geschäftsprozesse auf die optimale Förderung der Mitglieder ausrichten. Die gute Erreichbarkeit der Angestellten sowie die Dezentralität des Unternehmens können Ziele dieser Perspektive darstellen (vgl. Scharp et al. 2002, S. 142f.).

Die *Lern- und Entwicklungsperspektive* ist im Hinblick auf eine genossenschaftliche Qualifikation des Managements und der Angestellten zu erweitern (vgl. Beuthien et al. 2008a, S. 192; Neese 2012, S. 240). Neben dem Management sind insbesondere die Angestellten als kritische Determinante der Förderzweckerfüllung zu betrachten. Sie stellen das Bindeglied zwischen dem Vorstand und den Mitgliedern dar, indem sie die, durch den Vorstand entwickelten, Strategien in die Unternehmenspraxis umsetzen. Während das Management gesetzlich verpflichtet ist, sein Handeln an genossenschaftlichen Werten auszurichten (§§ 34 Abs. 1 S. 1, § 41 GenG), gilt dies für die Angestellten nicht. Sie nehmen somit eine Stellung innerhalb des genossenschaftlichen Unternehmens ein, welche ihnen mitunter die Gelegenheit verschafft, ihre individuellen Zielansprüche durchzusetzen und die Förderung der Mitglieder maßgeblich zu beeinflussen (vgl. Ringle 2006, S. 208). Innerhalb der Lern- und Entwicklungsperspektive ist folglich sicherzustellen, dass die Angestellten die Mitgliederförderung als Restriktionsrahmen ihres Handelns und Entscheidens verstehen und anwenden.

Das Handeln der Angestellten im Bewusstsein des genossenschaftlichen Wertesystems ist insbesondere bei Wohnungsgenossenschaften von großer Bedeutung, da das weitreichende Förderleistungsspektrum einer Wohnungsgenossenschaft zahlreiche Schnittpunkte der Angestellten und der Mitglieder zur Konsequenz hat. Der Zweck einer Wohnungsgenossenschaft ist die Versorgung ihrer Mitglieder mit Wohnraum. Eine solche Versorgung umfasst nicht allein die Bereitstellung einer Wohnung, sondern beinhaltet auch ergänzende Dienstleistungen. Dazu gehören zum einen Leistungen, die dem Mitglied, in seiner Stellung als Mieterin bzw. Mieter, nach § 535 Abs. 1 S. 2 Bürgerliches Gesetzbuch (BGB) den vertragsmäßigen Gebrauch während der Mietzeit ermöglichen müssen, z.B. Leistungen im Bereich Instandhaltung und -setzung. Darüber hinaus bieten viele Wohnungsgenossenschaften Leistungen an, zu denen sie zwar nicht verpflichtet sind, die jedoch als am Wohnungsmarkt oder im wohnungsgenossenschaftlichen Selbstverständnis als selbstverständlich zu betrachten sind.

Beispiele für solche Leistungen sind das Angebot zielgruppenspezifischer Wohnformen (z. B. Mehr-generationswohnen oder Demenz-Wohngemeinschaften), Beratungs- und Betreuungsangebote (z. B. für ältere Menschen und Kinder) oder Angebote zur Förderung nachbarschaftlicher Strukturen (z. B. Nachbarschaftstreffs, Straßenfeste und Nachbarschaftsvereine) (vgl. Beuerle 2011, S. 276). All diese Angebote führen zu häufigen Kontakten zwischen den Angestellten der Wohnungsgenossenschaft und den Mitgliedern.

Die *Nichtmitgliederperspektive*, wie sie innerhalb der Geno Scorecard vorgesehen ist, verfolgt vorrangig das Ziel, den signifikanten Unterschied zwischen Nichtmitliedergeschäft und Mitgliedergeschäft zu sichern (vgl. Honolt-Reichert 2002, S. 47; Beuthien et al. 2008a, S. 194). Aus Sicht einer Kreditgenossenschaft, in deren Fall das Nichtmitliedergeschäft einen hohen Anteil der Tätigkeit ausmacht, erscheint dieser Ansatz zweckmäßig. Bei Wohnungsgenossenschaften, für die das Nichtmitliedergeschäft keine oder nur eine geringe Rolle spielt (vgl. Sassen 2011, S. 241), kann die Aufnahme einer eigenen Nichtmitgliederperspektive dagegen nicht oder nur beschränkt empfohlen werden.

Überlegenswert ist es jedoch, die Nichtmitglieder nicht allein im Rahmen einer (potenziellen) Kundenbeziehung zu betrachten, sondern sie als Gesamtheit der Personen anzuerkennen, welche innerhalb des Aktionsradius der Genossenschaft leben. In diesem Zusammenhang ist auf das Regionalprinzip hinzuweisen. Es fordert die Restriktion des unternehmerischen Handelns auf ein Tätigkeitsfeld, welches überschaubar und historisch gewachsen ist. Die lokale Begrenzung erlaubt es den Unternehmen, die spezifischen Interessen und ortsabhängigen Bedarfe ihrer Mitglieder besser zu erfassen. Zudem wirkt sie intergenossenschaftlicher Konkurrenz entgegen (vgl. Brazda 2013, S. 13; Rösner 2013, S. 10). Bei Wohnungsgenossenschaften ist das Tätigkeitsfeld auf eine Stadt, Kommune oder Region begrenzt (vgl. Mändle 2005, S. 34). Die geläufige Angabe der Stadt in der Firma spiegelt dies wider. Zumeist sind die Unternehmen bereits seit Jahrzehnten in ihrem jeweiligen lokalen Aktionsradius eingebunden und ein Teil der regionalen Netzwerke und Wirtschaftskreisläufe (vgl. Roth 2006, S. 229; Rösner 2013, S. 10). Vor diesem Hintergrund kann die Nichtmitgliederperspektive um Aspekte ergänzt werden, die beispielsweise die regionale Verbundenheit der Genossenschaft widerspiegeln (vgl. Neese 2012, S. 240). Die so entstehende *Regionalperspektive*, die die Nichtmitglieder zugleich als Teil der Region und Kunden versteht, legt Ziele in Bezug auf das Verhalten der Wohnungsgenossenschaft gegenüber der Gesamtheit der Nichtmitglieder im Einklang mit der Mitgliederförderung fest.

Die *Kooperationsperspektive* erfasst den Aufbau und Erhalt von Netzwerken und strategischen Partnerschaften, die die Wohnungsgenossenschaft zum Wohle ihrer Mitglieder betreibt (vgl. Krainer 2005, S. 3). Solche Partnerschaften können zwischen Wohnungsgenossenschaften, z. B. im Rahmen der Marketinginitiative der Wohnungsbaugenossenschaften Deutschland e.V. sowie des Vereins Wohnen in Genossenschaften e.V., oder zu sonstigen Akteuren der Wohnungswirtschaft, zur besseren Vernetzung und leichterem Erfahrungsaustausch, bestehen. Darüber hinaus sind Zielsetzungen in Bezug auf die (langfristige) Zusammenarbeit mit regionalen Anbietern innerhalb dieser Perspektive denkbar, um ein umfassendes Angebot an Pflege- und Betreuungsdienstleistungen oder Vorteilsprogramme (z. B. vergünstigte Eintritt in Schwimmbädern oder Kinos) anzubieten (vgl. Klemisch/Vogt 2012, S. 34f.). Insbesondere im Hinblick auf Kooperationen mit Kommunen ist die Balance zwischen Mitgliederförderung und Verfolgung öffentlicher Allgemeininteressen zu sichern (vgl. Kowalski/Wegner 2013).

## 6 Zusammenfassung

Die Mitglieder sind die Primärzielgruppe des genossenschaftlichen Unternehmens und stehen, auf Grundlage des Identitätsprinzips, in einer mannigfaltigen Beziehung (finanziell, dispositiv, leistungsbezogen) zu ihr. Im Gegensatz zu wertorientierten Unternehmen, richtet sich das zentrale Ziel der Genossenschaft – die optimale Mitgliederförderung – an der leistungsbezogenen Beziehung zu den Mitgliedern aus.

Die BSC bietet einen Ansatz für wertorientierte Unternehmen, deren Zielsetzung sich maßgeblich an der Erreichung finanziellen Erfolgs ausrichtet. Ihre Anwendung ist im Hinblick auf Genossenschaften somit höchst problematisch. Die BSC kann weder der Mitgliederförderung als Primärziel der Genossenschaft, dem Identitätsprinzip, noch der Abgrenzung von Nichtmitlieder- und Mitgliedergeschäft gerecht werden. Sie bedarf entsprechend einer genossenschaftsspezifischen Adaption.

Die Literatur hat sich bisher vornehmlich mit kreditgenossenschaftlichen Anpassungen Geno Scorecard befasst und unterschiedliche Ansätze empfohlen. Dazu gehören die Erweiterung der Kundenperspektive zu einer kombinierten Mitglieder- und Kundenperspektive sowie die Einführung einer eigenständigen Mitgliederperspektive. Diese Konzepte genügen jedoch nicht gänzlich den spezifischen Anforderungen von Wohnungsgenossenschaften und benötigen weiterführende Anpassungen.

Tab. 1: **Beispielhafter genossenschaftsspezifischer Inhalt einer WoGeno Scorecard**

<b>Mitglieder</b> <i>Wie wollen wir den Förderauftrag gegenüber unseren Mitgliedern erfüllen?</i>	
<b>Ziele</b>	<b>Kennzahlen</b>
Unser Handeln orientiert sich am Ziel einer guten, sicheren und sozial verantwortbaren Wohnungsversorgung. Wir kennen die Wünsche, Bedürfnisse und Vorstellungen unserer Mitglieder und fördern sie entsprechend.	Mitglieder- und Wohnzufriedenheit; Beschwerdehäufigkeit; Fluktuation und Fluktuationsgründe; Mietdauer; Leerstand; Differenz zur ortsüblichen Vergleichsmiete; Bruttokaltmiete; Betriebskosten und Heizkosten
Wir beteiligen unsere Mitglieder aktiv an unserer Genossenschaft.	Anzahl an Mitgliederveranstaltungen; Beteiligungsquote bei der Generalversammlung; Beteiligungsquote bei sonstigen Veranstaltungs- und Informationsangeboten
Wir informieren unsere Mitglieder kontinuierlich über aktuelle Entwicklungen rund um die Wohnungsgenossenschaft.	Vorhandensein und Häufigkeit einer Mitgliederzeitung; Newsletter; Aktualität und Umfang der Internetpräsenz
Wir planen und dokumentieren die Förderung unserer Mitglieder systematisch und legen sie offen.	Anfertigung eines Förderplans und -berichts
Wir honorieren die Kapitalbeteiligung angemessen.	Höhe der Dividende; Höhe der Verzinsung der Geschäftsanteile
Wir unterstreichen die Bedeutung der Mitgliederfinanzierung durch die Festlegung einer Mindesthöhe mitgliederabhängiger Eigenkapitalbestandteile.	Anteil des mitgliederabhängigen Eigenkapitals am Gesamtkapital
<b>Finanzen</b> <i>Wie wollen wir den nötigen finanziellen Erfolg sichern, um unser Förderpotenzial nachhaltig zu gewährleisten?</i>	
<b>Ziele</b>	<b>Kennzahlen</b>
Wir stellen finanziellen Erfolg insofern sicher, als dass wir ihn für die optimale Förderung unserer Mitglieder benötigen.	Cash Flow; Umsatz und Umsatzentwicklung; Personalkosten
<b>Interne Prozesse</b> <i>Welche organisatorischen Voraussetzungen wollen wir schaffen, um unsere Mitglieder optimal fördern zu können?</i>	
<b>Ziele</b>	<b>Kennzahlen</b>
Wir wollen Strukturen schaffen, die den Erhalt und die Verbesserung einer guten und vertrauensvollen Beziehung zu unseren Mitgliedern ermöglichen.	Anzahl von Geschäftsstellen und Quartierszentralen; Telefonische und persönliche Erreichbarkeit; Verhältnis von AnsprechpartnerInnen und Mitgliedern; Reaktionszeit der Angestellten (insb. der Handwerker bei Schadensmeldungen)
<b>Lernen und Entwickeln</b> <i>Wie können wir die Potenziale unserer Mitarbeiter und des Managements im Sinne der Mitgliederförderung nutzen und verbessern?</i>	
<b>Ziele</b>	<b>Kennzahlen</b>
Die Arbeit unseres Managements und der Angestellten orientiert sich stets an der bestmöglichen Förderung der Mitglieder.	Entwicklung und kontinuierliche Aktualisierung eines genossenschaftlichen Unternehmensleitbildes; Anzahl der durch Management und/oder Mitarbeiter besuchten genossenschaftsspezifischen Weiterbildungen (Veranstaltungen, Seminare, Studium)
<b>Region</b> <i>Welche organisatorischen Voraussetzungen wollen wir schaffen, um unsere Mitglieder optimal fördern zu können?</i>	
<b>Ziele</b>	<b>Kennzahlen</b>
Wir ermöglichen unseren Mitgliedern und Nichtmitgliedern den kostenlosen Zugang zu Nachbarschaftstreffs in unseren Quartieren.	Anzahl von Angeboten, die auch Nichtmitgliedern zugänglich sind
<b>Kooperationen</b> <i>Durch welche Kooperationen können wir einen Vorteil für unsere Mitglieder erzielen?</i>	
<b>Ziele</b>	<b>Kennzahlen</b>
Wir gehen Kooperationen mit anderen Genossenschaften und/oder Wohnungsunternehmen ein, um einen Vorteil für unsere Mitglieder zu erzielen.	Zusammenarbeit mit anderen Wohnungsunternehmen, z. B. im Rahmen der Marketinginitiative der Wohnungsbaugenossenschaften Deutschland e. V. oder des Vereins Wohnen in Genossenschaften e. V.
Wir gehen Partnerschaften mit regionalen Kooperationspartnern ein, um Vorteile für unsere Mitglieder zu erzielen.	Pflegedienstleistungen; Angebot eines Vorteilsprogramms; Anzahl der vergünstigten Angebote
...	...



Die Mitgliederperspektive der WoGeno Scorecard erfasst das Mitglied in seiner Rolle als Träger, Mitentscheider und Kunde. Zielsetzungen in Bezug auf die Kapitalbeteiligung, die Teilnahme an der Willensbildung und leistungsbezogene, d. h. wohnungswirtschaftliche Aspekte, sind folglich in diese Perspektive aufzunehmen. Der Mitgliederperspektive ist die Finanzperspektive, die wohnungs- und immobilienwirtschaftliche Erfolgs- und Risikokennzahlen zur Sicherung der Förderpotenz erfasst, als Nebenbedingung gegenüberzustellen.

Ebenso sind die interne Prozess- sowie Lern- und Entwicklungsperspektive am Primärziel, der Mitgliederförderung, auszurichten. Insbesondere die Angestellten, welche durch das weitreichende Förderleistungsspektrum zahlreiche Schnittpunkte zu den Mitgliedern haben, sind insofern zu qualifizieren, als dass sie die Mitgliederförderung als Restriktionsrahmen ihres Handelns und Entscheidens verstehen und anwenden. Die Lern- und Entwicklungsperspektive hat dies, durch entsprechende Zielsetzungen, zu sichern.

Aufgrund der geringen Bedeutung des Nichtmitgliedergeschäfts für Wohnungsgenossenschaften, ist die Nichtmitgliederperspektive zu einer Regionalperspektive zu erweitern. Diese erfasst sodann das Verhalten der Genossenschaft gegenüber den Nichtmitgliedern als Gesamtheit der Personen, welche in ihrem Aktionsradius leben. Neben Aspekten des Nichtmitgliedergeschäfts sind dann auch Zielsetzungen in Bezug auf die regionale Verbundenheit des Unternehmens im Einklang mit der Mitgliederförderung strategisch zu erfassen.

Wohnungsgenossenschaften gehen vielfältige Partnerschaften, z. B. zu anderen Wohnungsgenossenschaften und sonstigen Akteuren der Wohnungswirtschaft sowie regionalen Anbietern und Kommunen, ein. Diese sind im Rahmen der Regionalperspektive, durch Zielsetzungen zum Wohle der Mitglieder, zu würdigen.

Die WoGeno Scorecard, welche durch diesen Beitrag empfohlen wird, ist ein erster Ansatz zur Bereitstellung einer BSC, die die besonderen Merkmale von Wohnungsgenossenschaften adressiert. Bisher ist wenig über die Nutzung von BSC in der wohnungsgenossenschaftlichen Praxis bekannt. Weitere Forschungsarbeit ist folglich notwendig, um zu bewerten, ob und inwieweit die vorgeschlagene Ausgestaltung aus Sicht der Praxis angemessen ist und, sofern notwendig, welche weiteren Anpassungen vorgenommen werden müssen. ■

## Abstract

Co-operative members have a multidimensional relationship with their co-operative. Simultaneously, they are connected through a financial (owner), dispositive (decision-maker) and performance-related (customer/tenant) function. The main objective of housing co-operatives is the optimal promotion of the members in the context of the customer relationship through the provision of housing and associated services. Against this background, the application of the value-based BSC is highly problematic. Adjustments are recommended to take the performance-based member promotion, the manifold relation to the members as well as further aspects, which are specific to housing co-operatives, into consideration.

## Literatur/Quellen

- BAUER 2016 – *Genossenschafts-Handbuch: Kommentar zum Genossenschaftsgesetz, zu den umwandlungsrechtlichen, steuerlichen und wettbewerbsrechtlichen Regelungen sowie Sammlung einschlägiger Rechtsvorschriften*, Berlin: Erich Schmidt 2016.
- BEUERLE 2011 – Beuerle, Iris: *Mitgliederförderung in Wohnungsgenossenschaften als Beitrag zur ökosozialen Entwicklung des Gemeinwesens*. In: Elsen, Susanne (Hrsg.): *Ökosoziale Transformation – Solidarische Ökonomie und die Gestaltung des Gemeinwesens*, Neu-Ulm: AG SPAK 2011 (Münchener Hochschulschriften für angewandte Sozialwissenschaften), S. 269–280.
- BEUTHIEN 2011 – Beuthien, Volker: *Genossenschaftsgesetz*, München: C.H. BECK 2011.
- BEUTHIEN/HANRATH 2008 – Beuthien, Volker; Hanrath, Stephanie: *Den Förderauftrag prüfen? Wie soll der Prüfer das machen?*. In: *Zeitschrift für das gesamte Genossenschaftswesen*, Vol. 58, 2008, S. 85–97.
- BEUTHIEN ET AL. 2008a – Beuthien, Volker; Dierkes, Stefan; Wehrheim, Michael: *Die Genossenschaft – mit der Europäischen Genossenschaft – Recht, Steuer, Betriebswirtschaft*, Berlin: Erich Schmidt 2008.
- BEUTHIEN ET AL. 2008b – Beuthien, Volker; Hanrath, Stephanie; Weber, Heinz-Otto: *Mitglieder-Fördermanagement in Genossenschaftsbanken – Analysen, Erläuterungen und Gestaltungsempfehlungen aus ökonomischer, rechtlicher und steuerlicher Sicht*, Göttingen: Vandenhoeck & Ruprecht 2008.
- BOETTCHER 1979 – Boettcher, Erik: *Die Problematik der Operationalisierung des Förderauftrages in*

- Genossenschaften: Förderplan und Förderbericht. In: Zeitschrift für das gesamte Genossenschaftswesen*, Vol. 26. 1979, S. 189–216.
- BRAZDA 2013 – Brazda, Johann: *Skizzen zum Internationalen Jahr der Genossenschaften*, Wien: Eigenverlag des FOG 2013.
- CRAZIUS 2002 – Crazius, Till: *Geno-Scorecard – Die Balanced Scorecard für Genossenschaftsbanken*. In: Herzog, Rainer (Hrsg.): *Unternehmensführung in Genossenschaftsbanken – Erfolgsfaktoren jenseits von Managementmethoden*, Wiesbaden: DG 2002, S. 106–127.
- GEWANDTER/HELIOS 2006 – Geschwandtner, Marcus; Helios, Marcus: *Genossenschaftsrecht. Das neue Genossenschaftsgesetz und die Einführung der Europäischen Genossenschaft*, Freiburg, Berlin, München: Rudolf Haufe Verlag GmbH & Co KG 2006.
- HEBESTREIT/KEIL 2001 – Hebestreit, C; Keil, F: *Denken in Perspektiven – Balanced Scorecard – Von der Vision und Strategie zur operativen Umsetzung*. In: *GENO. Zeitschrift des Württembergischen Genossenschaftsverbandes*, 2001, Nr. 11, S. 17–23.
- HONOLT-REICHERT 2002 – Honolt-Reichert, Thomas: *Portfolio und Balanced Scorecard: Instrumente für das strategische Management in Genossenschaften*, Stuttgart-Hohenheim: Forschungsstelle für Genossenschaftswesen 2002 (Arbeitspapiere der Forschungsstelle Genossenschaftswesen an der Universität Hohenheim, Bd. 17).
- IBY 2004 – Iby, Oliver: *Balanced Scorecard als Managementinstrument in Kreditgenossenschaften*, Wien: FOG 2004.
- KAPLAN/NORTON 1992 – Kaplan, Robert S.; Norton, David P.: *The Balanced Scorecard – Measures that Drive Performance*. In: *Harvard Business Review*, January-February 1992 (70)1, S. 71–79.
- KESSLER 2010 – Keßler, Jürgen. In: Hillebrand, Klaus-Peter; Kessler, Jürgen (Hrsg.): *Berliner Kommentar zum Genossenschaftsgesetz*, Hamburg: Hammonia 2010.
- KLEIN 2002 – Klein, Volker: *Neuausrichtung mit Hilfe der BSC – Unterstützung für die Zukunft der Volksbank Rhein-Sieg*. In: *Bankinformation und Genossenschaftsforum*, Heft 6, 2002, S. 26–31.
- KLEMISCH/VOIGT 2012 – Klemisch, Herbert; Voigt, Walter: *Genossenschaften und ihre Potenziale für eine sozial gerechte und nachhaltige Wirtschaftsweise*. In: Friedrich Ebert Stiftung (Hrsg.): *WISO Diskurs – Expertisen und Dokumentationen zur Wirtschafts- und Sozialpolitik*, Ausgabe November 2012.
- KOWALSKI/WEGNER 2013 – Kowalski, Holger; Wegner, Bärbel: *Wohnungsgenossenschaften als Träger sozialer Aufgaben? – Balance zwischen Wirtschaftlichkeit, sozialer Verantwortung und selbstbewussten Mitgliedern beim Altonaer Spar- und Bauverein*. In: *Zeitschrift für das gesamte Genossenschaftswesen*, Vol. 63, Heft 2, 2013, S. 115–126.
- KRAINER 2005 – Krainer, Günther: *Die Balanced Scorecard zur kundenorientierten Gesamtbanksteuerung*. In: *Raiffeisenblatt*, Heft 6, 2005, o.S.
- KRING 2003 – Kring, Thorn: *Erfolgreiche Strategieumsetzung: Leitfaden zur Implementierung der Balanced Scorecard in Genossenschaftsbanken*. Münster: IfG 2003 (Arbeitspapiere des Instituts für Genossenschaftswesen der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster, Nr. 35).
- LENK ET AL. 2010 – Lenk, Thomas; Rottmann, Oliver; Hesse, Mario: *Sozialrendite von Wohnungsgenossenschaften*, Studie im Auftrag des Verbands Sächsischer Wohnungsgenossenschaften (VSWG) und der Plattform von Leipziger Wohnungsgenossenschaften »Wohnen bei uns« 2010.
- MÄNDLE 2005 – Mändle, Eduard: *Grundrisse der Wohnungsgenossenschaften*, Hamburg: Hammonia 2005.
- MEHL 2002 – Mehl, Hans-Jürgen: *Von der Theorie zur Praxis – Die Balanced Scorecard im Einsatz einer Primärbank*. In: *Bankinformation und Genossenschaftsforum*, Heft 6, 2002, S. 32–34.
- MOOK ET AL. 2007 – Mook, Laurie; Quarter, Jack; Ritchmond, Betty Jane: *What counts: Social accounting for nonprofits and cooperatives*, Upper Saddle River, N.J.: Prentice Hall 2007.
- NEESE 2012 – Neese, Christine H.: *Profilierung durch wertebezogenes genossenschaftliches Management – vergleichende Betrachtung der Raiffeisenbanken im Alpenraum*. In: Ringle, Günther; Münkner, Hans-H. (Hrsg.): *Genossenschaftliche Kooperation – anders wirtschaften!*, Baden-Baden: Nomos 2012 (Marburger Schriften zur genossenschaftlichen Kooperation, Bd. 111), S. 229–250.
- RINGLE 2006 – Ringle, Günther: *Erfolg aus genossenschaftsspezifischer Sicht*. In: *Zeitschrift für das Genossenschaftswesen*, Jg. 56(2006), Heft 3, S. 207–220.

- RÖSNER 2013 – Rösner, Hans Jürgen: *Corporate Social Responsibility – auch für Genossenschaften?* In: Rösner, Hans Jürgen; Schulz-Nieswandt, Frank (Hrsg.): *Kölner Beiträge zum Internationalen Jahr der Genossenschaften*, Berlin: LIT 2013 (Neue Kölner Genossenschaftswissenschaft, Bd. 9), S. 1–13.
- ROTH 2008 – Roth, Katja: *Corporate Cizizenship von Kreditgenossenschaften in Deutschland – Eine empirische Studie*, Berlin: LIT 2008.
- SASSEN 2011 – Sassen, Remmer: *Fortentwicklung der Berichterstattung und Prüfung von Genossenschaften: Eine betriebswirtschaftliche und empirische Analyse vor dem Hintergrund des genossenschaftlichen Förderauftrags*, Wiesbaden: Springer Fachmedien 2011.
- SCHARP ET AL. 2002 – Scharp, Michael; Galonska, Jürgen; Knoll, Michael: *Benchmarking für die Wohnungs- und Immobilienwirtschaft – Entwicklung einer Balanced Scorecard*. Berlin: IZT 2002 (WerkstattBericht Nr. 53).
- SCHULTE 2016 – Schulte, Günther. In: Lang, Johann; Weidmüller, Ludwig (Hrsg.): *Genossenschaftsgesetz: Gesetz, betreffend die Erwerbs- und Wirtschaftsgenossenschaften. Mit Erläuterungen zum Umwandlungsgesetz*. Kommentar, 38. Aufl., Berlin, Boston: De Gruyter 2016.
- ZERCHE ET AL. 1998 – Zerche, Jürgen; Schmale, Ingrid; Blome-Drees, Johannes: *Einführung in die Genossenschaftslehre: Genossenschaftstheorie und Genossenschaftsmanagement*, München, Wien: Oldenbourg 1998.

## Management und Organisation

PROF. DR. GÜNTER VORNHOLZ

# Preisblasen auf Wohnimmobilienmärkten

*Die Diagnose einer Preisentwicklung als »Blase« ist nach deren Platzen vergleichsweise einfach. Wesentlich schwieriger erweist es sich, die Bildung einer Preisblase zu prognostizieren. Geht die Preisentwicklung auf Veränderungen der Fundamentaldaten zurück oder handelt es sich um eine Übertreibung? Der Beitrag geht auf verschiedene Ursachen von Preisbewegungen auf Immobilienmärkten ein und stellt das typische Ablaufschema einer Immobilienpreisblase dar. Die Diskussion verschiedener Indikatoren für den Wohnungsmarkt zeigt, dass es keinen verlässlichen Weg gibt, eine Blasenentwicklung in diesem Marktsegment zu diagnostizieren oder gar vorherzusagen.*

## 1 Einleitung

Seit einigen Jahren wird heftig darüber diskutiert, ob es in Deutschland eine Preisblase gibt oder vielleicht eine droht. Teilweise erscheinen an einem Tag Analysen, die zu gleichen oder sehr unterschiedlichen Ergebnissen für Deutschland bzw. deutsche Städte kommen. Es werden gleiche oder unterschiedliche Methoden verwendet, um eine Preisblase zu identifizieren, wobei – auch bei gleichem Vorgehen – es zu teilweise divergierenden Ergebnissen kommt.

Auf Teilen des deutschen Wohnungsmarktes hat es – neben Gebieten mit Wohnungsleerstand – seit einigen Jahren mehr oder weniger starke Miet- und Preissteigerungen gegeben. Auf den Vermietungsmärkten ist ein Marktergebnis die Entwicklung der Mieten. Auch wenn Mieten z. T. spekulativ sein können und starke Anstiege verzeichnen, werden diese jedoch üblicherweise nicht als Preisblase bezeichnet. Preisblasen sind dagegen eine mögliche Folge der Aktivitäten auf den Investmentmärkten und eines Investmentzyklus. Es wird schnell von Preisblasen gesprochen, wobei diese eine oft verwendete Metapher für einen starken und ungerechtfertigten Anstieg von Preisen sind. Ist der Boom in den betreffenden Städten nicht durch fundamentale Faktoren bedingt, so wird von einer Überhitzung oder gar einer Blase ausgegangen. Aber nicht jeder Preisanstieg ist mit einer Immobilienblase gleichzusetzen. Ein zentraler Aspekt dieses Beitrags lautet: Wann werden aus steigenden Immobilienpreisen Immobilienblasen?

Das Ziel des Artikels ist eine kritische Analyse der ökonomischen Diskussion um Preisblasen auf Immobilienmärkten. Dabei sollen grundlegende Zusammenhänge aufgezeigt werden, um auch auf Schwächen bzw. Ungenauigkeiten hinzuweisen. Grundsätzlich soll geklärt werden, was Preisblasen sind. Wie unterscheiden sich ungesunde Preisschwankungen (d. h. Preisblasen) von normalen Preisentwicklungen? Dabei wird in der Immobilienwirtschaft als Vergleichsmaßstab bzw. Bezugspunkt eine ökonomisch gerechtfertigte Preisentwicklung – oder auch der fundamentale Wert einer Immobilie – herangezogen, jedoch selten beantwortet, was diese genau ist. Was ist ein fundamental gerechtfertigter Preis bzw. Preisanstieg?

Bezüglich des Aufbaus der Arbeit ist zunächst zu klären, was Immobilienpreise sind und wie sie entste-

### Prof. Dr. Günter Vornholz

Professur für Immobilienökonomie  
EBZ Business School – University of  
Applied Sciences

Kontakt: [g.vornholz@ebz-bs.de](mailto:g.vornholz@ebz-bs.de)





hen, um eine derartige Analyse durchführen zu können. Dabei ist auch auf die Unterschiede zwischen vollkommenen und unvollkommenen Märkten, wie den Immobilienmärkten, einzugehen. Immobilienpreise sind keine Ergebnisse vollkommener Märkte, so dass allein hierdurch Verzerrungen entstehen, die irrtümlich als Preisblase interpretiert werden können. In diesem Abschnitt erfolgt darüber hinaus die Definition einer Preisblase.

Im darauf folgenden Abschnitt wird auf die Ursachen einer Preisblase eingegangen. Diese können in fundamentale (real- und finanzwirtschaftliche) sowie psychologische Ursachen unterteilt werden. Preisanstiege, die ausschließlich auf fundamentalen Faktoren basieren, werden üblicherweise nicht als Preisblase interpretiert, sondern werden als eine notwendige Voraussetzung angesehen.

Im vierten Abschnitt wird der charakteristische Ablauf eines Investmentzyklus anhand des Modells von Kindleberger und Minsky dargestellt. Ausgehend von einem bestimmten Ausgangsereignis zeigt sich auf den betroffenen Märkten eine zunehmende Dynamik bis zu dem Zeitpunkt, an dem die Blase platzt.

Indikatoren für eine Preisblase am Immobilienmarkt werden im fünften Abschnitt diskutiert. Ein erster Hinweis kann ein überdurchschnittlicher Preisanstieg sein. Dieser kann sich im historischen Vergleich, aber auch im internationalen Vergleich zeigen. Es ist allgemein anerkannt, dass diese Vergleiche nicht ausreichend sind. Somit wird ein Vergleich mit fundamentalen Faktoren angestrebt. Dies kann zum einen die Miete sein, wobei die Entwicklung des Faktors betrachtet wird. Zum anderen ist es die Entwicklung der Erschwinglichkeit, wobei der Preistrend mit dem Einkommen verglichen wird. Als vierter Vergleichsmaßstab wird der so genannte »fundamentale Preis« als Indikator analysiert.

Im abschließenden sechsten Abschnitt wird auf die Folgen einer Immobilienblase eingegangen, wobei zwischen der Phase des Anstiegs und des Platzens unterschieden wird. Analysiert werden jeweils die Auswirkungen auf einzelne Wirtschaftssubjekte sowie die Gesamtwirtschaft.

In dem Beitrag werden vielfach Beispiele aus den Wohnungsmärkten herangezogen, auch wenn es ebenfalls auf den Gewerbeimmobilienmärkten Preisblasen geben kann. Diese haben aber andere Bedingungen und Einflußfaktoren, so dass, wenn hierauf eingegangen würde, der Umfang dieses Artikels gesprengt würde.

## 2 Ökonomische Erklärung von Immobilienpreisen und -blasen

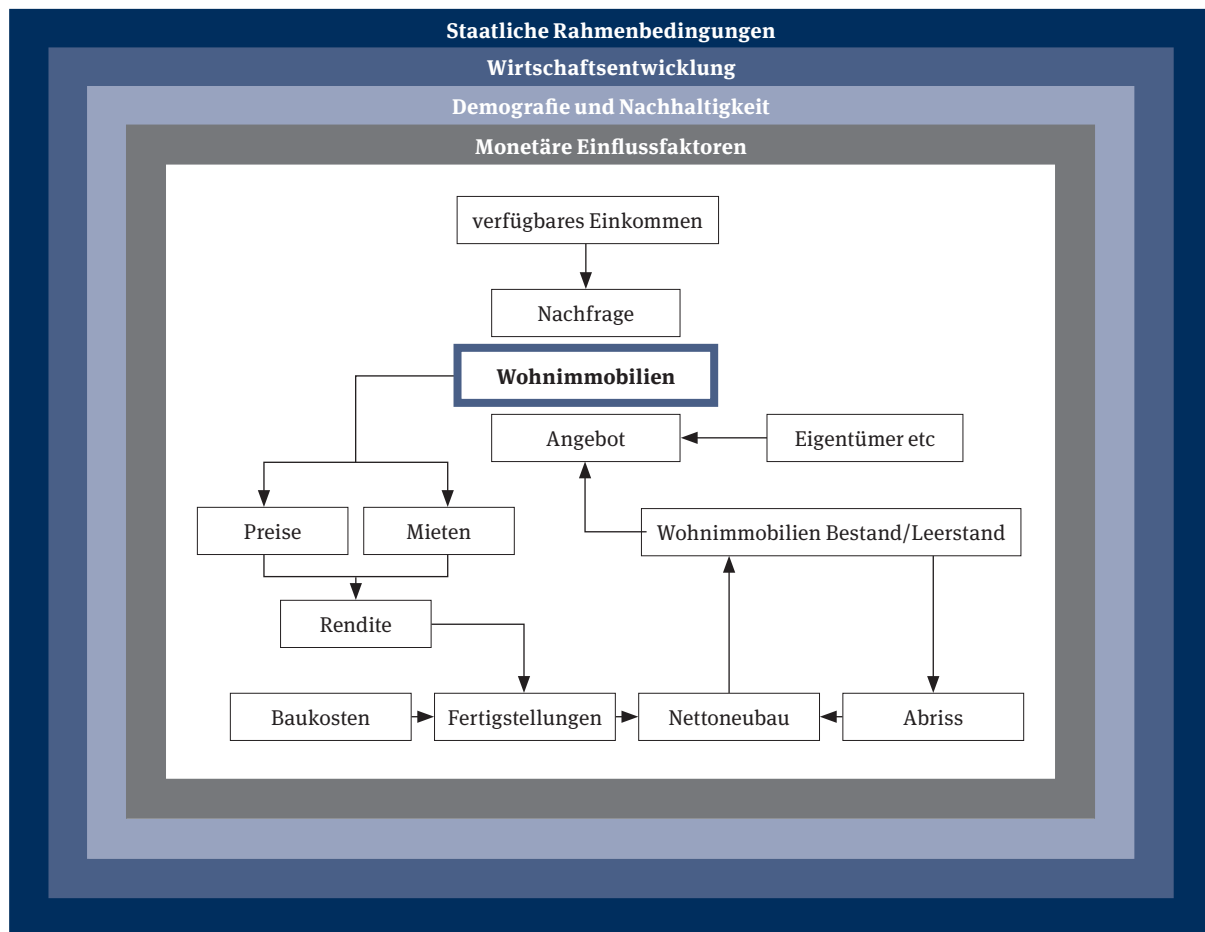
Bei Preisblasen auf Immobilienmärkten geht es grundlegend um Käufe und Verkäufe von Immobilien, d. h. dem Immobilien-Investmentmarkt. Auch wenn immer wieder von Mietpreisen die Rede ist, so handelt es sich hier jedoch um den Vermietungsmarkt (Vermietungen von Immobilien). Preissteigerungen auf den Vermietungsmärkten werden aber gewöhnlich nicht als Preisblasen bezeichnet, da auf diesem Markt die Immobilien aus fundamentalen Gründen gemietet werden und spekulative Einflüsse die Ausnahme bilden.

Bei Annahme eines vollkommenen Marktes wird der Marktpreis einer Immobilie durch Angebot und Nachfrage auf den Immobilien-Investmentmärkten bestimmt, wobei beim Gleichgewichtspreis Angebot und Nachfrage ausgeglichen sind. Es werden verschiedene Annahmen getroffen, damit es sich um einen vollkommenen Markt handelt. Ausgegangen wird von der Marktform der vollständigen Konkurrenz mit vielen Anbietern und Nachfragern. Desweiteren sind die Güter homogen, d. h. es fehlen sachliche, räumliche, zeitliche oder persönliche Präferenzen, die einen Einfluss auf die Kaufentscheidung ausüben. Außerdem wird eine unendlich schnelle Anpassung an Veränderungen sowie vollkommene Markttransparenz vorausgesetzt. Ist eine dieser Voraussetzungen nicht gegeben, so handelt es sich um einen unvollkommenen Markt. Bei einem solchen wäre es möglich, dass ein Markt erst gar nicht zustande oder es zu einem ineffizienten Ergebnis kommt. Auf einem unvollkommenen Markt können die Preise von denen eines vollkommenen Marktes abweichen. In der Realität gibt es nur unvollkommene Märkte, dies gilt insbesondere für die Immobilienmärkte und auch für den Immobilien-Investmentmarkt. Der Immobilienmarkt ist ein unvollkommener Markt aufgrund der besonderen Eigenschaften des Gutes Immobilie, so dass es z. B. aufgrund von Marktintransparenzen oder unvollkommener Konkurrenz oder heterogenen Produkten zu Preisübertreibungen kommen kann (s. Abb. 1).

Die Immobilienpreise werden natürlich von der Immobilie selbst maßgeblich beeinflusst und hängen u. a. von deren Lage im Makro- und Mikrostandort sowie der Objektart und deren Qualität ab. Hinzu kommen Einflußfaktoren auf das Angebot und die Nachfrage. Das Angebot wird insbesondere durch die Höhe der Baukosten bestimmt, darüber hinaus unterliegt es staatlichen Einflüssen, sei es u. a. durch behördliche Regulierungen oder Subventionen. Das Zinsniveau beeinflusst das Angebot ebenso wie die Nachfrage. Neben dem Einkommen und der Beschäftigungsentwicklung hat die Demografie einen großen Einfluss



Abb. 1: Einflussfaktoren auf den Wohnimmobilienmarkt



auf die Nachfrage nach Immobilien. Nicht nur das Bevölkerungswachstum (bei Wohnimmobilien: Haushaltentwicklung), sondern auch der Wandel der demografischen Strukturen beeinflusst die Nachfrage.

Die Mikroökonomie geht davon aus, dass der Wert (= Preis) von den Vorstellungen eines Individuums in einer bestimmten Situation sowie den Angebotsbedingungen abhängig ist. Sie erklärt den Wert eines Gutes einerseits aus der subjektiven Einschätzung der Nachfrager bezüglich des Gutes. Der Wert eines Gutes erklärt sich aus dessen Grenznutzen: dem Nutzen der letzten Einheit eines Gutes für das Individuum. Demnach ist der Preis eines Gutes der Ausdruck für den Wert eines Gutes aus der Sicht eines Individuums. Diese werden am Markt offenbart, in dem das Individuum angibt, welchen Preis es bereit ist, für ein Gut zu bezahlen. Andererseits sind die Produktionskosten des Angebots ein wichtiger Einflussfaktor. Durch das Zusammentreffen von Angebot und Nachfrage entsteht der Marktpreis eines Gutes. Für die Immobilienwirtschaft bedeutet dies, dass eine Immobilie das wert ist, was Käufer und Verkäufer vereinbaren und nicht das, was in dem Gutachten eines Bewerter steht.

Es erfolgt eine permanente Preisbildung zwischen den Marktteilnehmern. Temporär stabile Preise bilden die Ausnahme und Preisschwankungen (mit zwischenzeitlich stärkeren Anstiegen) den Normalfall. Bei einer dynamischen Betrachtung zeigen die Preise im Zeitverlauf eine schwankende Entwicklung, wenn es zu Änderungen auf der Angebots- oder Nachfrageseite kommt oder sich Rahmenbedingungen und Einflussfaktoren ändern. Zwischenzeitlich kann es so zu stärkeren Anstiegen kommen. Die Preise fallen, wenn die Nachfrage hinter dem Angebot zurückbleibt. Dazu muss entweder vorher das Angebot zunehmen oder die Nachfrage zurückgehen.

Bei der Aggregation der Preise einzelner Immobilien zu einem durchschnittlichen Marktpreis (Preis für ein bestimmtes Gebiet) bestehen viele Unsicherheiten. Da es sich bei Immobilien um heterogene Güter handelt ist aus Preisen für unterschiedliche Immobilien ein Durchschnittswert zu bilden. Die erste Schwierigkeit ergibt sich schon dadurch, ob die Preise für (Bestands-)Immobilien oder nur die der Transaktionen eines bestimmten Zeitabschnitts berücksichtigt werden. Außerdem besteht das Problem, dass unter-

schiedliche Daten genutzt und unterschiedliche Analysemethoden verwendet werden. Weiterhin gibt es unterschiedliche Methoden der Aggregation. Neben den hedonisch ermittelten Preisen mit Hilfe einer Regressionsanalyse können diese als Schichtung dargestellt werden oder als statistischer Durchschnitt. Die Deutsche Bundesbank greift zur Analyse von Preisblasen üblicherweise auf die Daten der bulwiengesa AG zurück. Diese Daten für bestimmte Standardimmobilien basieren auf Befragungen verschiedener Marktteilnehmer und der Analyse verschiedener Marktberichte und werden dann – unabhängig von einer statistischen Methode – aggregiert.

Festzuhalten ist, dass nicht jeder Preisanstieg zur Bildung einer spekulativen Blase führt. Starke preisliche Anstiege können ebenfalls auf reale Knappheiten zurückzuführen sein, etwa weil das Angebot einer starken Nachfrageentwicklung, zum Beispiel aufgrund zu geringer Neubautätigkeit und einer starken Fokussierung der Mietnachfrager und Investoren auf bestimmte Gebiete, nicht nachkommen kann. Solange die Preisentwicklung auf die zuvor genannten exogenen oder endogenen Faktoren zurückzuführen ist (solange die Preisbildung also fundamental gerechtfertigt ist) erscheint eine scharfe Preiskorrektur, wie sie typisch für das Platzen einer Blase ist, unwahrscheinlich.

Die Investmentmärkte sind insbesondere anfällig für spekulative, sich selbstverstärkende Effekte, die über längere Zeit anhalten und damit zu erheblichen Marktüberreibungen führen können (vgl. Vornholz 2015, S. 584). Der Investmentzyklus führt zu Preisanstiegen bzw. Preisblasen oder einer Yield-Compression. Ursache hierfür sind differenzierte Angebots- und Nachfrageentwicklungen bei den Immobilienkäufen. Hierdurch können Preisüberreibungen bzw. Preisblasen entstehen. Eine allgemein akzeptierte, eindeutige ökonomische Definition einer Preisblase gibt es jedoch nicht, vielmehr sind verschiedene Definitionen zu finden. Aufgrund der hohen Komplexität und der Interdisziplinarität wird es keine allgemein akzeptierte Begriffsbestimmung geben können. Der Begriff der Preisblase wird in der Literatur oftmals entsprechend der Definition von Stiglitz gedeutet: »[...] if the reason that the price is high today is only because investors believe that the selling price will be high tomorrow – when ‘fundamental’ factors do not seem to justify such a price – then a bubble exists« (Stiglitz 1993, S. 13).

Nach dieser Definition ist eine spekulative Blase somit durch einen hohen und meist raschen Preisanstieg der Spekulationsobjekte und dem anschließenden Preisverfall gekennzeichnet. Historische Preisblasen gab es u. a. in den Niederlanden des 17. Jahrhunderts (Tulpenzwiebeln), in Japan der 1980er Jahre (Immo-

bilien), die globale New Economy-Blase um die Jahrtausendwende und in den USA des letzten Jahrzehnts (Wohnimmobilien). Eine Preisblase existiert, sobald der Grund für einen hohen aktuellen Preis lediglich im Glauben der Investoren an einen hohen Verkaufspreis in der Zukunft begründet ist und somit fundamentale Faktoren den Preis und die Preissteigerungen nicht rechtfertigen – also der zugrundeliegende nachhaltige Wert, z. B. der einer Immobilie, nicht widergespiegelt wird. Der starke Preisverfall grenzt eine Blase von einem Boom ab. Aus dieser Definition ergeben sich zwei Probleme. Erstens: Blasen können erst ex post eindeutig identifiziert werden, d. h. nachdem sie geplatzt sind, zweitens: alle Blasen platzen.

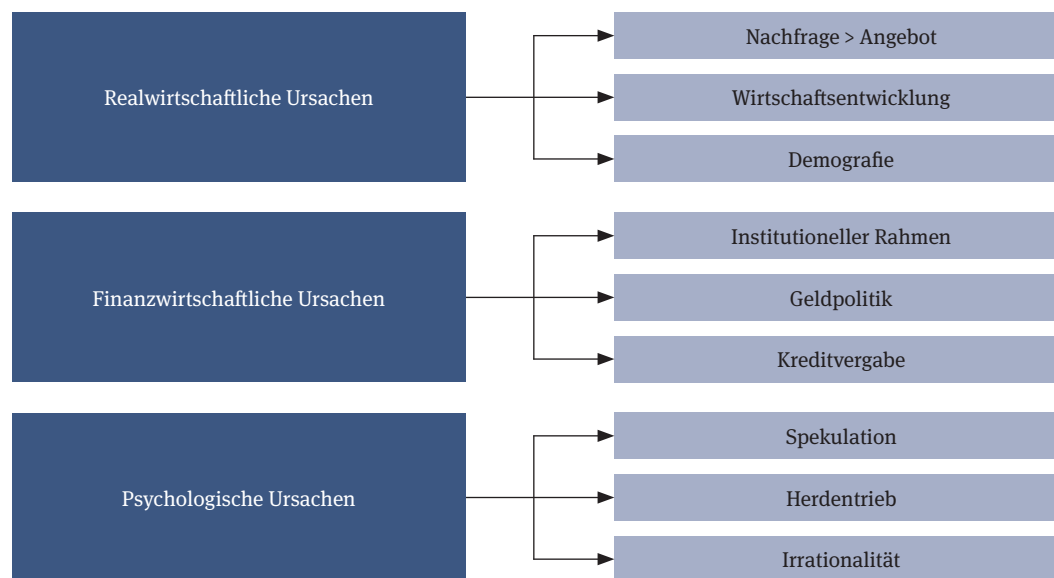
### 3 Ursachen von Immobilienpreissteigerungen (-blasen)

Die Ursachen für einen Investmentzyklus sind sowohl bei den Rahmenbedingungen des Immobilien-Investmentmarktes als auch bei den Marktakteuren zu suchen. Wie immer in der ökonomischen Realität lässt sich ein ökonomisches Phänomen nicht auf eine Ursache zurückführen, sondern es sind eine Reihe von Faktoren, die als Ursache angesehen werden können. Die einzelnen Faktoren können sich auch gegenseitig verstärken, so dass es zu einer sich selbst tragenden Entwicklung kommt, da immer mehr Nachfrage immer höhere Preise rechtfertigt.

Erst das Zusammenwirken verschiedener Faktoren lässt eine Blase entstehen. Eine Preissteigerung allein macht noch keine Immobilienblase. Als typische Ursachen einer Fehlentwicklung auf den Immobilienmärkten können die folgenden Bereiche angesehen werden. Neben den fundamentalen Faktoren, den real- und finanzwirtschaftlichen, sind es drittens vor allem psychologische Ursachen, die eine Preisblase auslösen können.

#### 3.1 Realwirtschaftliche Ursachen

Grundsätzlich ist bei den realwirtschaftlichen Ursachen davon auszugehen, dass für eine Preisblase eine Marktkonstellation mit einem Nachfrageüberschuss die Grundvoraussetzung ist. Ist die Nachfrage nach Immobilien größer als das Angebot, so kommt es zu Preissteigerungen. Ursache hierfür ist ein überproportionaler Anstieg der Nachfrage oder ein unterproportional wachsendes bis schrumpfendes Angebot. Auf den unvollkommenen Immobilienmärkten ist aufgrund von Timelags das Angebot nicht in der Lage, diesen Gap rasch zu schließen, so dass die Preise weiter steigen.

**Abb. 2: Ursachen einer Immobilienpreisblase**

Auch das Platzen einer Blase kann auf die Angebots-Nachfrage-Relation zurückgeführt werden. Hierbei kann es sein, dass die Nachfrage drastisch einbricht oder das Angebot stark ansteigt und damit für einen Angebotsüberschuss sorgt. Dadurch geraten die Preise unter Druck bzw. sinken. Auf diesen Märkten kann es nicht zu Preisblasen kommen. Somit ist neben der Nachfrage das Angebot bzw. die Bautätigkeit mit den Fertigstellungen ein wichtiger Indikator. So war z.B. in Spanien oder Irland das Überangebot für das spätere Platzen der Blase mitverantwortlich.

In der Immobilienökonomie wird die Entwicklung der Immobilienpreise durch das gesamtwirtschaftliche Umfeld (speziell: Wirtschaftswachstum) erklärt. Oft liegen die Anfänge einer Preisblase in Zeiten einer wirtschaftlichen Expansion. Für den Preisanstieg sind sowohl eine gute wirtschaftliche Lage und die damit verbundene niedrige Arbeitslosigkeit als auch positive Einkommensentwicklungen und -erwartungen verantwortlich. Dies soll im Folgenden anhand des Wohnungsmarktes erklärt werden.

Maßgeblich für die Wohnungsnachfrage ist die Einkommensentwicklung der Haushalte, wobei ein positiver Zusammenhang zwischen Immobilienpreisanstieg und den Einkommenszuwächsen besteht. Eine wachsende Wirtschaft ist identisch mit einer höheren Beschäftigung und steigenden Einkommen für die Haushalte, die auch die Nachfrager nach Wohnungen sind. Mehr Beschäftigung und geringere Arbeitslosigkeit führen auch zu wachsenden Löhnen. In konjunkturell besseren Zeiten werden höhere Lohnforderungen gestellt und auch erfüllt. Kurzfristig ist nur mit einer geringen Änderung des Konsumverhaltens

zu rechnen. Falls der Einkommensanstieg dagegen nachhaltig sein sollte, werden die Haushalte als Folge wachsender Einkommen mehr Wohnfläche nachfragen und ferner bereit sein, dafür höhere Preise zu zahlen. Die höhere Nachfrage nach Wohnraum kann sich sowohl quantitativ (Wohnungsgröße) als auch qualitativ (Lage, Ausstattung) auswirken. Dies bedeutet, dass sich durch steigende Einkommen die Nachfrage nach Wohnraum erhöht. Wenn nun die Nachfrageseite größer als die Angebotsseite ist bzw. die Angebotsseite verzögert oder unzureichend reagiert, führt dies in der Folge zu steigenden Immobilienpreisen (vgl. Vornholz, 2014, S. 42).

Einen nicht zu vernachlässigenden Einfluss auf die Bildung einer Preisblase kann darüber hinaus die Wirtschaftspolitik haben. Durch staatliche Eingriffe in den Immobilienmarkt kann es zu erheblichen Fehlentwicklungen am Immobilienmarkt kommen. Der Staat versucht durch Subventionen oder steuerliche Anreize die Entwicklungen am Immobilienmarkt positiv zu beeinflussen. Jedoch kann es hierbei auch zu Fehlentwicklungen kommen, wie z.B. während des Hypes der Wohn- und Büroimmobilien in den neuen Bundesländern nach der Wiedervereinigung. Ein anderes Beispiel sind die USA, wo ab den 1990er Jahren massiv selbst genutztes Wohneigentum gefördert wurde (u. a. mit Steuererleichterungen oder Verbriefungen), was zur Wohnimmobilienblase beitrug. Auch in Großbritannien führte in diesem Jahrzehnt das staatliche Programm »help to buy« zu massiven Preissteigerungen.

Neben der ökonomischen hat die demografische Entwicklung einen großen Einfluss auf die Nachfrage

nach Immobilien. Nicht nur das reine Bevölkerungswachstum, sondern auch der Wandel der demografischen Strukturen beeinflusst die Nachfrage. Dabei ist die Zahl der Haushalte der wichtigste demografische Einflussfaktor für die Nachfrage nach Wohnungen, da diese die eigentlichen Nachfrager darstellen. Die Zahl der Haushalte hängt von den Lebensgewohnheiten der Bevölkerung ab und wird beeinflusst von der durchschnittlichen Haushaltsgröße. Darüber hinaus ist die Struktur der Haushalte wichtig für die Wohnungsnachfrage, wobei die Verschiebungen in der Größen- und Altersstruktur bedeutsam sind. Für die regionale Wohnungsmarktentwicklung spielen zudem Wanderungsbewegungen und die Urbanisierung eine erhebliche Rolle. Vermehrter Zuzug aus dem In- und Ausland in die Großstädte führt dort zu einer stärkeren Nachfrage nach Wohnraum. Die demografische Entwicklung kann somit aufgrund der verschiedenen Einflussfaktoren auf einzelnen Märkten zu steigenden Preisen führen (vgl. Vornholz, 2014, S. 90ff.).

Die realwirtschaftlichen Faktoren insgesamt werden zu den fundamentalen Ursachen einer Preisblase gezählt. In der Immobilienökonomie gehören sie zu den Fundamentalfaktoren, die eine Preisentwicklung determinieren und zur Bildung einer Preisblase beitragen können.

### 3.2 Finanzwirtschaftliche Ursachen

Unter den finanzwirtschaftlichen Ursachen einer Preisblase werden verschiedene Aspekte zusammengefasst. Grundlegende Ursachen sind Veränderungen der institutionellen Rahmenbedingungen sowie die Effekte der Geldpolitik und die Kreditentwicklung, die differenzierte Folgen haben.

Veränderungen der institutionellen Rahmenbedingungen, u. a. die Liberalisierung der Finanzmärkte oder die Deregulierung des Bankensektors, sind häufige Vorläufer von Preisblasen. Durch die in den letzten Jahrzehnten stattgefundenen Liberalisierung und Deregulierung der Finanz- und Kreditmärkte sind neue Anbieter in Konkurrenz zu den bestehenden Banken und Kreditinstituten getreten. Dies erhöhte den Wettbewerb auf den Kreditmärkten, was zu einer Reduktion der Kreditkosten führte. Neue Anbieter im Markt sowie ausländische Wettbewerber können günstigere Konditionen, neue Produkte und neue Technologien anbieten. Dies führte auf mehreren Wegen zur Ausweitung der Kreditmenge.

Durch die Einführung neuer Anlagevehikel sowie die enge Verzahnung von Kapital- und Immobilienmarkt hat sich eine größere Auswahl an Anlagemöglichkeiten im Immobiliensektor ergeben. Die Immobilie als

indirektes Anlageprodukt etablierte sich neben Aktien und anderen Wertpapieren zunehmend als autonome Anlagekategorie (globale und fungible Assetklasse). Hierzu trugen sowohl neue Formen der indirekten Immobilienanlage bei, wie Aktien bzw. REITs oder die Verbriefung von gewerblichen Immobilienkrediten (Mortgage Backed Securities), als auch die Entwicklung neuer Kapitalmarktprodukte mit dem Bezugsobjekt Immobilie (z. B. Zertifikate oder Derivate). Dies hat die Nachfrage nach Immobilien stark angefangt.

Eine wesentliche Voraussetzung für finanzwirtschaftlich bedingte Preissteigerungen ist eine sehr expansive Geldpolitik mit ihren Effekten auf Liquidität und Zinsen. Die Geldpolitik führt zu hoher Liquidität bei institutionellen Anlegern bzw. starken Kapitalzuflüssen auf den Anlagemärkten (»Liquidity Hurricane«). Zur Krisenbekämpfung hatten die Zentralbanken weltweit sowohl nach der »Dot-Com«-Krise als auch nach der Finanz- und Wirtschaftskrise eine solch expansive Politik durchgeführt. Der Anstieg der globalen Liquidität war verbunden mit tendenziell sinkenden Zinsen.

In einem Umfeld niedriger Zinsen und hoher Liquidität können Übertreibungen an den Immobilienmärkten entstehen. Bei einem niedrigen Zinsniveau für Immobilienkredite kann zum einen bei gleichen Kosten ein höherer Fremdkapitalbetrag eingesetzt werden. Dies wirkt grundsätzlich preistreibend. Zum anderen wird die Immobilienpreisentwicklung stark von Kapitalanlageentscheidungen determiniert. Eine niedrige Verzinsung traditioneller Anlageformen (positive Spreads) und das schwierige Anlageumfeld lassen Immobilien als Anlagealternativen attraktiv erscheinen.

Eine spekulative Blase im Immobilienmarkt ist in den meisten Fällen mit einer deutlichen Kreditexpansion verbunden, d. h. durch steigende Kreditvolumina im monetären Sektor geprägt. Die schnelle und nachhaltige Ausweitung der Kreditmenge kann als eine weitere finanzwirtschaftliche Ursache für eine Preisblase am Immobilienmarkt angesehen werden. Immobilienpreise und Kreditvergabe können eine sich gegenseitig verstärkende, destabilisierende Dynamik entwickeln. In Spanien oder Irland zum Beispiel verdoppelte bis verdreifachte sich der Bestand an Hypothekendarlehen im Vorfeld der Finanzkrise.

Die Geldschöpfung der Zentralbanken führt durch eine Ausweitung der Geldmenge zu einer höheren Kreditschöpfung. Die Geldbasis (auch Zentralbankgeld genannt) wird gebildet durch den Bargeldbestand sowie die Zentralbankguthaben der Geschäftsbanken und wird gesteuert von den Zentralbanken. Dadurch können sie auch die Kreditgeschäftsmöglichkeiten der Banken beeinflussen. Die Kreditinstitute selbst schaffen Geld, indem sie Kredite an ihre Kunden ver-



geben, jedoch nur im von der EZB gewünschten Umfang. In den USA entstand im vergangenen Jahrzehnt durch eine deutliche und systematische Ausweitung der Kreditgewährung (auch an Darlehensnehmer mit geringer Bonität («Subprime-Kredite») eine erhebliche zusätzliche Immobiliennachfrage, die auf ein beschränktes Angebot traf. Für die Immobilienkäufer lässt sich weiterhin die Eigenkapitalrendite durch die Aufnahme von günstigem Fremdkapital steigern (Leverage-Effekt). Investoren bevorzugen in einem spekulativen Umfeld auch deshalb hohe Fremdkapitalanteile, weil dadurch ihre eigenen Risiken reduziert werden. Die Expansion der Kreditmenge führt in Folge der steigenden Nachfrage zu steigenden Immobilienpreisen.

In den Boomphasen kann es ferner zu einer Lockerung der Standards kommen, nach denen Banken Immobilienkredite vergeben. So begünstigen niedrige oder variable Zinsen eine expansive Kreditvergabe. Jeder Kreditnehmer kann sich zum einen folglich »mehr« Immobilie bei gleichbleibender laufender Belastung leisten. Zum anderen kommt es zu vermehrten Immobilienkrediten mit zum Teil mangelhafter Bonität. Insgesamt führt die erhöhte Nachfrage zu steigenden Immobilienpreisen. Weiterhin wird dies gefördert, wenn Immobilienschulden nicht getilgt werden müssen oder die Schuldzinsen steuerlich abzugsfähig sind. Außerdem können Darlehen ohne Eigenkapitalbeitrag oder zu einem hohen Auslauf (LTV) gewährt und ohne persönliche Haftung abgeschlossen werden. Problematisch wird es insbesondere dann, wenn ein selbstverstärkender Prozess einsetzt, bei dem sich steigende Preise und wachsende Verschuldung gegenseitig bedingen. Dieser entsteht, wenn Immobilienkäufer weiter steigende Preise erwarten und dadurch ihre Bereitschaft zur Verschuldung steigt.

Es besteht eine wechselseitige Beziehung zwischen der Geld- und Kreditentwicklung auf der einen Seite und den Vermögenspreisen auf der anderen Seite. Der Anstieg der Schuldenlast könnte sowohl Ursache als auch Folge gestiegener Häuserpreise sein. Die Preise können einerseits gestiegen sein, weil eine Ausweitung der Kredite die Nachfrage nach Immobilien steigert und dies zu höheren Preisen führt. Andererseits können steigende Preise auch der Grund für eine steigende Kreditvergabe sein, weil Immobilien als Sicherheit für Kredite dienen. Steigende Preise erhöhen den Beleihungswert einer Immobilie. Ursache und Wirkung können sich auf Grund ihrer Wechselbeziehung gegenseitig verstärken.

Während des Immobilienbooms im letzten Jahrzehnt konnte das Finanzierungsvolumen mit Hilfe von Ausplatzierungen, z. B. durch Mortgage Backed Securities (MBS)/Verbriefungen deutlich ausgeweitet werden.

So wurden zum einen Verbriefungen eingesetzt, um direkt Immobilientransaktionen zu finanzieren. Dadurch wurden Verbriefungen zu Ersatzinstrumenten von Krediten. Zum anderen dienten Verbriefungen der Refinanzierung von Banken. Die Banken können ihre Kredite verbrieften, indem sie diese an staatliche und private Zweckgesellschaften verkaufen, die aus den Krediten nach Rendite und Risikobewertung Portfolios schnüren und deren Anteile als MBS weiterverkaufen.

Verbriefungen ermöglichen die Ausweitung der Finanzierungsvolumina und die Kostensenkung von Krediten (niedrigere Refinanzierungskosten), da sie auf den Kapitalmärkten gehandelt und an Investoren in aller Welt verkauft werden können. Da MBS nicht in der Bilanz der herausgebenden Bank auftauchen, kann das freigesetzte Eigenkapital für die Vergabe zusätzlicher Kredite verwendet werden. Die Banken können durch die Verbriefung theoretisch unbegrenzt Kredite vergeben, da sie nicht mehr durch die Eigenkapitaldeckung und Mindestreserve limitiert sind. Die Verbriefung sorgt somit für zusätzliche Liquidität im Markt.

Insgesamt ist festzuhalten, dass finanzwirtschaftliche zu den fundamentalen Ursachen einer Preisblase gezählt werden können. Ohne diese Faktoren wären Preisblasen wohl nicht möglich.

### 3.3 Psychologische Ursachen

In diesem Abschnitt sollen Rückschlüsse auf Preisblasen aufgrund von Beobachtungen der Verhaltensweisen der Anleger gezogen werden. Immobilienpreise werden nicht nur ausschließlich durch fundamentale Faktoren bestimmt, sondern es spielen bei der Preisbildung spekulative und psychologische Elemente eine wesentliche Rolle. Spekulative Blasen entstehen demnach, wenn die Zahlungsbereitschaft der Investoren von der fundamentalen Bewertung der Immobilien abweicht, weil die Marktteilnehmer zu optimistisch bzw. spekulativ agieren. Der tatsächliche Kaufpreis liegt somit (deutlich) über dem fundamentalen Wert, der aufgrund der ökonomischen Bestimmungsfaktoren gerechtfertigt wäre (siehe auch Abschnitt 5.4.).

Zwar liegen die Anfänge einer Immobilienpreisblase häufig in Zeiten einer wirtschaftlichen und finanzwirtschaftlichen Expansion. Wichtig sind aber vor allem psychologische Faktoren, wenn die Immobilienpreise in immer stärkerem Ausmaß von den Preiserwartungen getrieben werden. Dieses Verhalten kann als Spekulation oder Manie bezeichnet werden. In spekulativen Situationen verändern die Investoren ihr Investitionsverhalten. Eine Preisblase wird wahrscheinlich, wenn Investoren kaufen, nur weil sie glau-



ben, dass die Preise weiter steigen werden. Weiterhin versuchen sie verstärkt, kurzfristige Preissteigerungen zu realisieren. Sie kaufen überteuerte Immobilien, in der Hoffnung, diese zu höheren Preisen an andere Investoren weiterverkaufen zu können, die ihrerseits wieder die Anlagen teurer zu verkaufen versuchen.

Anfängliche Preissteigerungen führen bei den Marktteilnehmern zu positiven Erwartungen hinsichtlich weiterer Preissteigerungen. Damit steht nicht mehr der aktuelle Ertrag in Form der (abdiskontierten) Mieten im Mittelpunkt, sondern lediglich die Erwartung, dass der künftige Verkaufspreis den gegenwärtigen Preis deutlich übersteigt und sich so hohe Gewinne realisieren lassen. Auf Grund ihrer Preiserwartungen sind mehr Marktteilnehmer bereit zu investieren. Aber auch die Angst später noch höhere Preise für eine Immobilie zahlen zu müssen, kann ein Motiv sein bei steigenden Preisen zu kaufen. Es entsteht eine Preisspirale: steigende Preise führen zu weiter steigenden Preisen. Bei ihrem spekulativen Verhalten gehen die Marktteilnehmer davon aus, dass nach Phasen mit lang anhaltenden Preisanstiegen diese auch weiterhin anhalten werden. Dabei ignorieren sie, dass in der Regel nach einer Phase des Preisanstiegs wieder eine Phase des Preisrückgangs kommt.

Typisch für den Aufbau einer spekulativen Blase ist ein erhöhtes Transaktionsvolumen. Die Haltedauer der Immobilien verkürzt sich und es finden immer mehr Transaktionen statt. Ursächlich hierfür ist, dass ein Teil der Anleger kurzfristige Gewinne (Gewinnmitnahmen) realisieren möchte. Ein weiterer Teil kauft mit der Spekulation auf weiter steigende Preise weitere Immobilien, um von den wachsenden Marktpreisen zu profitieren. Zusätzlich steigen weitere Marktteilnehmer in Erwartung steigender Preise ein bzw. wieder ein.

Beim Herdentrieb verhalten sich die Akteure weiterhin rational, orientieren sich aber in ihrem Verhalten an Marktführern. Es gibt mehrere Gründe für einen Investor, seine eigene Entscheidung an denen anderer Investoren auszurichten. Bei unvollkommener Information kann es für einen Investor rational sein, der Entscheidung anderer zu folgen. Ein Investor vertraut darauf, dass die anderen Investoren über bessere Informationen verfügen. Eine Anlage wird von immer mehr Investoren gekauft, weil eine (kleine) Gruppe von Anlegern ursprünglich diese Investition getätigt hat. Die Anleger bilden sich keine eigene Meinung zu Chancen und Risiken, sondern imitieren andere Investoren, die erfolgreich scheinen. Ein Herdenverhalten unter Anlegern kann außerdem entstehen, obwohl es weder durch die Informationslage noch durch Anreizmechanismen gerechtfertigt zu sein scheint. Das Folgen der Mehrheit kann sich insbesondere für insti-

tutionelle Investoren als vorteilhaft erweisen, um ihre Reputation und Karrierechancen auch bei Misserfolgen wahren zu können.

Eine spekulative Blase kann letztlich auf irrationales Verhalten zurückgeführt werden. Als irrational wird ein Verhalten bezeichnet, das der menschlichen Vernunft widerspricht oder aber sich dieser entzieht. Somit ist das Investmentverhalten rational nicht länger erklärbar oder widerspricht rationalen Kriterien. Die Investoren kaufen nur noch in Erwartung weiterer Preissteigerungen und die eigentlichen preisbildenden fundamentalen Faktoren werden nicht beachtet. Beispielhaft für ein derartig irrationales Verhalten sind Euphorie und übertriebener Optimismus während sich beschleunigender Preisanstiege oder Panik bei Preiseinbrüchen. Es ist jedoch sehr schwierig, irrationales von rationalem Verhalten eindeutig voneinander zu unterscheiden. Es ist unklar, wann die Erwartungen eines Immobilienanlegers noch mit fundamentalen Faktoren zu belegen sind und wann nicht.

#### **4 Ablaufschema der Entwicklung einer Immobilienpreisblase**

Der Ablauf eines Investment-Booms kann entsprechend den Ausführungen von Charles Kindleberger und Hyman Minsky (vgl. Kindleberger 2005) in fünf charakteristische Phasen unterschieden werden. Am Beispiel der Preisblase der amerikanischen Wohnimmobilienmärkte kann exemplarisch der Ablauf eines Investmentzyklus gezeigt werden. In den USA bildete sich insbesondere ab 2001 eine spekulative Preisblase. Zwar waren in den Jahren zuvor schon steigende Immobilienpreise zu verzeichnen, aber in geringerem Ausmaß.

Am Startpunkt der Entwicklung steht oft ein exogener Schock (»Displacement«), der ein starkes Wirtschaftswachstum zur Folge hat. Auslöser für derartige Übertreibungen können beispielsweise fundamentale wirtschaftliche Veränderungen (z. B. Niedrigzinsen) oder staatliche Eingriffe sein. Ist diese Veränderung nachhaltig, so wird sie die ökonomischen Erwartungen und Gewinnmöglichkeiten verändern. Durch diesen Effekt nehmen Unternehmen und Privatpersonen Kredite auf und investieren dieses Geld in Immobilien. So wurde die letzte Gewerbeimmobilienblase zum Jahrtausendwechsel durch zu optimistische Erwartungen im Hinblick auf die Potenziale der New Economy ausgelöst, während ein Beispiel für eine steuerinduzierte Preisblase in Deutschland Mitte der 1990er Jahre zu finden ist.

Die Blase am Wohnungsmarkt in den USA wurde durch eine expansive Geldpolitik (mit-) ausgelöst, die für niedrige Finanzierungskosten sorgte. Nach dem Ende der »Dot-Com-Blase« im Jahr 2000 und den Anschlägen vom 11.09.2001 hatte die US-Notenbank die Leitzinsen von 6,5% Ende des Jahres 2000 innerhalb von drei Jahren auf ein historisch niedriges Niveau von 1% gesenkt. Erst Mitte 2006 lagen die Zinsen kurzfristig wieder über 5%. Gerade die Niedrigzinsphase zwischen 2003 und 2006 hat in den USA die Finanzierungskosten stark reduziert, die Nachfrage gesteigert und damit wurde ein Ausgangspunkt für die folgende Preisblase gelegt. Eine entscheidende Rolle haben finanzielle Innovationen in Form der Verbriefungen gespielt. Hypothekendarlehen sind auch an Kreditnehmer mit geringer Bonität auf dem sogenannten Subprime Markt vergeben worden. Die Banken haben die Kreditforderungen oft mit erstklassigen Titeln zu wertpapierähnlichen, leicht übertragbaren Schuldverschreibungen (MBS) kombiniert und weltweit verkauft. Zudem stieg der Anteil an Hypotheken mit variablen Zinssätzen auf über die Hälfte.

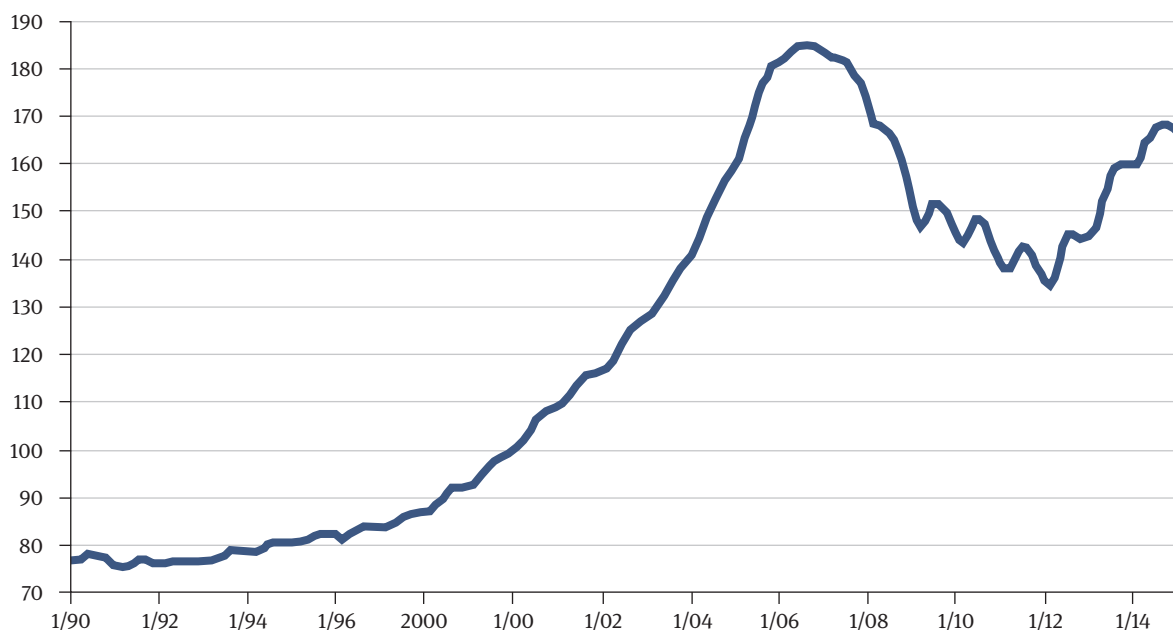
Im Anschluss an die Veränderung kommt es zum Boom. Die neuen Gewinnmöglichkeiten locken immer mehr Anleger an. Die Banken geben stetig mehr Kredite und die Liquidität auf dem Markt erhöht sich. Die Banken verlangen geringere Auflagen und schwächere Bedingungen von den Schuldnern. In dieser Phase kann es auch zu einem gesamtwirtschaftlichen Entwicklungsschub kommen, wenn z.B. in Folge der Euphorie die Nachfrage überproportional

zunimmt. Dieser Schub wiederum heizt die Euphorie der Marktteilnehmer noch weiter an. Als Folge der expansiven Geldpolitik verzeichnete die USA ein überdurchschnittliches Wirtschaftswachstum, außerdem begünstigten Zuwanderungen die Nachfrage nach Wohnraum. Im letzten Jahrzehnt führten steigende Hauspreise und gute Kreditkonditionen zu mehr Krediten für die Haushalte. Der Case-Shiller Home Price Index als Maßstab für die Entwicklung der nationalen Hauspreise stieg stark an (siehe Abb. 3).

Im Stadium der Euphorie bzw. Manie (»Mania«) überhitzen die Märkte und es kommt zu Blasenbildungen. Die Marktteilnehmer haben extrem optimistische Zukunftserwartungen und gehen von einem Szenario mit dauerhaft steigenden Preisen aus. Dies führt zur Zunahme spekulativer Geschäfte; Investitionen werden nun geleistet mit dem Ziel, einen höheren Wiederverkaufspreis zu erzielen. Es entsteht eine Preisspirale. Die Gewinne der bislang erfolgreich agierenden Anleger werden zum Magnet für immer neue Investoren, die hyperaktiv nach Anlagemöglichkeiten suchen, um ihrerseits von der Gesamtentwicklung zu profitieren. Es beteiligen sich immer neue Bevölkerungsschichten an den Investitionen.

Erreicht der Investment-Boom seinen Höhepunkt, werden die ersten Insider aus dem Markt aussteigen. Dies ist der Beginn der vierten Phase der Krise und Besorgnis bzw. des Umschwungs (»Revulsion«). Einzelne Ereignisse können diese auslösen, z.B. das Auffliegen eines Schwindels oder der Zusammen-

**Abb. 3: S&P/Case-Shiller U.S. National Home Price Index**



Quelle: Standard and Poors 2015

bruch eines Unternehmens. Es setzt eine allgemeine Ernüchterung angesichts der Erkenntnis der viel zu hoch getriebenen Preise ein, die den fundamentalen Wert der Anlage nicht mehr wiedergeben. Der Preisanstieg findet ein abruptes Ende, sobald mehr Verkäufer als Käufer auf dem Markt aktiv werden. Die Preise beginnen zu fallen. Zum Teil glauben Investoren zu diesem Zeitpunkt jedoch noch nicht an einen langanhaltenden Abwärtstrend und investieren nach leichten Korrekturen erneut in den Markt. Jedoch überwiegt ab einem bestimmten Zeitpunkt die Angst vor fallenden Preisen.

In der letzten Phase, der Torschlusspanik («Panic») fallen die Preise und die Unternehmensinsolvenzen nehmen zu. Wie auch die Manie treibt die Torschlusspanik sich mit wachsendem Momentum selber an. Nun wollen alle Anleger den Markt wieder verlassen und aus ihren Investments aussteigen. Es werden Verluste bei Wiederverkäufen erwirtschaftet. Um die Verluste gering zu halten, wollen viele verkaufen, bevor der Preis weiter sinkt. Dieses Verhalten führt zu weiter stark fallenden Preisen. Das Geschäftsmodell der Kurspekulation bricht zusammen. Die Anzahl der insolventen Marktteilnehmer steigt stark an. Viele Kredite können nicht mehr an Banken zurückgezahlt werden. Auch unter den Banken wächst das Misstrauen, besonders in Bezug auf die Kreditwürdigkeit untereinander.

Zwischen 2004 und 2006 hat die amerikanische Notenbank die Zinsen in den USA von 1% auf über 5% wieder deutlich angehoben. Die Notenbank hat so versucht, den Preisanstieg zu bremsen. Aufgrund des starken Zinsanstiegs konnten die Haushalte ihre Häuser jedoch nicht mehr finanzieren und verkauften diese. So kam es zu dem Crash bei den Hauspreisen in den USA. Zwangsversteigerungen brachten den Banken hohe Kapitalverluste ein. Die Bankenkrise mündete in einer Wirtschaftskrise, die sich international ausbreitete.

Der anhaltende Verkauf der Immobilien und der Preisverfall halten in der Regel so lange an, bis zum einen die Preise auf ein so niedriges Niveau fallen, dass Investoren wieder zurückkehren oder zum anderen Regierungen bzw. Zentralbanken eingreifen. Die Zentralbank kann die Marktteilnehmer überzeugen, dass sie Liquidität in ausreichender Menge bereitstellen wird, um die Nachfrage zu stimulieren. Die Marktteilnehmer erhalten von den Banken wieder Kredite, mit denen sie Immobilien kaufen können. Der Preisverfall auf dem Immobilienmarkt wird gestoppt, da Investoren durch preiswertes Fremdkapital preisgünstige Immobilien kaufen können.

## 5 Indikatoren einer Preisblase auf Wohnimmobilienmärkten

Mit Hilfe von Indikatoren soll unterschieden werden, ob es sich um eine Preisblase handelt oder nur um »normale« Preissteigerungen. Ohne geeignete Indikatoren besteht das Risiko, dass Preissteigerungen fälschlicherweise als Blase interpretiert und Maßnahmen, wie etwa zur Dämpfung der Konjunktur, ergriffen werden. Es drohen dann gravierende Wohlfahrtseinbußen.

Für ein und denselben Markt lassen sich viele Studien mit konträren Ergebnissen finden. Weil sich die Untersuchungen stark in der Qualität der ihnen zu Grunde liegenden Daten und der Ausgestaltung der Modelle unterscheiden, ist ihre Vergleichbarkeit eingeschränkt. Aufgrund der Eigenschaften von Immobilienmärkten (Unvollkommenheiten) besteht ein großes Problem bezüglich der Daten und ihrer Qualität, so ist aufgrund der Heterogenität der einzelnen Immobilien eine Aggregation zu Marktwerten sehr schwierig. Weiterhin sind die Aussagen ökonomischer Untersuchungen zu Preisblasen bei Immobilien vorsichtig zu bewerten, da sich einige wichtige Variablen und deren Veränderungen, wie z. B. gesetzliche Restriktionen, Finanzierungsbedingungen und Steuergesetzgebung, nur schwer schätzen und operationalisieren lassen.

### 5.1 Absolute/relative Preisentwicklung

Ein erster Indikator für eine Preisblase kann die Höhe der Immobilienpreise sein. Während der Preis für eine neue Eigentumswohnung im Durchschnitt in Deutschland zum Jahresende 2014 bei gut 1.800 Euro je m<sup>2</sup> lag, werden für eine gleichartige Wohnung in München bis zu 9.200 Euro je m<sup>2</sup> gezahlt. Auch wenn diese Daten interessant sind, können aufgrund mangelnder Vergleichsmaßstäbe aus der absoluten Höhe eines Immobilienpreises keine Rückschlüsse auf eine Preisblase gezogen werden.

Die Entwicklung der Immobilienpreise kann ein zweiter Indikator in diesem Zusammenhang sein: »die Preise sind sehr stark gestiegen«. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) berechnet z. B. die Abweichung der realen Wohnimmobilienpreise von ihrem langfristigen Trend. Liegt das aktuelle Preisniveau um mehr als 10% über seinem längerfristigen Durchschnitt werden von der BIZ Gefahren gesehen. Weiterhin wäre ein regionaler Vergleich möglich, wenn die Entwicklung in den Städten mit anderen Städten oder Deutschland insgesamt verglichen wird. Darüber hinaus können z. B. die Preise von Wohnimmobilien mit anderen Objektarten verglichen werden. Abbildung 4 zeigt, dass in den großen

Städten die Einzelhandelspreise deutlich stärker als die Wohnungspreise angestiegen sind. Schließlich ist auch ein Vergleich der Preisentwicklung mit dem Ausland möglich. Aufgrund unterschiedlicher Rahmenbedingungen sind solche Vergleiche aber mit Vorsicht zu verwenden (siehe Abb. 4).

Schließlich kann die Immobilienpreisentwicklung mit der allgemeinen Preisentwicklung verglichen werden, die in Europa anhand des Wachstums des harmonisierten Verbraucherpreisindizes (HVPI) gemessen wird. Die EZB geht von Preisniveaustabilität aus, wenn die Inflation unter, aber nahe bei zwei Prozent pro Jahr liegt. Nach der Geschwindigkeit des Prozesses der Geldentwertung (Inflationstempo) wird zwischen schleichender, beschleunigter, galoppierender Inflation oder Hyperinflation unterschieden. Wenn es sich um geringe Preissteigerungsraten handelt, wird von schleichender Inflation gesprochen, bei moderaten Preissteigerungen von beschleunigter und bei hohen Preissteigerungen handelt es sich um eine galoppierende Inflation. Eine Hyperinflation weist demnach sehr hohe Inflationsraten auf. Es gibt auch hier keine wissenschaftlich bestimmbar Grenzen, wann die einzelnen Inflationsarten anfangen. Insgesamt lässt sich auch aus dem Vergleich mit den Inflationsraten keine eindeutige Grenze für den Beginn einer Immobilienpreisblase aufzeigen.

## 5.2 Faktor: Preis-Miete-Relation

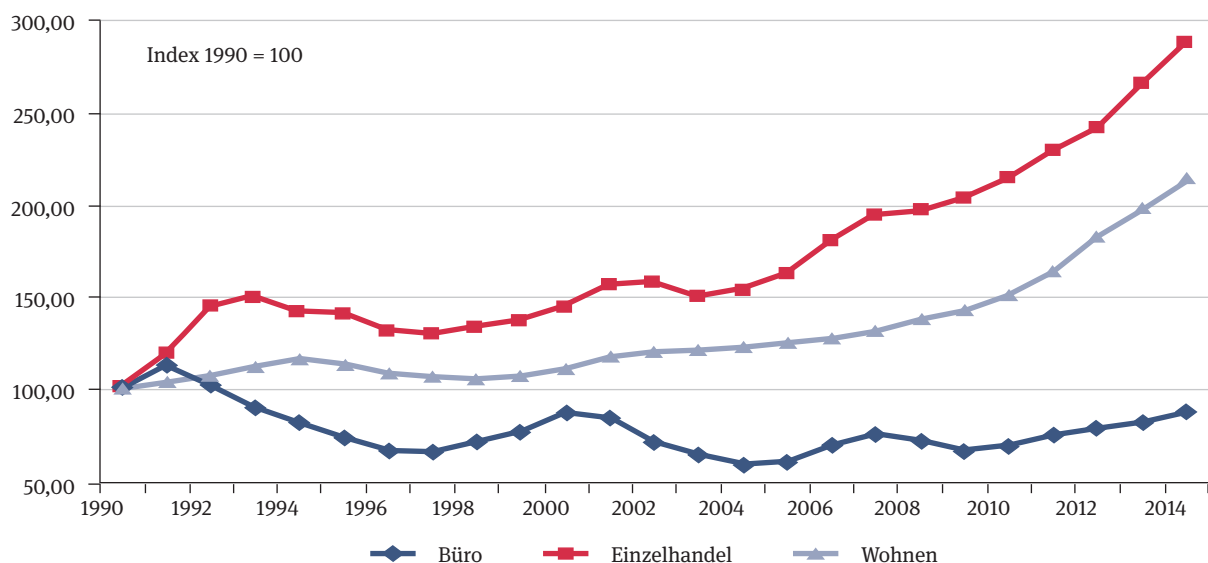
Der Faktor, auch als Vervielfacher oder Multiplikator oder Price-Rent-Ratio (Preis-Miete-Verhältnis) bezeichnet, ist eine zentrale Kennzahl zur Analyse

einer Immobilienpreisblase auf einem Wohnimmobilienmarkt. Das Price-Rent Ratio stellt das Verhältnis der Immobilienpreise zu dem fundamentalen Einflussfaktor »Miete« dar. Es ist die Relation der jährlichen Erträge aus der Vermietung einer Immobilie im Verhältnis zu den Anschaffungskosten.

Diese Relation folgt dem Asset-Pricing-Ansatz aus der Finanzwirtschaft. In Analogie zum Aktienmarkt oder dem Kurs-Gewinn-Verhältnis lässt sich auf dem Immobilienmarkt das Preis-Miete-Verhältnis als Indikator einer Preisblase anwenden. Das Verhältnis gilt als Indikator für die Risikobereitschaft von Investoren. Ein deutlicher Anstieg des Faktors ist ein mögliches Anzeichen spekulativer Preisentwicklungen und kann als Zeichen einer Blase interpretiert werden. In der Immobilienwirtschaft wird häufig davon ausgegangen, dass der Faktor langfristig um einen konstanten Durchschnittswert schwanken soll, da unter der Annahme eines konstanten Diskontierungssatzes Wohnungspreise und -mieten langfristig denselben Trend aufweisen sollen. Somit wäre ein starkes Abweichen von diesem Wert nach oben als mögliches Anzeichen spekulativer Preisentwicklungen zu werten. Bis Ende des letzten Jahrzehnts könnte dieser langfristige Durchschnittswert gegeben sein, jedoch zeigt sich ab dann eine stark veränderte Entwicklung (siehe Abb. 5).

Der Faktor fällt recht unterschiedlich je nach Objektart und regionalem Markt aus. Bei der Beurteilung der Entwicklung ist u. a. zu fragen, ab welchem Anstieg (absolut bzw. relativ) es sich um eine Preisblase handelt. Falls ein langfristiger durchschnittlicher Wert als Benchmark zur Identifizierung von

Abb. 4: Spitzenpreisentwicklung Immobilienmärkte (7 A-Städte)



Quelle: bulwiengesa AG 2015a

Preisblasen verwendet wird, ergeben sich die folgenden Probleme: Zunächst wäre zu klären, welcher Zeitraum als Benchmark berücksichtigt wird, da je nach der Dauer sich unterschiedliche Durchschnittswerte ergeben können. Weiterhin besteht die Frage, ob es sich bei dem Anstieg um einen konjunkturellen Zyklus oder einen Strukturbruch handelt, da es ansonsten zu Fehlinterpretationen kommen kann. Ein solcher Strukturbruch stellt die Globalisierung der Immobilienwirtschaft nach der Jahrtausendwende dar. Seitdem weisen die Finanzmärkte einen zunehmend dominanten Einfluss auf die internationalen Immobilienmärkte auf.

Der Faktor ist in der Literatur eines der weit verbreitetsten Maße für das Erkennen von Immobilienblasen. Eine Erweiterung des Ansatzes ergibt sich, wenn nicht nur der Verkaufspreis sondern die tatsächlichen jährlichen Kosten für das Wohnen im eigenen Haus ( »User Cost of Housing«) berücksichtigt werden. Diese Kosten setzen sich aus verschiedenen Komponenten zusammen, die die jährlichen Kosten und finanziellen Vorteile für den Besitz eines Eigenheims repräsentieren. Sie werden auch häufig als »kalkulatorische Miete« bezeichnet. Änderungen in den User Costs können zu Änderungen im Preis-Miete-Verhältnis führen. Jedoch ergibt sich auch bei diesem Indikator die Schwierigkeit, ab wann (Höhe bzw. Zuwachs beim Wert) es sich um eine Preisblase handelt. Der Indikator »Faktor« liefert erste Hinweise auf eine Preisblase. Er ist aber weder exakt hinsichtlich des Benchmark (a. a. Normalwert, fundamental

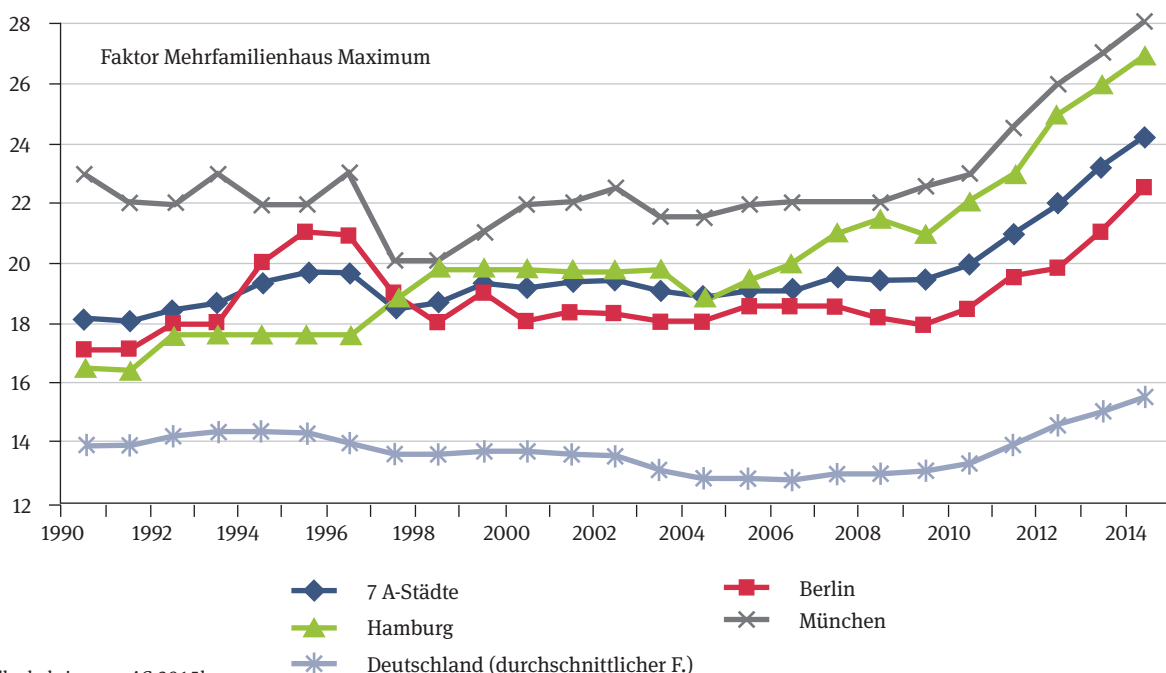
gerechtfertigt, langfristiger Durchschnitt) noch gibt es einen exakten Abweichungswert, ab wann eine Preisblase vorliegt.

### 5.3 Erschwinglichkeit: Preis-Einkommens-Indikator

Eine weitere wichtige Kennzahl zur Immobilienpreisanalyse ist bei der einfachsten Form eines Erschwinglichkeitsindikators (»Affordability«) der Vergleich des Verkaufspreises mit dem Einkommen, wobei das durchschnittliche Pro-Kopf- oder das Haushalts-Einkommen verwendet werden kann. Bei Wohnungsmärkten wird z. B. der durchschnittliche Preis einer Eigentumswohnung/eines Eigenheims ins Verhältnis zum Durchschnittsnettoeinkommen eines Haushalts gesetzt. Dieses Verhältnis wird als Preis-Einkommens-Indikator oder Price-Income-Ratio bezeichnet (siehe Abb. 6).

Dieser Index ermöglicht den Vergleich mit den Einkommen, da diese in den einzelnen Städten unterschiedlich hoch sein können. Der Indikator drückt die Erschwinglichkeit einer Immobilie für einen Haushalt aus: Wie viele durchschnittliche Jahreseinkommen müssen aufgebracht werden, um Wohneigentum zu erwerben. Das Maß der Erschwinglichkeit kann als ein Anhaltspunkt für die Interpretation der Preisentwicklungen dienen.

Abb. 5: Entwicklung des Faktors für den deutschen Wohnungsmarkt



Quelle: bulwiengesha AG 2015b



In der Immobilienwirtschaft wird vielfach angenommen, dass, wenn das Preis-Einkommens-Verhältnis über seinem langfristigen Durchschnitt liegt, dieses auf eine Überhitzung des Marktes hindeutet. Es wird angenommen, dass eine langfristige Gleichgewichtsbeziehung zwischen den Preisen für Wohneigentum und der Einkommensentwicklung existieren soll. Dies basiert auf folgender Überlegung: Steigen die Wohnungspreise schneller als die Einkommen, so steigt die Price-Income-Ratio an. Folglich können sich immer weniger Marktteilnehmer eine Eigentumswohnung leisten und die Nachfrage geht zurück. Dieser Rückgang bewirkt wieder sinkende Preise. Die Preis-Einkommens-Ratio sinkt ebenfalls und kehrt zu ihrem Durchschnittswert zurück. Würde die Price-Income-Ratio langfristig und stark von dem Durchschnittswert abweichen, so würde dies als ein Anzeichen für eine Preisblase gedeutet.

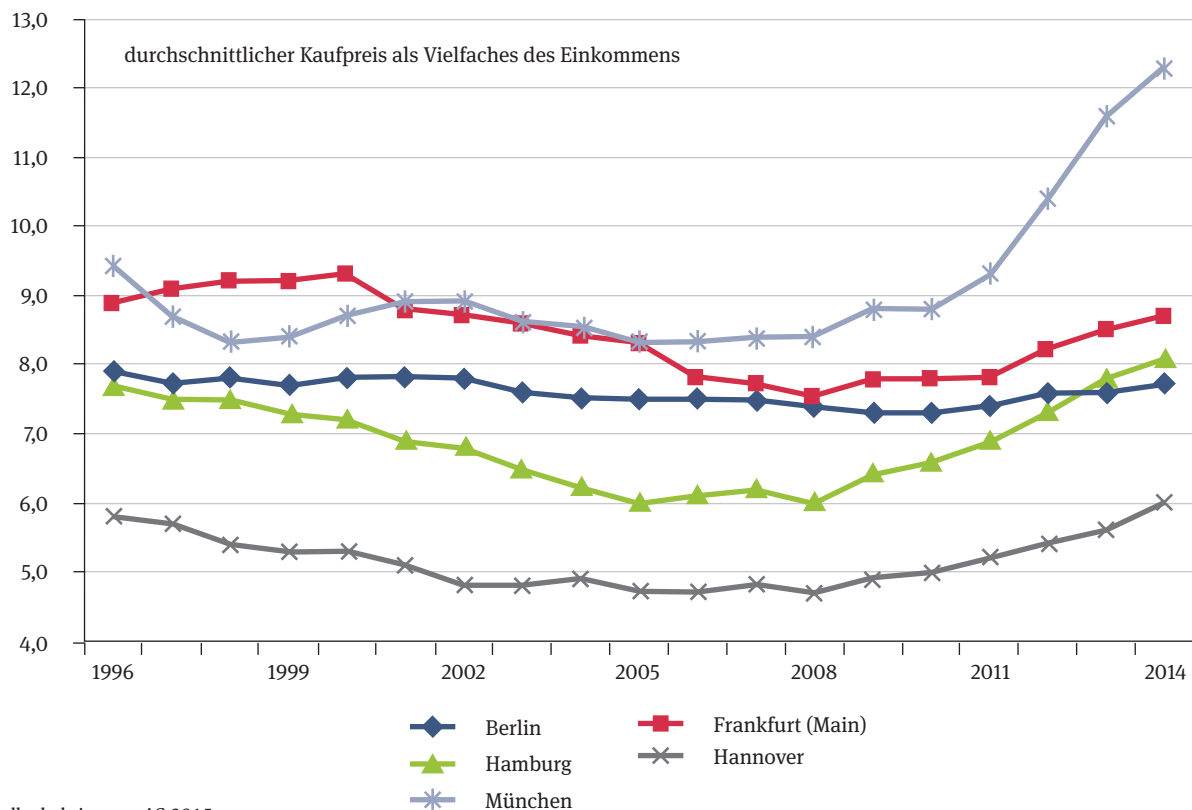
Der Vergleich der Preisindizes mit dem verfügbaren Einkommen ist aus folgenden Gründen kritisch zu sehen. Zum einen werden ausschließlich die Wohnungspreise, nicht aber eventuell gesunkene Finanzierungskosten, die höhere Preise zu gleichen Einkommen erschwinglich machen würden, berücksichtigt. Des Weiteren ist das Preis-Einkommens-Verhältnis ein Maß, dem das Durchschnittseinkommen der gesamten Bevölkerung zu Grunde liegt. Die Be-

völkerungsgruppe, die als Käufer auf dem Immobilienmarkt aktiv ist und die Preise bestimmt, erzielt im Durchschnitt jedoch höhere Einkommen als die Gesamtbevölkerung. Gerade in Zeiten wachsender Lohndifferenziale, gibt das Durchschnittseinkommen damit nicht mehr die Einkommensentwicklung der Hausbesitzer und Käufer wieder.

#### 5.4 Fundamental gerechtfertigte Preise

In der Immobilienökonomie wird in der Diskussion um eine Preisblase oftmals mit dem fundamentalen Wert einer Immobilie argumentiert. Ausgegangen wird von einer stabilen Gleichgewichtsbeziehung zwischen den Immobilienpreisen und deren fundamentalen Einflussfaktoren. Langfristig soll sich der Preis einer Immobilie wie die fundamentalen Einflussfaktoren entwickeln. Bei einer Preisblase gibt es demnach eine Differenz zwischen den gehandelten Marktpreisen und den fundamental gerechtfertigten Preisen. Die Deutsche Bundesbank schreibt im Zusammenhang mit der Analyse von Preisblasen am Wohnimmobilienmarkt, dass es scheint als ob sich die Preise »vom fundamental gerechtfertigten Niveau entfernt haben« (Deutsche Bundesbank 2013, S. 13).

Abb. 6: Erschwinglichkeitsindex ausgewählter deutscher Städte



Quelle: bulwiengesa AG 2015c

Bei den Modellen wird für jeden Betrachtungszeitraum ein Verhältnis zwischen Preis sowie den fundamentalen Einflussfaktoren gebildet. Die Deutsche Bundesbank zählt in einem ökonometrischen Modell zu den fundamentalen Faktoren den Wohnungsbestand zu Beginn einer Periode, die realen Hypothekenzinssätze, die Wachstumserwartungen für das reale BIP, das reale Pro-Kopf-Einkommen, die Bevölkerungsdichte (der Anteil der 30- bis 55-jährigen an der Gesamtbevölkerung) und die Arbeitslosigkeit. Das Abweichen des Marktpreises von seinem fundamentalen Wert wird als ein Anzeichen für die Existenz einer Preisblase gesehen. Diese Modelle sind kritisch zu hinterfragen, da bei diesen die Angebotsseite unberücksichtigt bleibt.

### Exkurs: Ökonomisch begründete Preise

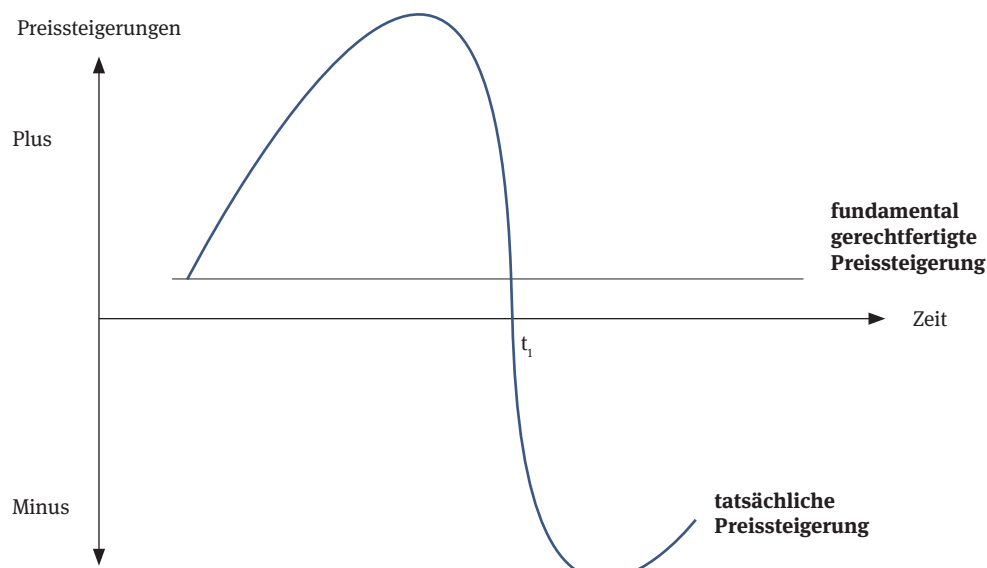
Auch in der ökonomischen Theorie gibt es eine Diskussion um den (fundamentalen) Wert bzw. Preis eines Gutes. Mit dieser Frage, die auch bei der Bewertung von Immobilien relevant ist, haben sich Ökonomen schon seit Jahrhunderten beschäftigt und versucht, den objektiven Wert eines Gutes zu bestimmen. Bereits Adam Smith hatte auf den Unterschied zwischen Gebrauchswert und Preis eines Gutes hingewiesen: Wasser hat einen hohen Gebrauchswert, aber einen niedrigen Preis, bei Diamanten ist es umgekehrt. Der Tauschwert dieser Güter (Preis) verhält sich aber umgekehrt. Karl Marx versuchte mit Hilfe der Arbeitswerttheorie den Wert eines Gutes mit der für dieses Gut notwendigen Arbeitsmenge (gesellschaftlich erforderliche Arbeit) zu begründen.

Die Mikroökonomie wiederum erklärt den Wert eines Gutes aus der subjektiven Einschätzung der Nachfra-

ger bezüglich des Gutes. Der Wert (ausgedrückt als Preis) eines Gutes ergibt sich aus dem Grenznutzen: dem Nutzen der letzten Einheit eines Gutes für das Individuum. Demnach ist der Preis eines Gutes der Ausdruck für den Wert eines Gutes aus der Sicht eines einzelnen Individuums. Diese werden am Markt als Nachfrage offenbart, in dem das Individuum angibt, welchen Preis es bereit ist, für ein Gut zu bezahlen. Durch das Zusammentreffen von Angebot und Nachfrage ergibt sich der Preis eines Gutes, der identisch mit dem Wert ist. Jeder Preis/Wert einer Immobilie ist somit nur subjektiv bestimmbar und spiegelt den Wert durch die subjektive Wertschätzung der jeweils letzten Einheit (Grenznutzen) wider. Diese Wertschätzung lässt sich jedoch in der Realität weder messen noch vergleichen. Daraus ergibt sich, dass es nach der mikroökonomischen Theorie keinen objektiven Wert und damit auch keinen objektiven Preis geben kann. Einen gerechten Preis gibt es dennoch: das ist immer der Preis, den die Wirtschaftssubjekte auf freiwilliger Basis vereinbaren. Denn freiwillig werden sie immer nur solche Geschäfte machen, bei denen ihr Nutzen die Kosten übersteigt (siehe Abb. 7).

Die Herausforderung für die Immobilienökonomie besteht darin, spekulative Übertreibungen von der fundamental determinierten Preisentwicklung zu trennen und Indikatoren zu finden, die ein möglichst frühzeitiges und verlässliches Erkennen einer Blase erlauben. Es wird angenommen, dass bei einer Preisblase längerfristig eine Differenz zwischen dem Marktpreis und dem Fundamentalpreis existiert. Fundamentalfaktoren sind die zukünftig erwarteten Zahlungsströme, d. h. die vereinbarte Miete für eine Immobilie. Der tatsächliche Kaufpreis, der auf dem

Abb. 7: **Erschwinglichkeitsindex ausgewählter deutscher Städte**



Markt erzielt wird, liegt bei einer Preisblase deutlich über dem fundamentalen Wert, der aufgrund der ökonomischen Bestimmungsfaktoren gerechtfertigt wäre. Bei einer Preisblase stehen die Einschätzungen über den Marktpreis zunehmend nicht mehr im Einklang mit den Werten, die aufgrund der wichtigsten sozio-ökonomischen Variablen – wie etwa dem Einkommens- oder Bevölkerungswachstum – gerechtfertigt wären.

Bei der Preisblasenbestimmung besteht die größte Schwierigkeit darin, den nicht beobachtbaren Fundamentalwert eines Immobilienwertes zu bestimmen. Bei einem immobilienökonomischen Ansatz wird in Anlehnung an das Barwertmodell von Vermögenspreisen zur Bestimmung von Immobilienpreisen angenommen, dass der Preis dem Gegenwartswert aller erwarteten Erträge entspricht. Immobilienwerte sind zukunftsgerichtete Größen, deren Preise den Gegenwartswert der erwarteten und damit unsicheren Ertragsströme eines Vermögensgegenstandes widerspiegeln. Der fundamentale Wert einer Immobilie ergibt sich aus seinen zukünftig erwarteten abdiskontierten Zahlungsströmen und somit durch die Multiplikation der erwarteten Mieten mit einem Diskontierungsfaktor.

Daraus ergeben sich zwei Hindernisse bei der Berechnung von Immobilienpreisen. Erstens reflektiert der Preis den langfristigen Fundamentalwert, der durch die erwarteten, zukünftigen Mieterträge bestimmt wird. Es sind die erwarteten Erträge aus dem Halten des Vermögensgegenstandes zu prognostizieren, wie z. B. bei Häusern die Wohnungsmiete. Da es sich um zukünftige, erwartete Mieten handelt, bestehen bei der Prognose der zukünftigen Erträge erhebliche Unsicherheiten.

Zweitens ist der Diskontierungsfaktor zu bestimmen, der das mit der Anlage verbundene Risiko im Vergleich zum Ertrag bzw. zum Risiko einer sicheren Anlage widerspiegelt. Was ist aber der angemessene Diskontierungszinssatz, der das relative Risiko einer Anlage ausdrückt? In der Realität gibt es einen solchen Zinssatz nicht, sondern sowohl aus der Immobilienbewertung als auch aus der Kapitalmarkttheorie («Assetpreismodell») sind dazu verschiedene Ansätze bekannt. Bei dem Ertragswertverfahren wird z. B. der Liegenschaftszins verwendet, der von Gutachterausschüssen auf der Grundlage von empirischen Kaufpreissammlungen ermittelt wird. Beim Kapitalmarktmodell wird ein Diskontierungsfaktor verwendet, der sich aus dem »risikolosen Zins« und einer Risikoprämie zusammensetzt. Die Wahl eines Diskontierungsfaktors ist eine subjektive Einschätzung und eine große Herausforderung, da sich dessen Höhe extrem auf die Bewertung einer Immobilie

auswirkt. Verschärft wird dies dadurch, dass sich das allgemeine Zinsniveau als Benchmark in den letzten Jahren drastisch reduziert hat.

## 6 Folgen einer Immobilienpreisblase

Der Anstieg der Immobilienpreise und das Platzen einer Immobilienpreisblase wirken sich auf verschiedene Weise auf die Gesamtwirtschaft aus, wobei hier zwischen den einzelnen Akteuren unterschieden werden soll. Es kann zwischen den eher positiven Effekten während eines Preisanstiegs und den negativen Effekten nach dem Platzen einer Blase unterschieden werden. Die jeweiligen Auswirkungen werden hier zwar einzeln betrachtet, in der Realität sind sie aber miteinander verbunden und können kumulativ wirken.

Bei einem Anstieg der Immobilienpreise während des ersten Teils einer Preisblase gibt es fast nur Profiteure. Steigende Immobilienpreise können grundsätzlich auf differenzierte Weise die gesamtwirtschaftliche Nachfrage stimulieren. Die Hauseigentümer bzw. Haushalte fühlen sich aufgrund der steigenden Immobilienwerte reicher und werden daher ihre Sparneigung reduzieren und mehr konsumieren. In den USA führte dies dazu, dass die Sparquote im vergangenen Jahrzehnt teilweise bei Null lag. Somit wird der private Konsum bzw. die Nachfrage nach Gütern kurz- und mittelfristig stimuliert. Haushalte, die im späteren Verlauf des Aufschwungs Häuser zur Selbstnutzung kaufen, werden nicht durch die bereits gestiegenen Preise benachteiligt, da sie nach ihren Präferenzen freiwillig einen derartig hohen Preis bezahlen. Danach profitieren sie von den steigenden Preisen. Bei den Kapitalanlegern kommt es hingegen auf den Zeitpunkt des Kaufs an, da hiervon ihre (Cash-Flow)-Rendite (je eher, desto höher) betroffen ist. Während der Phase des Preisanstiegs profitieren sie weiterhin von den Wertzuwächsen.

Die Immobilienwirtschaft gewinnt ebenfalls von den Preisanstiegen. Dies gilt natürlich zunächst für alle Unternehmen, die auf dem Investmentmarkt aktiv sind. Mehr Transaktionen führen zu mehr Umsatz, höheren Gewinnen und mehr Beschäftigung, was nicht nur die privaten und institutionellen Käufer und Verkäufer betrifft, sondern u. a. auch die Makler, Rechtsanwälte oder Berater. Darüber hinaus kann die komplette Wertschöpfungskette »Immobilie« betroffen sein: von der Projektentwicklung und dem Bau, über die Nutzungs- bis zur Verwertungsphase. Der Preisanstieg führt u. a. dazu, dass Unternehmen Projektentwicklungen starten und es durch die Fertigstellungen zu höheren Bauinvestitionen kommt.

In Ländern wie Spanien oder Irland erreichte vor der Finanzkrise die Bauwirtschaft einen Anteil am Bruttoinlandsprodukt von rund 20% (Zum Vergleich: In Deutschland rund 5%).

Die Banken sind weitere Nutznießer eines Preisanstiegs und der gesteigerten Aktivitäten auf dem Immobilien-Investmentmarkt. Mehr Transaktionen bedeuten c. p. auch mehr Finanzierungen und somit mehr Beschäftigung für den Bankensektor. Die Gewinnpotenziale hängen davon ab, wie hoch die Marge ausfällt: bei steigender Nachfrage ist häufig auch ein stärkerer Wettbewerb unter den Banken zu sehen. Der Staat erzielt letztlich höhere Steuereinnahmen, da die Wirtschaftsaktivitäten im Immobilienbereich steigen. Dies betrifft u. a. sowohl die immobilien-spezifische Grunderwerbssteuer als auch die allgemeine Umsatz- oder Einkommenssteuer.

Negative Folge des Preisanstiegs kann eine ineffiziente Allokation knapper Ressourcen sein, die zu Wachstumseinbußen führen kann. Es werden Immobilien gekauft und dadurch können eventuell profitable Investitionen ausbleiben. Der verstärkte Konsum kann auch zu Inflationsrisiken führen. Es besteht weiterhin die Gefahr, dass private Haushalte über ihre finanziellen Verhältnisse hinaus konsumieren und sich überschulden. Durch die Bauinvestitionen kann es zu Überkapazitäten bei den Bauunternehmen kommen. Es können weiterhin Investitionen in den Bau von Immobilien erfolgen, die wegen mangelnder Nachfrage später leer stehen.

Insgesamt sind überwiegend positive Auswirkungen eines Preisanstiegs im Immobilienbereich für die Gesamtwirtschaft zu erwarten. Aufgrund des höheren Transaktionsniveaus steigen auch die wirtschaftlichen Aktivitäten und es ist insgesamt mit einem höheren Wirtschaftswachstum zu rechnen. Doch es drohen negative Folgen beim Platzen der Blase.

Beim und durch das Platzen der Immobilienblase sind hingegen sogar teilweise sehr starke negative gesamtwirtschaftliche Auswirkungen zu erwarten. Bei den privaten Haushalten macht sich ein verändertes Preisniveau bei Immobilien über den Vermögenskanal bemerkbar. Sinkende Preise führen zu einem niedrigeren Vermögen. Allerdings nur dann, wenn die Konsumenten die Wertkorrekturen als nachhaltig ansehen. Die privaten Haushalte werden aufgrund des geringeren Vermögens ihre Nachfrage und damit ihren Konsum einschränken.

Preisblasen sind immer dann besonders problematisch, wenn der Erwerb des Vermögens von den Haushalten vorwiegend über Kredite finanziert wurde. Bedingt durch den Verfall der Immobilienpreise

können die Konsumenten einerseits nur noch verringerte Kreditsicherheiten bieten. Andererseits kann es durch einen aufgrund eines Zinsanstiegs ausgelösten Preiseinbruch zu höheren Zinsbelastungen kommen. Dies belastet den privaten Konsum zusätzlich.

Die Immobilienwirtschaft insgesamt leidet unter dem durch den Preiseinbruch ausgelösten sinkenden Transaktionsvolumen. Der Rückgang der Immobilienpreise hat u. a. zur Folge, dass Eigentümer weniger in Immobilien investieren. Durch das vorher geschaffene Überangebot an Immobilien reduzieren sich die Bauinvestitionen. Die Aktivitäten und die Wertschöpfung der Branche sinken. Letztlich schwindet auch die Beschäftigung, was vor allem die Bauwirtschaft betrifft, und somit wiederum negative Rückwirkungen auf den privaten Konsum und die Staatseinnahmen hat.

Die Banken sind als wichtige Kreditgeber auf den Immobilienmärkten besonders gefährdet, durch Kreditausfälle im Zuge einer platzenden Immobilienblase in eine Krise oder Insolvenz zu geraten. Fallende Immobilienpreise im Zuge der platzenden Blase bedeuten, dass die Kreditsicherheiten für Hypotheken an Wert verlieren. Aufgrund der Risikoprämie können auch die Zinssätze erhöht werden und die Banken verlangen niedrigere Ausläufe bzw. höhere Eigenkapitalanteile sowie strengere Auflagen und Bedingungen zur Risikoprävention. Diese höheren Risikoprämien führen für die Unternehmen und Haushalte zu steigenden Kreditkosten.

Wenn die Höhe der ausstehenden Hypothekenschulden den Wert des Hauses übersteigt, kann es zu Zwangsversteigerung kommen. Falls der Preisverfall durch steigende Zinsen ausgelöst wurde, können besonders Haushalte betroffen sein, die in Niedrigzinsphasen viel Fremdkapital aufgenommen haben. Die Eigentümer können insolvent und ihre Immobilien zwangsversteigert werden. Hierdurch können die Banken Verluste erleiden und gleichzeitig wird ein weiterer Verfall der Preise stattfinden.

Die Ausfallraten, der sinkende Wert der mit Immobilien gesicherten Hypotheken und das steigende Risiko im Hypothekengeschäft können die Banken zu hohen Abschreibungen zwingen und belasten ihre Bilanzen. Als Konsequenz können sie zur Anpassung ihres Aktivgeschäftes gezwungen sein, d. h. zur Reduktion der Kreditvergabe nicht nur an den Immobiliensektor, sondern an alle Unternehmen und Haushalte. So reduziert sich das Kreditvolumen und es erhöhen sich die Kreditkosten. Investitionsvorhaben können nur noch zu höheren Kosten oder gar nicht mehr realisiert werden. Ebenso erhalten Haushalte weniger Kredite bzw. zu höheren Kosten.



Während der Finanzkrise im vergangenen Jahrzehnt führten die hohen Ausfallraten bei Hypotheken und Mortgage Backed Securities außerdem zu einer Vertrauenskrise innerhalb des gesamten Banken- und Finanzsektors. Wenn die Erträge und die Stabilität der Banken beeinträchtigt werden, hat dies negative Rückwirkungen auf die Volkswirtschaft. Das haben die Krisen anderer Länder in den letzten Jahren deutlich gezeigt.

Das Platzen einer Preisblase kann den Staat stark belasten. Die Staatsverschuldung steigt rapide an, falls einerseits Steuereinnahmen wegbrechen und andererseits umfangreiche Konjunkturprogramme und Hilfsmaßnahmen durchgeführt werden, auch um die drohenden Wachstumseinbußen zu begrenzen. Ebenfalls wurde die Geldpolitik stark ausgedehnt, was letztlich wieder zu Vermögenspreisblasen führte. Ein typisches Beispiel war die US-Immobilienpreisblase.

Insgesamt sind negative Effekte für die Gesamtwirtschaft zu erwarten. Falls eine Blase platzt, kann dies die Konjunktur einer Volkswirtschaft über einen längeren Zeitraum hinweg schwer beeinträchtigen. Die veränderten Bankaktivitäten können für stärker verschuldete Unternehmen und weniger liquide Privatkunden den Zugang zu Krediten einschränken. Somit gehen das Investitionsvolumen und der private Konsum zurück. Viele Volkswirtschaften gerieten aufgrund der letzten Finanzkrise in eine Rezession.

## 7 Fazit

Eine allgemein akzeptierte Definition des Begriffs der Preisblase führt diesen auf einen raschen Anstieg von Preisen und einen anschließenden scharfen Preisverfall zurück. Die Bildung von Blasen wird dabei oft gefördert durch günstige volkswirtschaftliche Rahmenbedingungen sowie die Verfügbarkeit von billigem Geld und einem niedrigen Zinsniveau sowie durch spekulativ motivierte Marktakteure. Die volkswirtschaftlichen Folgen einer Preisblase sind zunächst beim Preisanstieg positiv. Danach aber drohen starke Einbrüche wie die Finanz- und Wirtschaftskrise des letzten Jahrzehnts zeigte.

Eindeutige Indikatoren zur Identifizierung von Preisblasen sind nicht gegeben, da diese erhebliche Unsicherheiten und Probleme aufweisen. Potenzielle Benchmarks wie »fundamentale Wert« oder »langfristige Durchschnitt« sind zur exakten Bestimmung einer Preisblase nicht eindeutig. Zwar lassen sich Indizien für die Abweichung von einer »normalen« Preisentwicklung erkennen, eine Gewissheit besteht aber erst nach dem Platzen einer Blase. Gleichzeitig

ist aber nicht jeder Preisanstieg mit einer Immobilienblase gleichzusetzen. Somit lässt sich das Platzen einer Preisblase auch kaum prognostizieren. ■

## Abstract

To identify a price development as a »bubble« is quiet easy, when the bubble has crashed. The forecast of a development like this much more difficult. Is the price development based on fundamental changes or is it an exaggeration? The paper views different causes for price changes in real estate markets und explains the typical procedure of a real estate bubble. The discussion of several indicators of the residential market shows, that there is no save way to diagnose or predict a price bubble in that market.

## Quellen/Literatur

- BRAUERS 2011 – Brauers, Maximilian: *Von der Immobilienblase zur Finanzkrise: Ursachen und Folgen von Preisblasen und was die Geldpolitik dagegen tun kann*. Hamburg: Diplomica Verlag, 2011.
- BULWIENGESA AG 2015a – *bulwiengesa AG: RIWIS-Datenbank*, Abruf am 30.09.2015.
- BULWIENGESA AG 2015b – *bulwiengesa AG: RIWIS-Datenbank*, Abruf am 30.08.2015.
- BULWIENGESA AG 2015c – *bulwiengesa AG: RIWIS-Datenbank*, Abruf am 30.08.2015.
- DEUTSCHE BUNDESBANK 2013 – *Deutsche Bundesbank: Die Preissteigerungen bei Wohnimmobilien seit dem Jahr 2010: Einflussfaktoren und regionale Abhängigkeiten*. In: Deutsche Bundesbank: Monatsbericht Oktober 2013, S. 13–30.
- DEUTSCHE BUNDESBANK 2014 – *Deutsche Bundesbank: Finanzmarktstabilitätsbericht*. Frankfurt a.M.: Deutsche Bundesbank, 2014.
- DÜMMLER/KIENLE 2010 – Dümmler, Tobias; Kienle, Stephan: *User costs of housing when households face a credit constraint – evidence for Germany*. Frankfurt a. M.: Deutsche Bundesbank 2010 (Discussion Paper, Series I: Economic Studies, No. 12/2010).
- KINDLEBERGER 2005 – Kindleberger, Charles: *Maniacs, Panics and Crashes. A history of financial crisis*. 5. Aufl., New York: John Wiley and Sons, 2005.
- STANDARD AND POORS 2015 – URL: <http://us.spindices.com/index-family/real-estate/sp-corelogic-case-shiller>, Abruf am 21.09.2015.



STIGLITZ 1990 – Stiglitz, Joseph E., 1990: *Symposium on bubbles*. In: The Journal of Economic Perspectives, Vol. 4, Issue. 2, S. 13–18.

VORNHOLZ 2014 – Vornholz, Günter: *VWL für die Immobilienwirtschaft*. 2. Auflage, München: De Gruyter – Oldenbourg-Verlag, 2014 (Studentexte Real Estate Management, Bd. I).

VORNHOLZ 2015 – Vornholz, Günter: *Die Auswirkungen von Immobilienzyklus und Investmentzyklus auf die finanzierenden Banken*. In: Immobilien & Finanzierung – Der langfristige Kredit. Jg. 2015, Heft 17, S. 583–586.

*Der vorstehende Beitrag wurde in Auszügen bereits in der ZfiFP Nr. 30 vom 12.02.2016, S. 4–12 veröffentlicht.*

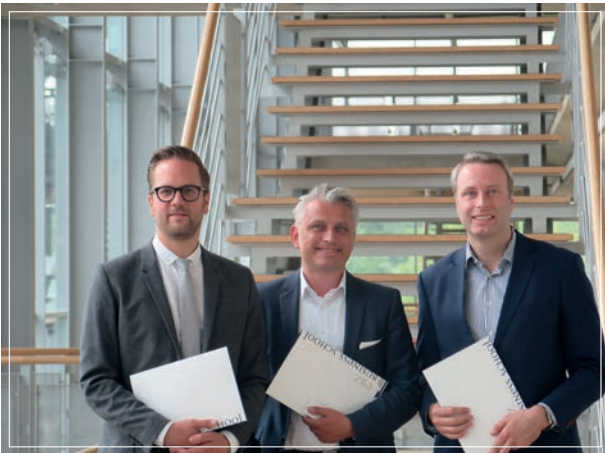
## EBZ Business School – Intern

### EBZ Business School beruft neue Professoren im Bereich Architektur

**Zum Sommersemester 2016 begrüßte die EBZ Business School – University of Applied Sciences zwei neue Professoren an der Hochschule. Mit Prof. Dipl.-Ing. Architekt Andreas M. Kryz und Prof. Dipl.-Ing. Architekt Björn Nolte wird insbesondere der Bereich Architektur an der Hochschule der Immobilienwirtschaft ausgebaut.**

Dipl.-Ing. Architekt Andreas M. Kryz wurde zum 1. April 2016 auf die Professur Architektur und Projektentwicklung berufen. Er übernimmt auch die Leitung des Studiengangs M.Sc. Projektentwicklung an der EBZ Business School. Andreas Kryz ist Geschäftsführer des Architektenbüros bleckmann und kryz architekten, welches seit 1999 in den Bereichen Städtebau, Architektur und Innenraum etabliert ist. *»Mich reizt es, die kreativ-technischen Kompetenzen der Studierenden auszuweiten und um die kaufmännisch-ökonomische Seite von Projektplanung und Projektsteuerung zu ergänzen«,* so der neue Studiengangsleiter Kryz.

Bildquelle: EBZ Business School.



Prof. Dipl.-Ing. Architekt Björn Nolte und Prof. Dipl.-Ing. Architekt Andreas M. Kryz (v.l.n.r.)

Dipl.-Ing. Architekt Björn Nolte, der bereits seit 2012 als wissenschaftlicher Mitarbeiter an der EBZ Business School ist, wurde auf die Professur Architektur und Stadtentwicklung berufen. Seit seinem Architekturstudium an der Hochschule Bochum und seinem Studium der Baukunst an der Kunstakademie Düsseldorf ist er als selbstständiger Architekt tätig.

*»Ökonomie, Konzeption, Architektur und Stadtentwicklung nehmen in der Branche an Bedeutung zu. Qualifizierte Fach- und Führungskräfte mit Kenntnissen zu Themen, wie nachhaltiges Bauen oder EnEV, werden immer wichtiger für die Unternehmen. Deshalb weiten wir den Bereich Architektur aus und freuen uns,*

*mit Andreas Kryz und Björn Nolte zwei fachlich herausragende Professoren für unsere Hochschule gewinnen zu können«,* erklärt Prof. Dr. habil. Sigrid Schaefer, Rektorin der EBZ Business School.

*»Beiden wünsche ich viel Freude an der Zusammenarbeit mit den talentierten Nachwuchskräften, aber auch Durchhaltevermögen«,* sagt Prof. Wolfgang Krenz, der den Studiengang nach erfolgreicher Aufbauarbeit an seine Nachfolger in der EBZ Business School übergeben hat. ■

### Genossenschaftsstipendium erneut ausgelobt

**Um Genossenschaften bei der Nachwuchsförderung und Personalentwicklung zu unterstützen, vergibt die EBZ Business School – University of Applied Sciences gemeinsam mit dem Verein Wohnen in Genossenschaften zum zweiten Mal ein Stipendium für ein Studium mit dem Schwerpunkt »Wohnungsgenossenschaften« an der immobilienwirtschaftlichen Hochschule.**

*»Schon heute müssen junge Potenzialträger auf die Übernahme verantwortungsvoller Aufgaben vorbereitet werden, damit sie diese erfolgreich meistern können«,* erklärt Franz-Bernd Große-Wilde, Vorstandsvorsitzender des Vereins Wohnen in Genossenschaften. *»Somit ist es Nachwuchsförderung, die den Grundstein für den Erfolg der Unternehmen legt. Gerade Führungskräfte benötigen Fachkompetenzen und Spezialwissen rund um die besondere Unternehmensform Genossenschaft. Mit dem Stipendium geben wir den Genossenschaften die Chance, ihre Mitarbeiter zu fördern.«*

Das Stipendium gilt für den Bachelorstudiengang Real Estate bzw. Real Estate Distance Learning mit dem Schwerpunkt »Wohnungsgenossenschaften« an der EBZ Business School. Die Inhalte der Studienvertiefung entwickelte die immobilienwirtschaftliche Hochschule gemeinsam mit Genossenschaften und Verbänden.

*»Die Komplexität in der Wohnungswirtschaft steigt sprunghaft an. Wir sehen dies z.B. im Bereich der Digitalisierung und den Möglichkeiten, innovativer Technologien. Deshalb werden qualifizierte Fachkräfte für Wohnungsgenossenschaften immer wichtiger. So war die erneute Auslobung des Stipendiums ein konsequenter Schritt, um die Unternehmen bei der Nachwuchsförderung und Personalentwicklung zu unterstützen«,* sagt Klaus Leuchtmann, Vorstandsvorsitzender des EBZ.

Das Stipendium wird zum Wintersemester 2016/2017 vergeben. Es umfasst 2/3 der Studiengebühren und hat somit einen Wert von bis zu 15.000 Euro in Abhängigkeit von der Organisationsform. Ein Teil dieses Stipendiums wird aus Mitteln des Vereins finanziert. 1/3 der Studiengebühren trägt entweder der Arbeitgeber bzw. der/die Studierende selber.

Interessierte können ihre Bewerbungen an Frau Dr. Lieselotte Steveling, Leiterin der Studienorganisation der EBZ Business School, E-Mail: [l.steveling@ebz-bs.de](mailto:l.steveling@ebz-bs.de) richten. Die Bewerbungen können bis zum 31.08.2016 eingereicht werden. ■

## Masterstudiengänge der EBZ Business School durch RICS akkreditiert

**Die Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) ist ein international agierender Berufsverband der Immobilienwirtschaft, der für Werte wie Integrität und Transparenz steht und Qualitätsstandards für die Ausbildung und Berufsausübung setzt. Nun akkreditierte die traditionsreiche Organisation die beiden Masterstudiengänge der EBZ Business School – University of Applied Sciences.**

Mit der Akkreditierung des Master of Arts Real Estate Management, in der Präsenzstudienvariante, sowie dem Master of Science Projektentwicklung bescheinigte die international anerkannte Organisation die Einhaltung höchster Standards im Studienangebot, die Vermittlung berufsethischer Grundsätze sowie die internationale Prägung der Lehrinhalte. Damit ist die EBZ Business School eine von nur zehn Hochschulen in Deutschland, die RICS-akkreditierte Studiengänge anbieten. Der im Jahre 1868 gegründete britische Berufsverband mit Hauptsitz in London repräsentiert aktuell über 100.000 Mitglieder in mehr als 140 Ländern und erstreckt sich auf alle Bereiche der Immobilienwirtschaft.

Studierende eines durch RICS akkreditierten Studiengangs erhalten die Möglichkeit, unmittelbar nach dem Abschluss des Studiums das sogenannte »APC« (Assessment of Professional Competence) zu durchlaufen und als Chartered Surveyor die Berufsbezeichnung MRICS (Professional Member of the Royal Institution of Chartered Surveyors) zu führen. Nach mindestens fünf Jahren als qualifiziertes Mitglied kann der Berufstitel FRICS (Fellow of the Royal Institution of Chartered Surveyors) verliehen werden. Als Mitglieder der RICS gehören die Absolventinnen und Absolventen zu einem internationalen Netzwerk

von Immobilienexperten, das erstklassige Karrierechancen in der deutschen sowie der internationalen Immobilienbranche eröffnet. Sie unterliegen einem strengen Verhaltenskodex und genießen dadurch Glaubwürdigkeit und Einfluss bei Entscheidungsträgern.

*»Wir verfolgen das Ziel, unsere Absolventinnen und Absolventen optimal auf die Übernahme von Fach- und Führungspositionen und eine erfolgreiche Karriere innerhalb der Branche vorzubereiten. Von 1995 an war die Führungsakademie der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft (FWI), aus der die Business School 2008 hervorgegangen ist, bereits durch die RICS akkreditiert. Die erneute Akkreditierung erfreut mich damit umso mehr und ist uns Motivation auf dem Weg zur erfolgreichen Weiterentwicklung der Hochschule«, erklärt Prof. Dr. habil. Sigrid Schaefer, Rektorin der EBZ Business School.*

Die Akkreditierung der Masterstudiengänge gilt für den Zeitraum von fünf Jahren bis 2019. Auch alle bisherigen EBZ Business School Masterabsolventinnen und Masterabsolventen, die ihr Masterstudium seit dem Wintersemester 2013/2014 aufgenommen haben, profitieren von der Akkreditierung und können sich direkt für das APC anmelden, um nach erfolgreichem Abschluss Teil des Netzwerks zu werden. ■

## Mehr Raum für wohnungs- und immobilienwirtschaftliche Bildung und Forschung

**Rund 300 Gäste kamen am 25. August zum Sommerfest der Wohnungswirtschaft ins EBZ – Europäisches Bildungszentrum der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft. Im feierlichen Rahmen setzten hochkarätige Akteure, wie Michael Groschek, Minister für Bauen, Wohnen, Stadtentwicklung und Verkehr des Landes Nordrhein-Westfalen, Axel Gedaschko, Präsident des GdW Bundesverband deutscher Wohnungs- und Immobilienunternehmen und Vorsitzender des EBZ-Kuratoriums, sowie Alexander Rychter, Verbandsdirektor des VdW Rheinland Westfalen, den Spatenstich zum Neubau.**

Auf einer Fläche von rund 8.000 qm entsteht das neue Schulungs- und Forschungszentrum des EBZ. Es umfasst Seminar- und Tagungsräume, ein Foyer mit Multimedia-Highlights sowie rund 120 Büroarbeitsplätze, u.a. für die Mitarbeiter des Forschungsinstituts InWIS - Institut für Wohnungswesen, Immobilienwirtschaft, Stadt- und Regionalentwicklung.

»Die Wohnungs- und Immobilienwirtschaft ist wirtschaftlich und gesellschaftlich ungeheuer wichtig. Um die aktuellen Herausforderungen bewältigen zu können, benötigt sie qualifizierte Fachkräfte. Dabei nimmt das EBZ einen besonderen Stellenwert nicht für NRW, sondern bundesweit ein«, so Michael Groschek, NRW-Bauminister, beim Spatenstich.

Das Gebäude plante das Architektenbüro Gerber Architekten aus Dortmund, das den zuvor ausgeschriebenen Architektenwettbewerb gewonnen hat. Die Projektsteuerung, Generalfachplanung sowie Ausschreibung und Baucontrolling erfolgen durch das Projektmanagement- und Beratungsunternehmen Drees & Sommer. Der Baubeginn ist für kommenden November angesetzt. Im Frühjahr 2018 soll der Neubau fertiggestellt sein.

»Es ist eine beeindruckende Entwicklung, die das EBZ von seiner Gründung als ‚Ausbildungswerk der Wohnungswirtschaft‘ im Jahre 1957 in Ratingen-Hösel bis heute vollzogen hat. Der Kreis der ‚EBZler‘ wird immer größer. Wir bauen hier kein neues Gebäude – wir legen den Grundstein für die Zukunft der Unternehmen und unterstützen sie bei der Personalentwicklung«, erklärte Axel Gedaschko, GdW-Präsident.

»Ohne die Unterstützung aus den Verbänden und den Unternehmen wäre unsere Entwicklung und unser Wachstum nicht möglich gewesen«, sagte Klaus Leuchtmann, Vorstandsvorsitzender des EBZ.



Hochkarätige Akteure setzen den Spatenstich zum EBZ-Neubau.

Das EBZ befindet sich seit 1997 in Bochum. Seit 2003 wuchs die Zahl der Berufsschüler, Weiterbildungsteilnehmer und Mitarbeiter kontinuierlich. Heute verfügt das EBZ über rund 280 Mitarbeiter. Mit der Gründung der EBZ Business School – University of Applied Sciences war die Erweiterung der Raumkapazitäten notwendig geworden. ■





