

Die Implikationen der Subprime-Krise und der Finanzkrise auf die Immobilienwirtschaft

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

eingereicht bei
Mag. Gertrude Schwebisch, MBA

Mag. Ngoc Tram Huynh

9551861

31.05.2010

Eidesstattliche Erklärung

Ich, **MAG. NGOC-TRAM HUYNH**, versichere hiermit

1. dass ich die vorliegende Master These, "DIE IMPLIKATIONEN DER SUBPRIME-KRISE UND DER FINANZKRISE AUF DIE IMMOBILIENWIRTSCHAFT", 66 Seiten, gebunden, selbständig verfasst, andere als die angegebenen Quellen und Hilfsmittel nicht benutzt und mich auch sonst keiner unerlaubten Hilfen bedient habe, und
2. dass ich diese Master These bisher weder im Inland noch im Ausland in irgendeiner Form als Prüfungsarbeit vorgelegt habe.

Wien, 31.05.2010

Unterschrift

INHALTSVERZEICHNIS

ABBILDUNGS- UND TABELLENVERZEICHNIS.....	iii
1 EINLEITUNG.....	1
2 RAHMENBEDINGUNGEN FÜR DIE ENSTEHUNG DER SUBPRIME-KRISE.....	4
2.1 Die Geldpolitik der Notenbank.....	4
2.2 Liberalisierung der Kreditvergabe	7
2.3 Variable Verzinsung.....	9
2.4 Verbriefung von Hypothekendarlehen	11
2.5 Die Rolle der Ratingagenturen	15
2.6 Moral Hazard.....	17
3 ENTSTEHUNG UND AUSWIRKUNGEN DER HYPOTHEKENKRISE... 19	
3.1 IMPLIKATIONEN DER HYPOTHEKENKRISE AUF DEN BANKENSEKTOR	20
3.1.1 Sinkende Liquidität	20
3.1.2 Erhöhte Refinanzierungskosten.....	22
3.1.3 Abschreibungsverluste	23
3.2 AUSWIRKUNGEN AUF DIE IMMOBILIENWIRTSCHAFT.....	26
3.2.1 Einbruch des Immobilieninvestmentmarktes	26
3.2.2 Verringerung des Transaktionsvolumens	29
3.2.3 Fehlende Finanzierungszusagen aufgrund steigender Refinanzierungskosten der Banken	30
3.2.4 Erhöhte Eigenkapitalerfordernisse	32
3.2.5 Abwertungsverluste.....	34
3.2.6 Preiskorrektur und Renditesteigerungen	34
3.2.7 Mietpreisreduzierungen, Leerstandsraten.....	38
3.2.8 Immobilienfonds	42
3.2.9 Performance von Immobilienaktien	43
4 AUSWIRKUNG AUF DIE REALWIRTSCHAFT.....	45
5 DIE REAKTIONEN DER REGIERUNGEN UND DER NOTENBANKEN AUF DIE KRISE.....	48
6 HANDLUNGSEMPFEHLUNGEN ZUR VERMEIDUNG EINER NEUERLICHEN FINANZKRISE.....	51
6.1 Internationale Kooperation der Bankenaufsicht	52
6.2 Aufsichtsrechtliche Standards auf dem Verbriefungsmarkt.....	53
6.3 5 % Selbstbehalt für strukturierte Produkte.....	53
6.4 Verhaltensanpassungen der Ratingagenturen	54
6.5 Änderung der Bilanzierungsregeln für Aktiengesellschaften.....	55
6.6 Aufsicht für „Heuschrecken“	56
6.7 Das Problem des Moral Hazard	57
6.8 Falsche Anreizsysteme.....	57

7	ZUSAMMENFASSEND E BETRACHTUNG UND SCHLUSSFOLGERUNGEN	59
	KURZFASSUNG.....	63
	LITERATURVERZEICHNIS	64

ABBILDUNGS- UND TABELLENVERZEICHNIS

ABBILDUNGSVERZEICHNIS

Abb. 1 : Entwicklung US-Immobilienpreise und Verbraucherpreisindex	6
Abb. 2: Entwicklung des Neugeschäfts mit Subprime-Hypothekenkrediten.....	9
Abb. 3: Grundstruktur einer MBS-Transaktion	11
Abb. 4: Strukturierte Produkte im Überblick	13
Abb. 5: Zunahme von Kreditderivative	14
Abb. 6: Entwicklung der Ausfallsraten von US-Hypothekarkrediten (in %)	21
Abb. 7: Entwicklung der Geldmarktzinssätze 2007.....	23
Abb. 8: Abschreibungsvolumen.....	24
Abb. 9: Rückgang der Investmentaktivität	27
Abb. 10: Reduktion des Transaktionsvolumens.....	30
Abb. 11: Zinsentwicklung infolge einer geänderten Risikoeinschätzung.....	32
Abb. 12: Entwicklungskurve der Marktrenditen.....	36
Abb. 13: Leerstandraten Büroimmobilien.....	40
Abb. 14: Verlauf des Immobilien-Aktienindex	44
Abb. 15: Wirtschaftswachstum in den Jahren 2009 und 2010.....	46
Abb. 16: EZB-Leitzins Entwicklung.....	50

TABELLENVERZEICHNIS

Tab. 1: Abkürzung und Bedeutung der Ratingcodes	16
Tab. 2: Marktrenditen für Büro- und Handelsflächen.....	37
Tab. 3: Durchschnittsmiete in Osteuropa.....	39

1 EINLEITUNG

Kaum ein anderes Thema wurde in den letzten Monaten in der Medienlandschaft so intensiv behandelt wie die Finanz- und Wirtschaftskrise. Seit dem Jahr 2007 erlebte die weltweite Finanzwirtschaft eine der größten Krisen ihrer Geschichte. Fast täglich gibt es Meldungen über weitere Opfer aus der Wirtschaft und der Finanzwelt, Nachrichten über Bankenpleiten, Kursabstürze am Aktienmarkt, Spekulations- und Bewertungsverluste, Mitarbeiterabbau etc. Nach Meinung vieler Experten waren die am US Immobilien- und Kreditmarkt ausgebrochenen Turbulenzen Auslöser, die seit ihrem Ausbruch weltweite Auswirkungen auf die Realwirtschaft nach sich zogen. Massenhaft faul gewordene kleine Hypothekenkredite an Kreditnehmer mit schlechter Bonität brachten große und kleine Banken sowie Fonds in Schwierigkeiten. Durch Finanzinnovationen wie Kreditverbriefungen wurde der Weiterverkauf der an schlecht verdiente amerikanische Eigenheimbesitzer vergebenen Kredite an Banken und Fonds weiterverkauft. So blieb die Hypothekenkrisis nicht allein auf Amerika beschränkt, sondern fand ihren Weg in andere Länder, wo sie heftige Turbulenzen am Finanzmarkt auslöste.

Die Folgen waren ein Schrumpfen der Wirtschaft, Abschreibungsverluste der am Hypothekengeschäft der US-amerikanischen Finanzbranche beteiligten Banken und Fonds in Milliardenhöhe, in weiterer Folge ein deutlicher Vertrauensverlust der Banken untereinander sowie Bankenhilfspakete gigantischen Ausmaßes zur Abwendung eines Bankenkollapses seitens der Regierungen.

Um diese Krise und die Auswirkungen auf die Weltwirtschaft besser verstehen zu können, wird in dieser Arbeit der Versuch einer Analyse über die Verhältnisse, die zu der Entladung geführt haben, unternommen. Aufgrund der Aktualität der derzeit vorherrschenden Immobilien- und Finanzkrise gibt es bereits viele Arbeiten von renommierten Autoren, die die Zustände am amerikanischen Immobilienmarkt bereits umfassend dargelegt haben, jedoch sind einige dieser Arbeiten für einen Nicht-Fachmann nicht immer leicht zu verstehen.

Ziel der vorliegenden Arbeit soll daher eine verständliche und klar nachvollziehbare Darstellung eines ziemlich komplexen und sehr umfangreichen Themas liefern. Hierbei werden als Grundlage diverse Wirtschaftsnachrichten, Veröffentlichungen vom Internationalen Währungsfonds, der österreichischen Nationalbank, der Europäischen Zentralbank sowie bereits verfasste Arbeitspapiere zu diesem Thema verwendet. Ergänzt wird die Analyse über die Entwicklungen am Immobilienmarkt, hier insbesondere im Gewerbeimmobilienbereich in Osteuropa, durch Marktberichte bekannter Immobilienmakler wie Colliers oder CBRE. In diesem Zusammenhang wird erwähnt, dass die Arbeit den Zeitraum kurz vor Ausbruch der Krise bis zum Ende des Jahres 2009 reicht, d.h. Ereignisse, die danach stattfinden, finden in dieser Arbeit keine Berücksichtigung.

Nach der Einleitung in das Thema wird im Kapitel 2 auf die Entstehungsursachen der Hypothekenkrise, die unter der amerikanischen Bezeichnung Subprime-Krise bekannt geworden ist, vertiefend eingegangen. Dabei wird eine Auswahl an Gründen aufgeführt, da eine vollständige Darstellung und umfassende Untersuchung den Rahmen dieser Arbeit überschreiten würde. Hierbei werden unter anderem die Geld- und Zinspolitik der Zentralbanken, die Kreditvergabepraktiken der Geschäftsbanken und die unterschiedlichen Verhaltensweisen von Ratingagenturen und Investoren näher beleuchtet.

In Kapitel 3 erfolgt die Darstellung des Verlaufs der Hypothekenkrise, die mittlerweile für jeden erkennbar, zu einer größeren Finanzkrise gewachsen ist. Die Subprime-Krise, die nicht nur die Finanzwelt weltweit in Unruhe versetzt hat und mit den Folgen noch viele Länder nach wie vor zu kämpfen haben, leitete auch eine Wachstumskrise der Weltwirtschaft ein. Schwerpunktmäßig wird hier der Blick auf die Implikationen für den europäischen Gewerbeimmobilienmarkt, insbesondere für die in den letzten Jahren boomenden Länder wie Rumänien, Polen sowie Russland, gerichtet. Unter Verwendung vorhandener Marktberichte von bekannten Marktbeobachtern wie CBRE, Jones Lang Lasalle, um nur einige zu nennen, werden danach Umfang der Auswirkungen der Hypothekenkrise auf dem Immobilienmarkt analysiert.

Gegenstand von Kapitel 4 zeigen Handlungsempfehlungen sowie Möglichkeiten der Krisenvermeidung auf. Die Ausführungen betreffen unter anderem die Regulierung der Finanzmärkte als auch ein neuerliches Überdenken der Bewertungsmethoden sowie des Entlohnungssystem der Manager.

Der letzte Teil der Arbeit beinhaltet eine Zusammenfassung wie auch eine vorsichtige Schlussbetrachtung der Zukunftsaussichten für den Immobilienbereich.

2 RAHMENBEDINGUNGEN FÜR DIE ENSTEHUNG DER SUBPRIME-KRISE

Zur Schaffung einer einheitlichen Verständnisgrundlage für die Entstehung der US-Immobilienkrise und deren Ausbreitung auf die globalen Volkswirtschaften, insbesondere die weltweiten Kapital- und Immobilienmärkte, wird im folgenden Abschnitt eine Ursachenanalyse angestellt.

Es ist bekannt, dass die Hypothekenkrise nicht auf eine einzelne Ursache zurückgeführt werden kann. Vielmehr entstand sie aus dem Zusammenspiel mehrerer gleichzeitig wirksamer Kräfte, die im folgenden Abschnitt kurz dargestellt werden. Hierbei liegt der Fokus auf den privaten US-Immobilienmarkt, da dieser hauptsächlich von der Immobilienkrise betroffen war.

2.1 Die Geldpolitik der Notenbank

Der Ursprung der Hypothekenkrise lag im Platzen der New Economy Internetspekulationsblase und den Anschlägen vom 11. September 2001. Nach dem Crash des Aktienmarktes waren die Amerikaner bei ihren Investitionen in Aktien zurückhaltend. Um eine Rezession zu verhindern, senkten die Zentralbanken, hier insbesondere die Federal Reserve, den Leitzins innerhalb weniger Monate von 6,5 auf 3,5 %. Um den Einfluss des Terroranschlags am 11. September 2001 auf Amerikas Wirtschaft zu beschränken, wurde in den Jahren 2002 und 2003 der Leitzins auf einen historischen Tiefstand von 1 %, gesenkt, den niedrigsten Satz seit einem halben Jahrhundert.¹ Die rekordniedrigen Zinsen kurbelten zwar die Wirtschaft mit billigem Geld an und stützten dadurch die US-Konjunktur, jedoch wurden dadurch auch spekulativen Anlagen im Hypothekenmarkt begünstigt. In kurzer Zeit wurde der Einfluss der Geldpolitik auf die Nachfrage am Immobilienmarkt erkennbar. Das niedrige Zinsniveau als Folge der expansiven Geldpolitik der US-Notenbank legte den Grundstein für die Preisblase am

¹ Vgl. Soros (2008), S. 12

Immobilienmarkt, deren Platzen der unmittelbare Anlass für die im Jahre 2007 entstandene Finanz- und Bankkrise war.

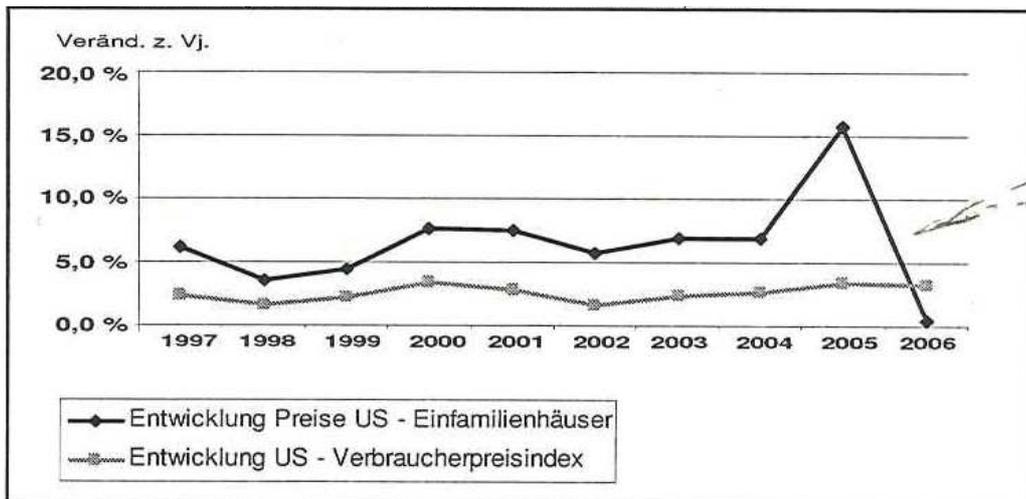
Der US-Immobilienmarkt wird als einer der weltweit bedeutendsten Immobilienmärkte angesehen. In den vergangenen Jahren wurde in den USA ein Boom am Wohnimmobilienmarkt verzeichnet. Die expansive Geldpolitik der Zentralbank sowie der in den letzten 30 Jahren stark wachsende Finanzsektor, führten zu einer noch nie da gewesenen überschüssigen Liquidität; Liquidität, die sich auf der Suche nach möglicher Renditesteigerung und unter Vernachlässigung des Risikofaktors befindet.

Durch die Niedrigzinspolitik der Notenbank kommt es zu einer Ausweitung des Kapitals und zu einer steigenden Anzahl an Hauseigentümern. Zur Vergrößerung des Anteils an Eigenheimerwerbenden beigetragen haben des weiteren auch staatlich geförderte Immobilienfinanzierungen und besondere steuerliche Vergünstigungen auf den Eigenheimerwerb, selbst für jene, die sich das finanziell gar nicht leisten konnten. Denn durch die extrem niedrigen Zinsen für Hypothekenkredite wurde die Belastung auch für ärmere Haushalte tragbarer. Zudem war mit dem Besitz eines Eigenheims die Hoffnung verbunden, dass die Preise für Wohnhäuser stetig weiter stieg und damit auch höher beliehen werden konnte. Durch den schnellen Anstieg der Preise für Wohnimmobilien wurden Eigenheimerwerbenden ermöglicht größere Hypotheken auf Ihre Immobilien aufzunehmen. Der zunehmende Anteil der Hauserwerber waren „Subprime“ - Kreditnehmer. Der Ausdruck „subprime“ entspricht in diesem Zusammenhang dem Wort suboptimal, d.h. Kreditnehmer mit schlechter Bonität. Auf diesen Umstand wird im nächsten Kapitel noch näher eingegangen.

Während der letzten Jahre verzeichneten die USA bei den Preisen für Einfamilienhäusern eine Wachstumsrate zwischen 3,6 und 7 % von 1997 bis 2004. 2005 erreichte der Immobilienboom seinen Höhepunkt und die Preise stiegen mit durchschnittlich 15,7 % enorm.²

² Vgl. Fuchs (2009), S. 21

Abb. 1 : Entwicklung US-Immobilienpreise und Verbraucherpreisindex



Quelle: Julia Fuchs, S. 22

Amerikaner kauften im großen Umfang Häuser, verkauften diese nach kurzer Zeit wieder und lösten bestehende Hypotheken ab, indem neue Kredite zu günstigeren Konditionen aufgenommen wurden. In der Erwartung kontinuierlich steigender Immobilienpreise werden auch Objekte gekauft, um diese zum Teil bereits nach wenigen Monaten mit hohen Renditen wieder zu veräußern. Es ist offensichtlich, dass die Wohnimmobilienpreise in Korrelation zur Geldpolitik stehen, und der enorme Liquiditätsüberschuss zu einer Explosion fremdfinanzierter Übernahmen am Immobilienmarkt führte.

Zweistellige Steigerungen der Hauspreise reizten zu Spekulation. Mit dem Steigen der Immobilienpreise stieg auch die Nachfrage, weil Investoren weiterhin mit steigenden Preisen rechneten. Angetrieben durch Spekulationen entwickelte sich am Immobilienmarkt eine Preisspirale nach oben und führte folglich zu einem Immobilienboom. Die Folge war eine übermäßige Preisentwicklung am Hypothekenmarkt.

2.2 Liberalisierung der Kreditvergabe

Das Kreditvergabeverhalten der amerikanischen Geschäftsbanken verstärkte die Gefahr der Blasenbildung am Immobilienmarkt. In den vergangenen Jahren wurde ein erhöhter Verschuldungsgrad der privaten US-Haushalte beobachtet. Ein Grund für die verstärkte Aufnahme von Hypotheken war das im vorangegangenen Kapitel geschilderte niedrige Zinsniveau. Ein weiterer Grund ist in der Lockerung der Kreditvergabestandards der Finanzinstitute zu sehen, die den Hypothekenmarkt für ein breiteres Publikum öffnete. Insbesondere die Kreditvergabe an „subprime“ Kreditnehmer trug zu einer drastischen Erhöhung des Finanzierungsvolumens bei. Als „subprime“ werden Darlehensnehmer bezeichnet, die als „zweitklassig“ im Sinne von „miserabel, schlecht“ bedeuten. Als Subprimemarkt wird derjenige Teil des Hypothekenmarktes verstanden, in dem Kreditnehmer oftmals eine zweifelhafte Kreditvergangenheit haben oder sich durch eine hohe Ausfallwahrscheinlichkeit aufgrund ihres geringen Einkommens und Vermögens auszeichnen. Über die Subprime-Kreditvergabe wurde der Hypothekenmarkt folglich für Kreditnehmer geöffnet, die andernfalls eine Absage erhalten hätten.³

Um das Geschäft anzukurbeln und Provisionen zu verdienen, wandten Geschäftsbanken ihre Kriterien für die Kreditvergabe mit größter Flexibilität an und stellten immer geringere Ansprüche an die Bonität der Kreditnehmer. Die Kreditstandards fielen in sich zusammen, und es wurde üblich, Hypotheken an Schuldner zu vergeben. Die amerikanischen Kreditinstitute gaben sich auch mit einer geringen Eigenkapitalquote von durchschnittlich 5 % zufrieden, was zu einer hohen Loan-to-value Ratio führte.

Darlehen, die ebenso unter die Kategorie „subprime“ fallen, waren sogenannte „Liar Loans“⁴, oder im Extremfall „NINA“ sowie „NINJA“- Kredite⁵.

³ Weitere Charakteristika von „subprime“ Schuldnern sind bei Jauch (2007), S. 39, zu finden.

⁴ Liar Loans = Lügnerkredite: Hypotheken, die an Kreditnehmer verkauft werden, ohne zu prüfen, ob die angebotenen Sicherheiten den Kredit tatsächlich sichern und ob der Kreditnehmer in der Lage ist, Zins und Tilgung zu bedienen. Vgl. Soros (2008), S. 15

⁵ NINA = No Income No Assets: Kein Einkommen, kein Vermögen; NINJA = No Income No Job No Assets: Kein Einkommen, kein Job, kein Vermögen. Im Grunde genommen reine Abzockerei der

„Liar Loans“, bei denen die Kreditnehmer mit geringer oder ganz ohne Dokumentation ihrer Einkommens- und Vermögensverhältnisse auskamen, waren keine Seltenheit. Durch die nicht ausreichend durch Kontrollsysteme geregelte Kreditvergabe in den USA verlief die Bonitätsprüfung sehr lückenhaft. Der Extremfall waren NINA- und NINJA-Kredite, häufig aktiv begünstigt durch die Hypothekemakler und Hypothekenkreditgeber.⁶

Einige Hypothekenanbieter waren sogar damit „lästigen Papierkram“ zu sparen und gaben sich mit einer frei erfundenen Ausgabe des Einkommens der Darlehensnehmer zufrieden. Weder Arbeitsvertrag noch Vermögensverhältnisse wurden geprüft.⁷ Wenn Geld nichts kostet, wird jeder Kreditgeber so lange Kredite vergeben, bis sich keine Abnehmer mehr finden. Die Ertragsquellen von Hypothekenbanken sind Kreditvergabegebühren und Kreditbearbeitungsgebühren.

Als Folge der gelockerten Kreditvergabe der Hypothekenfinanzierer wurden im Jahre 2006 schon 21 % aller US-Hypotheken an „Subprime“-Kreditnehmer vergeben, was ein Volumen von 600 Mrd. USD ausmachte. 2001 wurden laut Inside Mortgage Finance nur 7 % der Hypotheken an Kreditnehmer mit schlechter Kreditwürdigkeit vergeben, ein Volumen von rund 160 Mrd. USD.⁸ Nachstehende Abbildung zeigt die rasant steigende Entwicklung des Neugeschäfts an Hypothekenkrediten, besonders in den Jahren 2004, 2005 und 2006.

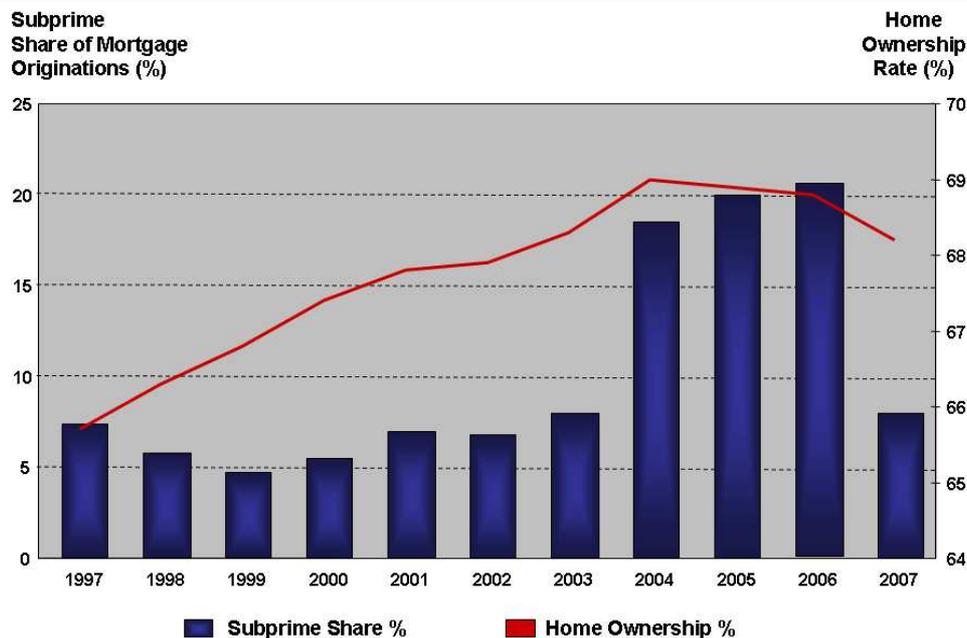
Kreditmakler und Kreditunternehmen, die nur auf ihre Provisionen und die eingesetzten Sicherheiten (meist Immobilien) spekulierten. Vgl. ebenda

⁶ Vgl. Soros (2008), S. 14

⁷ Vgl. Fuchs (2009), S. 25

⁸ Vgl. Sommer (2009), S. 11

Abb. 2: Entwicklung des Neugeschäfts mit Subprime-Hypothekenkrediten
 U.S. Subprime Lending Expanded Significantly 2004-2006



Sources: U.S. Census Bureau; Harvard University- State of the Nation's Housing Report 2008

Quelle: [http://en.wikipedia.org/wiki/Subprime mortgage crisis](http://en.wikipedia.org/wiki/Subprime_mortgage_crisis)

Angesichts stetig steigender Immobilienpreise vertrauten Kreditgeber darauf, dass sich diese Entwicklung auch in Zukunft fortsetzen würde. Das Grundprinzip dieser Art von Kreditvergabe war ja, dass es dem Kreditgeber egal sein konnte, ob der Kreditnehmer zu den Hypothekenzahlungen wirklich in der Lage war, denn solange die Hauspreise permanent stiegen, konnten Kreditnehmer, wenn sie Probleme hatten, entweder umschulden oder das Haus verkaufen und ihre Hypothek damit tilgen.⁹

Tatsächlich waren die Hauspreise seit den 1930er Jahren in den USA im Landesschnitt kontinuierlich angestiegen.

2.3 Variable Verzinsung

Um auch den zweitklassigen Kreditnehmern die Belastung des Eigenheimerwerbs über Kreditfinanzierung tragbarer zu machen, wurden in den USA in den

⁹ Vgl. Krugman (2009), S. 195

vergangenen Jahren immer mehr Kredite mit variablen oder kurzen Festzinsbindungen vergeben. Die Vergabe von Darlehen an zweitklassige Schuldner war für den Kreditgeber mit hohen Risiken verbunden, denn häufig ist eine knappe Liquidität bei Darlehensnehmer mit einer geringen Bonität gegeben.

Damit sich diese Schuldner jedoch den Wunsch vom Eigenheim erfüllen können, wurden nicht daher nicht selten Hypothekenkredite mit sogenannten „Teaser rates“¹⁰ oder „adjustable rate mortgage“¹¹, kurz ARM, gewährt und erst nach Ablauf der kurzfristigen Festzinsbindung die Belastungen angehoben. Hierbei handelt es sich um Hypotheken mit anfänglichen Lockzinsen unterhalb der marktüblichen Sätze, in den meisten Fällen ein nicht kostendeckender Zins, für die ersten zwei Jahre. Es herrschte die Meinung vor, dass der höhere Zins nicht zum Tragen käme, da nach der Vorlaufperiode von zwei Jahren die Hypothek refinanziert würde und man von den höheren Immobilienpreisen und der dadurch erhöhten Liquidität sich einen größeren finanziellen Spielraum verschaffen könne. ARMS führen also dazu, dass der Kapitaldienst für den Schuldner nicht kalkulierbar ist.

Äußerst beliebt bei den Subprime-Hypothekenschuldnern war auch die Option der tilgungsfreien Anlaufjahre. Häufig wurden auch mehrere Darlehen mit negativer Tilgung hintereinander geschaltet und eine Teaser-Hypothek durch eine andere ersetzt. Das Aussetzen von Tilgungszahlungen führte dazu, dass die Zinsbelastung nahezu gleichbleiben und die Hausbesitzer über Jahre ihren Kredit bedienten ohne ihre Schulden abzubauen. Denn letzten Endes hatten die beschriebenen Varianten alle eines gemeinsam: Die gesamte Zinslast wird bloß in der Zeit umverteilt, wobei die späteren Perioden die frühen subventionieren.¹² In einer Analyse des Subprime-Marktes im Zeitraum von 1998 bis 2004 wurde festgestellt, dass Hypothekendarlehen mit variabler Verzinsung ein 62 bis 123 % höheres Ausfallrisiko beinhalten als Hypotheken mit fester Verzinsung.¹³

Aufgrund steigender Zinsentwicklungen hatten finanziell anfällige Kreditnehmer immer größere Schwierigkeiten ihren Zahlungsverpflichtungen nachzukommen.

¹⁰ Vgl. Kofner (2009), S. 7

¹¹ Vgl. Bloss et al. (2009), S. 21

¹² Vgl. Kofner (2009), S. 7

¹³ Vgl. Jauch (2007), S. 43

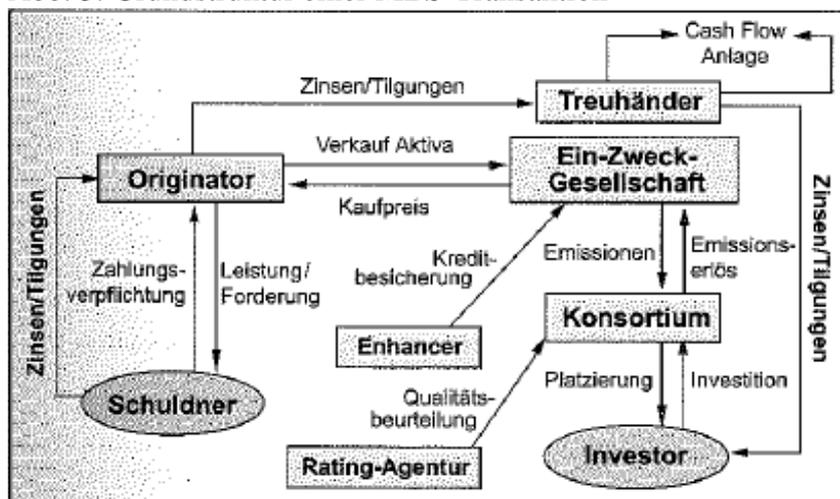
Einige Hauseigentümer sahen sich außerstande die hohen Zahlungen, mit denen sie konfrontiert waren, zu leisten. Gleichzeitig wurde ein Sinken der Preise am Immobilienmarkt verzeichnet, wodurch sich die Besicherung der Kredite verschlechterte und die Banken mehr Sicherheiten verlangten. Dieser Effekt führte zu den bekannten Zahlungsschwierigkeiten und Folge dessen zu enormen Kreditausfällen.

2.4 Verbriefung von Hypothekendarlehen

Um das notwendige Kapital für neue Kredite aufzubringen, wurden die in den vergangenen Jahren von Investmentbanken an der Wall Street praktizierten Techniken, Kreditrisiken zu verpacken und auf andere Anleger abzuwälzen, allgemein populär. Diese Technik der Verbriefung von Forderungen war eine weitere Besonderheit, die zur Entladung der Hypothekenkrise geführt hat. Verbriefung (englisch: Securitization) bedeutet die Bündelung von zukünftigen Zahlungsströmen in einem Wertpapier, das dann auf Kapitalmärkten gehandelt wird.

Der Ablauf einer Verbriefungstransaktion sowie die involvierten Parteien stellen sich, wie in Abbildung 3 ersichtlich, am Beispiel einer MBS-Transaktion folgendermaßen dar:

Abb. 3: Grundstruktur einer MBS-Transaktion



Quelle: Stefan Kofner (2009), S. 13

Der Originator, meist die kreditgebende Bank, hat ein Portfolio von mehreren Kreditforderungen, die zunächst in einem Forderungspool gebündelt werden. Dieses Bündel an zukünftigen Forderungen, die über Hypotheken besichert sind (Mortgage Backed Securities), wird an eine eigens für die Verbriefung dieser Forderungen gegründete Zweckgesellschaft¹⁴ weiterverkauft. Diese refinanziert sich selbst wiederum über die Platzierung von Wertpapieren am Kapitalmarkt, deren Zinszahlungen und Tilgungen aus den Cash Flows des Pools stammen. Ein Treuhänder gewährleistet die Durchführbarkeit der Transaktion und die Sicherheit der Zahlungsströme, indem er Zahlungen und Forderungen verwaltet.

Eine Ratingagentur wird beauftragt die Wertpapiere gemäß ihrem Risikogehalt in unterschiedliche Risikoklassen (sogenannte Tranchen) zu unterteilen. Die Laufzeiten sind derart gestaltet, dass sie spezifische Anlageziele erfüllen. Da die Zahlungen der zugrundeliegenden Hypothekenkredite gesammelt werden, zahlt der Emittent üblicherweise den Zinssatz des Kupons an die Anleihegläubiger jeder Tranche. Alle planmäßigen und außerplanmäßigen Tilgungen gehen zuerst an die Investoren der vorrangigen („senior“) Tranchen (AAA und AA geratete Tranchen). Investoren der nachrangigen („subordinated“) Tranchen erhalten erst dann Tilgungen, wenn die Seniortranchen vollständig zurückgezahlt sind. Als Kompensation für die höchste Wahrscheinlichkeit eines Defaults und des anschließenden Ausfalls erhalten die nachrangigen Tranchen eine höhere Rendite.¹⁵

Aufgrund der hohen Komplexität der Transaktionen wird der Verbriefungsprozess durch einen Arrangeur (häufig eine Investmentbank), der Auswahl und Strukturierung des Forderungsbestandes unterstützt, begleitet. Da die Risiken der einzelnen Hypothekarschuldner schwer einschätzbar waren und um die Attraktivität dieser Wertpapiere zu erhöhen, wurden die staatlichen Bankinstitute Fannie Mac, Freddie Mac und Ginnie Mac etabliert, die das Ausfallrisiko der Kreditforderungen versicherten (Enhancer). Investoren waren in erster Linie internationale institutionelle Anleger, meist andere Banken, Versicherungen, Hedgefonds sowie Vermögensberater. Die unterschiedlichen Ratingklassen kamen den unterschiedlichen Risikovorlieben der Anlegerschaft entgegen. Diese glaubten mit

¹⁴ Diese Zweckgesellschaften werden auch als Special Purpose Vehicle (SPV), Conduits oder Special Investment Vehicle (SIV) bezeichnet.

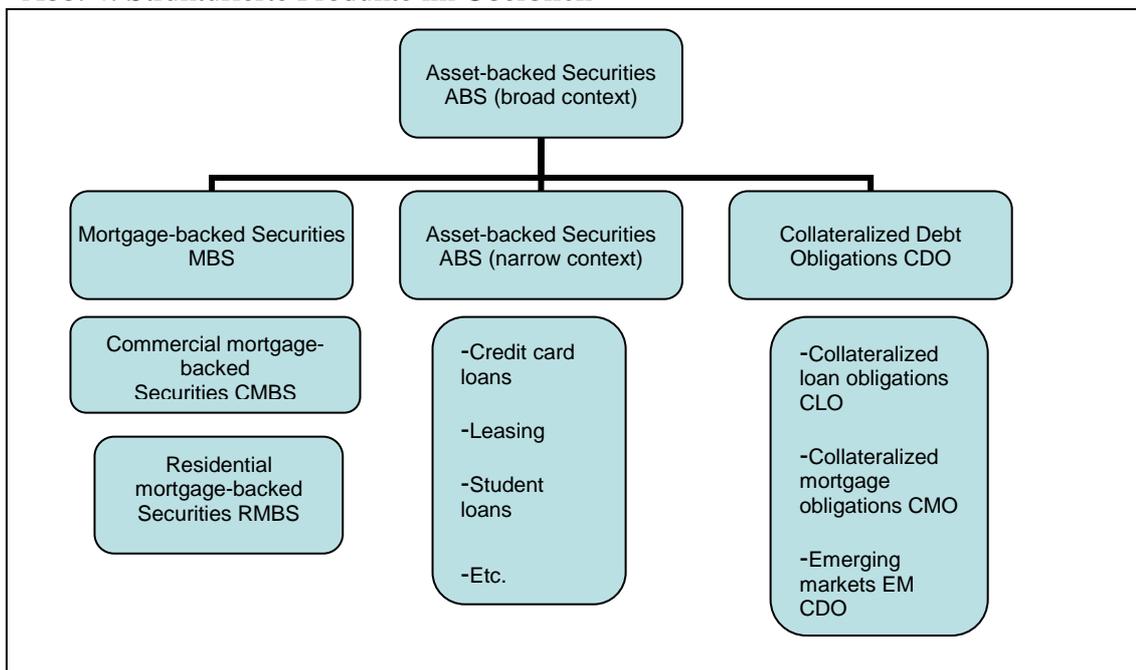
¹⁵ Vgl. Bloss et al. (2009), S. 19

solchen strukturierten Wertpapieren nun maßgeschneiderte und anscheinend gut zu kontrollierende Risiken eingekauft zu haben.

Es gibt eine Vielzahl von Asset Backed Securities (ABS) Typen im weiteren Sinne als Überbegriff für alle Verbriefungsprodukte, deren Zahlungsansprüche gegen eine außerbilanzielle Zweckgesellschaft zum Gegenstand haben. Die geläufigsten dieser strukturierten Produkte, die genutzt werden, um die Cash Flows und Risiken des Pools neu zu verteilen sind forderungsbesicherte Wertpapiere - ABS im näheren Sinne, hypothekenbesicherte Wertpapiere - Mortgage Backed Securities (MBS) und auf andere Schuldverschreibungen beruhende Wertpapiere - Collateralized Debt Obligations (CDO).

Nachfolgende Grafik zeigt einen Überblick über die vielfältigen Varianten von forderungsbesicherten Wertpapieren.

Abb. 4: Strukturierte Produkte im Überblick



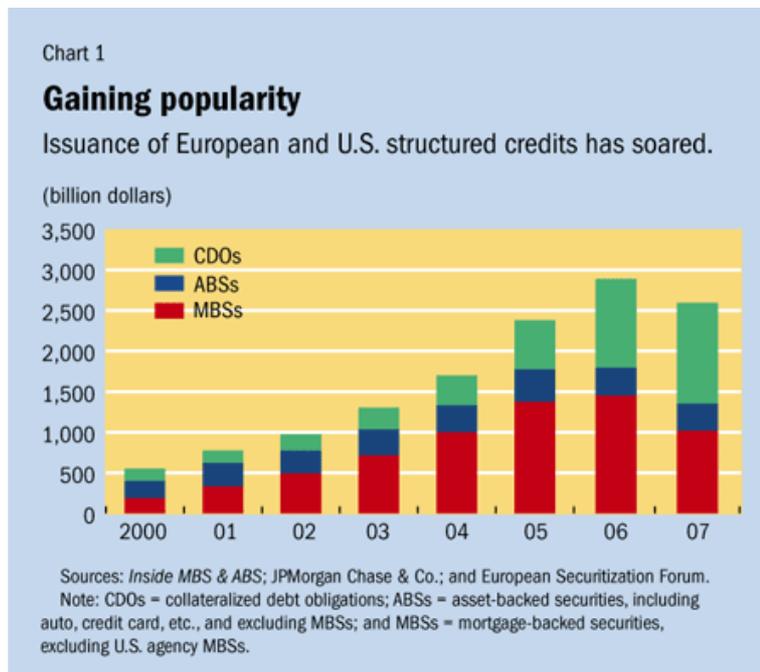
Quelle: Bloss et al. (2009), S. 68.

Für die Banken lag der Verkauf von Forderungen an Investoren auf der Hand: sie konnten Kredite im enormen Ausmaße vergeben, die Forderungen daraus strukturieren und in gewaltigen Mengen an willige Käufer weiterreichen, ohne ihr

eigenes Kapital einsetzen zu müssen. Durch den Verkauf der Forderungen schienen die Risikopositionen nicht mehr in der Bilanz auf, die sie infolgedessen auch nicht mehr mit Eigenkapital unterlegen mussten. Auf diesem Wege wurden freie Linien für Neugeschäfte geschaffen. Die Folge der Vergabepraktiken der Banken war eine gewaltige Kreditexpansion und ein Ansteigen der Marktliquidität auf bisher ungeahnte Dimensionen.

Das Volumen der Kreditderivate in den letzten Jahren erheblich zugenommen. In 2001 war es mit einigen Milliarden USD noch verhältnismäßig gering und hat sich bis 2006 auf über 25 Billionen USD gesteigert (siehe Abb. 5).

Abb. 5: Zunahme von Kreditderivativen



Quelle: L. Kodres (2008)¹⁶

Durch den gestiegenen Kreditrisikotransfer wurde es aber immer schwieriger die Übersicht zu behalten, wer am Ende welche Risiken trug.

¹⁶ Vgl. IMF (2008), www.imf.org.

2.5 Die Rolle der Ratingagenturen

Wie im vorhergehenden Kapitel bereits kurz erwähnt, hatten die Ratingagenturen die Aufgabe die Emissionen der MBS in unterschiedliche Ratingklassen (siehe Tabelle) einzuteilen, um das Risiko dieser Kreditderivate für Investoren einschätzbar zu machen. Durch die hohe Intransparenz der Verbriefungsgeschäfte diente das Rating als Beurteilungssystem für die Anlegerschaft, da zur Beurteilung der kompliziert gestalteten Kreditrisikotransferinstrumente nur die wenigsten Investoren in der Lage waren.¹⁷ Diese Ratings berechnen sich auf Basis der geschätzten Ausfallwahrscheinlichkeit und der angenommenen Höhe der Verluste, und drücken aus inwieweit Emittenten künftig in der Lage sind ihren Zins- und Tilgungszahlungen termingerecht nachzukommen.

Die Ratingcodes werden in AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C und D aufgeteilt, wobei jedoch innerhalb der Buchstabenkombinationen noch eine weitere, verfeinerte Aufgliederung gemacht wird. Je nach Ratingagentur gibt es unterschiedliche Buchstabenkombinationen. Bei Wertpapieren mit der Bestnote AAA (Triple A) geht man von einem minimalen Ausfallrisiko aus und wurden daher als sicher eingestuft.

¹⁷ Vgl. Jauch (2007), S. 54

Tab. 1: Abkürzung und Bedeutung der Ratingcodes

Moody's		S&P		Fitch		DBRS	Englische Bezeichnung	Deutsche Beschreibung		
Long Term	Short Term	Long Term	Short Term	Long Term	Short Term					
Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	A1+	AAA	Prime	Triple A = Ausfallrisiko ist fast Null		
Aa1		AA+		AA+		AAhigh	High grade	Sichere Anlage, wenn auch leichtes Ausfallrisiko		
Aa2		AA		AA		AA				
Aa3		AA-		AA-		AAlow				
A1	P-2	A+	A-1	A+	A1	Ahigh	Upper grade		Medium Die Anlage ist sicher, falls keine unvorhergesehenen Ereignisse die Gesamtwirtschaft oder die Branche beeinträchtigen	
A2		A		A		A				
A3		A-		A-		Alow				
Baa1	P-3	BBB+	A-3	BBB+	A3	BBBhigh	Lower grade	Medium Durchschnittlich gute Anlage. Bei Verschlechterung der Gesamtwirtschaft ist aber mit Problemen zu rechnen		
Baa2		BBB		BBB		BBB				
Baa3		BBB-		BBB-		BBBlow				
Ba1	Not Prime	BB+	B	BB+	B	BBhigh	Non Investmentgrade speculative		Spekulative Anlage. Bei Verschlechterung der Lage ist mit Ausfällen zu rechnen	
Ba2		BB		BB		BB				
Ba3		BB-		BB-		BBlow				
B1		B+		B+		Bhigh	Highly Speculative	Spekulative Anlage. Bei Verschlechterung der Lage sind Ausfälle wahrscheinlich		
B2		B		B		B				
B3		B-		B-		Blow				
Caa	Not Prime	CCC+	C	CCC	C	CCC	Substantial risks		Nur bei günstiger Entwicklung sind keine Ausfälle zu erwarten	
Ca		CCC				CCC	CC			Extremely speculative
C		CCC-				CCC	C			In default with little prospect for recovery
/	Not Prime	D	/	DDD	/	D	In default	Zahlungsaustritt		
/				DD						
/				D						

Quelle: <http://de.wikipedia.org/wiki/Rating>

Um an das begehrte AAA-Rating zu kommen, waren die Ratingagenturen dementsprechend eng in den Strukturierungsprozess eingebunden. Banken ließen sich ihre Papiere mit erstklassigen Bonitätsnoten ausstatten, indem dieselben Ratingagenturen als Berater bei der Verbriefungstransaktion engagiert wurden, die schließlich auch das Rating erstellten. Ratingagenturen waren in der Regel

wirtschaftlich von ihren Kunden abhängig. Beides führte zu Interessenskonflikten und Anreizproblemen.¹⁸

Angesichts dieser engen Zusammenarbeit wurde die Qualität bzw. Objektivität dieser Bewertungen in Frage gestellt. Denn durch die Einstufungen von Ratingagenturen erhalten Teile von Subprime-MBS scheinbar die gleiche Qualität wie amerikanische Staatsanleihen. Weitere Aspekte, warum Ratingagenturen entgegen wirtschaftlicher Vernunft Subprime-Titel mit einer guten Bonität ausstatteten, lässt sich möglicherweise auch durch eine falsche Anwendung des externen Ratings, mangelnden Wettbewerb und die Haftung der Ratingagenturen erklären.¹⁹

2.6 Moral Hazard

Dieser Begriff stammt aus der Versicherungsbranche. „Moral Hazard“ bedeutet moralische Gefährdung. Nach Meinung der Versicherungsunternehmen sind Versicherungsnehmer, die durch ihre Polizze zu gut geschützt sind, gefährdet. Gefährdet in dem Sinne, dass sie sich nicht mehr anstrengen, den Eintritt des Versicherungsfalles zu vermeiden.²⁰ Ähnlich verhalten sich Wirtschaftssubjekte, allen voran große Banken, die bei Erfolg die hohen Spekulationsgewinne einstreifen, bei Verlust aber darauf vertrauen, von anderen, sprich Regierung und Notenbanken, gerettet zu werden, um einen Kollaps des Finanzsystems zu verhindern.

Angesichts der dargelegten Ausführungen über den Zustand des amerikanischen Immobilien- und Hypothekenmarktes zum Zeitpunkt vor der Krise kann zusammenfassend argumentiert werden, dass viele Parteien zur Entstehung der Subprime-Krise ihren Beitrag geleistet haben. Bei der Suche nach Schuldigen kann daher davon ausgegangen werden, dass es nicht nur einen einzigen Schuldigen gibt. Vielmehr haben sie alle dazu beigetragen: die amerikanische Notenbank durch das niedrige Zinsniveau, ihrer Förderungspolitik sowie zum Teil schwache

¹⁸ ONB: Themenblätter Wirtschaft & Finanzen, Nr. 2

¹⁹ Vgl. Bloss et al. (2009), S. 11

²⁰ Zeise (2009), S. 111

Regulierungen ihrer Finanzmärkte, die Hypothekenbanken selbst durch ihre freizügigen Vergabepraktiken, die Ratingagenturen, und schließlich die Investoren selbst, auf der Suche nach Renditesteigerung und unter Vernachlässigung der Risikokomponente.

3 ENTSTEHUNG UND AUSWIRKUNGEN DER HYPOTHEKENKRISE

Mitte 2006 traten die ersten Schwierigkeiten am Immobilien- und Hypothekenmarkt zum Vorschein. Die Preise am zuvor boomenden Immobilienmarkt stagnierten zuletzt und auffallend häufig standen Immobilien trotz Preisnachlässen lange leer und fanden keine Käufer bzw. Mieter. Für die Subprime Darlehensnehmer wurde es immer schwieriger ihren Zahlungsaufforderungen nachzukommen, ab 2007 war es ihnen sogar gänzlich unmöglich ihre Hypotheken zu refinanzieren. Der Zinssatz für Hypothekenkredite stieg auf dem höchsten Niveau der vergangenen vier Jahre. Die Folge war ein dramatischer Anstieg der Zahlungsausfälle und der gerichtlichen Übereignungen der Immobilien.²¹

Banken hingegen, die sich zuvor am Hypothekenmarkt stark beteiligt hatten, wurden an der Börse gemieden. Durch den massenhaften und weltweiten Verkauf der hypothekenbesicherten Wertpapiere war die Unsicherheiten über Verteilung und die darauf ergebenden Abschreibungsverluste der strukturierten Wertpapiere sehr groß. Es schwebte ein Generalverdacht über den gesamten Hypothekenmarkt. Die Ausgabe von weiteren ABS, insbesondere von MBS, wurde gestoppt, da kein Markt mehr zustande kam. Aufgrund des Wegfalls eine der wichtigsten Refinanzierungsinstrumente der Banken kam der Hypothekenmarkt zum Erliegen.

In der Folge wird die Krise, die als Subprime-Krise vom amerikanischen Immobilienmarkt ausging, einem breiteren Publikum unter der Bezeichnung Bankenkrise, Finanzkrise, Vertrauenskrise oder sogar als Wirtschaftskrise bekannt. Denn spätestens seit dem Sommer 2008 ist offensichtlich, dass die derzeitige Krise nicht auf ein bestimmtes Unternehmen oder Segment des Finanzsystems beschränkt ist, sondern sich zu einer globalen Krise ausgeweitet und das System beinahe an den Rand des Zusammenbruchs geführt hat.

²¹ Vgl. Sommer (2009), S. 104

In den nachfolgenden Kapiteln werden auf die von amerikanischen faulen Hypothekenkrediten ausgehenden massiven Auswirkungen näher eingegangen. Da dieses Thema sehr umfassend ist, werden zuerst die Implikationen der Subprime-Krise auf den Bankensektor dargestellt. Danach erfolgt eine Analyse der Auswirkungen auf die Immobilienbranche im speziellen. Um die enorme Tragweite der Finanzkrise verständlich zu machen, wird im Anschluss auch ein kurzer Überblick über die Auswirkungen der Krise auf die Realwirtschaft sowie Gegensteuerungsmaßnahmen der Regierung und der Notenbanken dargestellt.

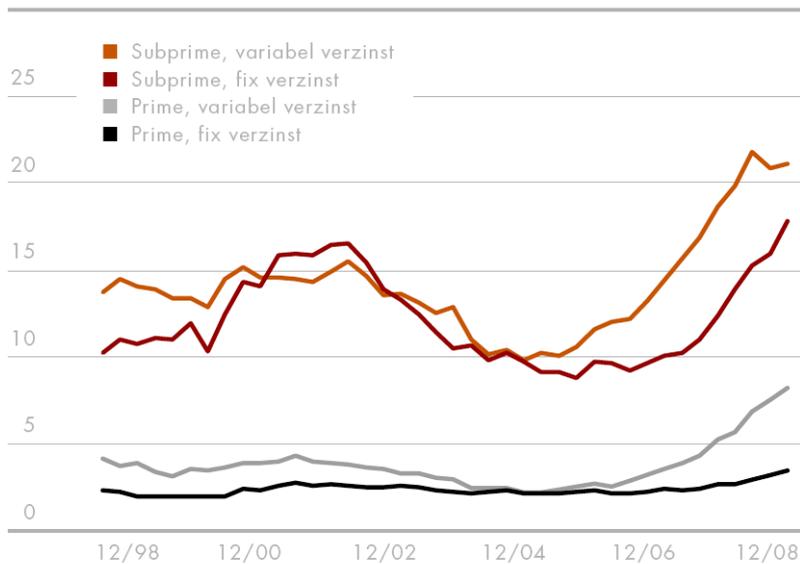
3.1 IMPLIKATIONEN DER HYPOTHEKENKRISE AUF DEN BANKENSEKTOR

Am Bankensektor zeichneten sich die Auswirkungen der Krise bereits zu Beginn des Jahres 2007 ab. Die ersten Probleme wurden sichtbar in Form von Liquiditätsengpässen, erhöhten Refinanzierungskosten sowie massiven Abschreibungsverluste.

3.1.1 Sinkende Liquidität

Als die Bedingungen sich am Immobilienmarkt änderten, waren die Hypothekenschuldner mit großen Zahlungsschocks konfrontiert. Der Anstieg der Immobilienpreise verlangsamte sich, die Zinssätze für Hypothekenkredite hingegen stiegen auf den höchsten Stand seit den vergangenen vier Jahren. Subprime-Schuldnern war es nicht mehr möglich wie in den letzten Jahren vom gestiegenen Wert ihres Eigenheimes zu profitieren und ihren Kredit umzustrukturieren bzw. sich zu refinanzieren. Durch den Zinsanpassungsschock stieg die Zahl der Subprime-Kreditnehmer, die nicht mehr imstande waren ihren Zahlungsverpflichtungen nachzukommen, an.

Abb. 6: Entwicklung der Ausfallraten von US-Hypothekarkrediten (in %)



Quelle: http://www.fma.gv.at/JBInteraktiv/2008/DE/dl_DE/Gra_13.pdf

Als Resultat der ausbleibenden Tilgungen der Kreditnehmer gerieten Banken zunehmend unter Geldknappheit. Der Finanzmarkt, der noch vor Ausbruch der Krise mit Liquidität überschwemmt worden war, verkehrte ins Gegenteil und war nun gezeichnet von akutem Mangel an Liquidität.

Allgemeines Misstrauen zwischen den Banken war ausgebrochen. Eine schwere Vertrauenskrise am Interbanken-Geldmarkt machte sich breit. Am Interbankenmarkt, wo früher Banken einander Kredite in hohem Ausmaß gaben, bestand keine Bereitschaft mehr dem anderen Geld zu leihen. Die Geldflüsse zwischen den Banken wurden massiv beeinträchtigt, da große Unsicherheit darüber besteht, welche Banken sonst noch von faulen Krediten betroffen waren. Diejenigen Banken, die über liquide Reserven verfügten, horteten ihr Geld aus Angst, eigene kurzfristige Liquiditätserfordernisse nicht abdecken zu können, sowie eine deutliche Verschlechterung der Konditionen für ihre eigene Refinanzierung. Zudem befürchteten sie eine kurzfristige Insolvenz ihres Geschäftspartners. Ein weiterer Grund für dieses Verhalten war der erhöhte Geldbedarf für die Refinanzierung ihrer außerbilanziellen Zweckgesellschaften. Denn die hypothekenbesicherten Wertpapiere, die Banken selbst besaßen oder ihre eigens eingerichteten Investmentvehikel, für die sie allerdings Garantien übernommen hatten, erwiesen

sich als wertlos. Zudem brachen die Kurse strukturierter Kreditprodukte wie ABS aufgrund steigender Ausfallraten stark ein. Die Abnahme der Risikobereitschaft der Investoren brachte eine Refinanzierung durch ABS zum Stillstand. Eine Platzierung von weiteren ABS nach Auftreten der Finanzkrise zeitweise gar nicht mehr möglich, womit für Banken ein wichtiges Refinanzierungsinstrument wegbrach.

So wurde es selbst für die mächtigsten Banken zunehmend schwieriger Geld zu normalen Bedingungen aufzunehmen, um ihr tägliches operatives Geschäft aufrecht zu erhalten. Manchen Banken drohte die Illiquidität, einige standen sogar kurz vor der Insolvenz. Die Krise am US-Häusermarkt hat sich nun zu einem globalen systemischen Finanzmarktkrise ausgeweitet, deren Kollaps nur unter höchsten Anstrengungen seitens der Zentralbanken und Regierungen verhindert wurde.

3.1.2 Erhöhte Refinanzierungskosten

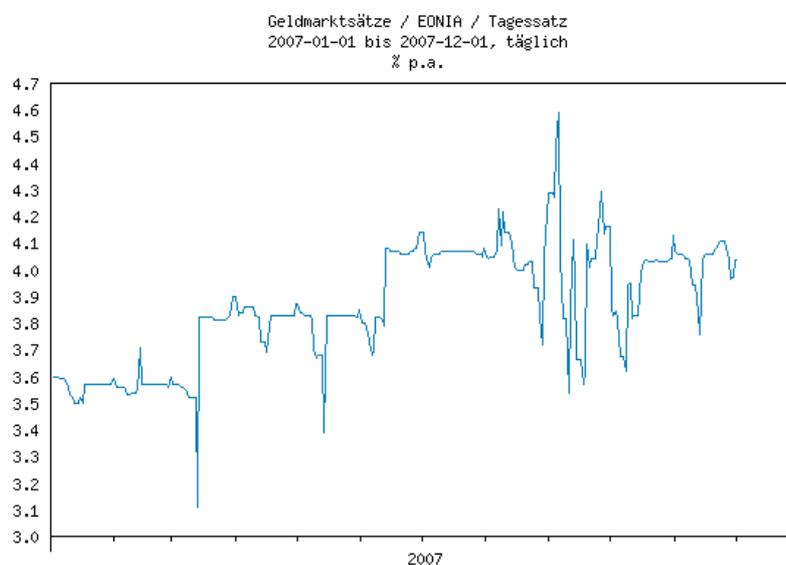
Wie schon im vorangegangenen Kapitel erwähnt, herrschte bei Banken große Unsicherheit darüber, wie stark Mitbewerber von den Zahlungsausfällen vom amerikanischen Hypothekenmarkt in Mitleidenschaft gezogen wurden. Die Befürchtung, dass sich für sie selbst die Refinanzierungsbedingungen verschlechtern würden wie auch eine anstehende Insolvenz der Konkurrenten, weitete sich in der Bankenlandschaft immer mehr aus. Nun war es nicht mehr jederzeit möglich liquide Mittel zu beschaffen. Der Handel mit Zentralbankgeld kam ins Stottern und gefährdete das Funktionieren des Finanzsystems und infolgedessen auch die Wirtschaft.

Der durch die Krise ausgelöste hohe Liquiditätsbedarf spiegelte sich am Geldmarkt durch einen Anstieg der Geldmarktzinsen wider. Die Bereitstellung von Liquidität, selbst für kurze Laufzeiten, war nur mehr zu besonders hohen Aufschlägen möglich. Mit Ausbruch der Finanzkrise im August 2007²² schossen die Zinsen für kurzfristige Geldgeschäfte am Interbankenmarkt in die Höhe, was darauf hindeutet, dass das

²² Mit August 2007 datieren Marktkenner wie Soros, Krugman et al. den eigentlichen Beginn der Finanzkrise.

Vertrauen der Banken untereinander nicht besonders hoch war. Die Auswirkung der US-Hypothekenkrise hat auch den Geldmarkt der Eurozone erfasst, als der täglich fällige Zinssatz für Interbankenausleihungen zeitweilig über 4,6 % angestiegen war (siehe Grafik). Banken waren auch untereinander nicht mehr bereit, die vorher im großen Maße ausgereichten Liquiditätslinien an andere Banken zu verlängern bzw. neu auszureichen. Es grassierte die Furcht, dass die Kreditwürdigkeit des Ausleihers weitaus schlechter ist als angenommen. Die krisenhafte Situation beruhigte sich erst, als die Europäische Zentralbank (EZB) als Geldgeber einsprang.

Abb. 7: Entwicklung der Geldmarktzinssätze 2007



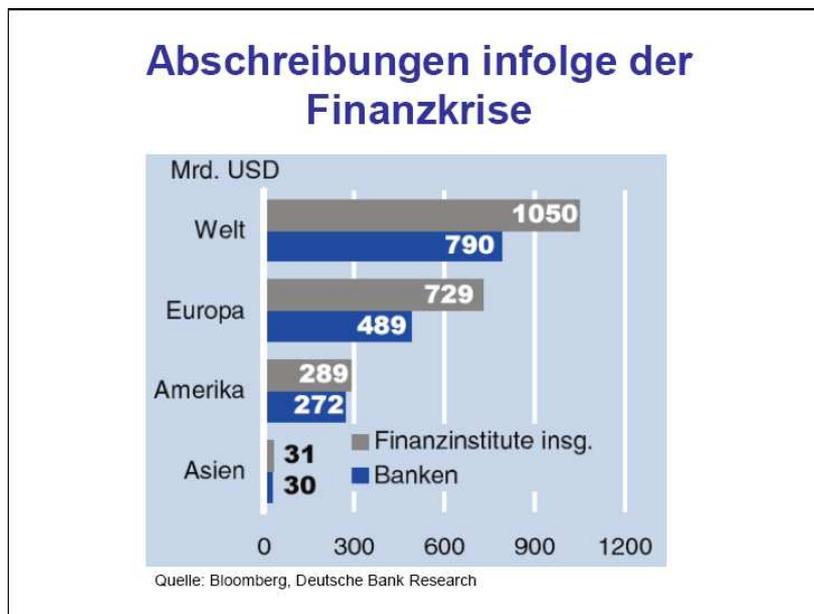
Quelle: <http://www.bundesbank.de/statistik>

3.1.3 Abschreibungsverluste

Aufgrund der im Jahre 2007 bis zum Spätsommer 2008 in den Vereinigten Staaten verzeichneten Zahlungsausfälle auf Subprime-Hypotheken, deren Höhe schon eine bedrohende Dimension angenommen hatte, war die Finanzlage der Banken sehr angespannt. Infolge des Preisverfalls der hypothekenbesicherten Wertpapiere kam es zu starken Wertberichtigungen und einem Abschreibungsbedarf in einigen Milliarden Dollar-Beträgen, der die Bilanzen belastete (siehe Abb. 8, die einen Überblick über das Abschreibungsvolumen weltweit agierender Banken dargestellt).

Viele Banken, auch einige im Euroraum wie beispielsweise in Deutschland und Großbritannien, gerieten in existenzielle Schwierigkeiten, wobei sich die Probleme der großen und der kleinen Banken einander glichen. Der hohe Preisverfall der verbrieften Forderungen gegen US-amerikanische Hypothekenschuldner mit geringer Bonität war unter anderem auch darauf zurückzuführen, dass Käufer dieser Papiere aus Vorsicht auch zu niedrigeren Preisen nicht mehr kaufen wollten.

Abb. 8: Abschreibungsvolumen



Quelle: http://www.gbkev.de/cms_uploads/MV_09_Dofel_Folien.pdf

Die Wertverluste gingen unmittelbar in die Bankbilanzen ein und schmälern das Eigenkapital. Die Höhe des Eigenkapitals ist jedoch eine wesentliche Größe für die Banken, da davon das maximal mögliche zu vergebende Kreditvolumen abhängig ist. Nach den Prinzipien von Basel II müssen Banken ihre Kredite mit bis zu 8 % Eigenkapital hinterlegen. Um den Regulierungsanforderungen bezüglich Eigenkapitalreserven nachkommen zu können oder das Verhältnis von Eigenkapital und Forderungen stabil zu halten, war es demnach notwendig, entweder neues Eigenkapital zu beschaffen oder andere Vermögenswerte zu verkaufen, was deren Preise senkte.

Eines der prominentesten Opfer in der Finanzkrise war Lehman Brothers, eine der größten globalen Investmentbanken, die aufgrund hoher Wertberichtigungen im Bereich der Forderungen gegen US-amerikanische Hypothekenschuldner mit schlechter Bonität und auch bei Verbriefungen, im September 2008 in Zahlungsschwierigkeiten schlitterte und – entgegen dem Grundsatz too big to fail²³ - vom Staat nicht aufgefangen wurde. Da Lehman Brothers weltweit mit so gut wie allen wichtigen Geldhäusern Geschäftsbeziehungen gepflegt hatte, waren die Schockwellen an den Finanzmärkten unmittelbar nach dem Konkursantrag gewaltig. Mit dem Untergang Lehman Brothers veränderte sich auch der Status einiger anderer Banken, wie zB die American International Group (AIG), einst die weltgrößte Versicherungsgruppe, und Merryll Lynch mit mehr als 15.000 Brokern der globale Marktführer im Retail-Brokerage, ihre Unabhängigkeit.²⁴

²³ Deutsch: zu groß um zu scheitern. Beschreibt die Vorstellung, dass Unternehmen ab einer bestimmten Größe allein aufgrund ihrer Größe davor geschützt seien, insolvent zu werden, weil sie als systemische Einrichtungen rechtzeitig vom Staat oder internationalen staatlichen Organisationen gerettet würden, um nicht das gesamte Wirtschaftssystem zu gefährden. Dies gilt insbesondere für den Bankensektor, aber auch für große Industrieunternehmen. Näheres vgl. <http://de.wikipedia.org>

²⁴ vgl. Sommer (2009), S. 183

3.2 AUSWIRKUNGEN AUF DIE IMMOBILIENWIRTSCHAFT

Im folgenden Abschnitt wird der Frage nachgegangen, wie die Liquiditätsengpässe und die erhöhten Refinanzierungskosten der Banken sich letztendlich auf die Immobilienwirtschaft auswirken. Hat die US-Hypothekenkrise auch am osteuropäischen Immobilieninvestmentmarkt ihre Spuren hinterlassen? Inwieweit ist das Ausmaß der Krise bei den osteuropäischen Ländern spürbar?

Im Rahmen des folgenden Teilbereiches dieser Arbeit wird der Immobiliensektor, insbesondere der Gewerbeimmobiliensektor des noch vor einigen Jahren boomenden Osteuropas einer näheren Analyse unterzogen.

3.2.1 Einbruch des Immobilieninvestmentmarktes

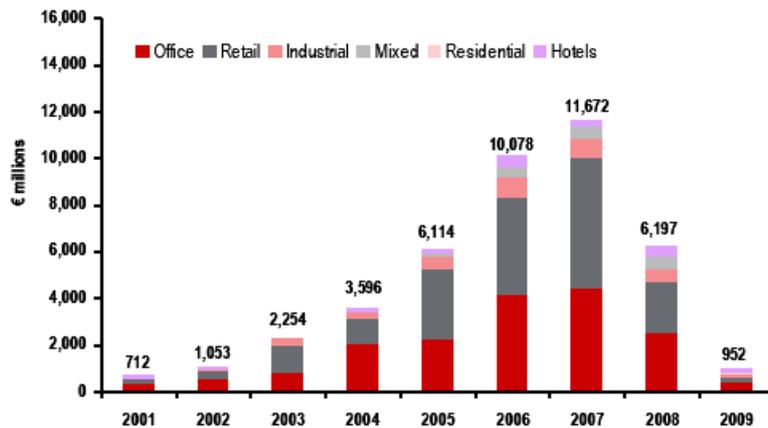
Die infolge der amerikanischen Immobilienkrise aufgetretenen heftigen Turbulenzen haben nicht nur im Bankensektor schwere Irritationen ausgelöst. Auch am europäischen Immobilienmarkt, insbesondere am osteuropäischen (CEE) Immobilienmarkt, wurden nach dem Rückgang des Immobilienbooms der vergangenen Jahre Probleme sichtbar. Angesichts der unterschiedlichen makroökonomischen Entwicklungen dieser Länder ist hierbei jedoch eine differenzierte Betrachtungsweise notwendig. Nicht alle osteuropäischen Länder sind gleichermaßen von der Subprime-Krise betroffen. Volkswirtschaften mit hohen externen Ungleichgewichten waren bzw. sind stärker betroffen als Länder mit solideren makroökonomischen Fundamentalfaktoren. Zum Beispiel zeigen Polen und die tschechische Republik auch während der Krise nur einen geringen Nachfragerückgang nach Büro- und Handelsimmobilien; in Rumänien und Russland sind Investitionen in Immobilien hingegen deutlich rückläufig.

Angesichts der Rückwirkungen der Finanzmarktkrise ist zu beobachten, dass Investitionen im Immobilienbereich, insbesondere im Gewerbeimmobiliensektor, an Attraktivität verloren haben. Bereits im Laufe des Jahres 2007 zeigte sich ein

deutlicher Rückgang der Investitionstätigkeit, die sich auch im nachfolgenden Jahr fortsetzte (siehe Abb. 9). Im Zuge des Lehman-Schocks zogen professionelle Immobilieninvestoren Geld in Milliardenhöhe aus Osteuropa ab, mit dem sie in den zurückliegenden Boomjahren den dortigen Höhenflug erst möglich gemacht haben.

Abb. 9: Rückgang der Investmentaktivität

CEE Investment Volumes (excl. Russia): 2001 – 2009 to Date



Source: Jones Lang LaSalle Capital Markets, Oct 2009

Vor der Wirtschaftskrise war Osteuropa eine der stärksten Wachstumsregionen der Welt. Jahrelang hat ein regelrechter Bauboom die dortige Wirtschaft angekurbelt, jahrelang waren zweistellige Wachstumsraten die Regel. Der Gewerbeimmobilienmarkt wurde bis zum Sommer 2007 mit Kapital überschwemmt, er fand scheinbar grenzenlosen Zufluss an Kapital. Damals waren in einigen Staaten wie der Slowakei und Rumänien Zuwächse von 8 bis 10 % keine Seltenheit. Noch vor einigen Jahren wurde rauschähnlich verkauft, gekauft, gedreht und wieder verkauft. In den boomenden Jahren zuvor hatte niemand mit einem Preisverfall der Immobilien gerechnet. Investitionen in Immobilien stellten ein risikofreies Geschäft dar, wobei nicht selten vorkam, dass Banken für Grundstücksankäufe und in der Folge für den Bau der Büro- oder Einzelhandelsflächen Kapital von mehr als 60 % zur Verfügung stellten.

Der Gewerbeimmobilienmarkt war stark überhitzt. Da, wo noch freie Flächen zu haben waren, wurden innerhalb weniger Jahre neue Büro- oder Handelsflächen hochgezogen. Die Bauwirtschaft in Osteuropa florierte, ein Ende des Baubooms war

nicht in Sicht. Die Preise für Grundstücke stiegen auf ein für Marktexperten schon ungesundes Niveau. 2008 flossen rund 6,2 Milliarden EUR in das Immobiliensegment in Zentral- und Osteuropa, was, verglichen mit dem Vorjahreszeitraum 2007, ein Rückgang von rund 50 % bedeutet. Im Boomjahr 2006 betragen die Investitionen noch rund 10 Milliarden EUR. Der sinkende Abwärtstrend setzt sich im Jahre 2009 fort, wo nur mehr 2,5 Milliarden EUR an Immobilieninvestitionen in den osteuropäischen Markt gepumpt wurde.²⁵

Mittlerweile gibt es in einigen Teilen Osteuropas deutliche Anzeichen für eine Abschwächung des Immobilienmarktes. Die Immobilienpreise scheinen ihren vorläufigen Höhepunkt erreicht zu haben, und vieles deutet sogar darauf hin, dass sie in nächster Zukunft weiter fallen werden.

Die Folgen des Investitionsrückgangs sind bereits vielerorts zu beobachten: Bagger und Kräne stehen still, Objekte wurden verkleinert, Wolkenkratzer enden heute im fünften Stockwerk, Arbeiten an so mancher Baustellen mussten gänzlich eingestellt werden; zahllose Firmen gingen pleite, so auch die Baufirmen. Begonnene Projekte werden mangels liquider Mittel nicht fertig gebaut, noch nicht in Bau befindliche Projekte haben auch in den nächsten Jahren keine Chancen auf Realisierung.

Neben den nun einerseits schwer zugänglichen Finanzierungen aufgrund der erhöhten Risikoaversion der Banken ist der Immobiliensektor auch durch die Auswirkungen der Krise auf die Realwirtschaft weiterhin belastet. Letztere zeigt sich in einem Rückgang der Nachfrage nach Büroimmobilien und somit tendenziell sinkenden Mietpreisen. Durch den milliardenschweren Kapitalabzug hat der Gewerbeimmobilienmarkt in CEE einen Investitionseinbruch erlitten, was beinahe zu einem Austrocknen des Marktes führte.

Die bisherigen Entwicklungen auf den CEE Märkten spiegeln jedoch tendenziell die weltweite negative Stimmungslage unter den Anlegern wider und lassen nicht auf eine drastische Verschlechterung des Anlegervertrauens speziell gegenüber dieser Region schließen. Dadurch, dass jedoch das Wachstum Osteuropas während der Boomjahre vor allem mit billigen Krediten aus dem Westen angekurbelt wurde und

²⁵ Vgl. JLL: Marktberichte (2009), www.jll.com.

nun die Kapitalströme ausgetrocknet sind, leiden diese Länder am meisten unter den Folgen des mit billigem Geld finanzierten Aufschwungs.

3.2.2 Verringerung des Transaktionsvolumens

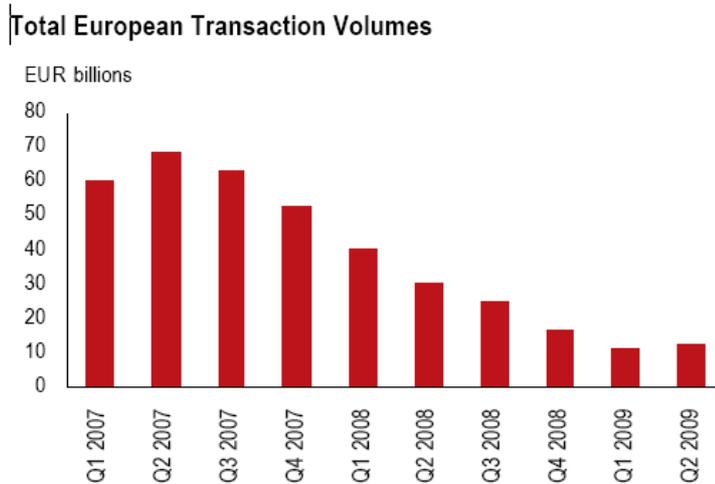
Die Krise hat auch einen massiven Rückgang bei den Immobiliendeals bewirkt. Es zeigt sich, dass große Deals momentan Mangelware sind. Da, wo Banken noch die Bereitschaft zeigen, Kapital zur Verfügung zu stellen – und das auch nur für Kreditnehmer mit ausgezeichneter Bonität, fällt das Ausleihevolumen eher gering aus. Je größer das Projektvolumen ist, desto schwieriger und unwahrscheinlicher ist es eine Finanzierung zu erhalten. Der Markt für Syndizierungen ist fast vollständig zum Erliegen gekommen.

Weil Banken sich nicht mehr günstig refinanzieren können, erreichen Transaktionsvolumina nicht mehr die gewohnten Rekordhöhen. Noch vor einigen Jahren finanzierten sie teilweise Immobilientransaktionen mit mehr als 70 % Fremdkapital. Doch diese Glanzzeiten sind nun vorüber. Aus einer aktuellen Studie von Jones Lang LaSalle geht hervor, dass das durchschnittliche Transaktionsvolumen auf dem gewerblichen Immobilieninvestmentmarkt in Europa stark gesunken ist. In Europa wurde im ersten Halbjahr 2009 im Durchschnitt nur 24 Millionen EUR pro gewerblicher Immobiliendeal ausgegeben, was im Vergleich zu H2 2008 ein Rückgang von 42 % ausmacht; im Vergleich zu H1 2008 bedeutet das sogar eine Reduktion von 67 %. Zu den Glanzzeiten 2007 hatten Investoren noch durchschnittlich 44,4 Millionen EUR bezahlt.

Der Rückgang sticht insbesondere bei großen Transaktionen hervor. Wo im ersten Halbjahr 2007 noch 115 Transaktionen in Höhe von mind. 200 Millionen EUR abgeschlossen wurden, sind in der ersten Jahreshälfte 2009 lediglich neun solcher Abschlüsse verzeichnet worden.²⁶

²⁶ vgl. JLL: Marktberichte (2009), www.

Abb. 10: Reduktion des Transaktionsvolumens



Source: Jones Lang LaSalle

Im CEE-Raum ist der Rückgang mit minus 60 % sogar noch stärker ausgefallen. Von diesem Rückgang sind insbesondere grenzüberschreitende Deals betroffen. Grund dafür ist, dass Investoren in schwierigen Zeiten sich stärker auf den Heimmarkt fokussieren. Angesichts der wenigen Transaktionen lässt sich jedoch der richtige Preis sehr schwer bestimmen. Und da, wo Benchmarks fehlen, gibt es nur wenige Transaktionen.

3.2.3 Fehlende Finanzierungszusagen aufgrund steigender Refinanzierungskosten der Banken

Mittlerweile beeinträchtigt die angespannte Liquiditätssituation der Banken im Zuge der Finanzmarktkrise immer stärker die Finanzierungsseite der auf Fremdkapital angewiesenen Unternehmen. Bislang ist hierzulande noch keine ausgeprägte Kreditklemme (Credit crunch) festzustellen, dennoch weisen eine Reihe von Indikatoren auf verschärfte Bedingungen bei den Refinanzierungsbedingungen von Unternehmen hin.

In den Jahren des Immobilienbooms spülte die vorhandene Finanzierungsbereitschaft der Banken enorme Liquidität in die Kassen der Immobilien-Projektentwickler. Die

Finanzierungsmöglichkeiten für fast jedes Projekt, das in irgendeiner Form darstellbar war, waren groß.

Nach dem Crash vom 15.09.2008 verschlechterten sich die Bedingungen für die Unternehmensfinanzierung erheblich. Eine Reihe von Banken stellte die Kreditvergabe für Immobilienfinanzierungen ein. Die gravierende Verschlechterung der internationalen Rahmenbedingungen sowie der massive Rückzug ausländischer Kredite trafen den Markt für kommerzielle Immobilien in der gesamten CEE-Region mit voller Wucht, wobei die regionalen bzw. länderspezifischen Unterschiede beträchtlich waren.²⁷ Die verschärften Kreditvergabestandards stellen für Immobilien-Projektentwickler ein zunehmendes Problem dar, an frisches Geld zu kommen.

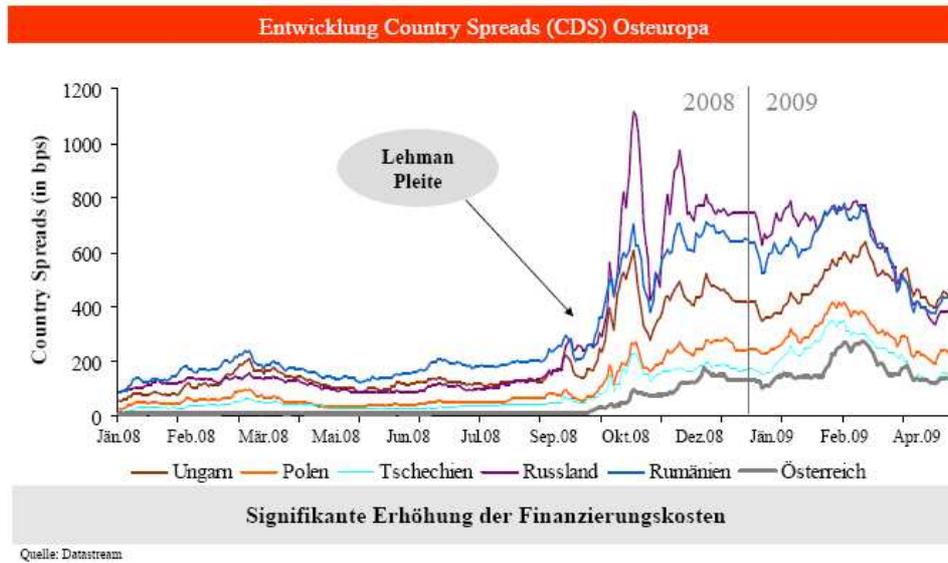
Die Geldhäuser scheuen wegen der ungewissen Aussichten vor allem die Vergabe von großen Darlehen mit langer Laufzeit. Jene Banken, die noch finanzieren, sind in ihren Lending Policies deutlich konservativer geworden. Es werden mehr Sicherheiten und spürbar höhere Eigenkapitalquoten, Vorverwertungsraten sowie Schulden- und Zinsendienstquoten verlangt. Die Zinsspannen für risikoreichere Kredite, vor allem für Osteuropa-Kredite, sind deutlich höher als in den Vorjahren. Nach der Schockwelle, welche die Lehman-Pleite bei einem Großteil der Banken ausgelöst hat, schossen die Fundinsspreads für Finanzierungen in Immobilien in die Höhe (vgl. Abb. 11), was eine erhöhte Risikoaversion der Finanzinstitute gegenüber dieser Region widerspiegelt. Aufgrund der Höherbewertung von Risiken lag der Risikoaufschlag für neue Kredite an Unternehmen weiterhin deutlich über dem Durchschnitt der Aufschwungphase von 2005 bis 2007.

Die Verschärfung der Kreditbedingungen kann durch die geänderte Risiko- und Kostenüberlegungen der Banken erklärt werden, vor allem angesichts der Verschlechterung der Bonität vieler Unternehmen im Zuge der Finanzmarktkrise und der hohen Refinanzierungskosten der Banken insbesondere im langfristigen Segment.²⁸ Verstärkte Beachtung finden die ausreichende Kreditwürdigkeit des Kreditnehmers und die Werthaltigkeit der zu finanzierenden Objekte.

²⁷ Vgl. OENB, Finanzmarktstabilitätsbericht 17, www.oenb.at.

²⁸ Vgl. OENB, Statistiken Q3/09, www.oenb.at.

Abb. 11: Zinsentwicklung infolge einer geänderten Risikoeinschätzung



Quelle: CA Immo Präsentation, 2009

Die Kreditklemme ist der wichtigste Grund für das gesunkene Umsatzvolumen auf dem Immobilieninvestmentmarkt. Daraus folgte ein deutlich schwierigerer Zugang für Investoren sowohl zu Eigen- als auch zu Fremdkapital.

Seit Beginn der Krise mussten Unternehmen vermehrt auf Fremdkapital zurückgreifen, um ihre verminderte Finanzposition aufgrund von Abschreibungsverlusten sowie Preisverfall von Immobilien auszugleichen. Hohe Schulden und das geringe Eigenkapital machen Unternehmen für Zinserhöhungen anfällig und erschweren die Finanzierung neuer Akquisitionen oder die Refinanzierung alter Kredite. Dies hat ein Großteil von Immobilienunternehmen in Liquiditätsengpässe gebracht, deren Leverage überhöht war und bei denen das Eigenkapital nicht ausreichte, Marktschwankungen zu kompensieren.

3.2.4 Erhöhte Eigenkapitalerfordernisse

Infolge der restriktiveren Kreditvergabepolitik der Banken und des daraus resultierenden erschwerten Zuganges zu Fremdmitteln, wird der Rolle des

Eigenkapitals zunehmend eine größere Bedeutung beigemessen. Eine gesunde Relation zwischen Eigen- und Fremdkapital werde zwar zulasten einer Renditemaximierung gehen, bringt jedoch eine gewisse Sicherheit mit sich.

Trotz der Verteuerung der Kosten für die Kapitalbeschaffung über den Aktienmarkt infolge der Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen, ist der Weg über die Börse die günstigste Form für börsennotierte Unternehmen an Eigenkapital zu kommen. Jedoch ist die Mittelaufnahme auf dem Aktienmarkt durch den folgenschweren Lehman-Crash praktisch vollkommen zum Erliegen gekommen. Via Kapitalerhöhung frisches Geld von der Börse zu bekommen, war und ist teilweise noch immer für einige Unternehmen schlicht unmöglich. Zu groß sind die Krisenängste der Investoren.

Eine Kapitalerhöhung verschafft dem Unternehmen ein Eigenkapitalpolster um den Abbau von Kreditschulden voranzutreiben oder die Eigenmittelreserven für günstige Akquisitionen aufzufüllen.

Der Bedarf an frischem Kapital ist unter anderem auch durch den Wertverlust des Immobilienvermögens und dessen verminderte Besicherungsgrundlage für die Bankenkredite zurückzuführen. Zum besseren Verständnis sei hier angemerkt, dass ein Zusammenhang zwischen der Kredithöhe und dem Wert eines Grundstücks, das als zentrale Besicherungsform von Krediten dient, besteht. Verringert sich der Immobilienwert beispielsweise aufgrund eines allgemeinen Preisverfalls oder durch Wertabschreibung, kann das Darlehen den Immobilienwert übersteigen. In solch einem Fall kann die Bank weitere Nachschüsse, bezogen auf die Sicherheiten, fordern. Das bedeutet, dass der Unternehmer verpflichtet ist, Maßnahmen zu ergreifen, um das Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital (Loan to Value, LTV) aufrecht zu halten. Dies erreicht er, indem er mehr Eigenkapital zuschießt oder das Darlehen in dem Ausmaß des Wertverlustes tilgt. Eine weitere Möglichkeit zur Verbreiterung der Kapitalbasis eines Unternehmens ist ein Notverkauf von Immobilien, was wiederum die Marktpreise weiter auf Talfahrt schickt.

3.2.5 Abwertungsverluste

Seit dem Ausbruch der globalen Krise steckt die gesamte Immobilienbranche in einer Abwertungsspirale fest. In der Erwartung, dass die Preise und auch die Mieten für Büros, Logistik- und Gewerbeparks kontinuierlich weitersteigen, hatten die Unternehmen im Boom der vergangenen Jahre ihre Immobilien in Osteuropa um mehrere Milliarden EUR aufgewertet. Als die Krise auf dem amerikanischen Hypothekenmarkt immer weitere Kreise zog und die weltweite Finanzbranche erfasste, platzte auch die Immobilienblase in Osteuropa. Die stetigen Aufwertungen des Immobilienvermögens der letzten Jahre rächen sich nun angesichts der tiefroten Bilanz. Die Immobilienunternehmen gerieten in den Abwärtssog. Für die österreichischen Immobilienunternehmen gab es Analysten zufolge für Immobilieninvestitionen in Osteuropa eine Bestandsabwertung in der Größenordnung von insgesamt rund drei Milliarden EUR.

Die Folgen sind tiefrote Bilanzen, obwohl das operative Geschäft weiterhin Gewinne abwirft. Aufgrund der eingeschränkten Finanzierungsmöglichkeiten und in Folge dessen der Liquiditätsengpässe müssen viele Projekte eingestampft werden, Baustellen geschlossen und bereits investierte Summen abgeschrieben werden. Dadurch wurde Vermögen in großem Umfang vernichtet. Denn ein Projekt halbfertig zu verkaufen bringt nicht den erwarteten Ertrag; ein Projekt einzustellen führt zu Schließungskosten und Abschreibungen von Entwicklungskosten und die anfangs kalkulierte Rendite verwandelt sich in einen Verlust. Massiv schlagen daher Abwertungsverluste und Wertanpassungen zu Buche.

3.2.6 Preiskorrektur und Renditesteigerungen

Mit den USA hatten auch die Länder Osteuropas einen vergleichbaren Immobilienboom erlebt. Der Aufschwung im Immobiliensektor hat bei einigen Teilen Osteuropas wie Rumänien und Russland in den letzten Jahren bereits Überhitzungserscheinungen aufgewiesen. Der enorme Boom in den Jahren 2004 bis 2007 hat vor allem in der letzten Phase des Aufschwungs zu einer Bauwut geführt,

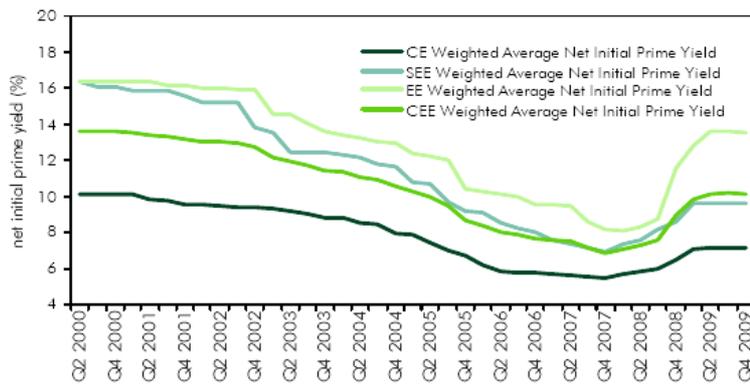
die keine Grenzen kannte. Es wurden viele Projekte in schlechter Qualität und schlechter Lage gebaut, denen unrealistische Kalkulationen und eine fehlende Plausibilitätsprüfung zugrunde lagen. Die Immobilien hatten übertriebene Preissteigerungen erfahren, dessen Niveau gegen Ende der Boomphase hin beinahe schon jedes neue Projekt eines Immobilieninvestors unrentabel machte.

Mit dem Platzen der Immobilienblase in den Vereinigten Staaten und der resultierenden internationalen Liquiditäts- und Kreditverknappung fand der Höhenflug der Immobilienpreise ein jähes Ende. Danach hat sich das Bild am Immobilienmarkt in Osteuropa deutlich getrübt. Seit Ausbruch der Finanzkrise kommen die in den vergangenen Jahren stark gestiegenen Immobilienpreise für den vollkommen überhitzten Markt für Büro- und Einzelhandelsimmobilien wieder auf den Boden der Realität zurück. Aufgrund der gesamtwirtschaftlichen Situation wurden viele Projekte hintangestellt oder ganz abgesagt. Das führt zu weiteren Preisrückgängen und Renditesteigerungen. Da, wo der Aufschwung besonders stark und rasch vonstatten ging, schlägt die Krise umso härter zu. Paradebeispiele für heftige Preiskorrekturen sind Rumänien und Russland.

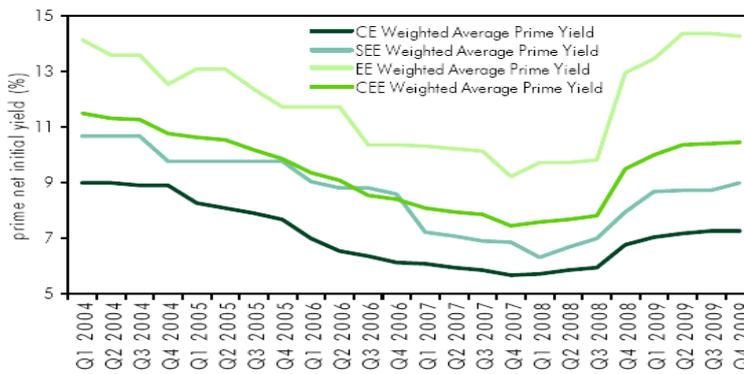
Der Rückgang der Immobilienpreise in der zweiten Jahreshälfte 2007 verursachte signifikante Renditesteigerungen in allen Sektoren. Hiervon waren alle Marktsegmente unterschiedlich stark betroffen. Während an B-Standorten und bei älteren Bestandsimmobilien die Renditesteigerung teilweise sehr deutlich ausfiel, waren die Zuwächse bei Prime-Immobilien in Top-Lagen etwas moderater. Die Renditen (erzielbare Mieten in Relation zu den Preisen; steigende Renditen bedeuten sinkende Preise) dürften in einigen Teilen Osteuropas noch etwas steigen (siehe Abb. 12).

Abb. 12: Entwicklungskurve der Markttrenditen

Average Weighted Prime Office Yields (%)



Weighted Average Prime SC Yields (%)



Quelle: CBRE, H1 2009

So liegen 2009 die Markttrenditen für Büro-Spitzenobjekte laut aktuellen Marktberichten beispielsweise in Prag bei 7 % und in Budapest bei 8 %. Weiter im Osten beziehungsweise in schwächeren Lagen sind sie im Schnitt bereits auf rund 13 % geklettert (siehe Tab. 2).

Tab. 2: Markttrenditen für Büro- und Handelsflächen

	Change Prime Yield Q4 08 – Q4 09 (bps)	Change Capital Value (€) Q4 08– Q4 09 (%)	Prime Yield Q4 2009 (%)	
OFFICES	Belgrade	100	-23%	10.00
	Bratislava	75	-15%	7.50
	Bucharest	100	-19%	9.50
	Budapest	125	-25%	8.00
	Kyiv*	100	-57%	15.00
	Moscow*	200	-55%	12.00
	Prague	50	-15%	7.00
	Sofia	50	-16%	10.00
	Warsaw	50	-29%	6.75
	Zagreb	100	-15%	8.50
	SHOPPING CENTRES	Belgrade	50	-18%
Bratislava		50	-26%	7.25
Bucharest		150	-44%	9.50
Budapest		100	-17%	7.75
Kyiv*		100	-24%	16.00
Moscow*		100	-5%	13.00
Prague		25	-20%	7.00
Sofia		50	-11%	9.00
Warsaw		25	-23%	7.00
Zagreb		75	-18%	8.50

Quelle: CBRE, MarketView CEE Property Investment, H2 2009

3.2.7 Mietpreisreduzierungen, Leerstandsraten

Die Situation des Büro- und Einzelhandelsimmobilienmarkts steht in engem Zusammenhang mit dem realwirtschaftlichen Umfeld eines Landes. Nachdem in Osteuropa die Konjunktur bereits Ende 2008 stark gefallen ist und dieser Einbruch im Laufe des Wirtschaftsjahres 2009 fortgesetzt wurde, spitzte sich die Mietsituation an den Immobilienmärkten zu. Nicht nur ausländische Investoren haben ihre Expansionspläne auf Eis gelegt, auch einheimische Firmen blieben aus Kosteneinsparungsgründen lieber in ihren alten Büros. Die Folgen: Trotz sinkender Mietpreise seit dem Platzen der Immobilienblase ist die Vermietungsleistung stark eingebrochen und die Leerstandsraten in den Objekten auf ein bis dato nicht dagewesenen Höchststand gestiegen.

So haben beispielsweise die Preise für Büromieten in der rumänischen Hauptstadt Bukarest im ersten Halbjahr 2009 einen regelrechten Preissturz erlebt. Die im zweiten Halbjahr 2008 begonnene Abwärtstendenz bei den Mietpreisen hat sich im Verlaufe des Jahres 2009 fortgesetzt. Demnach betrug die durchschnittliche Monatsmiete im ersten Halbjahr 2009 für ein Bürogebäude der Kategorie A im Zentrum Bukarest annähernd 18 bis 21 EUR pro Quadratmeter (siehe Tabelle 3). Für Büroflächen der Kategorie B an einem attraktiven Standort nur mehr 12 bis 16 EUR. Innerhalb weniger Monate sanken die Mietpreise und liegen damit um 10 bis 15 % unter dem Niveau des ersten Halbjahres 2008.²⁹ Dieser Trend betraf keineswegs nur die im Stadtzentrum befindlichen Objekte, sondern erstreckte sich über alle Bukarester Bezirke. Die Randbezirke hat es am stärksten getroffen, denn dort war der Einbruch der Vermietungsleistung am stärksten ausgeprägt.

²⁹ Vgl. CBRE: Marktberichte (2009), www.

Tab. 3: Durchschnittsmiete in Osteuropa

		Office rent (sqm/year)	Retail rent (sqm/year)
Prague	EUR	252,00	1.800,00
Budapest	EUR	246,00	1.560,00
Warsaw	EUR	264,00	900,00
Bucharest	EUR	252,00	900,00
Belgrade	EUR	180,00	570,00
Bratislava	EUR	204,00	960,00
Moscow	USD	700,00	3.500,00

Quelle: eigene Zusammenstellung aus den Marktberichten von CBRE, JLL, Cushman & Wakefield.

Trotz des Rückgangs bei den Mietpreisen hat sich die Leerstandsquote Ende 2009 gegenüber dem Vorjahreszeitraum 2008 für Class A Büroflächen erhöht. Momentan sind rund 300.000 qm der modernen Büros am Markt leerstehend, was eine Leerstandsrate von zirka 16,5 % ausmacht. Angesichts der gesamtwirtschaftlichen Situation und der anhaltenden Konjunkturschwäche wird davon ausgegangen, dass weitere Büros nicht angemietet und demzufolge sich die Leerstandsflächen weiter erhöhen werden.

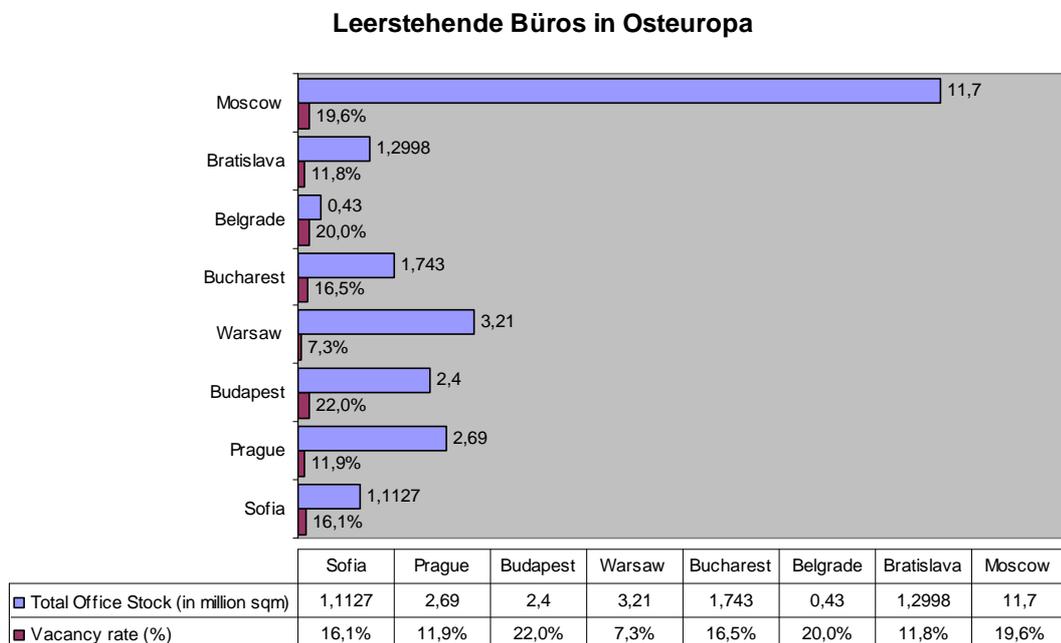
Stärker noch als Rumänien hat die Schockwirkung der Krise Russlands Immobilienmarkt getroffen. Bei den erzielbaren Büromieten wird ein Rückgang um nahezu 50 % verzeichnet. Wegen mangelnder Liquidität verschwanden einige Immobilienunternehmen völlig vom Markt, andere sind aufgrund des geringen Eigenkapitalanteils völlig in der Hand von Banken, die ihre Finanzierungen in Beteiligungen umgewandelt haben. Hier war der Einbruch der Spitzenmieten am stärksten ausgeprägt.

Gegen Ende des Jahres 2008 waren die Büropreise der Kategorie A und B in Moskau um 20 bis 30 % im Vergleich mit dem Vorjahreszeitraum 2007 gefallen. Wird 2009 als Vergleichsbasis hergenommen, ist der Preisrückgang sogar deutlich höher und beträgt rund 50 %. Die Leerstandsraten sind derzeit auf Rekordhöhen. Der Anteil nicht vermieteter Flächen für Büroflächen liegt nach Angaben international am Immobilienmarkt tätiger Marktbeobachter derzeit bei rund 20 %, was bei einem

Gesamtbestand an Büroflächen in der Höhe von mehr als 11,7 Millionen Quadratmeter (allein in Moskau) über 2,34 Millionen Quadratmeter ausmacht.

Einen im Vergleich zum osteuropäischen Gesamtmarkt nur moderaten Anstieg der Leerstandsrate verzeichneten allerdings die Büroimmobilien der polnischen Hauptstadt Warschau, die seit Ausbruch der Immobilienkrise rund 7 % durchschnittliche Leerstandsquote registrierten. Aufgrund der wirtschaftlich guten Rahmenbedingungen – verglichen mit anderen osteuropäischen Staaten – ist Polen weiterhin als Standort für Immobilieninvestitionen attraktiv. Denn die polnische Wirtschaft profitieren sehr stark vom großen Umfang an Investitionen in die Infrastruktur des Landes, welche durch EU-Finanzmittel ermöglicht wurden. Dieses gewaltige Investitionsvolumen schwächen die negativen Konsequenzen eines Konjunkturerinbruchs und verbessern somit auch die Situation am Immobilienmarkt. Damit ist Polen einer der wenigen Immobilienmärkte Osteuropas, die nicht so hart von der Immobilienkrise getroffen wurde.

Abb. 13: Leerstandraten Büroimmobilien



Quelle: Eigene Zusammenstellung

Angesichts dieser Entwicklung sind die Investoren, die jahrelang mit osteuropäischen Immobilien aufgrund der stetig gestiegenen Preise viel Geld verdient haben, nicht erfreut. Durch den großen wirtschaftlichen Aufholbedarf der neuen EU-Länder, glaubten Investoren daran, jede neu gebaute Büro- und Einzelhandelsfläche füllen zu können. Mittlerweile hat sich jedoch der Markt ausgehend von einem klassischen Vermietermarkt zu einem Mietermarkt entwickelt. Mieter haben heute eine bessere Verhandlungsposition als noch vor einigen Jahren. Demzufolge hat die Wirtschaftskrise bei der Mietpreisentwicklung für den Markt gesunde Korrekturen erzwungen.

Da der Arbeitsmarkt typischerweise nur mit Verzögerung auf die verschlechterten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen reagiert, ist in der nächsten Zeit davon auszugehen, dass die Beschäftigung weiter zurückgeführt wird. Zu Kostenreduzierungen gezwungene Mieter verfolgen neue Strategien, um aus der derzeitigen Marktsituation Vorteile zu ziehen. Selbst wenn diese nicht nach zusätzlichen Flächen suchen, befinden sich Mieter immer öfter in der Position mit ihren Vermietern verhandeln zu müssen. Dies nutzen vor allem Mieter aus, deren Verträge kurz vor dem Auslaufen stehen oder jene, die an eine Mietvertragsverlängerung denken. Denn nur wenige Eigentümer können sich im Hinblick auf die aktuelle Marktsituation leerstehende Gebäude leisten.

Angesichts der stark abgeschwächten Vermietungsleistung bei Büroflächen in den Jahren 2008 und 2009 versuchen die Makler der Flaute am Markt mit zusätzlichen Anreizen für die Mieter zu begegnen. Dies geschieht in Form von Rabatten oder mietfreien Monaten. In einigen Fällen locken Makler sogar mit gratis Shuttle-Diensten vom Wohn- zum Arbeitsort oder Ermäßigungen für Einkäufe in nahe gelegenen Supermärkten. Werden diese Incentives (Anreize) mit eingerechnet, beträgt der Preisverfall bei den Mieten sogar bis zu 25 %.

Auch bei der Vermietung von Retailflächen lassen sich Vermieter einiges kosten. Beispielsweise werden Mieter mit verkaufsstützenden Maßnahmen geholfen, damit diese bessere Umsätze machen und die Miete leichter überweisen können. Mieter, die Zahlungsprobleme haben, bieten Vermieter die Möglichkeit einer Staffelmiete von zirka sechs Monaten an. Diese Variante wird besonders bei großen Ketten

angewendet, um zu vermeiden, dass Mieter ihren Zahlungsverpflichtungen aufgrund geringer Umsätze nicht mehr nachkommen können und den Einkaufszentren davonlaufen.

3.2.8 Immobilienfonds

Seit Ausbruch der Immobilienkrise hat sich die Dynamik am Investmentfondsmarkt deutlich abgeschwächt. Der Vermögensbestand österreichischer Investmentfonds im Jahr 2008 fiel um 1,9 % auf 165,6 Milliarden EUR.³⁰ Im ersten Halbjahr 2007 überwogen noch die Kursgewinne die Abflüsse, ab der zweiten Jahreshälfte kam es aufgrund der gesunkenen Risikofreudigkeit von Anlegern zu Nettomittelabflüssen, was auch einen Rückgang des Vermögensbestands bewirkte. Da der Wert der Immobilienbestände durch Schätzungen von Immobilienexperten zustande kommt, und dieser aufgrund des Platzens der Immobilienblase dramatisch gefallen ist, setzte eine Massenflucht bei offenen Investmentfonds ein. Viele Investmentfonds sahen sich gezwungen die Rücknahme von Anteilsscheinen auszusetzen und das Fondsvermögen „einzufrieren“, um eine Massenflucht zu verhindern. Die Investoren saßen dann auf illiquiden Papieren und mussten abwarten, bis der Fonds wieder geöffnet wird. Das „Schließen“ des Fonds ist als Schutzmaßnahme anzusehen. Dadurch soll verhindert werden, dass zu viele Anleger gleichzeitig aussteigen und so beim Fonds ein Liquiditätsengpass entsteht. Erst wenn der Fonds wieder geöffnet wird, können Anteile von den Anlegern zurückgenommen werden. Angesichts der Wertverluste der Immobilienmärkte hat sich die Krise auch negativ auf die Gesamtertritte ausgewirkt.

Mittlerweile hat sich die Lage gebessert. Durch die Krise gab es eine klare Marktberreinigung. Investoren mit Fremdfinanzierungsbedarf sind vollständig vom Markt verschwunden, dagegen sind eigenkapitalgetriebene, offene Immobilienfonds auf dem Vormarsch. Seit Beginn 2009 konnten alle großen Player hohe Mittelzuflüsse verbuchen. Trotz der Erholungstendenzen am Investmentfondsmarkt

³⁰ Vgl. ONB: Finanzmarktstabilitätsbericht 15, www.

stellen die ungünstigen Entwicklungen auf den Finanzmärkten weiterhin ungünstige Rahmenbedingungen dar.

3.2.9 Performance von Immobilienaktien

Seit März 2006 ging es am Aktienmarkt für Immobilien steil bergauf und erreichte 2007 seinen Höhepunkt. Immobilienunternehmen, die ihr Geld mit dem Bau und Kauf von Gewerbeimmobilien verdienen, waren die Lieblinge der Börsianer. Die Immobilien-AGs standen für Substanz durch den Immobilienbesitz und gleichzeitig für Kurschancen am Aktienmarkt. Nun scheint der Höhenflug wieder vorbei zu sein. Nicht nur die realen Immobilienmärkte sind von der am US-Häusermarkt ausgelösten heftigen Krise betroffen. Auch an den Börsen herrschten chaotische Zustände. Internationale institutionelle Investoren zogen sich zurück und lösten einen deutlichen Kursrückgang aus. Bei den meisten Aktien einschließlich der Immobilienaktien war ein massiver Kurseinbruch zu beobachten. Zum Vergleich: Anfang 2007 bewegte sich der I-ATX (Immobilien-aktienindex)³¹ bei 390 Punkten, Ende 2008 bei nur mehr 41 (siehe Grafik). Nach der Talfahrt legte der Index von Jänner bis Oktober 2009 um 250 % zu. Seitdem ging es bergab. International sieht es kaum besser aus. Der EPRA-Index, der die Entwicklung internationaler Immobilienaktien abbildet, stagniert seit einem Dreivierteljahr – nachdem er einen Höhenflug und einen Absturz hinter sich gebracht hat.

³¹ Der I-ATX enthält die Aktien der acht wichtigsten Immobilien-Unternehmen Österreichs.

Abb. 14: Verlauf des Immobilien-Aktienindex



Quelle: Börseexpress, www.

Da Immobilien nach wie vor als vergleichsweise sichere und wertbeständige Anlageform gelten, haben Immobilientitel noch viel Aufholpotenzial. Derzeit liegen die Aktienkurse weit unter ihrem Net Asset Value (NAV)³². Im Vergleich zum europäischen Immobiliensektor sind die österreichischen Firmen noch klar unterbewertet. Das liegt daran, dass Investoren nach wie vor misstrauisch sind und nicht wissen, wo sich noch Abwertungslücken auftun könnten. Dennoch gibt es bereits positive Indizien, dass sich die Lage auf dem Immobilienmarkt nachhaltig verbessert, vor allem in Osteuropa.

³² Wert des Immobilienvermögens der jeweiligen Unternehmen

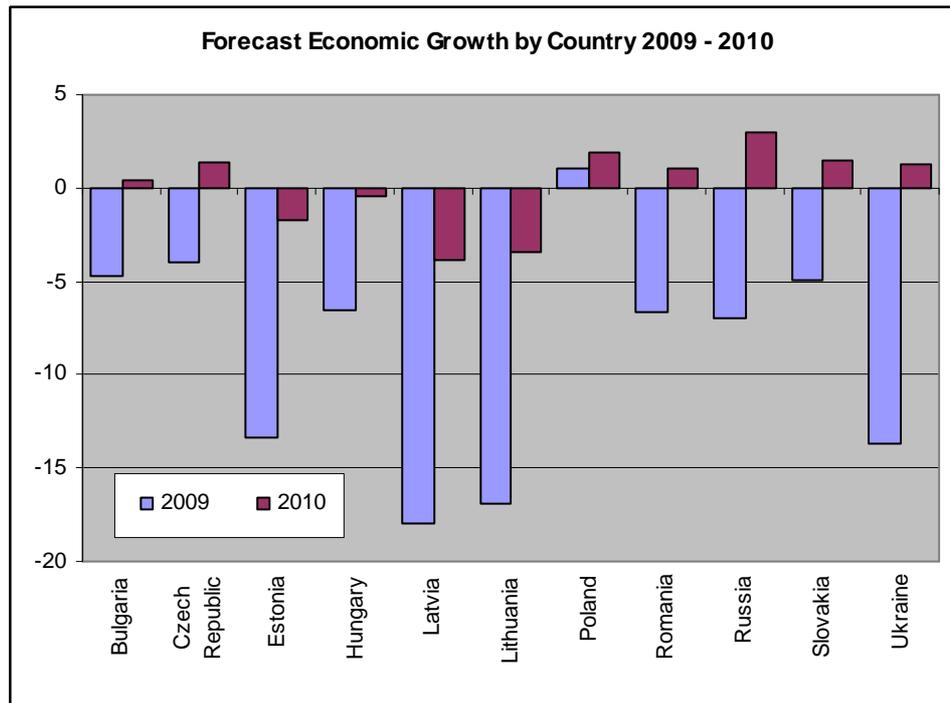
4 AUSWIRKUNG AUF DIE REALWIRTSCHAFT

Die von den Vereinigten Staaten ausgehende Subprime-Krise griff nicht nur auf andere Länder und Finanzmarktsegmente über, sondern erfasste mit kurzer Zeitverzögerung auch die Realwirtschaft. Die Folge war eine rasante Eintrübung der globalen Wachstumsaussichten. Die Krise erreichte zunächst die entwickelten Volkswirtschaften und übertrug sich vor allem ab Herbst 2008 immer mehr auch auf aufstrebende Märkte Zentral- und Osteuropas, die bis zum Zusammenbruch der US-Investmentbank Lehman Brothers im September 2008 von der globalen Finanzmarktkrise nur wenig tangiert waren. So war das Wirtschaftswachstum in den meisten zentral- und osteuropäischen Ländern bis zum dritten Quartal 2008 relativ hoch, doch immer mehr kommen nun die realwirtschaftlichen Effekte der Krise zum Vorschein. Das Wachstum in Zentral- und Osteuropa verringerte sich im Schlussquartal 2008 merklich und der wirtschaftliche Abschwung verstärkte sich im ersten Quartal 2009 weiter. Die starke Abkühlung sowohl der Auslands- als auch der Binnennachfrage zeigte sich vor allem in einem Einbruch der Exporte, der Industrieproduktion und der Einzelhandelsumsätze sowie einer Verschlechterung des Arbeitsmarktumfeldes.

Während die Wirtschaft im Euroraum im ersten Quartal 2009 um 4,6 % schrumpfte, reichten die negativen Wachstumsraten in Zentral- und Osteuropa von 3,4 % in der Tschechischen Republik über 6,4 % in Rumänien.³³

³³ Vgl. VIDC: Nowotny (2009), www.vidc.eu.

Abb. 15: Wirtschaftswachstum in den Jahren 2009 und 2010



Quelle: eigene Zusammenstellung

Die Rückwirkungen der Finanzmarktkrise haben den Immobiliensektor besonders hart getroffen. Vor dem Hintergrund eines massiv eingetrübten Ausblicks und teilweise bereits eingetretener realwirtschaftlicher Probleme hat sich zudem die Risikoaversion an den internationalen Finanzmärkten gegenüber den osteuropäischen Staaten stark erhöht.

Angesichts der verschlechterten monetären Rahmenbedingungen leiden fast alle Immobilienunternehmen unter der zurückhaltenden Kreditvergabepolitik der Banken als auch der Expansionspläne der Mieter. Die Finanzkrise belastet die Realwirtschaft vor allem dadurch, dass die Finanzierungskosten aufgrund der Risikozuschläge für Unternehmen steigen. Dies hat zur Folge, dass Investitionen zurückgehen und es zu einer deutlichen Korrektur der zuvor sehr lebhaften Aktivität im Bausektor kommt. Die Beschäftigungsdynamik wird sich merklich verlangsamen, der private Konsum zurückgehen und die Produktion heruntergefahren werden.

Durch den Rückgang auch bei der Nachfrage nach Immobilien werden Häuser mancherorts leer stehen. Kredite für Bauinvestitionen, die zuvor leicht zu haben

waren, werden teurer. Die Bauwirtschaft bekommt keine Aufträge mehr und muss demzufolge Arbeitsplätze abbauen. Es kommt zu Entlassungen insbesondere in der Bauwirtschaft und den Bau nahen Gewerbe. Firmen können ihren Zahlungsverpflichtungen aufgrund steigender Zinsen und niedriger Vermietungsleistung nicht nachkommen, es kommt zu Zwangsversteigerungen und Notverkäufen. In vielen Fällen führt das bei eigenkapitalschwachen Unternehmen zu Insolvenzen.

5 DIE REAKTIONEN DER REGIERUNGEN UND DER NOTENBANKEN AUF DIE KRISE

Um eine Ausweitung der Krise auf das gesamte Finanzsystem und die Realwirtschaft zu verhindern, stellten sich Teilnehmer aus Politik und Gesellschaft die Frage mit welchen Mitteln die Wiederherstellung der Funktionsfähigkeit des Finanzmarktes sowie der Einbruch der Wirtschaftsleistung abgemildert werden kann. Da Banken allein nicht aus dieser Krise herausfinden würden, wurde sogar eine Intervention des Staates in der aktuellen Finanzkrise befürwortet. Nach einigen Zusammenkünften einigten sich schließlich Zentralbanken und Regierungen darauf die extrem gesunkene Marktliquidität durch Liquiditätsspritzen zu erhöhen sowie Rettungspakete für in Not geratene Banken zu schnüren, um diese vor der akuten Pleite zu bewahren.

Die Zentralbanken, insbesondere die amerikanische Notenbank FED spielen eine wichtige Rolle in der Subprime-Krise. Als „Lenders of Last Resort“ (Kreditgeber letzter Instanz) stellen sie Geld zur Verfügung, wenn keine andere Bank mehr bereit oder in der Lage ist, Geld zu verleihen. Als eine Institution, die insbesondere mittels Kontrolle der Leitzinsen Geldpolitik betreibt, versucht sie Einfluss auf den Markt zu nehmen. Dabei ist der Zinssatz die wichtigste Stellschraube. Je niedriger der Leitzins, desto günstiger können sich Kreditinstitute Zentralbankgeld verschaffen. Dementsprechend ist auch die Liquidität am Kapitalmarkt höher, sofern sich Banken günstig refinanzieren können. Durch die Veränderung der Leitzinsen versuchte sie das Wirtschaftswachstum zu stärken, welches durch die Krise gefährdet wurde und das Misstrauen zwischen den Banken zu beheben, das seit August 2007 am Markt vorherrscht.

Im Fokus der von Zentralbanken getroffenen Maßnahmen steht die Herstellung des Vertrauens zwischen den Marktteilnehmern, sodass die Kreditvergabe reibungslos funktioniert. Dadurch soll verhindert werden, dass durch die plötzliche Schwächung des Banken- und Finanzmarktsystems die Versorgung der Realwirtschaft mit Krediten unterbrochen werden könnte.

Seit Beginn der US-Immobilienkrise hat die US-Notenbank bereits dreimal die Leitzinsen gesenkt, um dem Markt Liquidität zur Verfügung zu stellen. Sehr bald stellte sich jedoch heraus, dass diese Maßnahmen nicht ausreichten. Als die Krise ihren Fortgang nahm, gingen die Notenbank dazu über, noch mehr Geld zur Verfügung zu stellen als zuvor. Das Volumen des im Umlauf befindlichen Zentralbankgeldes erhöhte sich.³⁴ Um der extrem gesunkenen Marktliquidität entgegenzuwirken, sahen sich nicht nur die Amerikanische Notenbank sondern auch Notenbanken wirtschaftlich führender Länder gezwungen zu handeln.

Um die Symptome der Subprime-Krise für den europäischen Wirtschaftsraum zu lindern und die Illiquidität am Finanzmarkt zu beseitigen, hat die Europäische Zentralbank (EZB) ebenfalls Liquiditätsspritzen gewährt und parallel dazu mehrmals massive Leitzinssenkungen vorgenommen. So hatte zum Beispiel die EZB am 9. August 2007 außerhalb ihrer normalen Liquiditätsaktionen satte 95 Milliarden EUR in den Interbankenmarkt des Euroraums gepumpt. Dabei stellte sie gegen die üblichen Sicherheiten jeder Bank die gewünschte Menge zum geltenden Refinanzierungssatz von 4 % zur Verfügung.³⁵

Am 10. August stellte die EZB weitere 61 Milliarden EUR für das Bankensystem zur Verfügung. Am 13. August pumpte die EZB 47,7 Milliarden EUR in die Geldmärkte – ihre dritte Liquiditätsspritze innerhalb von drei Arbeitstagen. Auch die Zentralbanken anderer Länder wie die US-Notenbank, die Bank of Japan, die Bank of England und die Bank of Canada schossen Liquidität nach.³⁶

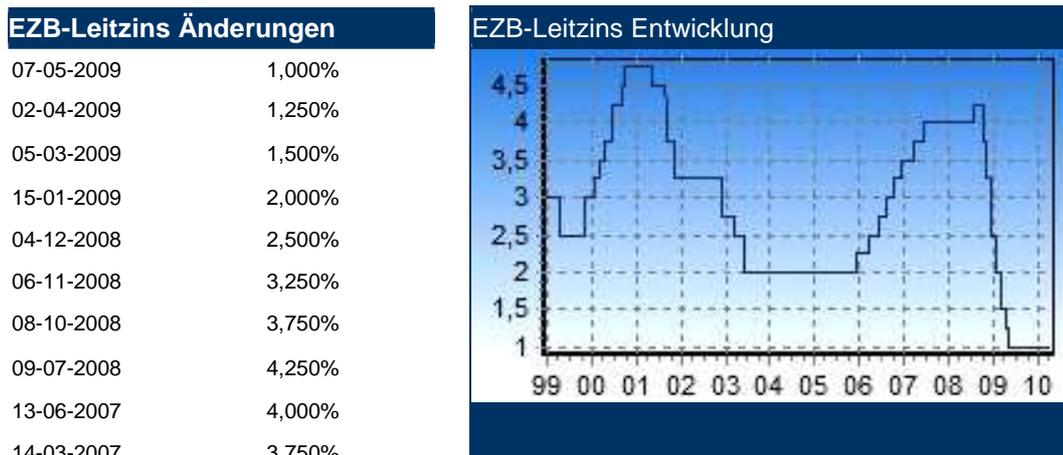
Parallel dazu wurden die Leitzinsen schrittweise gesenkt, da sich die Märkte immer noch nicht beruhigt hatten und die konjunkturellen Risiken gestiegen waren.

³⁴ Vgl. Zeise (2009), S. 26

³⁵ Vgl. Sommer (2009), S. 128

³⁶ Vgl. Soros (2008), S. 11

Abb. 16: EZB-Leitzins Entwicklung



Quelle: www.euribor-rates.eu

Angesichts des Umfangs der Krise hatte die Leitzinssenkung zum Zwecke der Konjunkturstimulierung keine wirklich durchschlagende Wirkung erzielt. Die Wirksamkeit der Geldpolitik war aufgrund der am Finanzmarkt vorherrschenden Probleme stark eingeschränkt. Dennoch muss festgehalten werden, dass zwar die Liquiditätskrise nicht verhindert, aber durch die von der Zentralbank gesetzten Maßnahmen entscheidend gemildert wurde.

Auch seitens der Regierungen wurden Maßnahmen zur Stabilisierung des Bankensystems gesetzt. Die europäischen Regierungen schnürten mit Steuergeldern Rettungspakete gewaltigen Ausmaßes und gaben auch Garantieerklärungen für Banken ab. Ohne diese Rettungsaktionen, die sich in ihrer Gesamtheit nach Angaben der EU-Kommission auf fast zwei Billionen EUR beliefen, wäre es vermutlich zu einer Bankenpleite gekommen.

6 HANDLUNGSEMPFEHLUNGEN ZUR VERMEIDUNG EINER NEUERLICHEN FINANZKRISE

Da Finanzmärkte nicht zum Gleichgewicht tendieren, kann man sie nicht sich selbst überlassen. Klar ist, dass eine entfesselte und aus dem Gleichgewicht gebrachte Finanzbranche Schaden in der Wirtschaft anrichtet. Sie muss daher durch Regulierungen in Zaum gehalten werden. Zu weiten Teilen kann man die Exzesse in den Finanzmärkten dem zuschreiben, dass die Regulierungsbehörden versäumt haben, ihre Kontrolle ordnungsgemäß auszuüben. Momentan sind auf verschiedensten Ebenen Maßnahmen im Gange, um ein neuerliches Entstehen einer derartigen Finanzkrise zu vermeiden. Da ein kurzfristiges Eingreifen in die Märkte keine Lösung darstellt, müssen die Rahmenbedingungen für effiziente und transparente Märkte geschaffen werden.

Regierungen sind vom Druck der Umstände zu wirtschaftlichem Handeln gezwungen, um das neuerliche Entstehen einer derartigen Krise zu verhindern. Denn die Geschehnisse der letzten Monate haben mehrere Schwachstellen im internationalen Finanzsystem offenbart. Die gegenwärtige Krise zeigt allzu deutlich, dass die Finanzbranche der Selbstregulierung nicht fähig ist. Es besteht ein Bedarf nach der Verbesserung von Aufsicht und Regulierungsmechanismen für Banken. In ihren Bemühungen zeigt sich jedoch überall konzeptionelle Ratlosigkeit, wie mit der Krise umzugehen ist. Hinsichtlich der negativen Auswirkungen sind sich die politischen Verantwortlichen aber über eines im Klaren: einen ähnlichen Einbruch der effektiven Nachfrage, der Produktion und des Wohlstands zu vermeiden. Auch wenn sich einige wirtschaftliche Akteure gerne im Umgang mit der Krise hilflos geben, wird dennoch von einigen Wirtschaftspolitikern auch die Möglichkeit gesehen Veränderungen in der Regulierung des Kapitalismus durchzusetzen.³⁷

Zur Beseitigung der Schwachstellen im Finanzmarktsystem sowie der Stärkung der Stabilität wurden Vorschläge und Handlungsempfehlungen führender Wirtschaftsakteure eingeholt und in nachfolgendem wiedergegeben, wobei hier nur

³⁷ Vgl. Zeise (2009), S. 10

die häufig von Experten genannten Ansätze aufgezählt werden. Zu diesem Thema finden sich bereits zahlreiche Abhandlungen die an dieser Stelle nur kurz zusammengefasst werden:³⁸

- Internationale Kooperation der Bankenaufsicht
- Aufsichtsrechtliche Standards auf dem Verbriefungsmarkt
- 5 % Selbstbehalt
- Verhaltensanpassungen der Ratingagenturen
- Änderung der Bilanzierungsregeln für Aktiengesellschaften
- Aufsicht für „Heuschrecken“
- Problem des Moral Hazard
- Falsche Anreizsysteme

6.1 Internationale Kooperation der Bankenaufsicht

Bei diesem Reformvorschlag gilt es die Tätigkeit grenzüberschreitend aktiver, integrierter Bankengruppen im Aufsichtrecht Rechnung zu tragen. Die Notwendigkeit einer intensiven Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden darf jedoch nicht alleine oder auch nur vorrangig durch nationales oder europäisches Recht erzwungen werden, sondern setzt letztlich den echten Willen der Beteiligten voraus die Aufsichtspraxis zunehmend zu vereinheitlichen. Weltweit gibt es bisher lediglich Kooperationen der Finanzaufsichten. Da viele Kreditinstitute nicht nur europaweit sondern weltweit tätig sind, könnte eine einheitliche Aufsicht eine Erleichterung schaffen.

Die Aufsichtsbehörden sollten sich für den Fall krisenhafter Entwicklungen bereits im Vorfeld zur Erstellung von Notfallplanungen und zur Entwicklung von Kommunikationsstrategien gegenüber der Öffentlichkeit verpflichten. Diese

³⁸ Vgl. Bloss et al. (2009), S. 229 ff; Zeise (2009), S. 164 ff; Soros (2008), S. 151 ff.

Krisenbewältigungs- und –präventionsstrukturen müssen auch Notenbanken und Regierungen einbeziehen.³⁹

6.2 Aufsichtsrechtliche Standards auf dem Verbriefungsmarkt

Auf dem Verbriefungsmarkt hat sich mangelnde Transparenz als zentrales Problem herauskristallisiert. Im Rahmen der Immobilienkrise löste dies starke Unsicherheit aus. Investoren werden daher in Zukunft sicherlich mehr Offenheit einfordern und bei der Auswahl von verbrieften Krediten stärker auf die Reputation der Bank achten. Dies wird Kreditinstitute künftig dazu bringen, von sich aus Risiken, die sie außerhalb der Bilanz aufgenommen haben, zu kommunizieren, um so ihre Refinanzierung auf dem Interbankenmarkt zu sichern.⁴⁰

Darüber hinaus sollten in Zukunft bestimmte Mindestanforderungen für die Qualität der verbrieften Kredite gelten. So könnten für hochauslaufende Darlehen zusätzliche Garantien gefordert werden. Auf diese Weise könnte man mögliche Ansteckungsrisiken wirksam begrenzen. Schließlich müssen auch die Institutionen, welche die Kredite ankaufen oder versichern, straff reguliert und bankmäßig beauftragt werden. Es darf nicht vorkommen, dass Zweckgesellschaften praktisch ohne Eigenkapital Vermögenswerte in Milliardenumfang halten.

6.3 5 % Selbstbehalt für strukturierte Produkte

Die Entstehung der Immobilienkrise hat gezeigt, dass beim Verkauf strukturierter Produkte mehr Sorgfalt erforderlich ist. Diese könnte durch stärkere Regulierungsvorschriften und stärkerer Kontrolle geschaffen werden.

³⁹ Vgl. Bloss et al. (2009), S. 229 ff. sowie Fuchs (2009), S. 58 f.

⁴⁰ Vgl. Fuchs (2009), S. 60

Ein wichtiger Reformvorschlag ist daher die Selbstverpflichtung der Verkäufer von strukturierten Krediten 5 % ihres Produktes in die eigenen Bücher zu nehmen. Strukturierte Kredite sind Pakete aus Forderungen, die nach Bonität tranchiert, in verschiedene Laufzeiten aufgeteilt und aus vielen Krediten oder Kreditgruppen ursprünglich zusammengesetzt waren. Sie stehen im Zentrum der Finanzkrise. Sie sind unverkäuflich und/oder im Wert stark gesunken, obwohl die in ihnen enthaltenen Hypotheken- oder sonstigen Kredite möglicherweise noch gar nicht faul geworden sind.⁴¹

6.4 Verhaltensanpassungen der Ratingagenturen

Die breiteste Zustimmung findet die Forderung nach einer Regulierung, Zählung, Abschaffung, Neugründung oder jedenfalls einer grundlegenden Reform der Ratingagenturen.

Denn die Rolle der Ratingagenturen (siehe Kapitel 2.5) in der Subprime-Krise wurde in den vergangenen Monaten vielfach hinterfragt. Es kam viel Kritik auf, als die Krise begann. Die Ratingagenturen wurden beschuldigt zu einem großen Teil zu den Problemen, die zur Krise führten, beigetragen zu haben. Ihnen wurde vorgeworfen den Kreditderivaten zu gute Bonitätsnoten zu geben und dann nicht schnell genug reagiert zu haben, als bei den zugrunde liegenden Vermögenswerten substantielle Ausfälle auftraten.

Viele argumentieren heute, dass die Art der Entlohnung der Ratingagenturen eine Hauptquelle des Problems ist. Sie mögen die Tatsache nicht, dass die Ratingagenturen heute von den Emittenten und nicht mehr von den Investoren bezahlt werden, da dies die Ratingagenturen in eine andere Position gegenüber dem Emittenten versetzt, der nun ihr Kunde ist.

⁴¹ Vgl. Zeise (2009), S. 167

Ein weiterer Interessenskonflikt könnte die gewaltige Machtkonzentration bei den Ratingagenturen am gesamten Fremdkapitalmarkt sein. Im Bereich strukturierte Finanzierungen gibt es allerdings nur eine geringe Anzahl an Banken und Ratingagenturen, die in diesem Marktsegment aktiv ist. Drei Ratingagenturen decken den gesamten europäischen Markt ab, zwei von ihnen kontrollieren 80 % des Marktes.⁴²

Vorstellbar wäre es die Arbeit der Ratingagenturen stärker zu kontrollieren. Sie müssten klare Angaben über ihr Ratingverfahren machen, wodurch das Problem der Intransparenz gelöst würde. Die Schaffung einer größeren Transparenz dahingehend, wie Ratings vergeben werden, könnte helfen, das mit ihnen und mit ihrer Abhängigkeit verbundene Risiko besser zu bewerten. Um eine weltweite Vergleichbarkeit noch zu erhöhen, wären gleiche, transparente dargestellte Standards für alle Agenturen denkbar. Da Ratingagenturen eine aktive Rolle bei der Strukturierung von Deals vor der Emission des Wertpapiers spielen, stellt sich auch die Frage der Haftung für ihre Ratings.⁴³

Die allgemeine Empörung über die Ratingagenturen ist verständlich. Denn diese kleinen Unternehmen haben eine ziemlich zentrale Rolle bei der Verpackung und beim Verkauf von Krediten aller Sorten gespielt. Und diese Aktivitäten haben zur Verteilung schlechter Risiken im globalen Finanzsektor geführt.⁴⁴ Eine Reform bei den Ratingagenturen halten daher viele Kritiker für dringlich oder sogar für die dringlichste Maßnahme.

6.5 Änderung der Bilanzierungsregeln für Aktiengesellschaften

Nach den US-GAAP Bilanzierungsregeln müssen unter anderem Banken ihre Vermögenswerte am Stichtag, am Ende des Jahres oder Quartals, zu dem gültigen

⁴² Vgl. Bloss et al. (2009), S. 100 ff.

⁴³ Mehr zu diesem Thema siehe Bloss et al. (2009), S. 102 ff sowie Zeise (2009), S. 170 ff.

⁴⁴ Vgl. Zeise (2009), S. 170

Marktpreis bewerten und nicht etwa zu historischen Anschaffungskosten in der Bilanz führen.

Angesichts des massiven Wertverlustes zahlreicher Wertpapiere seit Ausbruch der Krise bereitete die zwingende Bewertung ihrer Assets bereitete den Banken ein doppeltes Problem. Erstens konnten, wo die Märkte zusammengebrochen waren, keine Marktpreise festgestellt werden. Zweitens setzte die Marktbewegung in der Krise eine Abwärtsbewegung in Gang. Wenn eine Bank zum Beispiel Notverkäufe vornehmen muss, fällt der Preis für das entsprechende Produkt. Andere Banken, die ähnliche Kreditprodukte eigentlich bis zum Laufzeitende durchhalten wollen, sind dann gezwungen, deren Wert auf das Notverkaufs-niveau abzuschreiben. Das wiederum kann diese Banken in solche Bedrängnis bringen, dass auch ihr Eigenkapital aufgezehrt wird und/oder sie zu Notverkäufen von Vermögenswerten genötigt sind. Die zwingende Bilanzierung zu aktuellen Marktpreisen hat also einen trendverstärkenden Effekt.⁴⁵

6.6 Aufsicht für „Heuschrecken“

Obwohl Hedgefonds („Heuschrecken“) nicht als Verursacher, wohl aber als Mitauslöser der Finanzkrise gesehen werden, wird die Forderung nach Transparenz gegenüber den immer zahlreicher und aktiver werdenden Hedgefonds immer lauter.

Hedgefonds sind opportunistische Kapitalanlagegesellschaften, die gleichzeitig in ganz unterschiedlichen Regionen und Teilmärkten aktiv sind. Das wichtigste Ziel eines Hedgefonds ist vielmehr eine positive Rendite, unabhängig von der Entwicklung der Kapitalmärkte. Bei ihren Geschäften gehen sie bewusst einseitige Positionen ein und arbeiten mit extrem hohen „Kredithebeln“ (sog. Leverage-Effekt), also mit möglichst wenig Eigenkapitalunterlegung. Da Hedgefonds nicht börsennotiert sind und in der Regel in exotische Steuerparadiesen ihren Sitz haben, wo sie mehr oder weniger unbeaufsichtigt und unreguliert ihrem gefährlichen

⁴⁵ Vgl. Zeise (2009), S. 168 f.

Treiben nachgehen, sind ihre Geschäfte weitgehend intransparent, ebenso ihre Strategien, ihre Engagements sowie ihre Geldquellen.⁴⁶

Es gibt weltweit ungefähr 9.000 Hedgefonds, die ein Vermögen von annähernd USD 1,5 Billionen verwalten. Mit der gestiegenen Bedeutung von Hedgefonds ist die Gefahr verbunden, dass die Schieflage von Hedgefonds die Funktionsfähigkeit des internationalen Finanzsystems insgesamt beeinträchtigen, auf andere Marktteilnehmer übergreifen und schließlich eine internationale Finanzkrise auslösen könnte.⁴⁷

6.7 Das Problem des Moral Hazard

Der Moral Hazard (siehe Kapitel 2.6) ist ein heikles Thema. Institute, die mit Kreditschöpfung zu tun haben, müssen den Umstand akzeptieren, dass sie von den Behörden geschützt werden. Dafür müssen sie einen Preis zahlen. Die Behörden müssen während der Expansionsphase wachsamer sein und mehr Kontrolle ausüben. Das wird der Rentabilität des Geschäfts zweifelsohne Grenzen setzen. Diejenigen, die in diesem Geschäft sind, werden es nicht mögen und sich dagegen stellen, aber Kreditschöpfung muss ein reguliertes Unterfangen sein. Regulierungsbehörden müssen zur Rechenschaft gezogen werden, wenn sie zulassen, dass ihnen die Dinge aus der Hand gleiten und daraufhin ein Institut gerettet werden muss.⁴⁸

6.8 Falsche Anreizsysteme

Nicht wenige Kritiker haben, während die Finanzkrise sich entfaltete, darauf hingewiesen, dass ein Grund für das Krisendesaster falsche Anreizsysteme sein könnten. Banker werden ohnehin gut bezahlt. Sie erhalten aber weitgehend noch hohe Boni, Sonderprämien, Aktienoptionen und sonstige Anteile am Gewinn der

⁴⁶ Vgl. Kofner (2009), S. 59

⁴⁷ Vgl. Bloss et al. (2009), S. 197 ff.

⁴⁸ Vgl. Soros (2008), S. 153

Bank. Es ist offensichtlich, dass ein solches Entlohnungssystem das Risikobewusstsein der Banker nicht gerade fördert. Die Bankerbezahlung sollte nicht kurz-, sondern längerfristig am Erfolg der Bank ausgerichtet sein. Einige Kritiker schlagen vor, die Boni erst mit einigen Jahren Verzögerung auszuzahlen sowie an die Bedingungen zu koppeln, dass es der Bank bis dahin nicht deutlich schlechter geht.⁴⁹

Ironischerweise haben Gehälter und Zuschläge für Manager enorm hohe Summen erreicht, während die Leistung der jeweiligen Unternehmen stagniert oder gar nachgelassen hat. US Top Banken zahlen Milliarden an Boni, obwohl teilweise noch immer Milliardenverluste eingefahren werden und obwohl der US-Staat mit in Summe USD 700 Milliarden einspringen musste, um den Kollaps an der Wall Street zu verhindern. Dies ist nicht nur eine schwerwiegende moralische Frage. Ein wichtiger Ansatz ist daher die Bonus-Regeln zu überarbeiten und sie stärker an längerfristigen Geschäftsbeziehungen auszurichten.

Nicht zuletzt ist wichtig, dass Anreizsysteme korrigiert werden müssen, damit wildes Risiko nicht zum Nachteil der Besonnenheit begünstigt wird.⁵⁰

⁴⁹ Vgl. Zeise (2009), S. 174 f.

⁵⁰ Vgl. Bloss et al. (2009), S. 2

7 ZUSAMMENFASSEND E BETRACHTUNG UND SCHLUSSFOLGERUNGEN

Die vergangenen Jahre waren durch eine weltweit konjunkturelle Überhitzung gekennzeichnet. In vielen Ländern war ein regelrechter Bauboom zu verzeichnen, der die dortige Wirtschaft ankurbelte. Die Nachfrage nach Immobilien stieg stetig und trieb deren Wert immer weiter nach oben. Die Immobilienwirtschaft war stark überhitzt, massive Investitionen flossen in den Bau von Gewerbeimmobilien. Speziell osteuropäische Länder lagen im Fokus der Investoren, die dort nach Renditesteigerungen für ihr Kapital suchten. Der Immobilienmarkt wurde mit billigem Kapital überschwemmt. Investitionen in Immobilien stellten ein risikofreies Geschäft dar, wobei auch Banken großzügig Kapital zur Verfügung stellten und vom schnell wachsenden Immobilienmarkt profitierten.

Mitte 2006 traten die ersten Schwierigkeiten am US-Immobilien- und Hypothekenmarkt zum Vorschein. Innerhalb nur eines Jahres wurde aus der Immobilienkrise, die in den USA ihren Anfang nahm, die schwerste Finanz- und Wirtschaftskrise seit dem 2. Weltkrieg. Diese Krise ist in ihren Auswirkungen nicht allein auf Amerika beschränkt, sondern weitete sich immer mehr auf andere Länder aus. Die Ursachen, die zu dieser globalen Krise geführt haben, waren primär in dem Fehlverhalten der Finanzinstitute auf dem US-Immobilienmarkt sowie unter anderem der amerikanischen Gesetzgebung zu finden. Ausgelöst wurde sie hauptsächlich durch die Vergabe von Hypothekenkrediten an zweitklassige (subprime) Kreditnehmer, welche nicht über das nötige Eigenkapital sowie über ausreichende Sicherheiten verfügten. Die Lockerung der Kreditstandards bewirkte, dass ein breiteres Publikum Zugang zu Krediten erhielten, die normalerweise eine Absage erhalten würden. Des Weiteren wurden Kreditverträge mit variablen Zinssätzen abgeschlossen, die nach einer Laufzeit von durchschnittlich zwei Jahren, erhöht wurden. Daraufhin konnten die Kreditnehmer den erhöhten Zinsverpflichtungen nicht nachkommen. Eine gängige Vorgehensweise das Darlehen zu tilgen bestand, aufgrund des gestiegenen Wertes der Immobilie, in der Aufnahme eines höheren Kredites. Als die Preise am Immobilienmarkt zu sinken begannen, verschlechterte

sich die Besicherung der Kredite, wodurch Banken mehr Sicherheiten von den Kreditnehmern einforderten. Diese sahen sich außerstande die hohen Zahlungen zu leisten, was zu enormen Kreditausfällen führte.

Um das Ausfallrisiko der zweitklassigen Kreditnehmer abzuwälzen, bündelten die Banken die zukünftigen Zahlungsströme (Forderungen gegen Kreditnehmer) in einem Wertpapier, das dann auf den Kapitalmärkten weiterverkauft wird. Ratingagenturen bewerteten die Wertpapiere und suggerierten den Investoren Sicherheit, indem gute Bonitätsnoten vergeben wurden. Durch diese Verbriefungstechnik sowie unterstützt durch die Ratingagenturen wurden diese Wertpapiere in alle Welt verkauft.

Durch die weltweite Vernetzung der Finanzmärkte machten sich die Entwicklungen der US-Hypothekenkrise bald überall bemerkbar. Eine große Vertrauenskrise unter den Banken brach aus. Die Unsicherheiten über die Verteilung und die daraus folgenden Abschreibungsverluste der strukturierten Wertpapiere waren groß. Kein Finanzinstitut war mehr bereit weitere forderungsbesicherte Wertpapiere mehr zu kaufen, der Markt kam zum Erliegen. Dadurch fiel den Banken ein wichtiges Refinanzierungsinstrument weg. Die Bereitschaft anderen Banken kurzfristig Geld zur Verfügung zu stellen, war gering vorhanden, was sich auch im hohen Interbankenzinssatz äußerte. Das Misstrauen untereinander war groß. Abgesehen von den erhöhten Refinanzierungskosten äußerten sich die weiteren Probleme in Form von Liquiditätsengpässen, einer Kreditklemme sowie massiven Abschreibungsverlusten. Die Intensität der Schwierigkeiten, mit denen der Finanzsektor konfrontiert war, bekamen auch die osteuropäischen Länder, insbesondere deren Immobilienwirtschaft, zu spüren. Die Folgen davon waren unter anderem der Einbruch des Immobilieninvestmentmarktes, Baustopps, keine Finanzierungszusagen von Banken für Neuakquisitionen, eine Verringerung des Transaktionsvolumens etc.

Langsam aber sicher ist die Krise auch in der Realwirtschaft angekommen und beschädigt das Wirtschaftswachstum der betroffenen Länder. Ab Herbst 2008 übertrug sich die Krise immer mehr auch auf die aufstrebenden Märkte Osteuropas,

die bis vor dem Zusammenbruch der US-Investmentbank Lehman Brothers im September 2008 von der Krise wenig betroffen waren. Die realwirtschaftlichen Effekte der Krise äußerten sich in Rekordverluste aufgrund der ungewöhnlich hohen Abschreibungen bis hin zu Firmenpleiten, Liquiditätsengpässen sowie einer Verlangsamung der Beschäftigungsdynamik. Die größte Sorge gilt der starken Abkühlung der Auslands- als auch der Binnennachfrage, die zum Einbruch der Exporte und dem Herunterfahren der Industrieproduktion aufgrund des nachlassenden privaten Konsums führt, und sich in Massenentlassungen sowie hoher Arbeitslosigkeit niederschlägt.

Notenbanken und Regierungen der betroffenen Länder sind aufgefordert, der Wirtschafts- und Finanzkrise entgegenzuwirken. Maßnahmen der Regierungen sind zB Konjunkturpakete, die massive Investitionen der öffentlichen Hand vorsehen, oder die Stützung der Banken mit Hunderten von Milliarden Euro aus Steuergeldern, um einen Zusammenbruch von Banken zu verhindern. Auch Zentralbanken versuchten den Finanzsektor mit Liquiditätsspritzen gewaltigen Ausmaßes und einer Leitzinssenkung auf ein nie dagewesenes Niveau wieder auf die Beine zu helfen.

Um ein neuerliches Entstehen einer derartigen Finanzkrise zu vermeiden, sind sich Experten jedoch einig, dass es einer effektiven öffentlichen Aufsicht und Kontrolle bedarf. Zudem wird es nötig sein den Banken- und Finanzsektor neu und strikter zu regulieren.

Für die Immobilienmärkte Osteuropas bedeutet das prognostizierte verlangsamte Wachstum nicht unbedingt ein Nachteil. Derzeit findet eine Bereinigung und damit auch eine Gesundung des Marktes statt. Die mangelnden Finanzierungszusagen der Banken stoppen ein Wachstum, das Experten seit längerem schon für ungesund halten. Denn, würde die Expansion ungebremst voranschreiten, hätten auch ohne Crash gut die Hälfte aller entstehenden Shoppingcenter auf die Dauer keine Nutzer gefunden.

Trotz der allgemeinen Zurückhaltung seit Ausbruch der US-Immobilienkrise zeigen die internationalen Immobilienmärkte endlich erste Zeichen der Erholung. Eine

beginnende Stabilisierung der Immobilienwerte, belebte Nachfrage am Investmentsektor sowie steigende Aktienkurse der Immobiliengesellschaften signalisieren den kommenden Aufschwung. Seit der zweiten Jahreshälfte 2009 macht sich wieder zunehmendes Interesse der institutionellen Investoren ab, das sich nach Meinung der Marktexperten weiter fortsetzen wird.

Die Situation an den Finanzmärkten Zentral- und Osteuropas hat sich dank eines freundlicheren globalen Investitionsumfeldes beruhigt. Auch wenn der wirtschaftliche Aufholprozess vorübergehend stark gebremst wurde, spricht vieles weiterhin für Osteuropa. Viele osteuropäische Länder zeichnen sich weiterhin durch gute Wettbewerbsfähigkeit wie vergleichsweise niedriges Lohnniveau, hohes Bildungsniveau aus. Darüber hinaus werden sich die an die zentral- und osteuropäischen EU-Mitgliedsländer fließenden Mittel aus den EU-Struktur- und Kohäsionsfonds auch künftig positiv auf das Wachstum dieser Länder auswirken.⁵¹

Daher machen das gesamtwirtschaftliche Umfeld und die Erwartung weiter steigender Wachstumsraten in Osteuropa in den nächsten Jahren osteuropäische Märkte weiterhin attraktiv für Investoren.

⁵¹ Vgl. VIDC: Nowotny (2009), www.vidc.eu.

KURZFASSUNG

In den letzten Monaten machte kaum ein anderes Thema so intensiv Schlagzeilen wie die am US-Hypothekenmarkt entstandene Subprime-Krise in Verbindung mit der danach auftretenden globalen Finanz- und Wirtschaftskrise. Auslöser für die Krise, die über die amerikanischen Landesgrenzen hinaus die Finanzsysteme anderer Länder erschütterten, waren sehr vielschichtig und nicht leicht nachzuvollziehen.

Diese Arbeit schafft eine Grundlage für ein besseres Verständnis für die Krise, in Bezug auf ihre Entstehung, die Rahmenbedingungen wie auch ihre Akteure sowie ihre Implikationen auf die Immobilienbranche, insbesondere auf die Immobilienwirtschaft der osteuropäischen Länder. In der vorliegenden Arbeit erhält der Leser einen zusammenfassenden und eine verständlich und klar nachvollziehbare Darstellung eines ziemlich komplexen und sehr umfangreichen Themas.

LITERATURVERZEICHNIS

Bloss, M./Ernst, D./Häcker, J./Eil, N. (2009): Von der Subprime-Krise zur Finanzkrise. Immobilienblase: Ursachen, Auswirkungen, Handlungsempfehlungen. Oldenbourg Verlag München

Braunberger, G./Fehr, B. (2008): Crash. Finanzkrisen gestern und heute. Frankfurter Allgemeine Buch

Fuchs, J. (2009): Immobilienkrise am Beispiel des US-Marktes. Entstehungsursachen, Auswirkungen und Instrumente zur Begrenzung. VDM Verlag Dr. Müller

Jauch, S. (2007): Verbriefung von Kreditrisiken und das Bankensystem: eine Analyse der Subprime Loan Krise.

Kofner, S. (2009): Die Hypotheken- und Finanzmarktkrise. Fritz Knapp Verlag

Krugman, P. (2009): Die neue Weltwirtschaftskrise. Campus Verlag

Sommer, R. (2008): Die Subprime-Krise. Wie einige faule US-Kredite das internationale Finanzsystem erschüttern. Heise

Sommer, R. (2009): Die Subprime-Krise und ihre Folgen. Von faulen US-Krediten bis zur Kernschmelze des internationalen Finanzsystems. Heise

Soros, G. (2008): Das Ende der Finanzmärkte – und deren Zukunft. Die heutige Finanzkrise und was sie bedeutet. FinanzBuch Verlag

Zeise, L. (2009): Ende der Party. Die Explosion im Finanzsektor und die Krise der Weltwirtschaft. PapyRossa

Zusätzliche Quellen aus dem Internet:

Börseexpress (2009): Charts Immobilien-Aktienindex.

<http://www.boerse-express.com/chart/>

CBRE: http://www.cbre.eu/emea_en/research/report_results

- a) MarketView: CEE Office Investment H1 2009.
- b) CEE ViewPoint: Office Development Trends December 2009
- c) Central and Eastern Europe Office Investment MarketView H2 2009
- d) Central & Eastern Europe Property Investment MarketView March 2010
- e) Central & Eastern Europe Retail MarketView Q3 2008

Cushman & Wakefield (2009): Economic Pulse – EMEA: Slow growth but no renewed recession. <http://www.cushwake.com/cwglobal/jsp/kcReportDetail.jsp>

DB – Deutsche Bundesbank (2009): Statistik: <http://www.bundesbank.de/statistik>

EURIBOR rates: EZB Leitzinsentwicklung 2007 – 2009. www.euribor-rates.eu

European Central Bank (2008):

Commercial Property Markets, December 2008. Financial Stability Risks, Recent Developments and EU Banks' Exposures.

<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/gendoc2008de.pdf>

FMA – Finanzmarktaufsicht (2008): Entwicklung der Ausfallraten von US-Hypothekarkrediten.

http://www.fma.gv.at/JBInteraktiv/2008/DE/dl_DE/Gra_13.pdf

GBKEV: Erschütterungen der Finanzwelt: Einsichten und Aussichten zur Kapitalversorgung des Mittelstandes.

http://www.gbkev.de/cms_uploads/MV_09_Dofel_Folien.pdf

IfW – Institut für Weltwirtschaft Kiel: Kieler Diskussionsbeiträge (2008)

- a) Weltweite konjunkturelle Auswirkungen von Immobilienkrisen
<http://www.ifw-kiel.de/pub/kd/2008/kd458.pdf>
- b) Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Frühjahr 2008
<http://www.ifw-kiel.de/pub/kd/2008/kd458.pdf>

IMF – International Monetary Fund (2008): Finance and Development

- a) What Is Securitization?
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2008/09/basics.htm>
- b) A Crisis of Confidence ... and a Lot More.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2008/06/kodres.htm>
- c) Cracks in the System. Repairing the damaged global economy.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2008/12/blanchard.htm>
- d) Outbreak: U.S. Subprime Contagion
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2008/06/dodd.htm>
- e) Subprime: Tentacles of a Crises
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2007/12/dodd.htm>

JLL – Jones LangLasalle: Marktberichte (2008 und 2009).
<http://www.joneslanglasalle.com/Pages/Research.aspx>

ONB – Österreichische Nationalbank:

- a) Finanzmarktstabilitätsbericht 17.
http://www.oenb.at/de/img/fmsb17_gesamt_tcm14-139943.pdf
- b) Finanzmarktstabilitätsbericht 18.
http://www.oenb.at/de/img/fmsb_18_gesamt_tcm14-144423.pdf
- c) Themenblätter: Wirtschaft und Finanzen
http://www.oenb.at/de/img/themenblatt_9-b-thienel-f_tcm14-141202.pdf

VIDC – Vienna Institute for Dialogue and Cooperation (2009):

Die Auswirkungen der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise auf Zentral- und Osteuropa. <http://www.vidc.org/index.php?id=832>

Wikipedia (2009):

- a) Subprime mortgage crises.
http://en.wikipedia.org/wiki/Subprime_mortgage_crisis
- b) Rating – Begriffserklärung. <http://de.wikipedia.org/wiki/Rating>

Wirtschaftsdienst (2008): Zeitgespräche spezial: Finanzkrise – Schadensbegrenzung in der Realwirtschaft.

<http://www.wirtschaftsdienst.eu/archiv/schlagwort/310/>