

# DER ÖFFENTLICHE SEKTOR

## FORSCHUNGS- MEMORANDEN

Kommunale Finanzen in der zweiten Weltwirtschaftskrise:  
Vom Schuldscheindarlehen zum Cross-Border Leasing  
*Christian Reiner*

Die Subprime-Krise 2006. Analyse der strukturellen Grundlagen und  
Entwicklungen des US Wohnimmobilien- und Hypothekenmarktes  
*Moritz Valeriano*

“Du bist nie allein”. Unternehmenskultur als regionaler Faktor  
*Karin Grasenick und Marlies Windhaber*

3/2009

*ifip*<sub>TU</sub>

**Herausgeber:**

A.o. Univ.-Prof. Dipl.-Ing. Dr. Wolfgang Blaas, c/o Fachbereich für Finanzwissenschaft und Infrastrukturpolitik, Department für Raumentwicklung, Infrastruktur- und Umweltplanung der Technischen Universität Wien, Karlsplatz 13, A-1040 Wien, Tel. +43/1/58801-26701

Email: [ifip@tuwien.ac.at](mailto:ifip@tuwien.ac.at), Web: <http://www.ifip.tuwien.ac.at>

**Für den Inhalt verantwortlich:**

Ass.-Prof. Dipl.-Ing. Dr. Johann Bröthaler, c/o Fachbereich für Finanzwissenschaft und Infrastrukturpolitik, Department für Raumentwicklung, Infrastruktur- und Umweltplanung der Technischen Universität Wien, Resselgasse 5/2/2, A-1040 Wien, Tel. +43/1/58801-26701

Email: [ifip@tuwien.ac.at](mailto:ifip@tuwien.ac.at), Web: <http://www.ifip.tuwien.ac.at>

**Abonnements:**

Rosalinde Pohl, c/o Fachbereich für Finanzwissenschaft und Infrastrukturpolitik, Department für Raumentwicklung, Infrastruktur- und Umweltplanung der Technischen Universität Wien, Resselgasse 5/2/2, A-1040 Wien, Tel. +43/1/58801-26701

Email: [ifip@tuwien.ac.at](mailto:ifip@tuwien.ac.at), Web: [www.ifip.tuwien.ac.at](http://www.ifip.tuwien.ac.at)

ISSN 1563-4604

# Inhaltsverzeichnis

**Redaktion: Wolfgang Blaas**  
**Layout und Textverarbeitung: Wolfgang Blaas**

---

Kommunale Finanzen in der zweiten Weltwirtschaftskrise: Vom Schuldscheindarlehen zum Cross-Border Leasing <i>Christian Reiner</i>	1
Die Subprime-Krise 2006. Analyse der strukturellen Grundlagen und Entwicklungen des US Wohnimmobilien- und Hypothekenmarktes <i>Moritz Valeriano</i>	27
“Du bist nie allein”. Unternehmenskultur als regionaler Faktor <i>Karin Grasenick und Marlies Windhaber</i>	49

---

Die Autoren	57
-------------	----

Gedruckt mit Förderung des Bundesministeriums für Bildung, Wissenschaft und Kultur

## 35. Jahrgang

**Heft 3/2009, November 2009**

### Preis:

	Inland	Ausland
Einzelnummer	€ 5,50	€ 6,20
Doppelnummer	€ 10,50	€ 11,50
Jahres-Abo	€ 17,00	€ 19,20

PSK-Konto-Nr. 2.415.150  
(Österreichische Postsparkasse)



# Kommunale Finanzen in der zweiten Weltwirtschaftskrise: Vom Schuldscheindarlehen zum Cross-Border Leasing

Christian Reiner

## 1. Einleitung

Die Weltwirtschaft verzeichnet zum ersten Mal seit 1945 negative Wachstumsraten; Österreich befindet sich wie alle anderen Industriestaaten in einer tiefen Rezession (Scheiblecker 2009). Im Zuge der vom US-Immobilienmarkt ausgehenden Weltwirtschaftskrise werden alle Wirtschaftsbereiche und Wirtschaftsregionen erfasst (Aalbers 2009). Nach Hickel (1976, S.8) setzen sich „ökonomische Krisen zwangsläufig simultan in politische Krisen um, die eine – wenn auch nur symbolische –

Verarbeitungsprozedur im politischen System erzwingen.“ Somit bleiben neben dem nationalen Staat auch der regionale und lokale Staat sowie öffentliche bzw. semiöffentliche Unternehmen nicht verschont. Sowohl Bundesbudgets als auch kommunale Haushalte weisen durch antizyklische Maßnahmen und Einnahmenseinbußen überdurchschnittliche Defizite auf. Für beide Haushalte gilt, dass diese bereits vor der Krise mit einer strukturell zunehmenden Verschuldung zu kämpfen hatten (Kostal 2008; Schulmeister 2007). Wolfgang Streek, Direktor des Max-Planck-Instituts für Gesellschaftsforschung, sieht den öffentlichen Sektor kapitalistischer Staaten überfordert: „Die Finanzkrise hat dazu geführt, dass das Ende der Handlungsfähigkeit des Staates als Konfliktversicherer, Lückenbüßer und Retter absehbar geworden ist. (...) Möglich, dass der finanzielle Kraftakt, den wir derzeit beobachten, der letzte ist, zu dem das westliche Staatensystem in der Lage ist. Danach wäre der Kapitalismus, wie er immer gewollt hatte, sich selbst überlassen“ (Streek 2009).

Krisen bringen aber auch Dinge ans Licht, welche im normalen Betrieb entweder ignoriert oder einfach nicht wahrgenommen wurden, sie legen die Fundamente von Ökonomie und Politik offen, indem diese einem „Stresstest“ unterzogen werden. Ganz im Sinne von Joseph Schumpeter, nachdem Wendepochen (und möglicherweise befinden wir uns in solch einer) „stets finanzielle Krisen der jeweils alten Methoden sind“ (Schumpeter 1976) führt die Krise auch zu einer generellen Diskussion über die Finan-

zierungsstruktur von Gebietskörperschaften und öffentlichen Unternehmen. Offenbar ist diese in einigen Fällen derart gestaltet, dass hier prozyklische Verschlechterungen der Haushaltssituation eintreten könnten. Im Gegensatz zu traditionellen Finanzierungsmechanismen geht es hierbei um eine Reihe alternativer Finanzierungsformen, die in Zeiten einigermaßen stabiler Finanzmärkte für günstige Liquidität sorgten, sich aber angesichts krisenhafter Finanzmarktentwicklungen als kostspielige Angelegenheit herausstellen könnten und zum Teil bereits haben.

Eine dieser alternativen Finanzierungsformen stellt US-Cross-Border Leasing (CBL) dar. Diese Geschäfte wurden in den letzten Jahrzehnten von Kommunen und Unternehmen des „staatsnahen Sektors“ (Schlager, Klatzer 2008) abgeschlossen um schnell an billige Liquidität zu kommen. Die Krise könnte jedoch dazu führen, dass diese Geschäfte sich am Ende als verlustreiche Transaktionen erweisen könnten. Ziel dieses Aufsatzes ist es die grundlegende Struktur von CBL - Geschäften darzustellen, ihre ökonomische und politische Dimension sowie die Auswirkungen der Weltwirtschaftskrise auf CBL zu explizieren. Es wird dabei herausgestellt, dass unabhängig von aktuellen krisenhaften Entwicklungen, CBL sowohl aus Effizienz- als auch aus Gerechtigkeitskalkülen heraus ein problematisches Finanzierungsinstrument für öffentliche Haushalte ist. Die generelle Zunahme alternativer, in der Regel komplexerer und riskanterer Finanzierungsinstrumente auf kommunaler Ebene deutet auf eine Veränderung kommunaler Finanzpolitik hin. CBL ist dabei lediglich ein Baustein, wenngleich sowohl der Wandel als auch die Krisenanfälligkeit dieses neuen Finanzierungsparadigmas sich gleichsam beispielhaft an CBL-Transaktionen demonstrieren lassen. Schwerpunkt dieser Darstellung ist kommunales CBL sowie CBL von öffentlichen bzw. semiöffentlichen Unternehmen in Deutschland und Österreich.

Im Gegensatz zu den wenigen vorliegenden wissenschaftlichen Arbeiten aus ökonomischer Perspektive (z.B. Lenk, Köpping 2004) versucht diese Arbeit den engen Blick alleine auf die Kommunalfinanzen zu

vermeiden und eine umfassendere Darstellung von CBL und den beteiligten Akteuren (Akteursgruppenansatz) zu geben; angesichts der Wirtschaftskrise ist deutlich geworden, wie wichtig die globalen Bezüge dieser von der Lokalpolitik eingesetzten Finanzierungsform sind (Aalbers 2009). Zusätzlich wird der Versuch unternommen, CBL-Transaktionen vor dem Hintergrund eines Paradigmenwechsels kommunaler Finanzierungsmuster zu interpretieren.

Die verwendeten Daten stammen aus Printmedienanalyse, Internetrecherche, Telefoninterviews mit Schlüsselakteuren und Sekundärquellen wie z.B. Rechnungshof oder deutscher und österreichischer Städtebund.

Eine Arbeit über CBL unterliegt mehreren Restriktionen. Erstens ist das Thema bislang nur ein Randthema in wissenschaftlichen Abhandlungen geblieben. Die Mehrzahl der Veröffentlichungen zum Thema stammt von JournalistInnen und JuristInnen. Zweitens sind diejenigen Institutionen und Organisationen, welche direkt oder indirekt mit CBL befasst sind, nur sehr eingeschränkt auskunftsbereit.

Der Aufsatz ist wie folgt gegliedert: Kapitel zwei stellt die Grundzüge von CBL-Transaktionen dar; Kapitel drei nimmt eine institutionenökonomische Analyse von CBL-Verträgen vor. Im vierten Teil wird die Frage nach den angebots- und nachfrage-seitigen Motiven zum Abschluss von CBL-Geschäften gestellt. Danach werden die wesentlichen Entwicklungen von CBL in der Weltwirtschaftskrise dargestellt. Anschließend erörtert Kapitel sechs politische Implikationen. Im Resümee werden fiskalpolitische Schlussfolgerungen gezogen.

## 2 Mechanismen und Entwicklung von CBL-Transaktionen

Unter CBL versteht man Leasingverträge welche grenzüberschreitende Leasingratenzahlungen nach sich ziehen. Ziel der Vertragsparteien ist die Erzielung eines Gewinns durch ausnutzen territorial differenzierter steuerlicher Regulationsmodi. Es gibt jedoch auch ähnliche Modelle, die alleine innerstaatliche Steuergesetze zur Gewinnerzielung ausnützen (Rügemer 2004). Grundsätzlich sind CBL-Geschäfte nicht nur mit den USA möglich, sondern immer dann, wenn entsprechend „günstige“ steuerrechtliche Differenzen bestehen. Quantitativ hat sich jedoch das US-CBL als das bedeutsamste CBL her-

ausgestellt; in den USA liegen auch die Anfänge der Leasingfinanzierung im Allgemeinen und von CBL im Besonderen. Wenn in weiterer Folge von CBL die Rede ist, so ist stets US-CBL gemeint. Nichtsdestotrotz gibt es jedoch ähnliche Konstruktionen mit Großbritannien (UK-Lease), Schweden (Swedish-Lease), Japan (Japan-Lease) und Irland (Irish-Lease) (Rechnungshof 2004, Lenk, Köpping 2004). Nachdem seit 2004 durch erneute steuerrechtliche Abänderungen (siehe unten) keine weiteren US-CBL-Geschäfte mehr möglich sind, gewannen diese relativ an Bedeutung (Ginsbach 2007). Damit ist gleichzeitig auch festgestellt, dass dieses Geschäftsmodell nach wie vor durch den Abschluss neuer Verträge ausgenutzt wird, wie ein aktuelles Beispiel von der Homepage der Raiffeisen Zentralbank belegt (Kasten 1).

### Kasten 1:

Die RZB als Beispiel für einen Arrangeur von CBL<sup>1)</sup>

Hat Ihr Unternehmen Kraftwerke, Elektrizitätsübertragungsnetzwerke, Telekommunikationsanlagen (Fixed Line oder Wireless), Flugzeuge, Eisenbahnassets, bemaute Straßeninfrastruktur, gewerblich genutzte Immobilien, Abwasseraufbereitungsanlagen ev. inklusive Zuleitungssystemen, Frischwasserverteilungssysteme, Kanalisationsanlagen, Müllverbrennungsanlagen, Öl- oder Gaspipelines, computergesteuerte Anlagen mit einem historischen Anschaffungswert von mindestens EUR 150 Millionen im Anlagevermögen? Ist dies der Fall, dann kontaktieren Sie unsere Experten für ein erstes Gespräch über die Möglichkeiten einer Cross Border Leasing Transaktion für Ihr Unternehmen.

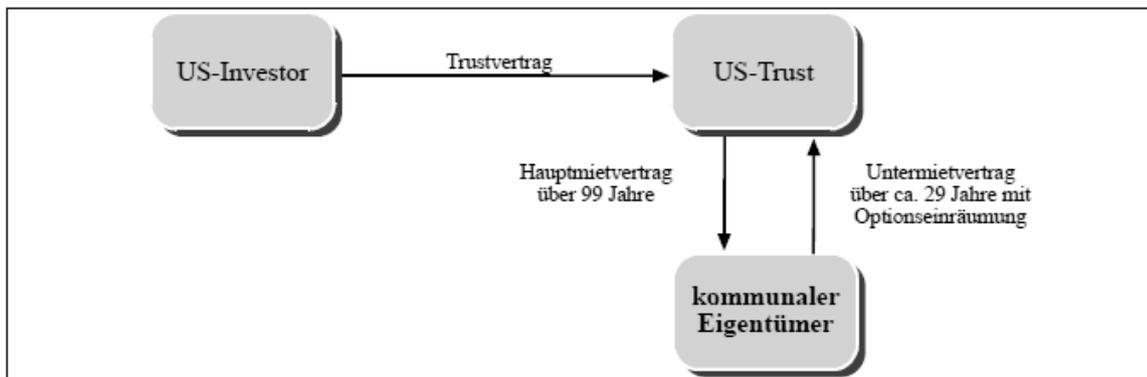
### 2.1 Idealtypische Struktur einer CBL-Transaktion

Da sich die Ausgestaltung von CBL-Verträgen aufgrund steuerrechtlicher Abänderungen im Laufe der Zeit immer wieder verändert hat, soll hier zunächst ein idealtypisches Vertragsmodell dargestellt werden. Materieller Kern einer CBL-Transaktion bildet ein in der Regel mehrere hundert Seiten langes Vertragswerk welches ausschließlich nach US-Recht abgeschlossen wird, mit Gerichtsstand New York. Tatsächlich wurden alle CBL-Verträge in New York unterzeichnet, weil dort die Bestimmung gilt, dass Verträge auch dann gültig bleiben, wenn sie gegen

US-Bundesrecht verstoßen. Dessen Hauptbestandteile bestehen aus zwei parallel abgeschlossenen Leasingverträgen (Abbildung 1).

kmietet. Dabei fungiert der Trust als Vermieter (=Leasinggeber) und die Kommune als Mieter (=Leasingnehmer). Dieses „Lease-out“ ist vertraglich im Prinzip genau gleich mit Hauptmietvertrag, alleine die Laufzeit ist wesentlich kürzer und beträgt ca. 30 Jahre.

Abbildung 1: Grundstruktur einer CBL-Transaktion



Ginsbach 2007, S. 46, Abbildung 7

Der erste Leasingvertrag (=Hauptmietvertrag) begründet das sog. „Head-lease“ (=“Lease in“). Dabei wird die extra vom US-Eigenkapitalinvestor für diese Transaktion gegründete US-Treuhandgesellschaft (Single Purpose Trust) zum Mieter (Leasingnehmer) und die Kommune zum Vermieter (Leasinggeber) öffentlicher Vermögensbestände. Der in dieser Transaktion eingesetzte Eigenkapitalanteil beläuft sich etwa auf 15%, der Rest wird als Darlehen aufgenommen um einen möglichst großen Leverage-Effekt zu erzielen. Dieser Vertrag hat eine Laufzeit von ca. 100 Jahren (aber auch Laufzeiten bis zu 250 Jahre sind vereinbart worden). Diese lange Laufzeit ist notwendig, damit der US-Trust den Status des wirtschaftlichen Eigentümers der Anlage nach US-Steuerrecht erwirbt; gleichzeitig bleibt die Gemeinde aber zivilrechtlicher Eigentümer des Leasingobjekts. Damit entsteht eine doppelte Eigentümerschaft am Leasingobjekt. Die Vertragsdauer des Head-Lease ist Folge einer Norm des US-Steuerrechts; demnach ist eine Laufzeit von mehr als 125% der Restnutzungsdauer des Leasingobjekts notwendig, um den Status eines wirtschaftlichen Eigentümers zu erhalten (Deutscher Städte- und Gemeindebund 2003).

Der zweite Leasingvertrag (=Untermietvertrag) begründet das sog. Sub-Lease, indem die Kommune das zuvor vermietete Leasingobjekt wieder zurück-

Am Ende des Sub-Lease-Vertrags bestehen für die Gemeinde zwei Optionen. Erstens kann Sie durch Ausübung der im Vertrag vereinbarten „Purchase Option“ die Rechtsposition des US-Trust aus dem weiterlaufendem Hauptmietvertrag zu einem fix vereinbarten Preis kaufen und damit alle Vertragsbeziehungen durch die Zahlung des Kaufoptionspreises beenden (Korthäuer, Tritsch 2002). Üblicherweise sind beide Vertragsparteien an dieser Art der Geschäftsbeendigung interessiert. Sowohl Investor als auch Gemeinde gehen von der Ausübung der Kaufoption aus. Aus steuerrechtlichen Gründen muss dies jedoch als Fakultät im Vertrag definiert werden; die Gemeinde muss zur Ausübung der Option eine Erklärung nach Ende des Untermietvertrages abgeben, um damit die Geschäftsbeziehungen zu beenden und wieder alleiniger Eigentümer zu werden. Nimmt die Kommune diese Option nicht wahr, beginnt automatisch die sog. Servicekontraktphase. Dadurch tritt ein im Vertragswerk enthaltener Betreibervertrag in Kraft, welcher dem US-Investor bis zum Ende des Hauptmietvertrages die Möglichkeit bietet, die Anlage selbst oder durch einen Dritten zu betreiben und der Kommune die Dienstleistungen gegen Entgelt zu verkaufen. Bei dieser Option beträgt die Vertragsdauer die im Hauptmietvertrag paktierten 100 Jahre. Damit würde für 70 Jahre ein privater Betreiber eingesetzt, welcher dann nach Rügemer von den „Vorschriften des kostendeckenden und nicht-gewinnorientierten Wirtschaftens“ befreit wäre (Rügemer 2004).

Die Zahlungsströme stellen sich wie folgt dar: Sobald die Verträge abgeschlossen sind, zahlt der Trust den gesamten Barwert aller Leasingraten des Hauptmietvertrages zuzüglich des Optionspreises für die „Purchase Option“ sowie zuzüglich des für die Kommune eigentlich bedeutsamen sog. „Barwertvorteils“ an die Kommune aus. Unmittelbar danach bedient die Kommune nun ihrerseits alle sich aus dem Sub-Lease-Vertrag ergebenden Zahlungsverpflichtungen (=Barwert aller Mietzahlungen und Barwert des Optionspreises). Da die Mietzahlungen jedoch über die Vertragslaufzeit kontinuierlich ausbezahlt werden müssen, ist die Zwischenschaltung von Banken notwendig, welche alle weiteren Verbindlichkeiten der Kommune gegenüber dem Trust übernehmen. Damit wird die Kommune wirtschaftliche gesehen von ihren Schulden befreit (=Deleasance-Struktur) (Korthäuer, Tritsch 2002).

Bei der Rückzahlung findet eine Aufteilung Eigenkapitalanteil und Fremdkapitalanteil statt. Der zur Rückzahlung des Fremdkapitalanteils notwendige Betrag wird bei Fremdkapitaldepotbanken angelegt; diese bedienen den Großteil der Mietzinsansprüche des Trusts aus dem Untermietvertrag. Weiter stellen sie auch das Kapital für den Rückkauf der Rechte aus dem Hauptmietvertrag im Rahmen der Wahrnehmung der Kaufoption zur Verfügung. Der Barwertvorteil realisiert sich über den Eigenkapitalanteil und dessen Teilerückzahlung an den Investor (DstGB 2003). Die Gemeinde muss nicht den gesamten vom Investor eingesetzten Eigenkapitalanteil an eine diesbezüglich beauftragte Bank überweisen sondern nur einen Teil davon. Diese Eigenkapitaldepotbank bedient die verbleibenden Mietzinsansprüche; die Rückzahlungen für das Eigenkapital erfolgen dann vor allem durch die auf das angelegte Eigenkapitaldepot erzielbaren Zinsen. Die Höhe der bei den Gemeinden verbliebenen Liquiditätsgewinne ist somit maßgeblich von den Anlagebedingungen der Eigenkapitaldepotbank abhängig: Je höher die Verzinsung dieser Anlage desto höher der Gewinn für die öffentlichen Körperschaften. Nachdem die Gemeinde dann mit dem verbliebenen Betrag die beträchtlichen Transaktionskosten beglichen hat, verbleibt ihr der für das Gemeindebudget relevante Barwertvorteil. Dieser beträgt in der Regel zwischen drei bis sechs Prozent des Transaktionsvolumens. Wenn man vom Mindestwert eines CBL-gängigen Leasingobjekts im Wert von ca. 150 Millionen Euro ausgeht (siehe Kasten 1), ergeben sich für Gemeinden nach einem etwa 6-12 monatigem Vertragsanbahnungs- und verhandlungsprozess sofort 4,5 bis 9 Millionen Euro. Das CBL-Geschäft mit dem Kanalnetz der Stadt Wuppertal mit ca. 360.000 Einwoh-

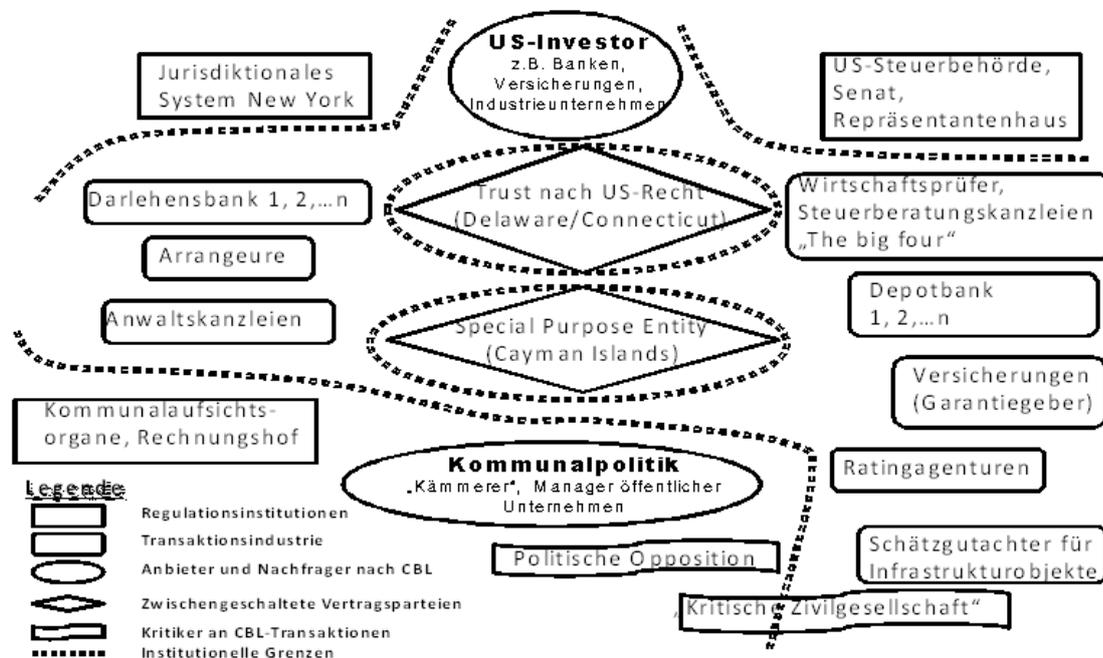
nern brachte der Stadt beispielsweise 20 Millionen Euro (FAZ vom 5.3.2009). Weil die gesamte Transaktion in US-Dollar abgewickelt wird, entsteht ein nur gegen entsprechende Kosten versicherbares Währungsrisiko bis zur Auslösung der Zahlungsströme.

CBL-Verträge sind außerordentlich komplex (Abb. 2). Demgemäß ist eine große Anzahl von Akteuren in diese Geschäfte eingebunden. Zentrale Bedeutung haben dabei die Arrangeure, welche eine Art Generalunternehmerrolle haben und sowohl die Einfädung als auch die Abwicklung der CBL-Transaktion übernehmen. Beispiel dafür in Österreich sind die Kommunalkredit, Austria Credtanstalt Leasing, RZB oder Immorent. Wenn aus österreichischer oder deutscher Perspektive immer wieder die Kommune oder das öffentliche Unternehmen im Mittelpunkt der Wahrnehmung steht, so ist dies zwar aus dem Interessenszusammenhang heraus verständlich, verzerrt aber die Wahrnehmung auf andere relevante Transaktionspartner und bedeutsame Zahlungsströme (siehe unten).

Der Gewinn für die Vertragsparteien entsteht durch nach US-Steuerrecht mögliche Steuerstundungseffekte durch Verlustzuweisungen. Die Rückvermietung an die Kommune als einen „Non-US-Tax-Payer“ ermöglicht Abschreibungen zur Förderung dieser rechtlich als Auslandsinvestition eingestuften Transaktion. Diese Verluste realisiert der dem US-Investor steuerlich zugerechnete US-Trust in den ersten Jahren durch Zahlungen gemäß dem Hauptmietvertrag, der Transaktionskosten sowie der Fremdkapitalzinsen (Korthäuer, Tritsch 2002). Diese Verluste werden mit den Gewinnen des Investors gegengerechnet und mindern damit seine Steuerschuld. Wenn der Trust nach mehreren Jahren positive Einkünfte wegen der Mieten aus dem Rückmietvertrag erzielt, vergrößert sich die Steuerschuld des Investors. In Summe sind aber die anfänglichen Steuerstundungen so hoch, dass sie diese Zunahme der Steuerlast überkompensieren.

Abbildung 2: Akteure bei CBL-Transaktionen (Zwischenmietermodell)

Geschäften] ist noch lange nicht ausgeschöpft, laufend werden neue Arten verwertbarer Infrastruktur entdeckt.“ Innovationsschübe entstanden jeweils im



Eigene Darstellung

## 2.2 Regulierungswetlauf

Tatsächlich existiert nicht nur eine am obigen Idealtyp orientierte Vertragsform. Vielmehr besteht eine Varietät von Verträgen aufgrund der langen Laufzeiten und wiederholter Steuergesetzänderungen nebeneinander. Diese Entwicklung ist Ausdruck eines „Wettlaufes der US-Steuergesetzgebung, die Steuerspareffekte minimieren wollte, mit den Beratungsunternehmen, die Konzepte zum Umgehen der jeweils neuen Regeln erfanden“ (Müller 2002, S.64). Dieser Wettlauf hat zu immer komplexeren Vertragskonstruktionen geführt; die Vertragslaufzeit musste ständig ausgeweitet werden, um weiterhin unter die Abschreibungsbedingungen nach US-Steuerrecht zu fallen.

Diese ständig neu geschaffenen Vertragstypen sind am besten mit dem Begriff „Finanzinnovation“ zu fassen. Aber nicht nur die Vertragstypen änderten sich ständig, auch die Palette möglicher Leasingobjekte wurde ausgeweitet. In einem einschlägigen Beitrag von 2002 in der ÖGZ merkt der Rechtsanwalt Rettenbacher an: „Das Potential für derartigen Geldregen [gemeint ist der Barwertvorteil aus CBL-

Anschluss an regulatorische Abänderungen der Rechtslage: 1984, 1995 und 1999 kam es zu ständigen Einschränkungen der Geschäftsgrundlagen von CBL. Zwischen diesen Regulationsänderungen wurden jeweils homogene Vertragstypen unterzeichnet, so dass heute „Tranchen“ von CBL-Vertragstypen je nach Abschlusszeitpunkt nebeneinander bestehen (Tab.1). Die Mehrzahl der in Deutschland und Österreich abgeschlossenen Verträge stammt aus dem Jahrzehnt zwischen 1994 bis 2004.

Obwohl die US-Steuerbehörde von Anfang an gegen diese Geschäfte war, schaffte es die Leasingindustrie durch massives Lobbying (Ginsbach 2007) und Interessenskollision (ein Teil der Regulation diente zur Förderung der US-Exportwirtschaft und wurde erst durch einen Konflikt mit der WTO geändert) eine bis 2004 offene Steuerlücke auszunützen. 2004 schließlich einigten sich Senat und Repräsentantenhaus auf die Schließung der letzten Lücken zum Abschluss von CBL-Geschäften. Grundlage dafür war die Beurteilung von CBL als „rechtswidriges Scheingeschäft“, dem eine steuerliche Anerkennung in Form der Abschreibungsmöglichkeiten nicht zustehe (Stuppert, Gaul 2009).

Tabelle 1: CBL-Vertragstypen als Resultat eines Regulierungswettlaufs zwischen Leasingindustrie und Internal Revenue Service

Kommunen relativ gute Bonitätsnoten, weswegen der US-Investor günstiges Fremdkapital zur Fremdfinanzierung aufnehmen kann. Dieser Mindestwert

<b>Regulationsperiode</b>	<b>CBL-Vertragstyp</b>
<b>1984-1995</b>	<b>Pickle Lease/ Replacement Lease</b>
<b>1995-1999</b>	<b>Lease In/ Lesae Out</b>
<b>1999-2004</b>	<b>Pickle Lease/ Service Contract</b>

Eigene Darstellung nach Kanduth 2001

Ein weiterer Schlusspunkt wurde durch das Bezirksgericht des Northern District of Ohio am 28.5.2008 gesetzt. Dort wurde die Klage des AWG Leasing Trust (eine für CBL gegründete Leasingfirma der beiden US-Banken Key Bank und Pittsburgh National Corporation in der inneramerikanischen Finanzoase Delaware) gegen die USA zuungunsten des Klägers AWG entschieden. AWG hatte 1999 den Mülllofen der Abfallwirtschaftsbetriebe Wuppertal GmbH geleast und an die Stadt Wuppertal zurückgemietet. Das Geschäft läuft laut Vertrag bis 2024. Nachdem das zuständige US-Finanzamt die von AWG geforderten 88 Millionen Dollar Steuergutschrift für die Jahre 1999 bis 2003 nicht ausbezahlte, klagte AWG – und verlor, weil „Verkauf und Eigentümerwechsel nur vorgetäuscht seien“ – wie es in der Begründung des Urteils heißt (Rügemer 2008). Einige Monate später forderte die US-Steuerbehörde etwa 100 Investoren auf, ihre CBL-Verträge mit Kommunen bis zum 31.12.2008 vorfristig zu beenden; andernfalls drohe Zwangsauflösung.

Wenngleich damit mittelfristig US-CBL Transaktionen der Vergangenheit angehören werden, so ist auf zwei Aspekte hinzuweisen: Erstens sind die finanziellen Folgen vorläufiger Vertragsbeendigungen noch völlig unklar und zweitens gehen diese Geschäfte ja weiter, diesmal aber Ausnutzung steuerrechtlicher Differenziale mit anderen Staaten (Schweden, Irland, etc.) (Lenk, Köpping 2004).

### **2.3 Ausmaß von CBL in Europa**

Grundsätzlich ist CBL nicht auf den öffentlichen Sektor beschränkt. Auch private Unternehmen versuchen dadurch ihre Liquiditätssituation zu verbessern. Öffentliche Infrastruktur besitzt aber zwei Vorteile: Erstens erreicht sie den durch US-Schätzgutachter ermittelten notwendigen Mindestwert von ca. 150 Mio.Euro relativ leicht und zweitens besitzen

von 150 Mio. Euro führt dazu, dass tendenzielle nur größere Kommunen CBL-Verträge abschließen bzw. abgeschlossen haben. Österreich als Staat mit relativ kleinen Gemeindegrößen hatte somit a priori weniger Möglichkeiten, kommunale CBL-Verträge abzuschließen.

CBL-Transaktionen werden seit 1993 von den USA ausgehend global vermarktet. Da diese Geschäfte einer besonderen Geheimhaltung unterliegen („Nondisclosure-Agreement“), insbesondere in Bezug auf den US-Investor (dieser bleibt meist unbekannt, die Geschäfte werden vollends über den Trust abgewickelt), sowie mittlerweile politisch inopportun erscheinen, ist deren genaues Ausmaß mehr oder weniger unbekannt. Es gibt keine zentral gesammelten Daten; man ist auf Schätzungen angewiesen. Fest steht jedoch, dass CBL nicht nur in Österreich oder Deutschland stattgefunden hat. So wurden etwa in Zürich Straßenbahn und Verwaltungsgebäude sowie in Paris und Lissabon die U-Bahnen als Leasingobjekte in CBL-Verträge eingebracht (Rügemer 2004).

Für Deutschland stellte der Wissenschaftliche Dienst des Bundestages fest (Stuppert, Gaul 2009): Wie viele Kommunen und kommunale Zweckverbände tatsächlich CBL-Verträge geschlossen haben, liegt im Dunkeln. Weder der Bundesregierung noch dem Städte- und Gemeindebund liegen belastbare Informationen über die Anzahl und den tatsächlichen Umfang der CBL-Geschäfte vor.“ Die Schätzungen über die Anzahl der beteiligten deutschen Kommunen liegen zwischen ca. 100 (FAZ vom 17.3.2009) bis etwa 800 (Rügemer 2008). Nach Angaben der Frankfurter Allgemeinen Zeitung (17.3.2009) beläuft sich die Anzahl der abgeschlossenen Verträge auf ca.150-200, das Transaktionsvolumen auf insgesamt ca. 100 Milliarden Euro.

Für Österreich liegt eine Schätzung des Rechnungshofes bezüglich der in seinen Zuständigkeitsbereich fallenden CBL-Transaktionen vor (Tabelle 2). Wenn man die Schätzwerte über die Transaktionsvolumina zwischen Deutschland und Österreich ver-

gleicht (100 Mrd./ 18 Mrd.) und mit den Größendifferenzen gewichtet, so scheint Österreich deutlich relativ mehr CBL-Geschäfte als Deutschland abgewickelt zu haben. Tatsächlich bemerkte ein einschlägiger Beitrag zum Thema aus dem Jahr 2002, dass Österreich zur „führenden Jurisdiktion für Cross Border Leasing“ aufgerückt sei (Asset Finance International 10/2002 zit.n. Rügemer 2004).

Tabelle 2: Ausmaß von CBL-Transaktionen (seit 1995) im Zuständigkeitsbereich des RH (Stand 2004)

Sektor	Volumina		Barwertvorteil	
	in Mrd. Euro		in %	
Energie	12,173	0,653	5,36	
Verkehr	4,387	0,329	7,50	
Sonstiges	1,344	0,064	4,76	
Summe	17,904	1,046		

Eigene Darstellung nach Rechnungshof 2004

Das Bild in Österreich unterscheidet sich insofern etwas von dem in Deutschland, als hier weniger Kommunen als vielmehr ausgegliederte Landes- und Bundesgesellschaften insbesondere im Bereich Energie, also der „staatsnahe Sektor“ sehr aktiv im Bereich der CBL-Geschäfte tätig ist (war). Unter den Kommunen scheint die Gemeinde Wien bzw. das kommunale Infrastrukturunternehmen Wiener Stadwerke mit Abstand die meisten CBL-Geschäfte durchgeführt zu haben. Entsprechende Verträge betreffen z.B. die Wiener Linien, das Kanalnetz oder das Rechenzentrum. Aber auch die Stadt Innsbruck hat ihre Kläranlage und Kanal ebenso wie ihre öffentlichen Verkehrsmittel in CBL-Geschäfte eingebracht. Die Städte Salzburg und Graz diskutierten den Abschluss eines CBL-Vertrags, nahmen dann jedoch davon Abstand; im Fall von Graz passierte dies wegen des als zu hoch eingeschätzten Risikos (Recherchen des Autors). Die an CBL-Geschäften teilnehmenden (semi-)öffentlichen Unternehmen sind u.a. ÖBB, AUA, Telekom, Tiroler Wasserkraft AG (TIWAG), Energie AG Oberösterreich oder Verbund.

### 3 Die Vertragsökonomik von CBL

„Die vertragliche Konstruktion enthält absurde Elemente, nur sind die nicht zum Lachen“ – merkt Altvater (2003, S.21) zu CBL-Kontrakten an. Nachstehend soll eine institutionenökonomische Interpretation dieses Vertragstypus dargestellt werden, welche das Zitat von Altvater als durchaus plausibel erscheinen lassen.

#### 3.1 Institutionelle Arbitrage

CBL beruht auf multipler institutioneller bzw. regulatorischer Arbitrage. Unter Arbitrage wird im Allgemeinen ein Geschäft verstanden, welches Preisunterschiede die zum gleichen Zeitpunkt an unterschiedlichen Orten bestehen zur Grundlage der Profiterzielung macht. Im Fall der institutionellen Arbitrage werden demnach simultan existierende regulatorische Differenzen ausgenützt. Durch die lange Laufzeit der CBL-Kontrakte entsteht allerdings eine spezifische Konstellation, welche dazu führt, dass das risikolose Ausnutzen von Preis- oder Regulationsdifferenzialen als Kernmerkmal der Arbitrage nicht mehr zur Gänze zutrifft. Entscheidend wird die Frage nach der Zeitspanne, welche notwendig ist, um einen Arbitragegewinn zu realisieren. Ceteris Paribus gilt: Je kürzer diese ist desto risikoärmer die Arbitrage. In diesem Sinne stellt CBL eine Spekulation auf langfristige Persistenz regulatorischer Differenziale dar. Damit ergibt sich als Basis von CBL eine Verknüpfung von Arbitrage und Agiotage, welche je nach Vertragsausgestaltung (z.B. Absicherung bezüglich steuerrechtlicher Änderungen etc.) und Laufzeit in unterschiedlichen Mischungsverhältnissen vorliegt. Bei der Aufteilung des daraus entstehenden Risikos gilt: Jede Vertragspartei hat das Rechtsänderungsrisiko für das jeweils eigene Rechtssystem zu tragen.

Wie Abbildung 2 verdeutlicht, werden im Falle des sog. Zwischenmietermodells insgesamt fünf verschiedene institutionelle Systeme je nach den Bedürfnissen der Vertragspartner systematisch entlang ihrer Differenzen ausgenützt, um am Ende einen Gewinn aus der Transaktion zu erzielen. Die erste und grundlegende institutionelle Arbitrage erfolgt zwischen europäischen Kommunen und dem US-Steuerrecht. Der US-Investor schöpft weitere Arbitragepotenziale aus, in dem er den Trust in einer der beiden inneramerikanischen Steueroasen Delaware oder Connecticut gründet sowie in dem eine weitere (Briefkasten-)Gesellschaft mit Sitz auf den

Cayman Islands zwischenschaltet (Korthäuer, Tritsch 2002). Jeder Arbitrageabschnitt bringt einen zusätzlichen Aufschlag auf die Gewinnmarge. Interessanterweise hat der Arbitragemechanismus dahingehend funktioniert, als es tatsächlich zum Schließen der regulatorischen Lücke im US-Steuerrecht kam, welche dazu führte, dass ab 2004 keine neuen (US!-)CBL-Verträge mehr abgeschlossen werden können.

Bildet institutionelle Arbitrage die notwendige Bedingung für CBL-Geschäfte so stellt der Wertetransfer vom US-Steuerzahler zu den Vertragspartnern die hinreichende Bedingung dar. Ökonomisch ausgedrückt basiert CBL damit auf intendierten negativen externen Effekten. Die „Ausbeutung“ der US-Steuerzahler ist der Kern der CBL-Transaktionen. Diesen negativen externen Effekten stehen jedoch kaum bzw. keine kompensatorischen positiven Effekte gegenüber. Während eine umweltverschmutzende Industrieanlage das Arbeitsplatzargument zur Rechtfertigung fragwürdiger Produktionstechnologie anführen kann, entfallen beim CBL derartige Argumente, jedenfalls aus der Sicht des US-Steuerzahlers komplett.

### 3.2 Incomplete Contracts und Asymmetrische Information

Als Vertragstypus ist ein CBL-Kontrakt als unvollkommener Vertrag („incomplete contract“) zu klassifizieren (Bowles 2004). Angesichts der Tatsache, dass der Vertrag mehrere hundert Seiten umfasst und eine ca. 100 jährige Laufzeit umfasst, kann hier zu Recht vom „konstitutionellem Nichtwissen“ im Sinne von Hayek gesprochen werden: Wir wissen gar nicht, was wir alles nicht wissen (Helmstädter 2001). Demnach stellt der Abschluss eines CBL-Vertrages auch keine klassisch-mikroökonomische Entscheidung unter Unsicherheit dar, denn diese würde ja die genaue Kenntnis aller möglichen Ereignisse und der damit verbundenen Kosten-Nutzen Relationen voraussetzen (Varian 2007).

Während die US-Investoren CBL-Verträge mehrmals abschließen und insbesondere die beteiligten Anwaltsbüros dieses Geschäft zum Teil quasi monopolisiert haben, schließen Kommunen derartige Verträge in der Regel ein bis zweimal ab; Spitzenreiter in Deutschland ist Leipzig mit sieben CBL-Verträgen (Die Zeit vom 12.3.2009). Alleine durch diese unterschiedlichen Häufigkeitsverteilungen akkumuliert sich über die Zeit ein Informationsvorteil auf Seiten der US-Investoren, der beteiligten Anwälte und Arrangeure. Ergebnis ist eine veritable Informa-

tionsasymmetrie zwischen Kommune und US-Investor. Während ähnliches auch für Arbeitsverträge gilt und eine wichtige Begründung für die Existenz von Gewerkschaften zwecks Reduktion asymmetrischer Informationskonstellationen darstellt (Bofinger 2003), kommt bei CBL erschwerend hinzu, dass die im Vertrag relevanten Rechtsbereiche amerikanisches Recht sind, welches zunächst als mehr oder weniger unbekannt für die kommunalen Politiker angenommen werden muss. „Die [CBL-]Transaktion führt dazu, dass der Leasingnehmer Vermögen in den USA erwirbt, sodass er sich gegenüber der US-Gerichtsbarkeit und der Vollstreckung in dieses Vermögen exponiert“ (Rettenbacher 2002). In Bezug auf die Ressourcenfrage zur Informationsbeschaffung gilt: Gemeinden mit geringer Wirtschaftskraft, engen finanziellen Restriktionen (und gerade solche schlossen CBL-Kontrakte vermehrt ab) und schwächerer Verhandlungsposition geraten in Gefahr, keine optimale Verhandlungsposition durchsetzen zu können (Deutscher Städte- und Gemeindebund 2003).

Um diese Informationsasymmetrie zumindest partiell zu kompensieren, bedienen sich Kommunen externer Berater, welche als Spezialisten im Sinne der Gemeinde möglichst optimale Verträge aushandeln sollen. Da jedoch die Interessen von Berater und Kommune nicht deckungsgleich sind, entsteht ein Principal-Agent Problem. Es ist davon auszugehen, dass der Berater ein grundsätzliches Interesse hat, den Verhandlungsprozess zu einem positiven Abschluss zu bringen. Man denke etwa an mögliche Folgeaufträge, die sich durch lange Laufzeiten ergeben können. Während also die Gemeinde nur unter ganz bestimmten Bedingungen an einem Vertragsabschluss interessiert ist, entstehen für den Berater positive Effekte durch den Abschluss und mögliche Friktionen, wobei letztere alleine das Merkmal erfüllen müssen, nicht als Folge seines eigenen Handelns zu erscheinen. Diese Hypothese trifft auf die aktuellen Entwicklungen zu (siehe Kap.4). Coase, Begründer der Transaktionskostenökonomik, hat dies pointiert auf den Punkt gebracht: „It is not at all easy to say what the legal system is actually doing.

Some of the things it does will lower transaction costs, some of them

will raise transactions costs, and the only generalization one can make

is that if a change is made it will increase the income of lawyers“ (Coase 1992 S.33). Die sich daraus ergebenden „Agenturkosten“ (Voigt 2002) der Kommune zur Überwachung der Berater schlagen sich in

ohnehin bereits sehr hohen Transaktionskosten nieder. Angesichts dieses Dilemmas ist der Vorschlag der Finanzwissenschaftler Lenk und Köpping kritisch zu beurteilen (siehe insbes. auch 4.2): „Der Blick auf die schleppende Genehmigungspraxis bei anderen [gemeint sind alternative Finanzierungsformen neben CBL] neuartigen Finanzierungsformen, wie z.B. dem Kommunalleasing, legt die Forderung nahe, eine Genehmigungspflicht von vornherein auszuschließen, um zu entbürokratisieren. Allerdings sollten die Kommunen erfahrene Berater engagieren (...)“ (Lenk, Köpping 2004).

### 3.3 Wer hat die Verfügungsmacht?

Zentrale Bedeutung kommt der Ausgestaltung der Eigentumsrechte in CBL-Verträgen zu. Es wurde bereits darauf hingewiesen, dass es zu einer Doppelseigentümerschaft kommt: Der US-Trust wird nach Maßgabe des US-Steuerrechts wirtschaftlicher Eigentümer, während die Kommune zivilrechtlicher Eigentümer bleibt. Damit ist ein weit verbreitetes Urteil über CBL wiederlegt, wonach dieses einem „Ausverkauf“ öffentlichen Eigentums gleichkäme. Trotzdem besteht eine (potenzielle) Einschränkung der Verfügungsrechte. Die dadurch für die Kommune entstehenden Risiken werden unter dem Begriff des „Leistungsstörungsrisiko“ (Deutscher Städte- und Gemeindebund) zusammengefasst. Treten Ereignisse ein, welche nach Vertrag einer Leistungsstörung entsprechen, kann der US-Trust Schadensersatz von der Gemeinde fordern. Die daraus entstehenden vereinbarten Schadensersatzzahlungen (=Termination Value) sind in der Regel während zwei Drittel der Vertragslaufzeit so hoch, dass sich das CBL-Geschäft aus Kommunensicht schlagartig in ein Verlustgeschäft umdrehen kann. Deswegen wird in der Literatur – aus Kommunensicht – auch vom Erreichen des Break-Even erst nach 2/3 der Laufzeit gesprochen (Lenk, Köpping 2004). Dabei haben die sog. „Events of Loss“ als eine Gruppe von Auslösern von Schadensersatzansprüchen unter der Perspektive der verfügungsrechtliche Vertragsausgestaltung besondere Wichtigkeit (DstGB 2003). Damit werden alle Ereignisse einer Beschädigung oder Zerstörung der Anlage benannt. Eine Anlage ist demzufolge für die Dauer eines CBL-Vertrags in betriebsfähigem Zustand zu erhalten. Dies bedeutet, dass Veränderungen der Infrastruktur - etwa wegen Siedlungsdruck oder Bevölkerungsrückgang - grundsätzlich nicht möglich sind. Zwei Fallbeispiel zur Illustration: Das Leipziger Straßenbahnnetz, das

zweitgrößte Deutschlands nach Berlin, darf nicht rückgebaut werden, auch ist es nicht erlaubt alte Waggons nach Osteuropa zu verkaufen oder stillzulegen. Dies hat dazu geführt, dass alte Straßenbahngarnituren betriebsbereit für mehrere Jahrzehnte auf einem Straßenbahnhof „endgelagert“ werden müssen (Die Zeit vom 12.3.2009). Ein anderes Beispiel betrifft ein Gymnasium in Gelsenkirchen. Der geplante Umbau musste abgesagt werden, da eine Veränderung dieses CBL-Leasingobjekts nicht ohne ein Gutachten eines bestimmten amerikanischen Anwaltsbüros durchgeführt werden darf. Alleine dieses Gutachten hätte ca. 100.000 Dollar gekostet, womit die Umbaukosten prohibitiv anstiegen (Höhmann 2009). Eine weitere verfügungsrechtliche Einschränkung entsteht im Zuge einer Veräußerung der Infrastrukturanlagen, etwa im Zuge einer Privatisierung. Der Wertgutachter wird bei der Schätzung das verminderte Verfügungsrecht zur Veränderung des Objektes ebenso wie die mit CBL assoziierten Risiken als wertvermindernde Faktoren ansetzen. Diese Wertverminderung kann den Barwertvorteil überkompensieren; dann realisiert die Kommune jedenfalls einen Verlust aus der CBL-Transaktion. Auch „reduziert sich der Wert des Unternehmens schon deshalb, weil ein Unternehmen mit Eigentum an Betriebsanlagen in der Regel höher zu bewerten ist, als ein Unternehmen mit zurückgemieteten Anlagegütern“ (Rechnungshof 2004).

Fasst man die dargestellte Ausgestaltung der Verfügungsrechte in die Terminologie des Property-Rights Ansatzes (Voigt 2002, Bowles 2004, Pirker 2005), so ergibt sich eine komplexe Aufspaltung der Verfügungsrechte als Resultat der Doppelseigentümerschaft, welche wiederum eine Notwendigkeit darstellt, um die Abschreibungsmöglichkeiten nach US-Steuerrecht in Form institutioneller Arbitrage auszunützen. Bei der Kommune verbleibt demnach das Recht an der Nutzung des Gutes (usus) und das Recht an den Erträgen, die sich aus der Nutzung des Leasingobjekts ergeben. Das Recht auf Veränderung (abusus) ist eingeschränkt (siehe oben). Nicht nur wird dies durch die Notwendigkeiten des US-Rechtssystems provoziert, sondern auch durch den Abschluss unvollkommener Verträge. Es ist eben unter Berücksichtigung der Merkmale eines CBL-Vertrags und der implizierten Asymmetrien der Vertragspartner nur sehr schwer möglich, alle Eventualitäten im Hinblick auf Abänderungen und Umbauten des Leasingobjekts vertraglich zu antizipieren. Somit sind juristische Lücken keine Folge individuellen Versagens bei Vertragsaushandlung sondern systematisch in der Struktur von CBL-Kontrakten grundgelegt. Ebenfalls restringiert ist das Recht auf

Transfer der Nutzungsrechte (z.B. im Rahmen einer Privatisierung durch verminderte Privatisierungserlöse) (venditio). Liegt damit ein Privatisierungsvorgang vor? Jedenfalls wenn man folgende Definition von Privatisierung akzeptiert: „Eine Privatisierung liegt immer dann vor, wenn eine Veränderung auftritt, die die finanzielle, rechtliche oder faktische Einflussmöglichkeit des Öffentlichen Sektors reduziert“ (Danielzyk, Dittmeier, S.121). Da dieser (temporäre) Privatisierungsprozess durch CBL quasi als nicht-intendierter Nebeneffekt stattfindet wird er einerseits zum Teil wohl auch von den Regierenden nicht als solcher wahrgenommen solange keine nicht antizipierten Kosten daraus entstehen und andererseits auch von den Bürgern kaum als solcher bzw. in dieser Differenziertheit wahrgenommen. In Anlehnung an einen terminus technicus der Informationsökonomie erscheint es passend, diesen Prozess als für die Vertragsdauer zeitlich befristete „hidden privatization“ zu kennzeichnen.

Aus neoklassischer Perspektive wird diese „Zerstückelung und Vermischung“ der Eigentumsverhältnisse zu einer ineffizienten Bewirtschaftung der Ressourcen führen (Pirker 2006). Dies wird etwa auch darin deutlich, dass Anpassungen an veränderte Präferenzen der Bürger einer Jurisdiktion nur eingeschränkt oder unter erhöhten Kosten möglich sind.

### 3.4 Distributive und allokativen Effekte

Welche distributiven und allokativen Effekte entstehen aus CBL? Distributiv kommt es zunächst zu einer Schlechterstellung der US-Steuerzahler; sie müssen für alle im Zuge des CBL anfallenden Gewinne bezahlen. Finanziell bessergestellt wird unmittelbar die beteiligte Kommune durch Erhalt des Barwertvorteils. Solange keine Friktionen auftreten, welche diesem Gewinn unerwartete Kosten entgegenstellen, bleibt die Gemeinde einer der Gewinner der Transaktion. Den größten Anteil am „Steuerkuchen“ erhalten jedoch nicht die Gemeinde sondern der US-Investor und die große Anzahl an Transaktionsindustrieunternehmen (siehe Abb.2). Nach Schätzungen von Rügemer (2004) beträgt die Rendite für Investoren ab einer Mindesteinlage von 5 Millionen Dollar 10% jährlich. Die Gesamtrendite des US-Investors kumuliert sich nach Ende der Laufzeit auf etwa 300% des Transaktionsvolumen (zum Vergleich: der Barwertvorteil der Gemeinde beläuft sich auf etwa 3-6% des Transaktionsvolumens). Der Investorengewinn entsteht aus drei Quellen: jährliche Steuerabschreibungen, steuerliche Anrechnung der für die aufgenommenen Darlehen

gezahlten Zinsen und dem Preis den die Kommune nach ca. 30 Jahren im Rahmen der Kaufoption an den Investor zahlen muss. Damit erweist sich die scheinbar als Hauptgewinner aus dem CBL-Vertrag hervorgehende Gemeinde als ein Vehikel für die US-Finanzindustrie eine Umverteilung zu ihren Gunsten durchzusetzen. Global betrachtet wird damit einerseits von unten nach oben umverteilt, wenn man davon ausgeht, dass die US-Steuerzahler ein niedrigeres Durchschnittseinkommen als US-CBL-Investoren haben; ebenfalls findet eine Umverteilung vom öffentlichen in den privaten Sektor statt (Palley 2008), genauer gesagt vom öffentlichen Sektor in den Finanzsektor; eine relativ kleine Umverteilung findet auch zwischen den öffentlichen Sektoren in den USA und Europa statt: US-Steuer Gelder fließen europäischen Kommunen ohne irgendeine Gegenleistung zu.

Allokative Konsequenzen ergeben sich unmittelbar aus der eben dargestellten Distribution der Steuergewinne. Theoretisch kann eine Verschlingung des öffentlichen Sektors, in diesem Fall durch eine Abzweigung von Steuergeldern, zusätzliche Wachstumseffekte produzieren. Dieser nicht-lineare Zusammenhang wird in der sog. Armey-Kurve formalisiert dargestellt. Geht man jedoch davon aus, dass der Finanzsektor nach postkeynesiansicher Lesart sowie er in den letzten Jahrzehnten institutionalisiert wurde, eher wachstumsfeindlich und krisenförderlich wirkt (Stockhammer 2004; Schulmeister 2007), so bewirkt eine zusätzliche Umverteilung zu diesem Sektor auch einen zusätzlichen Stagnationseffekt. Unter der plausiblen Annahme einer niedrigeren Konsum- und Investitionsneigung von institutionellen und privaten Finanzinvestoren im Vergleich zum öffentlichen Sektor, kommt es zusätzlich zu gesamtwirtschaftlichen Nachfrageausfallseffekten. Treffend merkt der österreichische Rechnungshof an: „Volkswirtschaftlich gesehen fallen erhebliche Transaktionskosten an, ohne wirtschaftlich einen Mehrwert zu erzielen“ (Rechnungshof 2004, S.28). Damit stellen CBL-Transaktionen geradezu einen Idealtypus neoliberaler Ökonomie dar: „The main substantive achievement of neoliberalization, however, has been to redistribute, rather than generate, wealth and income“ (Harvey 2007).

## 4 Warum kam es zu CBL-Transaktionen?

Nachdem das Ausmaß von CBL-Verträgen dargestellt wurde, stellt sich die Frage, wie dieses Niveau

an CBL-Aktivitäten erklärt werden kann. Dafür bietet sich eine getrennte Analyse der Angebotsseite und der Nachfrageseite am Markt für CBL-Verträge an. Die Angebotsseite wird durch US-Investoren dargestellt, die Nachfrageseite besteht aus Kommunen, öffentlichen und semiöffentlichen Unternehmen. Einschränkend soll hier darauf hingewiesen werden, dass die hier vorgenommene Aufteilung in Angebotsseite und Nachfrageseite zumindest in einigen Fällen problematisch ist. So zeigen Verlaufsformen auch etwa folgende Muster: Arrangeure erarbeiten zusammen mit Kommunen, Anwälten und Wertgutachern ein vermietbares Anlageobjekt und suchen dafür am amerikanischen Investorenmarkt („road show“) nach potenziellen Investoren (Kanduth 2001). Hier wäre der Markt möglicherweise anders zu konzeptualisieren: Kommunen bieten CBL-gängige Leasingobjekte an, und amerikanische Investoren fragen diese nach.

#### 4.1 Anbieter von CBL-Verträgen

Die Anbieter von CBL-Verträgen sind in den meisten Fällen institutionelle Investoren wie Banken oder Versicherungen, fallweise auch Industrieunternehmen. Die Tatsache, dass diese Unternehmen sich zunehmend neue Geschäftsfelder erschließen, ist vor dem Hintergrund eines Wandels des kapitalistischen Systems zu verstehen (Palley 2008). Der Wandel vom Realkapitalismus der Nachkriegsjahrzehnte hin zum Finanzkapitalismus seit etwa 1970 bzw. 1980 brachte eine Reihe von Veränderungen mit sich, welche Finanzinvestitionen gegenüber Realinvestitionen begünstigten. In einem weiteren Sinne müssen auch CBL-Geschäfte als Finanzinvestition geschaffen werden, insbesondere teilen sie mit diesen das häufig auftretende Merkmal des Nullsummenspiels (Schulmeister 2007). Dieser Paradigmenwechsel wurde durch die Anhäufung großer Kapitalsummen in den Kassen der Finanzinvestoren einerseits ermöglicht und andererseits akzeleriert. Als wesentliche Ursachen für diese Kapitalkonzentration gelten nach Huffs Schmid (2008) drei Entwicklungen: Erstens kam es seit den 1970er Jahren zu einer Umverteilung von Einkommen und Vermögen von „unten nach oben“ (personell) bzw. von „Arbeit zu Kapital“ (funktionell). Da die steigenden Gewinnquoten jedoch nicht den Weg in zunehmende Realinvestitionen fanden, erhöhte sich die „Spekulationskasse“ (Keynes) für Finanzinvestitionen. Zweitens führte die zunehmende Privatisierung der Altersvorsorge und die dadurch anwachsenden und anzulegenden Kapitalsummen der Pensionsfonds zu einer weiteren Zunahme der Finanzanlagen. Drittens schließlich

schufen Deregulierung und Liberalisierung der Finanzmärkte den ordnungspolitischen Rahmen und größere Märkte für das Finanzkapital.

Als Konsequenz dieser außergewöhnlichen Finanzkapitalakkumulation und Kapitalkonzentration wandelten sich die Knappheitsverhältnisse am globalen Kapitalmarkt; die Marktrelationen drehten vom Nachfrageüberhang zum Angebotsüberhang. Nicht mehr das Kapital ist knapp relativ zu den Realinvestitionsprojekten sondern die Finanzinvestitionsprojekte sind knapp relativ zum anlagesuchenden Finanzkapital (Huffs Schmid 2008). Um den Engpassfaktor Anlagemöglichkeiten zu überwinden, kam es zur Erschließung stetig neuer Anlageobjekte. Von besonderer Bedeutung wurde damit auch die Frage der Verfügungs- bzw. Eigentumsrechte, denn der Erwerb privater Eigentumsrechte stellt die notwendige Bedingung zur Erzielung und Abschöpfung von Profit dar. Da in den neu erschlossenen Anlagefeldern oftmals aber noch keine klaren bzw. privaten verfügungsrechtlichen Rechtstitel bestanden, mussten diese erst definiert und durchgesetzt werden. Ein Aspekt dieser Neuordnung der Verfügungsrechte wird unter dem Schlagwort Privatisierung diskutiert. Der Kernbereich, welcher einer Privatisierungswelle seit mittlerweile einigen Jahrzehnten ausgesetzt ist, bezieht sich auf vormals primär vom öffentlichen Sektor angebotene öffentliche Güter. „The dispossession and valorisation of public property was a decisive element in opening new investment possibilities for excess capital and private enrichment“ (Candeias, Rilling, Weise 2008).

Öffentliche Güter im klassischen Sinne sind ein Fall von Marktversagen; es finden sich keine privaten Anbieter, welche bereit wären, diese Güter in ausreichender Menge und entsprechender Qualität bereitzustellen. Da jedoch die Wohlfahrt der Bürger durch das Angebot dieser Güter signifikant gesteigert werden kann, erscheint ein Angebot durch den öffentlichen Sektor als sinnvoll. Dieser früher meist mehr oder weniger unbestrittene Zusammenhang ist mittlerweile vielfach in Frage gestellt worden. Technologischer und ideologischer Wandel haben dazu beigetragen, dass der Kernbestandteil öffentlicher Güter zusammenschrumpfte bzw. die Bereitstellung durch den Staat abgelöst wurde durch private Anbieter, welche tatsächliche oder vorgebliche Effizienzvorteile an den dadurch bessergestellten Konsumenten weitergeben würden (Matzner 2000; Bartel 2007). Für den privaten Investor lohnt sich der Einstieg in die Produktion öffentlicher Güter freilich nur dann, wenn dies seinen risikogewichteten Renditeerwartungen sowie größere bzw. mindestens gleiche Ren-

diten wie alternative Investments ermöglicht. Trotz aller technologischer Veränderungen ist die Erzielung einer entsprechenden Rendite mit einem vormals unrentablen Investitionsobjekt nicht unproblematisch: Entweder müssen radikale Restrukturierungen vorgenommen werden, welche einerseits durch die Vorgaben staatlicher Regulatoren oder zivilen Protests restringiert werden, oder aber es lassen sich trotz aller Hebungen von Effizienzreserven tatsächlich keine Renditen erzielen, da die Marktnachfrage nicht die erwartete Zahlungsfähigkeit und/oder Zahlungsbereitschaft bietet (Engartner 2007). Die entscheidende Pointe aus der Sicht der Investoren liegt darin, dass all diese Friktionen bei CBL-Transaktionen zum Großteil umgangen werden können. CBL ermöglicht die Erzielung einer Rendite mit öffentlichen Gütern ohne dass eine unmittelbare Umgestaltung der Infrastruktur, Arbeitsverhältnisse oder Tarife stattfinden müssen. Auch Güter die niemals als „profit center“ eines privaten Investors überleben würden, können so dem privaten Kapital als Quelle des Profits dienen. Beim CBL kommt es alleine auf einen möglichst hohen Vermögenswert des Investitionsobjekts an, und der ist bei öffentlichen Gütern bzw. öffentlicher Infrastruktur oftmals gegeben. Somit werden unrentable oder nur umständlich verwertbare öffentliche Güter alleine aufgrund deren Funktion als Vermögensgegenstand durch die Ausnutzung territorial differenzierter steuerlicher Regulation zu einer neuen Quelle privaten (und öffentlichen) Profits (Altwater 2003). Neue Anlagestrategien sowie neue Anlageklassen wurden dadurch dem anlagesuchendem Kapital erschlossen.

### 4.2 Nachfrager nach CBL-Verträgen

Traditionell erfolgt die Finanzierung von gebietskörperschaftlichen Ausgaben welche nicht mittels regelmäßiger Einnahmen (Steuern, Gebühren, Beiträge) bestritten werden konnte, durch Kreditaufnahme der öffentlichen Haushalte über Schuldscheindarlehen (gilt v.a. für Kommunen), Kassenobligationen, Anleihen und Geldmarktverschuldung (Nowotny, Zagler 2009). Die Belastungen die sich daraus ergeben entstehen einerseits durch eine interpersonelle Umverteilung (Staatsanleihenbesitzer erhalten Zinszahlungen aus den Steuerzahlungen der Allgemeinheit), eine internationale Umverteilung (Abfluss von Steuergeldern als Zinszahlungen an ausländische Gläubiger) sowie eine mögliche Finanzierungslast die sich aus der öffentlichen Produktion von Gütern ergeben kann, wenn das Wohlfahrtsniveau durch diese Güterbereitstellung relativ zu alternativen Verwendungen der gleichen Mittel nicht gestei-

gert wird (Fehlallokation von Ressourcen) (Bartel 2008).

Eines der wesentlichen Merkmale der fiskalpolitischen Zeitgeschichte des letzten Jahrzehnts besteht in einer Zunahme des Einsatzes alternativer Finanzierungsinstrumente auf Seiten der Kommunen und öffentlichen Unternehmen. Vor diesem Hintergrund erscheinen CBL-Geschäfte lediglich als eine spezifische Variante in den Bemühungen der Jurisdiktionen, zusätzliche Einnahmen durch Erschließung neuer Finanzierungsquellen zu erzielen. Da diese alternativen und im Vergleich zu den traditionellen Finanzierungstypen riskanteren Finanzierungsformen ausnahmslos über Finanzmärkte organisiert werden, entsteht eine verstärkte Abhängigkeit des öffentlichen Sektors von den Entwicklungen am Finanzmarkt. Besonders deutlich wird dies in Krisenzeiten. Freilich existieren diese Verluste zum Teil nur als Buchwertverluste und einige Kommunen bzw. öffentliche Unternehmen schafften es mit Gewinn rechtzeitig aus den riskanten Geschäften auszusteigen. Fallbeispiele aus europäischen Staaten dokumentieren diesen Wandel im kommunalen Finanzierungsparadigma.

Österreich: In Summe ist nach Schätzungen von Gemeindebundpräsident Helmut Mödlhammer mit 50 Millionen Euro Verluste auf Gemeindeebene aufgrund missglückten spekulativen Finanzmarktgeschäften zu rechnen (Die Presse vom 16.12.2008). Traurige Berühmtheit erlangte die steirische Gemeinde Hartberg, welche 40 Millionen Euro aus den Verkaufserlösen der gemeindeeigenen Sparkasse in zum Teil hochriskante Finanzprodukte investierte und damit über zwei Millionen Euro verspekulierte (Die Zeit vom 11.12.2008). Neben einer Zunahme von kommunalen Fremdwährungskrediten (Kommunalkredit 2005), Zins-Swap Geschäften (zwischen 70-90 niederösterreichische Gemeinden haben dadurch ausgelöste Buchverluste erlitten (Die Presse vom 4.12.2008)) und Veranlagung in Hedge-Fonds und Immobilienfonds (das Land Niederösterreich hat mit einer aus Wohnbaugeldern stammenden Portfolio in der Höhe von über 4 Mrd. Euro einen Buchwertverlust von 750 Mio. Euro eingefahren (Die Presse vom 19.12.2008)) sind vor allem von der Stadtgemeinde Wien so genannte Cross-Border-Leasing Geschäfte vermehrt zur Finanzierung herangezogen worden.

Deutschland: In Deutschland wurden „Zinswetten, Währungsgeschäfte und internationale Steuertricks vielerorts zum Alltag kommunaler Schuldenmanager“ (Höhm 2009). Besonders häufig kam es zum Abschluss so genannter CMS-Spread-Ladder

Swaps, die in der Regel von der Deutschen Bank als günstige Möglichkeit zur Fremdkapitalaufnahme angeboten wurden. Diese Geschäfte verliefen für viele Kommunen ungünstig, da die zugrundeliegende Spekulation auf die Entwicklung der Zinsstrukturkurve (Zinsabstand zwischen Zehn- und Zweijahreszins) eine unerwartete Inversion (Abstand zwischen lang- und kurzfristigen Zinsen war ungewöhnlich gering und zum Teil negativ) zeigte (FAZ vom 31.8.2007). In Nordrhein-Westfalen wettete fast die Hälfte der knapp 400 Gemeinden auf die Zinsentwicklung. Die Verluste betragen dabei je nach Gemeinde zwischen 0,1 bis 27 Millionen Euro. Nach Angaben des Steuerzahlerbundes konnten 93 Gemeinden Gewinne verzeichnen, wobei keine Gemeinde Angaben über deren Höhe machte (FTD vom 2.2.2009).

England: Die Senkung der Leitzinsen der Bank of England führte zu einer starken Zunahme von mit Fremdkapital finanzierten Finanzmarktinvestitionen der englischen Gebietskörperschaften. Z.B. wurden von Essex County täglich durchschnittlich 440 Millionen Euro veranlagt, was angesichts der niedrigen Fremdkapitalkosten einen hohen Leverage-Effekt ermöglichte. Ähnliche Entwicklungen gab es auch in Österreich, weswegen nunmehr ein Verbot von Veranlagungen von Fremdkapital auf Finanzmärkten für die Gemeinden kommen soll (Die Presse vom 16.12.2008). Eine andere Quelle der Verluste englischer Gemeinden entstand durch die Veranlagung von überschüssiger Liquidität in isländischen Banken. Rund 800 Millionen Pfund gingen dadurch für öffentliche Investitionen und Staatskonsum verloren. „Councils acted without due regard to the risks involved(...)“ (The Economist vom 11.4.2009).

Norwegen: Eine Gruppe von Gemeinden rund um die Stadt Narvik investierte 78 Millionen Dollar aus den Erträgen einer kommunalen Wasserkraftanlage in Residential Mortgage-backed Securites (RMBS). Ziel des Investments war es zusätzliche Einnahmen für eine neue Schule, ein Pflegeheim und zusätzliche Kinderbetreuungseinrichtungen zu lukrieren. Im Zuge der Krise verloren die Gemeinden beinahe das gesamte Investitionsvolumen und mussten - angesichts einer ausbleibenden Staatshilfe - massive Ausgabenkürzungen vornehmen. Einige kleinere Schulen wurden ebenso geschlossen wie die Zahlungen für Altenpflege und öffentlich Bedienstete massiv eingeschränkt. Die Kommunen wurden beim Kauf der RMBS von einem in Oslo ansässigen Finanzunternehmen beraten, welches angeblich keine ausreichende Beratung über das erworbene Finanzprodukt gab. Nach Angaben von Kommunalpolitikern,

glaubten die meisten ihr Geld sei in risikoarmen norwegischen Fonds investiert gewesen. „Unfortunately Narvik is not the exception as municipalities around the world had invested in RMBS or the financial institutions that went down in this crisis such as the American Lehman Brothers or the Icelandic Landsbanki“ (Aalbers 2009, S.36).

Es ist zu fragen, welche Ursachen dazu führten, dass Gebietskörperschaften und öffentliche Unternehmen nicht mehr traditionelle und risikoarme Finanzierungsinstrumente einsetzen, sondern zunehmend alternative und risikoreiche Wege der Einnahmengenerierung wählen. Im Wesentlichen bieten sich zwei Hypothesen an, die mit jeweils verschiedenen theoretischen Positionen verknüpft sind: Einer „Budgetmaximierungshypothese“ steht die „Hypothese der fiskalischen Krise“ gegenüber.

#### 4.2.1 Budgetmaximierungshypothese

Geht man davon aus, dass Jurisdiktionen ihre Einnahmen durch alternative Investments bzw. Transaktionen steigern können, entsteht die Frage, warum die Regierung bzw. Verwaltung an solch einer Budgetexpansion interessiert sind. Eine Antwort darauf lässt sich einerseits mittels der Public-Choice Theorie und andererseits mittels Standortwettbewerbstheorie geben.

Die Public-Choice Theorie oder Neue Politische Ökonomie (NPÖ) modelliert die Akteure des öffentlichen Sektors analog zu jenen des privaten Sektors: als egoistische *homines oeconomici*. Vorteil dieser Theorie ist es, relativ einfache Deutungsmuster zu liefern, etwa wenn es in der deutschen Wochenzeitung „Die Zeit“ in Bezug auf die Zunahme von CBL-Transaktionen durch Kommunen schlichtweg heißt: „Die Gier erfasste kleine wie große Städte, reiche wie arme“ (Die Zeit vom 12.3.2009). Diese Theorie-revolution schaffte den Staat als benevolenten Diktator ab und führte zu einer eigenen Theorie des Staatsversagens, welches stets dann eintritt, wenn das simultane Verfolgen des „Eigenwohls“ des politischen Akteurs und des „Gemeinwohls“ Opportunitätskosten produziert; die Präferenzen der Bürger werden dann nur suboptimal in politischen Entscheidungsprozessen berücksichtigt. Gemäß der Verhaltensannahmen der Public-Choice Theorie verfolgen Politiker Stimmenmaximierung während die Bürokratie Budgetmaximierung anstrebt (Postlepp, Blume 2005). Dabei wird unterstellt, dass Status und Karrierechancen der Bürokraten positiv mit der Größe des verwalteten Budgets korrelieren (Nowotny, Zagger 2009). Die Folge ist eine unproduktive Ausga-

benmaximierung durch die Bürokratie, ermöglicht aufgrund einer sog. internen Principal-Agent Beziehung zwischen Politikern und Bürokraten und der zugrundeliegenden asymmetrischen Information über Minimal-kostenkombinationen der Produktion öffentlicher Güter (Heise 2005).

Aus der Sicht der Standortwettbewerbstheorie, welche die Public-Choice Annahmen unter dem Stichwort vom Staat als Leviathan anwendet, wird die Rationalität von CBL-Transaktionen insofern deutlich, als sie aufzeigt, wie derartige Geschäfte das Nutzenniveau der Regierenden steigern, ohne gleichzeitig jenes der Bürger zu reduzieren. Der Zusammenhang von Steuereinnahmen und der Bereitstellung öffentlicher Güter wird partiell entkoppelt; Einnahmen aus CBL-Geschäften können aus der Sicht von Kommunalpolitikern, Managern öffentlicher Unternehmen und den betroffenen Bürgern als „manna from heaven“ interpretiert werden. In der Standortwettbewerbstheorie kommt es in „optimistischen“ Szenarien in der Tradition von Tiebout (Tiebout 1956; Berthold, Fricke 2004) zu einer tendenziellen Aufhebung des von der Public-Choice Theorie unterstellten trade-off von Eigenwohl und Gemeinwohl. Freilich trifft diese im Folgenden zu zeigende Variante aber nur dann zu, wenn der Jurisdiktion aus dem CBL-Geschäft tatsächlich ein positiver Barwertvorteil verbleibt. Die Nutzenfunktion des Politikers stellt sich in herkömmlichen Standortwettbewerbsmodellen und den Annahmen rationaler, nutzenmaximierender Nachfragebürger mit gleichen Präferenzen folgendermaßen dar (Sauerland 2000, Reiner 2008):

$$(1) \quad U_{S1} = f(PG, T, Z)$$

Dabei bezeichnet  $U_S$  den Nutzen der Regierung der Anbieterjurisdiktion Region 1;  $PG$  kennzeichnet die Menge an angebotenen öffentlichen Gütern;  $T$  ist die Höhe der Steuern und der durch traditionelle Formen der Schuldenaufnahme den öffentlichen Haushalten zufließendem Fremdkapital;  $Z$  bezeichnet jenen Steueranteil, der über der notwendigen Steuerhöhe gemäß der Minimalkostenkombination liegt und den Regierenden als disponible Finanzmasse für eigennutzorientierte Aktivitäten zur Verfügung steht. Wegen der entsprechenden Auswirkungen der unabhängigen Variablen von  $U_S$  auf die Nachfrage-Bürger ( $UD$ ) ergeben sich folgende Grenznutzenkonstellationen:

$$(2) \quad \frac{\partial U_{S1}}{\partial PG} > 0 \text{ und } \frac{\partial U_{S1}}{\partial T} < 0 \text{ und } \frac{\partial U_{S1}}{\partial Z} > 0$$

Dabei gilt

$$(3) \quad \left| \frac{\partial U_{S1}}{\partial Z} \right| > \left| \frac{\partial U_{S1}}{\partial T} \right|$$

Durch die Erschließung additionaler alternativer Einnahmequellen (z.B. durch Cross-Border Geschäfte) ergibt sich für eine ansonsten genau äquivalente Region 2 ( $PG_1=PG_2$ ;  $T_1=T_2$ ;  $Z_1=Z_2$ ) zunächst eine modifizierte Nutzenfunktion  $U_{S2}$  mit der zusätzlichen Variable  $R_{CBL}$  (Revenue), welche für die Einnahmen des Staates aus CBL steht, wobei auch Kapitaleinkommen aus Finanzeinkünften ähnliche Effekte nach sich ziehen:

$$(4) \quad U_{S2} = f(PG, T, R_{CBL}, Z)$$

Dabei gilt

$$(5) \quad \frac{\partial U_{S2}}{\partial R_{CBL}} > 0 \text{ und wegen } U_S \neq U_D \quad \frac{\partial U_{S2}}{\partial R_{CBL}} > \frac{\partial U_{S2}}{\partial Z} \text{ sowie vor allem } \frac{\partial U_{D2}}{\partial R_{CBL}} > 0$$

Angenommen zwischen Region 1 und Region 2 besteht keine Faktormobilität. Standortarbitrage ist aufgrund von Mobilitätsbarrieren verunmöglicht (Siebert 2006). Für Region 1 gilt  $R_{CBL}=0$  während bei Region 2 gilt  $R_{CBL}>0$ . Es ergeben sich je nach Annahme zwei Varianten des interregionalen Nutzenvergleichs:

$$(6) \quad \text{Wenn } Z_1 = Z_2 \text{ gilt } U_{S1} < U_{S2} \text{ weil } \frac{\partial PG}{\partial R_{CBL}} > 0 \Rightarrow PG_1 < PG_2$$

$$(7) \quad \text{Wenn } Z_1 \neq Z_2 \text{ weil } U_{S2} = f(PG, T, PG, (Z_2 - R_{CBL})) \text{ gilt } U_{S1} < U_{S2} \\ \text{weil } \frac{\partial U_{S2}}{\partial (Z_2 - R_{CBL})} < \frac{\partial U_{S1}}{\partial Z_1}$$

Im Fall von Faktormobilität und der Annahme hinreichend niedriger Mobilitätskosten und dem dadurch induzierten Standortwettbewerb wandern die mobilen Faktoren in jene Jurisdiktion, welche ihren Nutzen maximiert. Zunächst kommt es durch „expenditure competition“ (Wilson 1999) zu einer Konvergenz von  $Z$  gegen 0. Da das Nutzenniveau in Region 2 jedenfalls höher ist, weil entweder  $T$  kleiner oder  $PG$  größer ist, wandern alle Faktoren bis auf die immobilien Faktoren ab; es kommt zur Bildung von Zentrum und Peripherie (Krugman 1993), Region 1 wird Peripherie, Region 2 Zentrum. Dadurch kommt es unter Annahme externer Effekte in Region 1 zu einem modellhaft vereinfacht dargestellten Prozess kumulativer Schrumpfung wobei gilt  $L$ =Arbeit und  $C$ =Kapital:

$$(8) \quad L_{t1} \downarrow, C_{t1} \downarrow \Rightarrow T_1 \downarrow \Rightarrow PG_{t1} \downarrow \Rightarrow L_{t2} \downarrow, C_{t1} \downarrow \Rightarrow T_{t2} \downarrow \text{ etc.}$$

Um diese Peripherisierung aufgrund der Standortkonkurrenz zu verhindern, bleibt der Regierung von R1 gar nichts anderes übrig, als ebenfalls Einnahmen aus CBL-Geschäften zu erzielen, um somit beim Angebot an öffentlichen Gütern oder bei den niedrigeren Steuersätzen mitzuhalten. Damit führt alleine der auf den öffentlichen Sektor z.B. im Rahmen des Wettbewerbsföderalismus übertragene Konkurrenzmechanismus zu einer Zunahme von CBL Geschäften auf der Ebene der miteinander im Wettbewerb stehenden Jurisdiktionen. Der „Standortmarkt“ (Bökemann 1982) weist damit äquivalente Handlungsfreiheiten und Zwänge wie Gütermärkte auf: „Welche Freiheit gewährt der Markt? Vor allem die Freiheit des ‚Pioniers‘: Wer den ersten Schritt macht ist frei, der kann die Handlungsspielräume des Marktes nutzen (...). Der [Finanz-]Innovator ist frei, die anderen sind Knechte; sie unterliegen den Marktzwängen und müssen mitziehen, wenn sie nicht untergehen wollen“ (Willke 2006); oder in den Worten von David Harvey (2007, S.87) mit explizitem Bezug zu Standortwettbewerb „Successful states or regions put pressure an everyone else to follow their lead.“

Wenngleich diese vereinfachte und auf rigorosen Annahmen beruhende Argumentation der Standortwettbewerbstheorie nur beschränkte Erklärungskraft besitzt und insbesondere ideologische Fragen über das Verhältnis von öffentlichem und privatem Sektor unberücksichtigt lässt (Engartner 2007), so besitzt sie den Vorteil, dynamische Effekte strategischer Interdependenz zu veranschaulichen. Einnahmen aus CBL-Geschäften müssen hinreichend groß sein, um eine derartige Dynamik in Gang zu setzen. Dies wird vermutlich nur in seltenen Fällen zutreffen, jedoch soll hier nochmals darauf hingewiesen werden, dass Einnahmen aus Finanzinvestitionen ähnliche Effekte nach sich ziehen. Summiert man alle Einnahmen aus solchen alternativen Einnahmequellen auf, so ergeben sich durchaus potentiell bedeutende Einnahmen welche die erforderliche kritische Schwelle, die insbesondere durch pekuniäre und soziale Standortverlagerungskosten determiniert ist, überschreiten können.

### 4.2.2 Hypothese der fiskalischen Krise

Aus postkeynesianischer (Schulmeister 2007, Bofinger 2008), marxistischer (Harvey 2007) und finanzsoziologischer (Hickel 1976) Perspektive lässt sich das Auftreten kommunaler fiskalischer Krisen als Ausgangspunkt von CBL-Geschäften bestimmen. Diese Krisen induziert einen Suchprozess zu deren Lösung, der zur Erschließung alternativer Einnahmequellen führt, sofern weitere Ausgabenkürzungen politisch nicht mehr opportun sind. Eine dieser neuen Einnahmequellen bieten CBL-Geschäfte an. Diese Hypothese wirft zwecks Abgrenzung von der Budgetmaximierungshypothese jedoch das Problem auf, wie man den Tatbestand einer fiskalischen Krise deutet. Aus Sicht der Public-Choice Theorie neigen Bürokraten zur Ausdehnung des Budgets und provozieren so fiskalische Ungleichgewichte. Vom Standpunkt jener Theorien, welche das Argument der fiskalischen Krise anführen, werden diese Krisen gänzlich anders gedeutet: „Die budgetäre Entwicklung deutet darauf hin, dass erst durch eine Verknappung der Einnahmen Finanzierungsprobleme in diesen Bereichen produziert worden sind“ (Jäger, Tomassovits 2004).

Zentraler Ausgangspunkt der Argumentation ist ein Wandel von keynesianischer Regional- und Kommunalpolitik hin zu neoliberaler Regional- und Kommunalpolitik. Für die Unternehmen im staatsnahen Sektor spiegelt sich der Wandel in Privatisierung und Shareholder-Value-Orientierung wieder. Dieser politische Wandel führte zu „finanziellen

Beschränkungen und die Verabschiedung von vielen, vormals kommunalen Aufgaben, sowohl im sozialen als auch in der räumlichen Planung (...)“ (Heeg, Rosol 2008, S.491). In der kritischen politökonomischen Literatur gelten diese Krisen als Produkte intendierten Handelns politischer und ökonomischer Akteure zwecks Durchsetzung neoliberaler Strategien. David Harvey (2007) nennt diesbezüglich die Fiskalkrise der Stadt New York in den 1970er Jahren als Epizentrum neoliberaler Politik in den Industriestaaten, nachdem kurz zuvor in Chile ähnliche Rezepte gewaltsam auf nationalstaatlicher Ebene durchgesetzt wurden. New York erlebte so wie viele andere amerikanische Städte eine „urban crisis“ v.a. der Stadtzentren als Ergebnis von Deindustrialisierung und Suburbanisierung. Die Stadt New York versuchte dieser Krise durch keynesianische Maßnahmen (z.B. öffentliche Beschäftigungsprogramme) beizukommen. Finanziert wurden diese Programme durch kommunales deficit spending unter Beteiligung der nationalen Staatsebene. Nachdem Präsident Nixon jedoch selbst mit zunehmenden fiskalischen Engpässen zu kämpfen hatte, versiegte die externe Unterstützung für die Kommune New York. Dies führte zu zunehmender Verschuldung. Als 1975 eine umfangreiche Refinanzierung notwendig wurde, versagte ein Bankenkonsortium unter Führung der Citigroup die Unterstützung und verursachte damit den finanztechnischen Konkurs New Yorks. Der daran anschließende bail-out fand nur unter massiven Auflagen statt, welche in ihrer Struktur durchaus mit den Strukturanpassungsprogrammen des IMF (International Monetary Fund) vergleichbar sind. Die kommunale Budgetpolitik wurde einer externen Kontrolle unterzogen; Steuereinnahmen zunächst vor allem für die Befriedigung der Gläubigerinteressen verwendet, Sozial- und Beschäftigungsprogramme gekürzt und Gewerkschaften entmachtet. Ähnliche Muster zeigen sich auch in den kommunalen Finanzkrisen der Gegenwart. So stellte etwa die Stadt Hagen nach massiven Verlusten bei CBL-Geschäften und Zinswetten einen Schuldenmanager ein, welcher als erste Maßnahme Einsparungen bei Schulen, Sportanlagen und anderer öffentlicher Infrastruktur durchsetzte (Höhmman 2009).

Als mögliche Ursachen kommunaler Fiskalkrisen gelten Steuer- und Standortwettbewerb (Huffs Schmid 2005) mit Niveau- und Struktureffekt auf das Steueraufkommen, geringe Wachstumsraten und c.p. entsprechend geringes Steueraufkommen, budgetäre Restriktionen aus dem Stabilitäts- und Wachstumspakt, ein positives Zins-Wachstumsdifferenzial seit der monetaristischen Wende der Geldpolitik (Schul-

meister 2007) eine Ideologie des „less government is good government“ (Engartner 2007) sowie gleichzeitig steigende Ausgabenerfordernisse aufgrund des demographischen Wandels (Pflege), zunehmender sozialer Ungleichheit (Sozialhilfe) und veränderter Erwerbstätigkeit (Kindergärten) (Kommunalkredit 2008). All dies hat zu einer Redimensionierung im Sinne einer Schrumpfung und Fragmentierung des öffentlichen Sektors beigetragen (Schlager, Klatzer 2008) bei gleichzeitig gestiegenem Interventionsbedarf im Sinne einer proaktiven Politik zwecks Begleitung und Glättung des beschleunigten Strukturwandels (Eckey 2008). Damit entsteht eine Interessenskoalition zwischen Investoren und Kommunen, zwischen Anbietern und Nachfragern von CBL-Verträgen: „(...) on the side of the government there is the desire to alleviate burdens on the public budget: to raise money through the sale [or cross-border leasing] of public property or to save money by contracting out public service provision. On the side of private firms it is in their interest to open up new opportunities for investment – in a general economic environment where their liquidity is high but where investment opportunities are low (Huffschnid 2005, S.65; vgl. auch Altvater 2003; Danielzyk, Dittmeier, 2002).

Ein möglicher Hinweis auf die Richtigkeit der Hypothese der fiskalischen Krise ergibt sich aus der Tatsache, dass Deutschlands Kommunen relativ mehr CBL-Transaktionen durchführten und gleichzeitig durch massivere budgetäre Zwänge im Vergleich zu den österreichischen Kommunen gekennzeichnet sind (Jäger, Tomassovits 2004; Bofinger 2003; vgl. auch Abb.3). In der Zeitschrift „Das Parlament“ wurde in einem Artikel von 2005 mit dem bezeichnenden Titel „Vom schwierigen Leben auf Pump“ das Schuldenmanagement der Stadt Düsseldorf als vorbildlich dargestellt. Als eine innovative Strategie den kommunalen Schulden beizukommen wird dort auch auf CBL-Geschäfte hingewiesen, in deren Rahmen Dortmund öffentliche Infrastruktur im Wert von zwei Milliarden Euro einbrachte (Haake 2005).

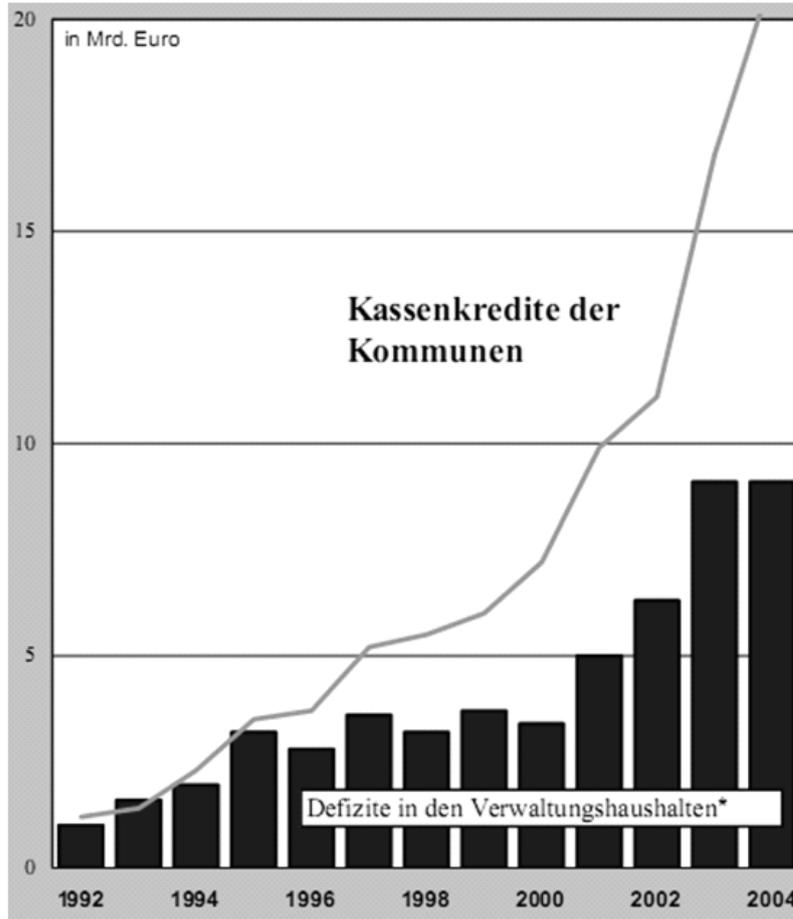
Ein zusätzlicher Aspekt der Verschuldung deutscher Kommunen und Länder entsteht in Folge von Forderungen nach einem Abbau interregionaler Transfers sowie einer stärkeren Akzentuierung eines kompetitiven Föderalismus zulasten des bislang praktizierten kooperativen Föderalismus (Postlep, Blume 2005; Berthold, Fricke 2004). Bofinger (2008) warnt davor, diese im Rahmen der so genannten Föderalismusreform II geplanten Verfassungsänderungen tatsächlich implementieren, da eine weitere Dezentrali-

sierung der Steuerhoheit die Defizite weiter verschärfen würde aufgrund eines innerdeutschen Steuererhebungswettlauf. Der regional- und kommunalpolitische Diskurs wird bestimmt von Schuldenbegrenzungsmaßnahmen. Angesichts steigender Schulden der neuen Bundesländer trotz zusätzlicher Solidarmittel und deren Antrag auf Feststellung von Haushaltsnotlage zwecks Teilentschuldung vor dem Bundesverfassungsgericht forderte Lammers (2006) gerade solche bail-outs nicht in Aussicht zu stellen, da sie nichts anderes als einen „moral-hazard“-Effekt (Bowles 2004) hinsichtlich weiterer Verschuldung provozieren würden. Auch der norwegische Staat entschied sich gegen den bail-out von Kommunen, welche im Zuge der Finanzmarktkrise durch riskante Finanzmarktinvestitionen in eine fiskalische Krisen geraten sind (Aalbers 2009).

Auch für die österreichischen Gemeinden entstand in den letzten Jahren eine zunehmende Schere zwischen den steigenden Ansprüchen der Bürger und knapperen Ressourcen auf der anderen Seite (Drimmel 2002). Die „freie Finanzspitze“ als Maßzahl für den budgetären Handlungsspielraum der Gemeinden zeigt ebenso wie das Investitionsvolumen einen kontinuierlichen Abwärtstrend für die letzten zwei Jahrzehnte (Abbildung 3). In diesem Sinne bietet sich CBL an, um freie Finanzmittel z.B. für Infrastrukturinvestitionen zu gewinnen. Verstärkte Finanzierung aus der Liquidierung und Privatisierung kommunalen Vermögens sowie erhöhte Fremdfinanzierung sind Hinweise auf eine auch in Österreich angespannte finanzielle Situation der Gemeinden (Lengauer 2005; Kostal 2008).

Abbildung 3: Defizitäre städtische Verwaltungshaushalte

dem demokratisch legitimierten und kontrollierten Gemeindebudget (Jäger, Tomassovits 2004).



Ginsbach 2007

Die Gemeinde Wien spiegelt diese generellen, wenn gleich lokal und regional (z.B. Ost-Westgefälle) sehr unterschiedlichen Entwicklungen der finanziellen Situation wieder. Seit 1995 ging die lokalstaatliche Abgabenquote um 15% zurück, während sich die Zuflüsse aus Bundesmitteln seit über zwei Jahrzehnten stetig verringern. Als Ausweg wählte die Stadtregierung eine massive Anhebung der Gebühren, was durch regressive Effekte fragwürdige Verteilungseffekte zeitigt. Unter anderem, um bei der Erstellung des Maastricht-Budgets Spielräume zu erschließen, kam es zur Auslagerung zentraler Daseinsgrundfunktionen aus dem unmittelbaren Einflussbereich der Gemeindepolitik. Komplizierte Holdingstrukturen sind Ergebnis von Ausgliederungen von z.B. der Wiener Verkehrsbetriebe oder Wiener Wohnen aus

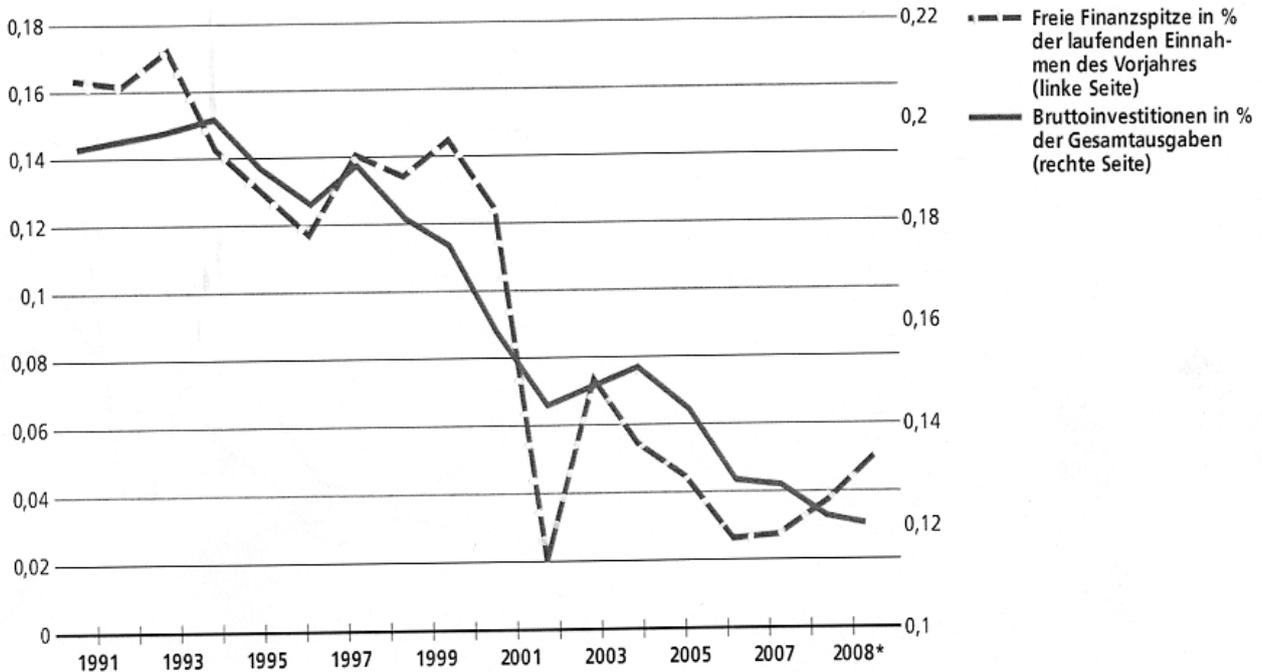
### 5 CBL in der Weltwirtschaftskrise

Während die Gesamtsituation sowohl durch die Krise selbst, als auch durch die für CBL typische Diskretion einigermaßen schwer zu überblicken ist, zeigen sich einige Muster, welche dazu beitragen, die ursprüngliche US-Sub prime-Krise in österreichische und deutsche Kommunen zu übertragen. Damit ist neben dem internationalen Konjunkturverbund ein spezifischer „Finanzverbund“ zur Krisendiffusion hinzugekommen, der öffentliche Haushalte prozyklisch belastet. Die Krise führt dazu, dass zahlreiche CBL-Verträge gekündigt werden. Die Initiative hierzu geht zum Teil von den US-Investoren aus. Diese werden dabei nicht nur durch die Krise selbst, sondern auch durch die Direktive des Internal Revenue Service an ca. 100 Investoren CBL-Verträge bis

31.12.2008 vorfristig zu beenden, unter Druck gesetzt.

macht deutlich, dass Banken und Versicherungen bei CBL von herausragender Bedeutung sind. Das durch die Krise verursachte Herabstufen der Bonitätsnoten dieser Finanzinstitute durch Ratingagenturen führt zu vertraglich festgelegten Folgen, welche je nach Fall auch zu Verlusten auf Seiten der Kommunen

Abbildung 4: Freie Finanzspitze und Bruttoinvestitionen in %



Kommunalkredit 2008

Da damit auch die Investoren mit Verlustgefahr konfrontiert sind, steht zu befürchten, dass diese nunmehr opportunistisch agieren und durch Vertragsverletzungsverfahren ihre Rendite zu retten versuchen könnten. Auf der anderen Seite versuchen auch Kommunen und staatsnahe Unternehmen aus den Verträgen auszusteigen, sei es aus politischer Opportunität, sei es aufgrund tatsächlicher Verlustgefahr oder um bereits anfallende Verluste zu begrenzen. In jedem Fall sind erneut die Anwälte am Wort, welche zuerst CBL-Verträge als „vollkommene Verträge“ anpriesen, aber nunmehr in der Lage sind, zahlreiche Lücken zum Ausstieg und/oder zu Erlangung von Schadensersatzansprüchen aufzuspüren. Anwalt Julian Roberts, Münchner Universitätsprofessor, bezeichnete CBL-Kontrakte etwa als „der reine Wilde Westen“ (FR vom 6.3.2009).

führen können. Versicherungen haben in CBL-Transaktionen mehrere, zum Teil unterschiedliche Funktionen. Erstens, die Leasingobjekte gegen Beschädigung oder Stillstand abzusichern, zweitens sollen sie gegen die Zahlungsunfähigkeit der Depotbanken absichern und drittens üben sie zum Teil selbst auch die Funktion einer Depotbank aus, um am Ende der Laufzeit des Untermietvertrags den Geldbetrag zur Wahrnehmung der Kaufoption bereitzustellen. Laut den üblichen CBL-Vereinbarungen müssen Kommunen bei Herabstufung der Ratings der beteiligten Depotbanken und Garantiegeber unter einem vertraglich vereinbarten kritischen Wert einen Wechsel hin zu oberhalb dieser Marke liegenden Organisationen vollziehen und/oder zusätzliche Sicherheiten einbringen. Damit ist ein weiteres Spekulationsmotiv (siehe Abschnitt 3.1) von CBL benannt: Die Spekulation auf langfristig konstante erstklassige Ratings der beteiligten Finanzinstitute. Eines der wichtigsten Institute zur Absicherung sowie als Depotbank war der amerikanische Versicherungskonzern AIG (ähnliches gilt z.B. auch für die Royal Bank of Scotland). Die Mehrzahl österreichischer und deutscher CBL-

Einer der bedeutenden Diffusionsmechanismen setzt an der Herabstufung der Ratings bei einigen zentralen Akteuren von CBL-Geschäften an. Abbildung 2

Transaktionen wurde mit AIG abgewickelt. Aufgrund des größten Verlustes der Wirtschaftsgeschichte von über 60 Mrd. Dollar sowie von mittlerweile drei Finanzspritzen durch den Staat in der Höhe von insgesamt 180 Mrd. Dollar verschlechterte sich das Rating von AIG hinreichend (von AAA auf A) um entsprechende Vertragsfolgen auszulösen. Beides führt zu teilweise sehr hohen finanziellen Belastungen der Kommunen, da im aktuellen Finanzumfeld eine Absicherung derartiger Geschäfte teuer ist. Werden zusätzliche Sicherheiten eingebracht, so erfolgt dies in der Regel in Form von US-Staatsanleihen. So musste etwa die Stadt Nürnberg Staatsanleihen im Wert von 68 Millionen Dollar kaufen; dafür war eine erneute Kreditaufnahme notwendig. Sind die Kommunen nicht in der Lage diesen Vertragsanforderungen nachzukommen, drohen erhebliche Strafzahlungen.

Da sich jedoch einige Kommunen schlichtweg nicht in der Lage sehen dies aus eigenen finanziellen Kräften zu bewältigen, sowie um schlichtweg eine billigere Variante der Krisenabwicklung zu erreichen, wurde seitens einer Reihe von Gemeinden eine Anfrage bei der staatlichen Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) sowie auch beim Finanzministerium eingebracht. Ziel der Gemeinden ist es, dass die KfW als Sicherungsgeber für die CBL-Geschäfte einspringt. Damit käme es zu einer erneuten Umverteilung durch CBL-Geschäfte. Diesmal sind die diese mögliche Umverteilung provozierenden negativen externen Effekte nicht intendiert sondern, Resultat eines nicht antizipierten Risikoereignisses. Die zur Disposition stehende Umverteilung würde damit darauf hinauslaufen, dass der deutsche Staat und damit die deutschen Steuerzahler für den Weiterbestand eines Geschäfts zahlen müssen, von dem die betroffenen deutschen Gemeinden in der Mehrzahl als Verlierer aussteigen dürften und die eigentlichen Gewinner amerikanische institutionelle Investoren sowie vor allem Anwaltskanzleien sind. Nachfolgend sollen einige beispielhafte und illustrative Fälle aus Deutschland und Österreich dargestellt werden, um die Auswirkungen der Krise auf CBL zu exemplifizieren.

Deutschland: Nach Ansicht des Bochumer Finanzwissenschaftlers Stephan Paul führt die Krise dazu, dass die Mehrzahl der CBL-Verträge aus Sicht der deutschen Kommunen entweder keine zusätzlichen Einnahmen oder zusätzliche Schulden brachten (FAZ vom 5.3.2009). Ein viel zitierter Fall betrifft die zwei größten baden-württembergische Wasserverbände (Bodensee- und Landwasserversorgung; BWV und LW), welche mit Zusatzkosten von 50

Millionen aufgrund von CBL-Geschäften konfrontiert waren. Auf einer Krisensitzung wurde ein Plan ausgearbeitet, der eine Absicherung über die Deutsche Bank durch den Kauf von US-Staatsanleihen für 70 Millionen Euro vorsah. Um diese Transaktion zu Minimalkosten durchzuführen, sollten Anleihen über eine Tochterfirma der Deutschen Bank in Luxemburg in eine Stiftung in Amsterdam eingebracht werden. Konsequenz: Der deutsche (lokale) Staat betrügt sich selbst, indem er nach Ausnützen von US-Steuer Gesetzen und Steueroasen nunmehr europäische Steueroasen zur kostengünstigen Absicherung faul gewordener Geschäfte benützt. Kurz vor Beschluss dieser Transaktion kam schließlich ein Angebot des US-Investors, wonach dieser bereit war, den Vertrag zu beenden. Die Wasserverbände nahmen das Angebot an; als Preis ließ sich der US-Investor den Preis der angedachten US-Staatsanleihen auszahlen. Am Ende blieben 10 Millionen Euro Verlust für die öffentliche Wasserversorgung. Kritiker argumentieren, dass die kürzlich erfolgten Gebührenerhöhungen in direktem Zusammenhang mit den CBL-Verlusten stünden (FR vom 6.3.2009; Die Zeit vom 12.3.2009).

Österreich: Eine Medienanalyse gibt ein gemischtes Bild. Während einige Vertragsparteien mit Gewinn ausgestiegen sind, machten andere Verluste. Bei den CBL-Geschäften der Stadt Wien sind Finanzinstitute wie AIG oder Freddie Mac beteiligt. Demnach wäre durchaus mit potentiellen Problemen zu rechnen, welche bislang aber dementiert wurden. Von den insgesamt sechs CBL-Verträgen, der Wiener Stadtwerke Holding, abgeschlossen zwischen 1998-2003, wurden bislang zwei aufgelöst. Der erste bereits 2006, der zweite Anfang 2009. Beide Verträge wurden nach Angaben der Stadtgemeinde Wien auf Wunsch des Investors aufgelöst; während beim ersten 100% des budgetierten Barwertgewinns erzielt werden konnte, musste bei der im Zuge der Krise aufgelösten Vertragsbindung ein Teil davon an den US-Investor abgegeben werden; aber auch hier blieb in Summe ein Gewinn (Der Standard vom 15.2.2009; Die Presse vom 24.2.2009). Auch die Energie AG Oberösterreich konnte mit Gewinn aus den Verträgen Anfang 2009 aussteigen. Diese hatte 2000 und 2002 umfangreiche CBL-Transaktionen durchgeführt und 14 der 15 Wasserkraftwerke als Leasingobjekte eingesetzt. Netto gewann der Konzern nach eigenen Angaben 26 Millionen Euro durch CBL (Wirtschaftsblatt vom 10.4.2009). Zu den Verlierern hingegen scheinen sowohl die ÖBB als auch die Telekom zu gehören. Insbesondere die ÖBB Transaktion wirkt komplexer als gemeinhin üblich, da die Absicherung der Zahlungsausfallrisiken der

Leasingraten aus dem Untermietvertrag über einen Tausch dieser Risiken mit Portfolio Credit Default Swaps (PCDS) mit der Deutschen Bank erfolgte. Dazu musste sich die ÖBB verpflichten, die Risiken der PCDS zu übernehmen. Das Geschäft umfasste ein Volumen von über 600 Millionen Euro (Die Presse vom 7.12.2007; Ö1 vom 28.7.2009).

Anekdotische Evidenz scheint eine etwas bessere Performance der österreichischen im Vergleich zu deutschen CBL-Vertragspartnern nahe zu legen. Angesichts der schlechten Datenlage ist dies jedoch mit großer Vorsicht zu interpretieren. Größere finanzielle Krisen aus CBL-Verträgen scheinen bislang zumindest in Österreich nicht eingetreten zu sein.

## 6 Captive local states: Die politische Dimension von CBL

CBL-Transaktionen wurden lange Zeit als leichte Geldbeschaffungsmöglichkeit für (verschuldete) Kommunen diskutiert. Trotz einiger bereits in einer frühen Phase Anfang der 1990er Jahre warnender Stimmen (z.B. den Deutschen Städte- und Gemeindebund; Deutsches Institut für Urbanistik) schloss eine große Anzahl von Kommunen CBL-Verträge ab. Das hierbei auch ein bestimmtes Element des Zwangs durch Standortwettbewerb und kommunaler Fiskalkrise wichtige Motive waren, wurde bereits erörtert. Viele Kommunen versuchten damit dem Status des „captive local state“ (nach Matzner 2003) zu entkommen um wieder budgetären Handlungsspielraum zu gewinnen. Die Finanzkrise hat aber dazu geführt, dass einige Kommunen noch mehr in den Zustand der „Gefangenheit“ hineingeraten sind. Aber selbst wenn, wie dies offenbar in Österreich grosso modo der Fall ist, Kommunen und staatsnahe Unternehmen mit Gewinnen aus CBL-Geschäften aussteigen, bleiben offene Fragen in Bezug auf die Rolle der Politik.

CBL hat aus der Sicht der Regierenden den großen Vorteil, rasch größere liquide Summen ohne Schuldenaufnahme zu ermöglichen („*mana from heaven*“). Nachdem bei normalem Verlauf des CBL die Kommune nach Erhalt des Barwertvorteils und ihren Einzahlungen auf Depotbanken am Tag des Geschäftsabschlusses an keinen weiteren Zahlungsströmen mehr beteiligt ist, erscheint für sie das Geschäft als einigermaßen abgeschlossen – und so sollte der Vertrag im Idealfall auch konzipiert sein. Gleichzeitig haben die Verträge eine dermaßen lange Laufzeit, dass mögliche Probleme gar nicht mehr in die eigene Legislaturperiode fallen sondern Überschwappen und nachfolgenden Regierungen zu

schaffen machen können: „Während der Zeithorizont der Kommunalpolitiker auf Null schrumpft, schließen sie immer mehr Verträge mit Laufzeiten eines Jahrhunderts ab“ (Rügemer 2004).

Ein weiterer mit CBL verbundener Aspekt betrifft den Wandel der Rolle politischer Akteure im ökonomischen System generell. Die Mehrzahl der Arbeiten zur Rolle des Staates bzw. der Wirtschaftspolitik in den letzten Jahrzehnten betonte dessen Rolle im Rahmen ökonomischer Liberalisierung, Deregulierung und Privatisierung. Je nach wissenschaftlichem Standpunkt werden diese Entwicklungen entweder begrüßt oder kritisiert. Aus postkeynesianischer Perspektive wird insbesondere die Veränderung des ordnungspolitischen Rahmens zur Liberalisierung der Finanzmärkte hervorgehoben: „Financial sector interests, supported by other business interests, have promoted a policy framework favoring their agenda“ (Palley 2008). Damit wird dem Staat eine aktive Rolle zugesprochen, welche jedoch wesentlich darin bestand, einen Ordnungsrahmen zu setzen ohne selbst als Akteur die neu geschaffenen Regeln zu nützen. Gleichzeitig führte dies nach Matzner (2003) dazu, dass Politik bzw. Regierung de facto nur mehr eine „vermittelnde Restfunktion“ ausüben. Wie die bisherigen Ausführungen gezeigt haben, ändert sich dies seit etwa zehn bis zwanzig Jahren. Öffentliche bzw. semiöffentliche Unternehmen und Gebietskörperschaften treten nunmehr auch aktiv als Finanzinvestoren und Arbitrageure auf. Im Gegensatz zu den Sovereign Wealth Funds der Schwellenländer, welche wesentlich an strategischen und langfristigen Investments interessiert sind (Jost 2008), liegt den Anlagestrategien der öffentlichen Akteure der Industrieländer ein stärker spekulatives Moment zu Grunde. Wie in der ökonomischen Analyse von CBL gezeigt wurde, beruht auch dieser Kontrakttypus auf Spekulation im weiteren Sinne. Es ist kein Zufall, dass diese Veranlagungsformen primär auf lokaler bzw. regionaler Ebene sowie in öffentlichen und semiöffentlichen Unternehmen stattfinden. Semiöffentliche Unternehmen bzw. ausgegliederte Subeinheiten des öffentlichen Sektors unterliegen nicht mehr der unmittelbaren demokratischen Kontrolle und „bilden eine neue ‚Grauzone‘ des Staates, die sich stark am marktwirtschaftlichen Gewinnstreben orientiert“ (Schlager, Klatzer 2008). Ausgegliederte Einheiten werden nicht mehr bzw. nur mehr fragmentiert in den öffentlichen Budgets sichtbar; die Zahlungsströme zunehmend komplex bei gleichzeitig abnehmender öffentlicher, d.h. demokratischer Kontrolle. Ähnliches gilt wohl auch für die Kommunen. Diese Entwicklungen führen in Summe zu einer Einebnung der Unterschiede im Verhalten von Staa-

ten und Unternehmen bzw. privaten Haushalten. Der „(lokale) Staat als (Finanz-) Unternehmer“, die „unternehmerische Stadt“ (Heeg, Rosol 2008) scheint zum Teil bereits Realität. Damit vollziehen die Akteure des öffentlichen Sektors einen Wandel in ihrem wirtschaftspolitischen Handeln, der bei Haushalten und privaten Unternehmen bereits seit beinahe drei Jahrzehnten anhält, der jedoch durch die Weltwirtschaftskrise zumindest in Frage gestellt wird: „Gewinnstreben und Vermögensbildung von Unternehmen und privaten Haushalten haben sich in den vergangenen 25 Jahren zunehmend auf Finanzveranlagung und –spekulation konzentriert“ (Schulmeister 2007).

Aus demokratiepolitischer Perspektive ist CBL als zumindest fragwürdig zu bezeichnen. Wenn es zutrifft, dass das Budget das „Gerippe des Staats“ (Schumpeter 1976) ist, so sollten die Bürger einer Demokratie ein Recht auf Ansicht und Einsicht in dieses Gerippe haben. Im Rahmen von CBL wird dem keinesfalls entsprochen; im Gegenteil: CBL-Transaktionen basieren auf sog. „Non-Disclosure-Agreements“, wonach eine Bekanntmachung der Vertragspartner hohe Strafen nach sich ziehen kann. Im Falle der Tiroler Wasserkraft AG (TIWAG) führte dies zu einem Gerichtsprozess, in dem die TIWAG einen Journalisten anklagte, weil dieser auf einer Homepage CBL-Vertragsteile veröffentlichte. Das Oberlandesgericht Innsbruck entschied demgegenüber, dass „das Interesse des Beklagten an der Information der Öffentlichkeit über das Bestehen solcher Verträge und deren Inhalt (...) höher zu bewerten ist, als jenes der Klägerin [=TIWAG] an deren Geheimhaltung“ (www.ots.at [15.3.2009]). Die Politik ist jedoch noch aus einem weiteren Grund an Diskretion interessiert, öffnet sich doch damit subnationalen Gebietskörperschaften ein diskretionärer Spielraum bei der Einnahmenserzielung, der bei öffentlicher Diskussion und Risikoaufklärung der Wählerschaft wohl nicht in diesem Ausmaß bestehen würde, jedenfalls legen das die Ergebnisse von Bürgerinitiativen in der Verhinderung von CBL-Transaktionen und anderen Finanzinvestitionen der Kommunen nahe (Candeias, Rilling, Weise 2008).

Die relative Geheimhaltung erscheint umso problematischer, als wie damit auch ein Diskurs über Vor- und Nachteile dieser Finanzierungsform gar nicht möglich wird und die Informationsasymmetrie zwischen einzelnen Finanzamtsleitern und Kämmerern gegenüber den US-Investoren nur noch verstärkt wird. Es ist eine Absurdität der besonderen Art, dass kaum ein verantwortlicher Politiker jemals den Vertrag selbst, der in der Regel nur auf Englisch vorliegt

- und dies nur im Ausland um die Vergebührung des Leasingvertrages im Inland zu vermeiden (was laut Rechnungshof selbst bereits den Barwertvorteil zunichte machen könnte), in Händen gehalten hat. Aufgrund der komplexen Materie werden CBL-Geschäfte einerseits vorwiegend innerhalb der Bürokratie abgewickelt sowie aufgrund der Diskretion vorwiegend innerhalb der Exekutive verhandelt. Damit gilt das Urteil von Novy und Hammer über die Wiener Kommunalpolitik in Bezug auf Planungsprozesse auch für alternative Finanzierungsvorgänge: „The major changes which are taking place in Vienna are handled in non-transparent negotiations between local government and private investors“ (Novy, Hammer 2007).

### Resümee

CBL-Transaktionen wurden im Rahmen eines Akteursgruppenansatz in ihren lokalen und globalen Bezügen und Interrelationen vorgestellt. Die Diskussion wurde eingebettet in einen sich abzeichnenden – möglicherweise durch die Weltwirtschaftskrise modifizierten – Paradigmenwandel kommunaler Finanzierungsmuster.

Der mediale und politische Diskurs scheint ein mit Gewinn abgeschlossenes CBL-Geschäft als hinreichende ex-post Rechtfertigung für ökonomische Ineffizienzen (Nullsummenspiel), gesellschaftliche Umverteilungseffekte (negative Spillovers auf Steuerzahler) und politische Widersprüche (Kritik an Finanzakteuren bei ähnlichen Handlungsmustern) zu akzeptieren. Zusatzeinnahmen im zweistelligen Millionenbereich und damit ermöglichte Projekte sind tatsächlich wichtige Argumente für CBL. Auch die unmittelbaren Risiken einer Einschränkung der Daseinsvorsorge sind beschränkt. Dabei wird jedoch übersehen, dass dieses Geschäft letztlich auf Ausbeutung amerikanischer Steuerzahler und dem systematischen Ausnützen von Steuerschlupflöchern basieren. In Zeiten der Krise wird die Finanzindustrie parteiübergreifend als Verursacher der Krise gebrandmarkt. Gleichzeitig haben jedoch auch so gut wie alle Parteien CBL-Geschäfte mitgetragen und Finanzspekulationen getätigt und damit Kontrakte abgeschlossen, die denen mancher Finanzmarktakteure um nicht viel nachstehen (Aiginger 2009). Freilich erfolgten diese Geschäftsabschlüsse auch unter „externem“ Druck: Konkurrenzdruck durch Standortwettbewerb und Schuldendruck u.a. als Ergebnis partiell sinkender Einnahmen bei steigendem Bedarf an lokalen öffentlichen Gütern.

Nach Egon Matzner ist die Wiederbegründung der „res publica“ eine globale Aufgabe (Matzner 2003). Die vorliegende Studie über CBL zeigt, dass dies zunächst einmal durchaus auch als kommunale Aufgabe begriffen werden kann. Wenngleich die Krise zumindest in Österreich eher zur vorzeitigen Auflösung von CBL-Verträgen als zu Verlusten daraus geführt hat, bleiben Gründe um deren Praxis in Frage zu stellen. Ein Akt der „schöpferischen Zerstörung“ (Schumpeter) einiger alternativer kommunaler Finanzierungsinstrumente zur Widergewinnung der lokalen und globalen „res publica“ ist überfällig.

1) [http://www.rzb.at/eBusiness/rzb\\_template1/1023296711504-3539307755921739861025215187128\\_1025215564808-](http://www.rzb.at/eBusiness/rzb_template1/1023296711504-3539307755921739861025215187128_1025215564808-)

## Quellen

- Aalbers, M. (2009): Geographies of the financial crisis. In: *Area*, 1, S.43-42.
- Aiginger, K. (2009): Finanzkrise: Anlass, Ursachen, Strategien, inklusive Blick nach vorne. WIFO Lectures, 104.
- Altwater, E. (2003): Was passiert, wenn öffentliche Güter privatisiert werden? In: *Peripherie. Zeitschrift für Politik und Ökonomie in der Dritten Welt*, 90/91, S.171-201.
- Bartel, R. (2007): Der öffentliche Sektor in der Defensive. In: *Wirtschaft und Gesellschaft*, 2, S.199-230.
- Bartel, R. (2008): Öffentliche Finanzen wieder einmal anders betrachtet. In: *WISO*, 2, S.143-182.
- Berthold, D., Fricke, H. (2004): Blockaden beseitigen und den institutionellen Wettbewerb stärken! In: *Wirtschaftsdienst*, 4, S.222-229.
- Bofinger, P. (2003): Grundzüge der Volkswirtschaftslehre. Eine Einführung in die Wissenschaft von Märkten. München.
- Bofinger, P. (2008): Das Jahrzehnt der Entstaatlichung. In: *WSI-Mitteilungen*, 7, S.351-357.
- Bökemann, D. (1982): Theorie der Raumplanung. Regionalwissenschaftliche Grundlagen für die Stadt-, Regional- und Landesplanung. München, Wien.
- Bowles, S. (2004): *Microeconomics. Behavior, institutions and evolution*. Princeton, Oxford.
- Candeias, M., Rilling, R., Weise, K. (2008): Crisis of privatisation – Return of the public sphere. Rosa Luxemburg Stiftung Policy Paper Nr.1.
- Danielzyk, R. und Dittmeier, V. (2002): Konsequenzen der Deregulierung in Staat und Gesellschaft für die Raumordnung. In: Blotevogel, H. (Hrsg.): *Fortentwicklung des Zentrale-Orte-Konzepts*. Hannover (=Akademie für Raumforschung und Landesplanung Forschungs- und Sitzungsberichte Nr.217), S.120-126.
- Deutscher Städte- und Gemeindebund (2003): *Cross-Border-Leasing. Ein Weg mit Risiken* (=DstGB Dokumentation Nr.43).
- Drimmel, N. (2002): *Die österreichischen Gemeinden – Ihre Aufgaben, ihre Finanzierung*. Aktuelle Unterlagen AWS Nr.37.
- Eckey, H.F. (2008): *Regionalökonomie*. Wiesbaden.
- Engartner, T. (2007): Privatisierung und Liberalisierung – Strategien zur Selbstentmachtung des öffentlichen Sektors. In: Butterwege, C. et.al. (Hrsg.): *Kritik des Neoliberalismus*. Wiesbaden, S.87-133.
- Ginsbach, S. (2007): *Cross-Boarder-Leasing als Instrument der Kommunalfinanzierung. Eine betriebswirtschaftliche Analyse unter besonderer Berücksichtigung der Risiken*. Dissertation Universität Trier.
- Haacke, E. (2005): Vom schwierigen Leben auf Pump. In: *Das Parlament* vom 3.1.2005.
- Harvey, D. (2007): *A brief history of neoliberalism*. Oxford.
- Heeg, S., Rosol, M. (2007): Neoliberale Stadtpolitik im globalen Kontext. Ein Überblick. In: *PROKLA*, 4, S.491-509.
- Heise, A. (2005): *Einführung in die Wirtschaftspolitik. Grundlagen, Institutionen, Paradigmen*. Paderborn.
- Helmstädter, E. (2001): Wissensteilung: Thünen-Vorlesung bei der Jahrestagung 2000 des Vereins für Socialpolitik. In: *Perspektiven der Wirtschaftspolitik*, 4, S.445-465.

- Hickel, R. (1976): Einleitung: Krisenprobleme des „verschuldeten Steuerstaates“. In: ders. (Hrsg.): Rudolf Goldscheid, Joseph Schumpeter. Die Finanzkrise des Steuerstaates. Beiträge zur politischen Ökonomie der Staatsfinanzen, S.7-39.
- Höhmann, I. (2009): In der Schuldenfalle. In: Mitbestimmung, 1/2, S.16-20.
- Huffschnid, J. (2005): Economic policy for a social Europe. A critique of neo-liberalism and proposals for alternatives. Palgrave.
- Huffschnid, J. (2008): Die neue Dynamik der Finanzmärkte. Einfluss auf Unternehmen, Politik und Gesellschaft. In: Küblböck, K. und Staritz, C. (Hrsg.): Asienkrise: Lektion gelernt? Finanzmärkte und Entwicklung. Hamburg, S.26-45.
- Jäger, J., Tomassovits, R. (2004): Politik der leeren Kassen. Budget, politics of scale und kommunale öffentliche Dienstleistungen. In: Kurswechsel, 3, S.41-52.
- Jost, T. (2008): Sovereign Wealth Funds. In: WISU, 8-9, S.1129.
- Kanduth, D. (2001): US-Cross-Border-Leasing für kommunale Anlagen. In: ÖGZ, 12.
- Kommunalkredit (2005): Gemeindefinanzbericht 2005.
- Kommunalkredit (2008): Gemeindefinanzbericht 2008.
- Korthäuer, V., Tritsch, M. (2002): US-Cross-Border-Lease (=Edition der Hans Böckler Stiftung Br.77, Betriebswirtschaftliche Handlungshilfen Nr. 3).
- Kostal, T. (2008): Die Verschuldung der Landeshauptstädte und einwohnerstärksten Städte Österreichs. In: Das öffentliche Haushaltswesen in Österreich, 1-2, S.59-69.
- Lammers, K. (2006): Föderalismusreform – danach ist davor. In: Wirtschaftsdienst, 7, S.420.
- Lenk, T., Köpping, H. (2004): Cross Border Leasing: Ein Risiko für die Kommunalfinanz. In: Zeitschrift für öffentliche und gemeinwirtschaftliche Unternehmen, 4, S.331-345.
- Matzner, E. (2003): Der Mediationsstaat – zu Markt, Staat und Globalisierung im 21. Jahrhundert. In: Mitteilungen der Österreichischen Geographischen Gesellschaft, S.57-62.
- Matzner, E. (2000): Sozioökonomie des Nationalstaates – Ein Versuch. In: Der Öffentliche Sektor, 3, S.1-10.
- Müller, M. (2002): Trendbegriff US-Cross-Border-Leasing. In: Mitbestimmung, 5, S.62-64.
- Novy, A., Hammer, E. (2007): Radical innovation in the era of liberal governance. The case of Vienna. In: European Urban and Regional Studies, 3, S.210-222.
- Nowotny, E., Zagler, M. (2009): Der öffentliche Sektor. Einführung in die Finanzwissenschaft. Berlin, Heidelberg.
- Palley, T. (2008): Financialization: What is it and why it matters. IMK Working Paper Nr. 4.
- Pirker, R. (2006): Eigentumsformen in der wirtschaftspolitischen Diskussion: Theorie und Kritik. In: Arbeiterkammer Wien (Hrsg.): Zur Zukunft öffentlicher Dienstleistungen, Nr.6, S.13-19.
- Postlep, R.D. und Blume, L. (2005): Öffentliche Finanzen. In: Handwörterbuch der Raumordnung, 2005, S.725-735.
- Rechnungshof (2004): Hauptprobleme der öffentlichen Finanzkontrolle. Wien.
- Reiner, C. (2008): Nokia, Novartis & Co: Die Rolle von Standortpolitik und Arbeit im Standortwettbewerb. In: WISO, 4, S.141-172.
- Rettenbacher, G. (2002): US-Cross Border Leasing für kommunale Anlagen – Gibt es rechtliche Risiken? Oder: Das Geld liegt auf der Straße. In: ÖGZ, 12.
- Rügemer, W.(2004): Cross Boarder Leasing. Wie fiktive Kapitalbildung zur realen Auszehrung des öffentlichen Sektors führt. In: Kurswechsel, 3, S.54-61.
- Rügemer, W. (2008): USA gegen globalen Steuerbeitrag. In: taz vom 5.11.2008.
- Sauerland, D. (2000): Wettbewerb zwischen Jurisdiktionen. Ein Modellvergleich. In: Wist, 2, S.90-95.
- Scheiblecker, M. (2009): Prognose für 2009 und 2010: Auch Österreich von der internationalen Wirtschaftskrise stark betroffen. Pressenotiz WIFO.
- Schlager, C., Klatzer, E. (2008): Budgetpolitik als Motor zur Restrukturierung des Staates. In: Kurswechsel, 2, S.38-46.
- Schulmeister, S. (2007): Finanzspekulation, Arbeitslosigkeit und Staatsverschuldung. In: Intervention. Zeitschrift für Ökonomie, 4, S.73-97.
- Schumpeter, J. (1976): Die Krise des Steuerstaates. In: Hickel, J. (Hrsg.): Die Finanzkrise des Steuerstaates. Beiträge zur politischen Ökonomie der Staatsfinanzen. Frankfurt/ Main, S.329-379.

Siebert, H. (2006): Locational Competition. A Neglected Paradigm in the International Division of Labour. In: The World Economy, 2, S.137-159.

Stockhammer, E.(2004): Financialisation and the slowdown of accumulation. In: Cambridge Journal of Economics, 5, S.719-741.

Streek, W. (2009): Eine Last für Generationen. In: Handelsblatt vom 10.3.2009.

Stuppert, S., Gaul, C.M. (2009): Cross-Border-Leasing vor dem Hintergrund der aktuellen Finanzkrise. Deutscher Bundestag. Wissenschaftliche Dienst. Aktuelle Begriffe Nr..28/29.

Tiebout, C. (1956): A pure theory of local expenditures. In: Journal of Public Economy, 5, S.416-424.

Varian, H. (2007): Grundzüge der Mikroökonomik. 7.Aufl., München, Wien.

Voigt, S. (2002): Institutionenökonomik (=Neue Ökonomische Bibliothek), München.

Willke, G. (2006): Kapitalismus. Frankfurt/Main.

Wilson, J.D. (1999): Theories of tax competition. In: National Tax Journal, 2, S.269-304.

*Verwendete Tages- und Wochenzeitungen*

Financial Times

The Economist

Frankfurter Allgemeine Zeitung

Handelsblatt

Die Presse

Der Standard

Die Furche



# Die Subprime-Krise 2006

## Analyse der strukturellen Grundlagen und Entwicklungen des US Wohnimmobilien- und Hypothekenmarktes

Moritz Valeriano

### 1. Einleitung

Die aktuelle globale Finanzkrise, „die sich inzwischen zur tiefsten Rezession seit den 1930er Jahren ausgeweitet hat“<sup>1)</sup> und sich in der Realwirtschaft besonders deutlich durch steigende Arbeitslosigkeit und sinkenden Konsum manifestiert, hinterließ bereits tiefe Spuren in der weltweiten Wirtschafts- und Finanzlandschaft. Die vorangegangene Krise am US amerikanischen Wohnimmobilienmarkt gilt hierfür als einer der wichtigsten Auslöser und stellt zugleich den Fokus der vorliegenden Bakkalaureatsarbeit dar.

Um die wirtschaftlichen Entwicklungen am Immobilienmarkt analysieren zu können, die an der Verschlechterung der volkswirtschaftlichen Situation einen maßgeblichen Anteil hatten, ist eine Auseinandersetzung mit dem Begriff der Immobilie per se sowie der Struktur des Wohnungsmarktes und der Hypothekenkredite der USA unabdinglich. Dieses Wissen, dessen Vermittlung sich diese Seiten anmaßen, dient als Basis zur Behandlung zweier Fragen, die die Kernthematik der vorliegenden Arbeit widerspiegeln:

- Welche strukturellen Gegebenheiten, in Bezug auf den Immobilien- und Hypothekenmarkt, bildeten den Nährboden für das Entstehen der Subprime-Krise?
- Wodurch wurde der Preisverfall am Immobilienmarkt – der das Platzen der sogenannten Immobilienblase einläutete – ausgelöst bzw. welche wirtschaftlichen Faktoren spielten hier eine Rolle?

Aus den vorangestellten Fragestellungen geht eindeutig hervor, dass das Thema dieser Arbeit nicht primär die Erläuterung der Folgen des Zusammenbruchs der Immobilienpreise ist, sondern vielmehr die Anamnese dazu.

An dieser Stelle ist anzumerken, dass aufgrund der Weite des behandelten Themas für diese Bakkalaureats-

reitsarbeit thematische Grenzen gezogen werden mussten. Zum Einen ist die Analyse der Immobilienpreise und des –marktes auf den Bereich der Wohnimmobilien beschränkt. Gewerbeimmobilien und andere Immobilien fließen in die Argumentation nicht mit ein. Zweitens unterliegen alle Betrachtungen einer geographischen Einschränkung auf die Vereinigten Staaten von Amerika. Wie bereits erwähnt, wird davon ausgegangen, dass die Entwicklungen am US amerikanischen Immobilienmarkt einen wesentlichen Auslöser für die internationale Immobilien- und Finanzkrise darstellen und aus diesem Grund für eine detailliertere Betrachtung hoch interessant sind.

Die Struktur der Arbeit gliedert sich – im Groben – in zwei Teile. Der erste nähert sich zu Beginn mit einer Einführung in die allgemeinen Charakteristika der Immobilien und des Immobilienmarktes (Kapitel 2.1) der Thematik und geht im weiteren Verlauf auf spezifisch US amerikanische Eigenschaften des Wohnungsmarktes (Kapitel 2.2), der Subprime-Kredite (Kapitel 2.3) und des Hypothekenmarktes (Kapitel 2.4) ein. Der zweite Teil analysiert die sogenannte Subprime-Krise im Detail. Vor chronologischem Hintergrund werden wirtschaftliche Entwicklungen und Einflüsse der einschlägigen Gesetzgebungen (Kapitel 3.1), der Hauspreise und des Einkommens (Kapitel 3.2), der Zinsen und der Inflation (Kapitel 3.3) sowie der Informationsprobleme (Kapitel 3.4) in den USA beschrieben und mit der Immobilienkrise in Verbindung gesetzt.

An dieser Stelle sollen die im weiteren Verlauf noch häufig verwendeten, jedoch eher ungenauen Begriffe der Immobilien- und Subprime-Krise definiert werden. Im Kontext dieser Arbeit ist damit der rasante Abschwung der Immobilienpreise gemeint, der im dritten Quartal 2006 seinen Anfang nahm. Der zweite Begriff ist im Vergleich zum ersten präziser, weil mit dem Wort „Subprime“ bereits ein spezifisches Segment am Immobilienmarkt herausgegriffen wird. Diesem Begriff, der den Hypothekenmarkt der USA prägt und oftmals einer negativen

Konnotation unterliegt, ist für eine detailliertere Auseinandersetzung ein eigenes Kapitel gewidmet (siehe 2.3).

Der Großteil der in dieser Arbeit präsentierten Informationen, sind Früchte einer intensiven Literaturrecherche, die, aufgrund der Aktualität des gewählten Themas, weniger aus Büchern als viel mehr aus Papers und Berichten von unterschiedlichen Wirtschaftsinstitutionen sowie Zeitungsartikeln gewonnen wurden. Vor allem im Zuge des zweiten Teils, bei der Analyse der wirtschaftlichen Entwicklungen, kommen auch statistische Daten zur Anwendung, die aus Indizes amerikanischer Ratingagenturen, öffentlicher Statistikämter oder Ministerien stammen.

## 2. Grundlagen der Immobilienkrise

### 2.1 Immobilie und Immobilienmarkt

Verglichen mit anderen Konsumgütern, weisen Wohnimmobilien mehrere spezifische Charakteristika auf, die sie explizit unterscheiden. So ist an erster Stelle anzuführen, dass Immobilien – wie das Wort an sich schon verrät – immobil sind. Abgesehen von den Eigenschaften der Immobilie per se, nehmen folglich externe Faktoren, die sich aufgrund der geographischen Lage ergeben, eine wesentliche Rolle bei der Immobilienbewertung hinsichtlich Wohnqualität und Marktwert ein. Dabei wird zwischen natürlichen und anthropogenen Externalitäten differenziert. Ersteres bezieht sich unter anderem auf die Bodenbeschaffenheit, eventuelle Bodenschätze, das Klima, die Sonneneinstrahlung, hydrologische Verhältnisse sowie das Bodenrelief<sup>2</sup>), Letzteres auf die infrastrukturelle Erschließung, die Erreichbarkeit oder politische, rechtliche und wirtschaftliche Rahmenbedingungen der administrativen Region, die den Immobilienstandort umfasst.

Diese Vielzahl an Faktoren sowie auch strukturelle Eigenschaften wie beispielsweise Größe und Form, Alter, Bau- und Erhaltungszustand und Innenausstattung, machen eine Wohnimmobilie zu einem extrem heterogenen Gut, das als komplexes Bündel von Komponenten zu verstehen ist, die wenig bis gar nicht vom Besitzer beeinflussbar sind.

Aus ökonomischer Sicht unterscheidet sich eine Immobilie von anderen Konsumgütern nicht nur aufgrund der Charakteristika, die sie bündelt, sondern auch durch die zusätzliche Funktion als Investitionsgut<sup>3</sup>), die – nicht zuletzt aufgrund ihrer hohen

Beständigkeit – als langfristige Geldanlage weit verbreitet ist. Die Immobiliennachfrage kann zum Einen in eine konsumbezogene und zum Anderen in eine investitionsbezogene Gruppe unterteilt werden. Der wesentliche Unterschied besteht darin, dass der wirtschaftliche Mehrwert, den eine Immobilie stiftet, bei der Nutzung als Konsumgut angemietet ist, im Falle eines Investitionsgutes aber im eigenen Besitz steht. Nachdem bei der Investition in eine Immobilie hohe Transaktions- sowie Investitionskosten anfallen, ist die Wahl zwischen Miete oder Kauf für die meisten Haushalte eine wohl zu überlegende Entscheidung. Dabei stellt die durch die Hypothekenfinanzierung – welche eine bei Immobilienkäufen weitverbreitete Finanzierungsmethode ist – hervorgerufene Verschuldung einen wesentlichen Aspekt dar. Vor allem in den USA, wo der Eigenkapitalanteil typischerweise zwischen 10 und 20 Prozent liegt<sup>4</sup>), beeinflusst der dementsprechend hohe Fremdkapitalanteil massiv die privaten Haushaltsentscheidungen.

Neben der Verschuldung sind die anfallenden Nutzungskosten und Steuern zwei weitere wesentliche Aspekte, die es bei einer Immobilieninvestition zu beachten gilt. Diese sind natürlich auch bei einer gemieteten Wohnimmobilie zu entrichten, in diesem Fall stehen die Nutzungskosten für den zu zahlenden Mietzins. Die Steuern reflektieren die politische Ausrichtung der verantwortlichen Gebietskörperschaft und können folglich je nach administrativer Region stark variieren. Prinzipiell sind sie neben Informations-, Such-, Abwicklungs-, Vereinbarungs- und Verhandlungskosten ein Teil der anfallenden Transaktionskosten, die im Übrigen ebenfalls in unterschiedlichen Ländern stark variieren (Österreich weist z.B. höhere auf als die USA). Dem gegenüber können von öffentlicher Seite ausgabeninduzierte Anreize getätigt werden, die Immobilieninvestitionen begünstigen. Exemplarisch sei an dieser Stelle die Gründung der Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) Ende der 30er Jahre in den USA genannt, die zur Gewährleistung niedriger Zinssätze bei Hypothekenkrediten beitrug.

Wie sich die Immobilie per se von standardisierten Gütern unterscheidet, weist auch der Immobilienmarkt im Vergleich zu anderen Märkten Differenzen auf. Für ein Gut ist prinzipiell dann ein Marktpreis festzulegen, wenn es homogen ist. Nachdem das Wohnungsangebot, wie bereits aufgezeigt, eine hohe Heterogenität aufweist und sich für jede Immobilie ein eigener Preis bilden lässt, werden – um Konkurrenz und eine gewisse Markttransparenz zu gewährleisten – ökonomisch strukturierte Submärkte je

nach Lage und Eigenschaft der Immobilien geschaffen.

Die Preisbildung von Häusern und Wohnungen ist ein wichtiger Aspekt einerseits für private Nachfrager (Mieter und Käufer), zumal sich Veränderungen der Wohnimmobilienpreise auf die Mietzinshöhe bzw. das Vermögen auswirken, andererseits für die Volkswirtschaft. Nach einer empirischen Untersuchung des österreichischen Instituts für Wirtschaftsforschung<sup>5)</sup> besteht ein mittelfristig hoch signifikanter Zusammenhang zwischen dem Steigen der Haus- und Wohnungspreise und dem Wirtschaftswachstum. Längerfristig gleichen die Preisschwankungen einander aus, sodass kein signifikanter Einfluss nachzuweisen ist.

Wohnimmobilienpreise werden maßgeblich durch nachfrageändernde Faktoren beeinflusst, die eine Angebotsknappheit hervorrufen, oder diese erwarten lassen. Dazu zählen ein Zuwachs an verfügbarem Haushaltseinkommen, demographische Entwicklungen, steuerbedingte Anreize, das durchschnittliche Zinsniveau sowie die Verfügbarkeit und die Kosten von entsprechenden Grundstücken.<sup>6)</sup> So bewirkt

- „eine Verringerung der Zinssätze um 1% eine reale Preiserhöhung um 1%,
- eine Einkommenssteigerung um 1% einen Anstieg der realen Hauspreise um 1,1%,
- eine Beschleunigung des Bevölkerungswachstums um 0,25% eine reale Verteuerung um 1%.“<sup>7)</sup>

Die Veränderungen der Haus- und Wohnungspreise beeinflussen das Wirtschaftswachstum durch die Auswirkungen auf den Wohnbau und den privaten Konsum. Ein Steigen der Preise kurbelt den Wohnbau aufgrund von Erwartungen an eine höhere Profitabilität an und erhöht indirekt, durch die Schaffung von Arbeitsplätzen, den privaten Konsum. Wenn die Verkaufserträge die Baukosten übersteigen bestehen folglich Anreize für Investitionen in Wohnimmobilien. Dies trifft vor allem auf Länder mit volatilen Wohnimmobilienpreisen zu, die, im Gegensatz zu Ländern mit stabilen Preisen, aber auch anfälliger für Finanzkrisen sind.

Der private Konsum wird im Allgemeinen primär durch das verfügbare Einkommen und in weiterer Folge durch das Vermögen beeinflusst. Für die folgenden Erläuterungen stellt Letzteres einen wichtigen Aspekt dar. Im Falle steigender Preise am Immobilienmarkt und der darauffolgenden Ausweitung des Kreditrahmens nimmt das Vermögen an Wert zu, was eine Kaufsteigerung und ein Sinken der Sparquote (gemessen am verfügbaren Einkommen)

bewirkt. Dementsprechend ist der Einfluss der Wohnimmobilienpreise auf den Konsum in Ländern mit einem bankdominierten Finanzmarktsystem geringer als in Ländern die ein marktdominiertes Finanzmarktsystem aufweisen, zumal Letztere ausgebaute Vermögensmärkte für Wohnimmobilien – ähnlich der Aktienmärkte – aufweisen und der Kreditrahmen nicht nur vom Einkommen, sondern auch vom Vermögen abhängt.<sup>8)</sup> Generell nehmen in diesen Ländern Kreditkarten als Finanzierungsart eine wichtigere Rolle ein, sodass die Ausweitung des Kreditrahmens in Folge steigender Wohnimmobilienpreise die Konsummöglichkeiten ausweitet. Allerdings steigt als Konsequenz dessen die Privatverschuldung deutlich an, sodass die Hypothekenverschuldung in den USA im Jahr 2002 bereits 58%<sup>9)</sup> des BIP ausmachte. Betrachtet man diese Zahl vor einem chronologischen Hintergrund, so macht sich ein fast kontinuierlicher Anstieg über die letzten zwei Jahrzehnte bemerkbar<sup>10)</sup>. In diesem Zeitraum machten Hypothekarverbindlichkeiten in den meisten Ländern den Löwenanteil des gesamten Wachstums der Haushaltsverschuldung aus, so sind z.B. in den USA 75% der Schulden auf Hypothekenkredite zurückzuführen.<sup>11)</sup>

Die zunehmende Haushaltsverschuldung mag zwar geholfen haben, den Konsum über die letzten Jahre hinweg – auch in wirtschaftlich schwächeren Zeiten – konstant zu halten, sie erhöht allerdings die Empfindlichkeit der Haushalte gegenüber Einkommensverlusten (bzw. Arbeitslosigkeit), sinkenden Wohnimmobilienpreisen und steigenden Zinsen. Letzteres spielt vor allem in Ländern mit Hypothekenkrediten mit überwiegend variablen Zinsanpassungen eine wichtige Rolle. In den Vereinigten Staaten dominieren festverzinsliche Hypothekenkredite (74%<sup>12)</sup>), was bei Zinssteigerungen geringere direkte negative Auswirkungen auf die Haushalte bedeutet.

Deutliche Zusammenhänge zwischen Veränderungen der Wohnimmobilienpreise und des privaten Konsums bestehen vor allem in den Ländern mit einem stark liberalisierten Finanzmarkt mit hohen Eigenheimquoten (USA 2003: 68,25%<sup>13)</sup>), einfachem Zugang zur Hypothekenfinanzierung und Refinanzierung und niedrigen Transaktionskosten<sup>14)</sup>.

### 2.2 Der US amerikanische Wohnungsmarkt

Während der amerikanische Zugang zum Hauseigentum vor allem aus ökonomischer Sicht (siehe 2.4 Struktur des US amerikanischen Hypothekenmarktes und der Immobilien) von dem in Kontinentaleuropa divergiert, nährt der soziale und kulturelle Hintergrund, wie auch in Österreich, den ausgeprägten Wunsch und das Streben vieler US-Amerikaner nach einem Eigenheim. Gestützt durch den American Dream, dessen materielles Ideal ein Haus, einen Garten und zwei Autos inkludiert<sup>15) 16)</sup>, lebt der Glaube an die Vorteile des Eigenheimes in der breiten Masse weiter.

„Homeownership builds wealth. Homeownership is a stable investment. Homeownership encourages neighborhood involvement by residents. Homeownership builds up communities. Homeownership creates positive environments for children and families.“<sup>17)</sup>

Es ist nicht Aufgabe dieser Arbeit, den bei vielen Haushalten verbreiteten Wunsch nach einem Eigenheim als gut oder schlecht zu bewerten. Wichtig ist lediglich, dass die Wurzeln der im weiteren Verlauf diskutierten wirtschaftlichen Auswirkungen auch im kulturellen Hintergrund der USA zu finden sind.

Die Hauseigentümerquote stieg von 63,8% im vierten Quartal 1994 um 5,6 Prozentpunkte auf den bisher höchsten Wert von 69,4% im letzten Quartal 2004. Ein einfacherer Zugang zur Hypothekenfinanzierung sowie günstige wirtschaftliche Bedingungen<sup>18)</sup> waren für diese Entwicklung ausschlaggebend. Der Anteil an Bevölkerungsschichten, die vor ein bis zwei Jahrzehnten als Hauseigentümer wenig verbreitet waren, nahm seit Mitte der 90er Jahre zu. So sind alleinerziehende Haushalte (vor allem mit Müttern), Single- und jüngere Haushalte aber auch Haushalte mit moderatem bzw. niedrigem Einkommen heute nichts Ungewöhnliches mehr.<sup>19)</sup> Von Anfang 2005 bis Mitte 2007 war zwar weiterhin ein Anstieg der absoluten Häuseranzahl zu verzeichnen, die Besitzerquote pendelte sich in der Zeit aber zwischen den 68 und 69% Marken ein.

Im Jahr 2000 betrug die bei einem Hauskauf durchschnittlich getätigten Investitionen ca. 190.000 Dollar<sup>20)</sup>; dass diese Ausgaben das Budget vieler Haushalte übersteigt, ist naheliegend. Durch die erhöhte Bereitschaft der Hypothekenbanken Risiken aufzunehmen (die sie in Folge verbiefen und weiterverkaufen), höhere Staatsgarantien und neuartige Hypothekenprodukte sind diese hohen Investi-

tionskosten einer breiteren Masse der Bevölkerung – vor allem wirtschaftlich schwächeren Haushalten – zugänglich gemacht worden. Diese Tatsache ist, Hand in Hand mit der einfacheren Zugänglichkeit zu Krediten gegen den Wert des Hauses (mortgage equity withdrawal, MEW), einer der Gründe für die steigende private Haushaltsverschuldung (gemessen am verfügbaren jährlichen Einkommen), die innerhalb von zehn Jahren, von 1995 bis 2005, um 2,57 Prozentpunkte auf 13,92% anstieg.

Bis in die neunziger Jahre waren Hypothekenkredite mit niedrigen Anzahlungen sowie einer langen Amortisationsdauer etwas Exotisches, und Kreditgeber willigten nur selten einer Hypothek ein, die inklusive Steuern und Versicherung mehr als 28% des Einkommens ausmachte. Heute, mit steigender Popularität der sogenannten Subprime-Kredite, ist es durchaus nichts Ungewöhnliches, eine Hypothek mit über 80% Fremdfinanzierung, einer Laufzeit von üblicherweise 30 Jahren und Tilgungen, die 40% des Einkommens ausmachen, abzuschließen<sup>21)</sup> Zum Teil refinanzieren sich Subprime-Schuldner durch den Abschluss anderer Subprime-Kredite, sodass der Kauf eines Hauses ohne Anfangskapital ermöglicht wird. Allerdings weist diese Form des Hypothekenkredites aufgrund höherer Ausfallrisiken für die Banken bzw. andere Kreditgeber höhere Zinssätze auf, die im Jahr 2004 bei Vertragsabschluss etwa 8%<sup>22)</sup> betragen. Obwohl in den USA im Jahr 2001 die Vergabe von festverzinslichen Hypothekenkrediten (FRM: fixed rate mortgage) mit 74% vorherrschend waren, wurden Subprime-Kredite im Jahr 2006 zu über 90% als ARMs (adjustable rate mortgage) abgeschlossen. Dabei sind die Zinssätze an die Entwicklung eines Index gebunden und verändern sich regelmäßig parallel dazu.<sup>23)</sup> Für die Schuldner bedeuten ARMs eine größere Unsicherheit, vor allem bei Kreditlaufzeiten von 30 Jahren ist eine Prognose der Tilgungen nur schwer möglich.

Die Umstrukturierung und Liberalisierung des Finanz- und Hypothekenmarktes, die im Folgenden noch genauer diskutiert werden, haben unbestreitbare Vorteile mit sich gebracht. So ist es dem Großteil der U.S. amerikanischen Bevölkerung möglich – unabhängig ihres Einkommens und ihrer Kreditbonität – ein Haus und somit auch Vermögen zu besitzen. Es ist allerdings auch nicht außer Acht zu lassen, dass die dadurch gestiegene durchschnittliche private Haushaltsverschuldung (im Verhältnis zum Einkommen) die finanzielle Abhängigkeit von für den Einzelnen unbeeinflussbaren Faktoren, wie z.B. dem Kreditzinssatz oder der Hauspreise, vergrößert hat. Und zwar gilt dies größtenteils für Bevölke-

rungsschichten, die ohnehin über einen geringen wirtschaftlichen Spielraum verfügen. Die Autoren Retsinas und Belsky (2002) schreiben bezüglich Kreditnehmer moderaten Einkommens folgendes:

„Each borrower is only a crisis – a pink slip, an illness, a broken car – away from delinquency or default on a loan that will impair his or her credit history and add to the mortgage borrowing costs.“

Aus sozial-gesellschaftlicher Sicht ist dieses Zitat nicht ohne Sorgenfalten zu betrachten, zumal sich die Schuldenspirale weiter eindreht und ihr nur schwer zu entfliehen ist.

### 2.3 Subprime-Hypothekenkredite

Im Folgenden wird auf die Struktur der sogenannten Subprime-Kredite, deren Vergabesystematik und deren Rolle am gesamten Hypothekenmarkt eingegangen, zumal diese Art der Kredite einen wesentlichen Aspekt der danach benannten Subprime-Krise darstellen. Dieses Kapitel stützt sich auf die von Sabry und Schopflocher verfasste Arbeit „The Subprime Meltdown: A Primer“<sup>(24)</sup>.

Der Subprime-Kreditmarkt verzeichnete in den letzten eineinhalb Jahrzehnten ein rasantes Wachstum, zuvor nahm er nur eine sehr untergeordnete Rolle ein. Mitte der 90er Jahre fielen 2,9% (24 Mrd., in 2005 \$) der vergebenen Kredite unter die Bezeichnung „Subprime“. Im Gegensatz dazu, stieg die Anzahl bis 2005 auf 20%<sup>(25)</sup>, was einem absoluten Wert von 625 Milliarden Dollar an Neuvergaben und etwa 5% des damaligen BIP entspricht. Das Vergabevolumen hat sich demnach ca. ver-26-facht. Diese – aus Sicht der Gläubiger – steigende Beliebtheit ist auf mehrere Faktoren zurückzuführen, von denen zwei wesentliche an dieser Stelle genannt seien: Zum Einen ein Anstieg der Verbriefungen von Hypothekenkrediten und der anschließende Verkauf der MBS (mortgage-backed securities) an Investoren, sowie zum Anderen die Entwicklung von Finanzinnovationen und ein breiter gefächertes Angebot an Produkten für Subprime-Schuldner. Durch diese beiden Faktoren wurden Subprime-Kredite für Banken und andere Gläubiger aufgrund der Verringerung von Risiken attraktiver und folglich einer breiteren Masse an Schuldnern zugänglich gemacht.

Subprime-Kredite werden häufig beim Hauskauf verwendet, allerdings wurden diese Kredite in den letzten Jahren auch für die Refinanzierung von bestehenden Hypothekenkrediten und für den sogenannten „cash-out“ (das Ausbezahlen von Bargeld gegen das Eigenkapital des Hauses) immer populä-

rer. Letzteres verstärkt durch liquidere Kreditnehmer den privaten Konsum. So lange die Hauspreise steigen, ist es mittels cash-out möglich direkt vom steigenden Vermögen zu profitieren. Gemessen am gesamten Refinanzierungsvolumen (Hypothekenrefinanzierung und cash-out) hält der cash-out von 1991 bis 2005 einen durchschnittlichen Anteil von 14%, der Höchstwert im Jahr 2005 verzeichnete etwa 22%. Die dabei liquidierte Summe wird größtenteils für die Schuldentilgung von nicht-Hypothekenkrediten, Investitionen in das Haus oder zur Finanzierung anderen persönlichen Konsums verwendet.<sup>(26)</sup>

Subprime-Kredite sind in Gegenden, in denen ethnische Minderheiten dominieren und das Einkommen unter 80% des Durchschnitts liegt, besonders verbreitet. Hier erreichen die Neuabschlüsse ca. 28% an allen Hypotheken, im Gegensatz zu etwa 7% in Gegenden, in denen hauptsächlich US Amerikaner mit einem Einkommen von mehr als 20% über dem Durchschnitt wohnen.

Für den Subprime-Schuldner, also den „Schuldner zweiter Klasse“, existiert keine offiziell anerkannte Definition, auf die Gläubiger bei der Identifizierung eines solchen zurückgreifen können. „Der allgemein verwendete Begriff ‚Subprime‘ beschreibt eher ein Segment mit fließenden Grenzen innerhalb des Hypothekenmarktes als einen fest definierten Sektor.“<sup>(27)</sup> Um das Risiko bei der Kreditvergabe trotzdem einschätzen zu können, verwenden Gläubiger eine Kombination von Charakteristika, die einen Subprime-Schuldner beschreiben:

- „niedrige Kredit Score (Erklärung s.u., Anm.)
- hohe debt-service-to-income Rate, durchschnittlich über 40%
- höhere loan-to-value Rate von mindestens 80%
- geringere Kreditsummen von durchschnittlich 100.000\$
- geringere Dokumentation
- höhere Hypothekenzinssätze, die durchschnittlich 200 Basispunkte über denen der Prime-Schuldner liegen<sup>(28)</sup> (ein Basispunkt entspricht dem Hundertstel eines Prozentes)

Die Kredit Score hat den Zweck, die Kreditnehmer zu bewerten und somit den Kreditgebern das jeweilige Risiko beim Vertragsabschluss zu prognostizieren. In den USA ist die FICO Score sehr verbreitet, benannt nach der Entwicklerfirma Fair Isaac Company. Deren Berechnung stützt sich auf fünf Faktoren: die Zahlungshistorie (mit 35% gewichtet), die

Anzahl geschuldeter Beträge (30%), die Länge der Kredithistorie (15%), die Absicht neue Kredite aufzunehmen (10%)<sup>29)</sup> und ausstehende Kreditarten (ebenfalls 10%). Die sich daraus ergebende Score beträgt zwischen 350 und 800 Punkten, wobei ein Subprime-Schuldner weniger als 620 Punkte aufweist.

Die debt-service-to-income Rate gibt den Anteil der Kreditaufwendungen im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen an. Je höher diese Rate ausfällt, desto weniger Spielraum verfügt der Bewertete für andere Ausgaben. Die Toleranz der Kreditgeber, bei hohen Raten trotzdem noch Kredite abzuschließen, ist in den letzten Jahrzehnten stark gestiegen.

Meistens weisen Subprime-Schuldner eine relativ hohe loan-to-value Rate aus, die den Anteil des Kredites am Wert des Hauses misst. Je höher sie ist, desto geringer fallen das Eigenkapital beim Hauskauf und folglich auch die Anzahlung, oft unter 5%, aus. Dies bedeutet aber, dass der Gläubiger ein höheres Risiko eingeht, welches sich vor allem bei fallenden oder auch stagnierenden Hauspreisen negativ auswirkt.

Eine geringe Dokumentation des verfügbaren Einkommens oder anderer für die Kreditvergabe relevanter Daten sowie auch eine belastete Kredithistorie (z.B. überfällige Hypothekenraten), mögen sich zwar für den Abschluss anderer Kreditarten behindernd auswirken, Subprime-Kredite können aber auch unter diesen Umständen abgeschlossen werden. Allerdings ist diese Art der Hypothek dementsprechend teurer, es müssen nämlich die Kreditausfälle ausgeglichen werden (die hier statistisch höher sind als bei Prime-Krediten). Der Zinssatz variiert je nach Risiko und wird auf Basis mehrerer Faktoren festgelegt: Dazu zählen z.B. der Verschuldungsgrad, verspätete Zahlungen, Kündigungen, Kredit Scores etc. Zusätzlich werden beim Vertragsabschluss Klauseln festgelegt, die auf den weiteren Verlauf des Kredites wesentlichen Einfluss haben. Darunter fallen unter anderem die Laufzeit (üblicherweise 30 Jahre), die Flexibilität des Zinssatzes (bei Subprimes meistens ARM) und Vorfälligkeitsentschädigungen.<sup>30)</sup> Letzteres soll die verfrühte Abgeltung des Kredites, die vor allem durch sinkende Zinsen attraktiv wird, unrentabel machen.

Wie bereits erwähnt (siehe Kapitel 2.2), werden die Subprime-Kredite meist nicht als FRM sondern als ARM abgeschlossen, obwohl die festverzinslichen Hypothekenkredite in den USA generell dominieren. Genauer betrachtet weisen viele Hypotheken dieser Art aber keinen reinen variablen Zinssatz, sondern

vielmehr eine hybride Mischform zwischen FRM und ARM auf. Sehr verbreitet ist dabei der sogenannte 2/28 Kredit, welcher in den ersten zwei Jahren einen „teaser“ mit fixen Zinsen (die meist sehr niedrig sind) anbietet und sich anschließend für die weiteren 28 Jahre in einen klassischen ARM umwandelt. Diese Hybridformen sind nicht ungefährlich, zumal die Schuldner, nachdem sie sich von den anfangs niedrigen festen Zinsen überzeugen ließen, nach Abschluss des zweiten Jahres und mit dem Wechsel auf die variable Periode einen höheren Zinssatz zahlen müssen. In der Zeit von 2004 bis 2006 wurden etwa 45% der Subprime-Kredite als reine ARMs oder in hybrider Form ausgestellt, 25% betrug die fixverzinslichen Kredite, 20% fielen auf IO Hypotheken (Interest-Only) und 10% waren negative-amortisation Hypotheken. Die letzten beiden sollen an dieser Stelle nur der Vollständigkeit halber kurz erläutert werden: Bei IO-Hypotheken werden über eine festgelegte Periode ausschließlich die Zinsen getilgt. Erst danach muss der Kreditbetrag zusätzlich zu den Zinsen abgezahlt werden. Beim Abschluss eines NegAms zahlt der Schuldner weniger als die volle Monatstilgung, der Fehlbetrag wird zur ausstehenden Kreditsumme addiert.

Ein wichtiger Aspekt der in Kapitel 3 Die Krise im Detail näher erläuterten Wirtschaftskrise ist die Verbriefung von Hypothekenkrediten. Diese Thematik weist eine hohe Komplexität auf und reicht weit in die Gefilde der Finanzwirtschaft hinein. Im Zuge der vorliegenden Arbeit sollen diesbezüglich lediglich die Grundlagen vermittelt werden, die für das Verständnis der Ausbreitung der Krise benötigt werden.

Die Verbriefung ist eine Finanztransaktion, bei der gewöhnlicherweise nicht handelbare Vermögenswerte neu strukturiert und letztendlich in attraktive Anlageprodukte umgewandelt und anschließend von Investoren gekauft werden. Die Verbriefung von Hypothekenkrediten läuft standardgemäß über eine speziell dafür gegründete Zweckgesellschaft (SPV, Special Purpose Vehicle), an die der Kreditgeber alle Vermögenswerte, die er abgeben will – und zuvor in einem Pool bündelte, verkauft. Diese Vermögenswerte sind durch den Wert der dahinterstehenden Häuser gesichert. In einem zweiten Schritt gliedert das SPV die gekauften Vermögenswerte je nach Risiko, Laufzeit oder Zinssatz in sogenannte Tranchen. Dies hat den Zweck, dass für die einzelnen Tranchen Investment Grade Ratings vergeben werden können und sie somit handelbar werden. Je nach Risikobereitschaft des Investors entscheidet sich dieser entweder für eine als sicher oder weniger sicher bewertete Tranche bzw. MBS. Sichere MBS, denen

z.B. ein AAA Rating zugesprochen wurde, erhalten die Kredittilgungen früher ausbezahlt als MBS mit einem niedrigeren Rating. Diese Struktur wird als Senior/Subordinated bezeichnet. Alle Subordinated MBS werden erst ausbezahlt, wenn die darüber liegenden Senior MBS vollständig zurückgezahlt sind. Logischerweise erhalten MBS mit einem höheren Ausfallrisiko bzw. vorzeitigem Tilgungsrisiko dementsprechend höhere Renditen.

Diese Verbriefungen haben eine Risikostreuung zur Folge, die es den Kreditgebern ermöglicht mehrere Kredite – auch riskantere Kredite (Subprime-Kredite) – zu vergeben und Investoren sicherere Wertpapiere mit guten Renditen anzubieten.<sup>31)</sup>

Die drei GSEs (Government Sponsored Enterprises) Fannie Mae, Freddie Mac und Ginnie Mae unterstützen die Verbriefung von Vermögenswerten, indem sie selber am Sekundärmarkt agieren und die MBS an Investoren weiterverkaufen.

## 2.4 Struktur des US amerikanischen Hypothekenmarktes und der Immobilien

Der US amerikanische Hypothekenmarkt setzt sich aus dem Primärmarkt und dem Sekundärmarkt zusammen. Am Primärmarkt werden Kredite von Banken und anderen Anbietern mit den Hauskäufern ausgehandelt und anschließend an sie verkauft. Folglich brauchen die Anbieter entsprechendes Kapital, um die Investition in eine Immobilie auf längere Zeit vorzustrecken. Hypothekenbanken sind allerdings keine Einlageninstitute, das heißt sie benötigen Kapital aus anderen Quellen, um weiterhin Hypothekenkredite vergeben zu können. Dieses wird von Hypothekenfinanzierern – finanzielle Institutionen oder auch einzelne Unternehmen – auf dem Sekundärmarkt bereitgestellt, indem sie MBS kaufen bzw. verkaufen. Im Jahr 2008 wurden 75% des Hypothekenvolumens für Einfamilienhäuser durch den Verkauf von MBS abgedeckt. Demnach ist es offensichtlich, dass der Sekundärmarkt eine wesentliche Rolle am amerikanischen Hypothekenmarkt einnimmt.

Betrachtet man den Sekundärmarkt für Einfamilienhäuser im Detail, so können drei Submärkte unterschieden werden, auf denen jeweils andere Akteure tätig sind. Zum einen der Markt für von Fannie Mae<sup>32)</sup> und Freddie Mac ausgestellte MBS, die sich aus Einfamilienhaus-Hypotheken unter einem festgelegten Preisniveau zusammensetzen (2008: 417.000\$)<sup>33)</sup> und kaum Staatsgarantien genießen.

Diese beiden GSEs wurden 1938 und 1970 mit dem Ziel ins Leben gerufen, die Liquidität der Bevölkerung für den Kauf von Hypothekenkrediten zu gewährleisten. Noch vor der Gründung Freddie Macs, wurde Fannie Mae 1968, aufgrund finanziellen Drucks durch den Vietnamkrieg auf die US Regierung privatisiert.<sup>34)</sup> Um weiterhin garantieren zu können, dass dieses Unternehmen im öffentlichen Interesse agiert, sprach man ihm den rechtlichen Sonderstatus „GSE“ aus. Im Jahr der Privatisierung wurde aus Fannie Mae eine dritte GSE abgespalten: Ginnie Mae (Government National Mortgage Association). Der zweite Submarkt des Sekundärmarktes besteht aus MBS, für die eben dieses im Regierungsbesitz stehende Unternehmen Ginnie Mae bürgt, auf dessen Homepage zu lesen ist:

„The only mortgage-backed security that enjoys the full faith and credit of the United States Government“<sup>35)</sup>.

Der dritte Teilmarkt enthält sogenannte private-label MBS (PLS). Also MBS die von keinem der drei großen GSEs ausgestellt werden bzw. Garantien besitzen, sondern von anderen Akteuren auf dem Sekundärmarkt gehandelt werden. Gründe dafür können entweder das zu große Volumen der Hypothek (sog. Jumbo loans) oder andere nicht eingehaltene Standards wie z.B. eine schlechte Kredithistorie des Schuldners sein.

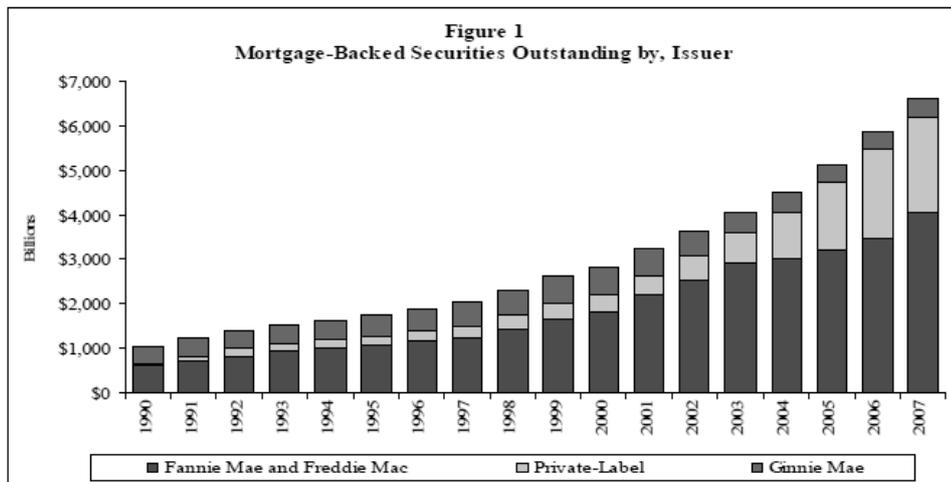
Ende 2007 wiesen die offenen Einfamilienhaus-Hypotheken ein Volumen von 6.600 Mrd. Dollar aus. 62% davon stellten Fannie Mae und Freddie Mac aus, 6% Ginnie Mae und 32% andere Akteure (siehe Abbildung 1).

Interessant ist, dass bis zum Jahr 2006 sowohl das absolute Hypothekenvolumen als auch die neuen Hypothekenabschlüsse (im Verhältnis zu den GSEs) der PLS stark gestiegen sind. So wurden im Jahr 2006 56% der Hypothekenkredite von non-agency Unternehmen abgeschlossen (zum Vergleich: Ginnie Mae 4,1%, Fannie Mae und Freddie Mac 39,9%), was nicht zuletzt mit der steigenden Beliebtheit von Subprime-Krediten zusammenhing. Im Jahr 2007 wurde allerdings ein starker Rückgang der PLS Verkaufszahlen verzeichnet (siehe Abbildung 2).<sup>36)</sup>

Die staatlich gestützten Hypothekenfinanzierer lassen darauf schließen, dass eine steigende Anzahl an Hausbesitzern politisch erwünscht ist, in dementsprechend großem Ausmaß fließen öffentliche Gelder über den Sekundärmarkt in den Hypothekenmarkt. Allerdings kamen immer wieder Stimmen auf, die vor zu großem Einfluss der GSEs warnten, zumal sonst ein Bankrott dieser die Finanzstabilität

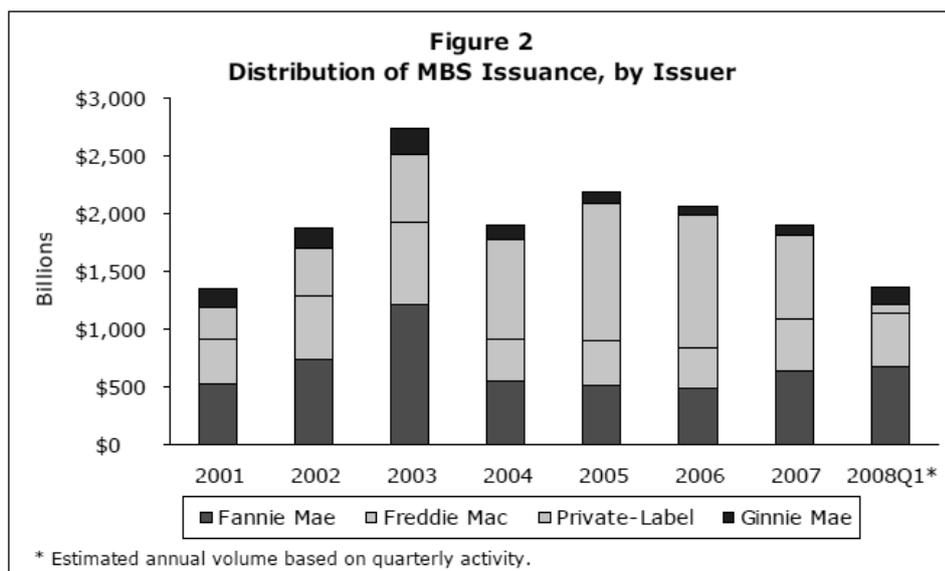
der USA gefährden könnte. So auch Alan Greenspan noch zu seiner Zeit als Vorsitzender der FED.<sup>37)</sup> Und er sollte Recht behalten. Im Juli 2008 bat der damalige US-Finanzminister Henry Paulson den Kongress für die beiden schwer angeschlagenen Hypothekenfinanzierer Fannie Mae und Freddie Mac das staatliche Kreditvolumen zu erhöhen, „um im Notfall mit staatlichen Geldern zu Hilfe zu eilen.“<sup>38)</sup> Ein Bankrott der beiden Unternehmen wäre nicht nur für die US-Wirtschaft verheerend. Laut der FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) stehen mehr als 20% der weltweit ausstehenden festverzinslichen Wertpapiere in direkter oder indirekter Verbindung mit US Immobilien.<sup>39)</sup>

Abbildung 1: Ausständiges MBS Volumen, nach Emittent, 1990-2007



Quelle: OFHEO, 2008, S. 3

Abbildung 2: Verteilung der ausgestellten MBS, nach Emittent, 2001-2008



Quelle: OFHEO, 2008, S. 3

Für die Gewährleistung eines funktionierenden Immobilienmarktes ist die Bereitstellung von aussagekräftigen und exakten Preisindizes wesentlich. Die preisliche Bewertung der Immobilien ist aufgrund ihrer heterogenen Eigenschaften (siehe 2.1 Immobilie und Immobilienmarkt) und der Seltenheit, mit der sie gehandelt werden, nicht unproblematisch. Prinzipiell werden in den USA drei wichtige Hauspreisindizes mit zwei unterschiedlichen Herangehensweisen berechnet. Der NAR-Index (National Association of Realtors) errechnet den Durchschnitt aller Preise von Hausverkäufen in einer bestimmten Periode. Der HPI (House Price Index) und der S&P/Case Shiller-Index beobachten beide hingegen ausschließlich Wiederverkaufspreise. Unterschiede sind bezüglich der Datenauswahl trotzdem gegeben: Der HPI von der FHFA (Federal Housing Finance Agency) berücksichtigt ausschließlich wiederholte Transaktionsdaten von Fannie Mae und Freddie Mac, wodurch dem Index die Subprime- als auch Jumbo-Kredite entgehen. Der S&P/Case Shiller Index enthält alle Wiederverkaufsdaten, unabhängig von ihrem Volumen.

Im weiteren Verlauf der vorliegenden Arbeit wird für die Analysen der S&P/Case Shiller Index aufgrund besserer Verfügbarkeit der Daten und der Tatsache, dass auch Subprime-Kredite in den Statistiken enthalten sind, verwendet.

Neben der Struktur des Hypothekenmarktes ist auch die der Immobilien zur Beurteilung der wirtschaftlichen Gesamtsituation nicht uninteressant. Im Folgenden werden diesbezüglich ausgewählte Zahlen aus dem „American Housing Survey for the United States: 2007“<sup>40)</sup> wiedergegeben, um einen Einblick in den Immobilienbestand zu ermöglichen. Wie bereits erwähnt, ist der Großteil der Wohneinheiten, nämlich ca. 60%, von deren Eigentümern belegt. Nur etwa 30% werden von Mietern bewohnt, die restlichen Einheiten stehen leer. Insgesamt liegen davon 76% in sog. Metropolitan Statistical Areas (MSA), die zumindest ein verdichtetes Gebiet mit 50.000 oder mehr Einwohnern aufweisen. Der aktuellste zehnjährige Zensus zählt 362 MSAs.<sup>41)</sup> Der vom U.S. Census Bureau errechnete Median für die monatlichen Wohnkosten liegt für Hauseigentümer bei 927 und für Mieter bei 755 Dollar und zwar für eine durchschnittliche Größe von 164m<sup>2</sup> pro Wohneinheit; von diesen sind 63% freistehend.

### 3. Die Krise im Detail

Wie der Einleitung zu entnehmen ist, wird in diesem Kapitel, das den zweiten Teil der Arbeit darstellt, auf ausgewählte Details der Subprime-Krise eingegangen. Unter Zuhilfenahme mehrerer ökonomischer Größen werden die wirtschaftlichen Entwicklungen beschrieben, die mit dem Verfall der Hauspreise am US amerikanischen Immobilienmarkt zusammenhängen. Allerdings sollte man von dem Gedanken Abstand nehmen, dass es den Auslöser der Krise gab. Vielmehr handelt es sich um ein komplexes Zusammenwirken vieler Faktoren, von denen in diesem Kapitel nur einige wenige behandelt werden können.

#### 3.1 Gesetzgebung

Ein wesentliches Element der Subprime-Krise ist, wie dem Kapitel 2.3 Subprime-Hypothekenkredite zu entnehmen ist, die seit Mitte der 90er Jahre steigende Anzahl der Subprime-Kreditvergaben und der Verbriefungen. Dies öffnete Haushalten mit unterdurchschnittlichem Einkommen das Tor zum Hauskauf und ermöglichte durch stetig steigende Hauspreise den Hausbesitzern, auch bei schlechter finanzieller Situation, zusätzliche Liquidität zu beschaffen, entweder durch den Verkauf oder die Refinanzierung durch die Neuaufnahme von Krediten bzw. durch cash-outs. Die Hauspreisaufwertung Hand in Hand mit dem Angebot billiger Kredite führte nicht nur im Subprime Segment zu einem Aufschwung der vergebenen Hypothekenkredite. Einer der Grundsteine dieser Entwicklung liegt in der nationalen Gesetzgebung der USA, die schrittweise die Liberalisierung des Immobilien- und Finanzmarktes fortführte. Im Folgenden sind drei rechtliche Änderungen der 80er Jahre angeführt, die wesentlich zur Zunahme der Subprime-Kredite beitrugen<sup>42)</sup>.

Erstens, der „Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act“ (DIDMCA) im Jahr 1980, welcher die staatlich eingesetzten Zinsobergrenzen abschaffte und so die Rahmenbedingungen für die bei Subprime-Krediten angewendeten höheren Zinsen festlegte. Zweitens wurden mittels dem „Alternative Mortgage Transaction Parity Act“ (AMTPA) von 1982 bestehende Einschränkungen für alternative Hypothekenkreditmerkmale abgeschafft. Dadurch wurde unter anderem die Vergabe von ARM und negative amortisation Krediten ermöglicht. Und drittens, der „Tax Reform Act“ (TRA) von 1986, der den Steuerzahlern zwar das Absetzen der Zinsen von Konsumentenkrediten von

der Steuer untersagte, die der Hypothekenkredite hingegen wurden steuerabzugsfähig.

Diese drei angeführten rechtlichen Schritte, ausgewählt aus einer Reihe von weiteren Gesetzgebungen, verdeutlichen, dass ein höherer Anteil an Hauseigentum politisch erwünscht war. Der dadurch verstärkte Anreiz, in Immobilien zu investieren, wurde von der Kreditgeberbranche mit offenen Armen aufgegriffen. Vor allem nach der Leitzinserhöhung der FED im Jahr 1994 (siehe Abbildung 8), als die offenen Volumina als auch die Neuabschlüsse von Hypotheken für Einfamilienhäuser sanken (siehe Abbildung 3), begannen Gläubiger verstärkt Angebote für den Subprime-Markt zu entwickeln. Vor dem Hintergrund eines aggressiven Marketings der Kreditgeber und steigender Hauspreise erfreuten sich Subprime-Kredite einer wachsenden Popularität.

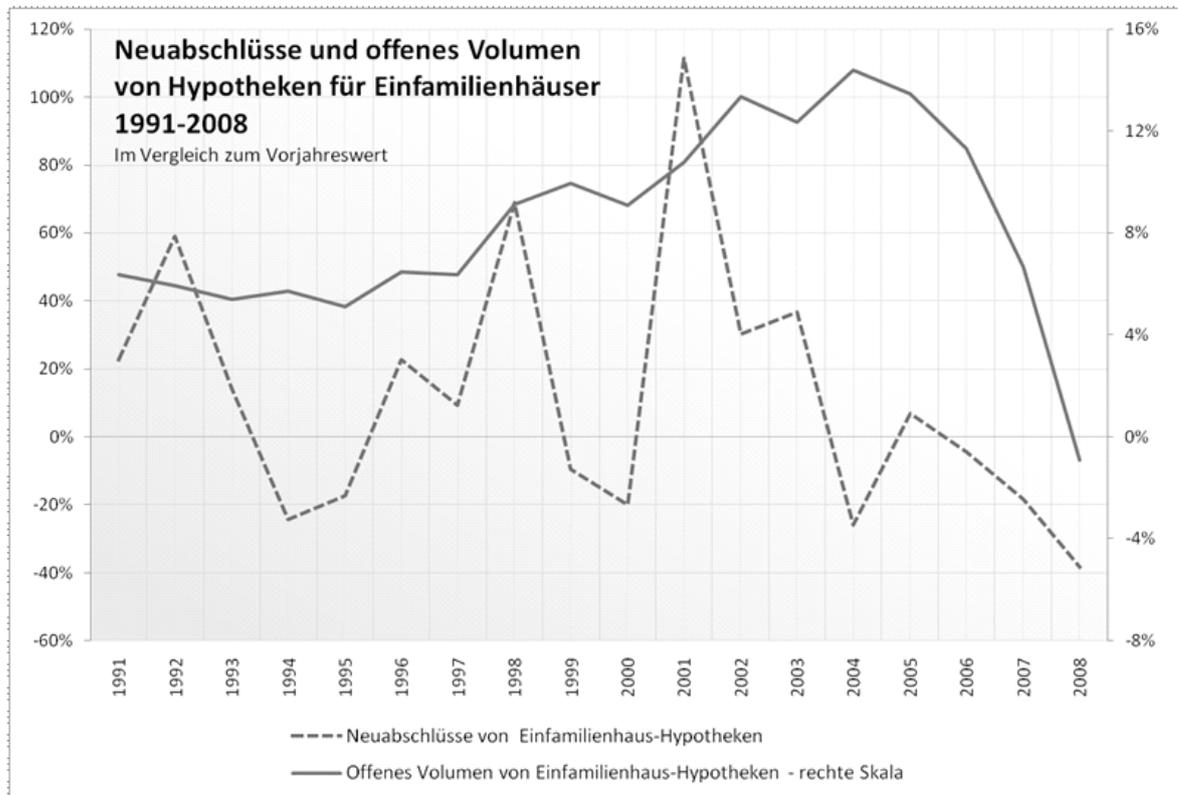
Abbildung 3: Neuabschlüsse und offenes Volumen von Hypotheken für Einfamilienhäuser im Vergleich zum Vorjahreswert, 1991-2008

### 3.2 Hauspreise und Leistbarkeit

Betrachtet man den Verlauf der Hauspreise, wie sie durch den S&P/Case Shiller Index wiedergegeben werden (siehe Abbildung 4), so macht sich ein fast durchgehender Anstieg von den späten 90er Jahren bis Mitte 2006 bemerkbar. Im Konkreten gab es vom ersten Quartal 1997 bis zum zweiten Quartal 2006 ausschließlich Hauspreisaufwertungen.

Die Gründe dafür sind vielfältig. Mit Hilfe ökonomischer Modelle können Zusammenhänge zwischen Entwicklungen anderer wirtschaftlicher Faktoren und den Immobilienpreisen aufgezeigt werden. Bedeutende Korrelationen weisen vergangene Leistbarkeitsverhältnisse, Haushaltseinkommen, Zinsraten, Bevölkerungswachstum und das Wachstum des Kreditvolumens auf.<sup>43)</sup>

Diese seien im Folgenden erörtert: Für das Leistbarkeitsverhältnis existieren unterschiedliche Berechnungsvarianten. Die im weiteren Verlauf verwendete wird von der NAHB (National Association of Home Builders) errechnet und gibt die prozentuelle Anzahl



Quelle: FHFA; eigene Darstellung, 2009

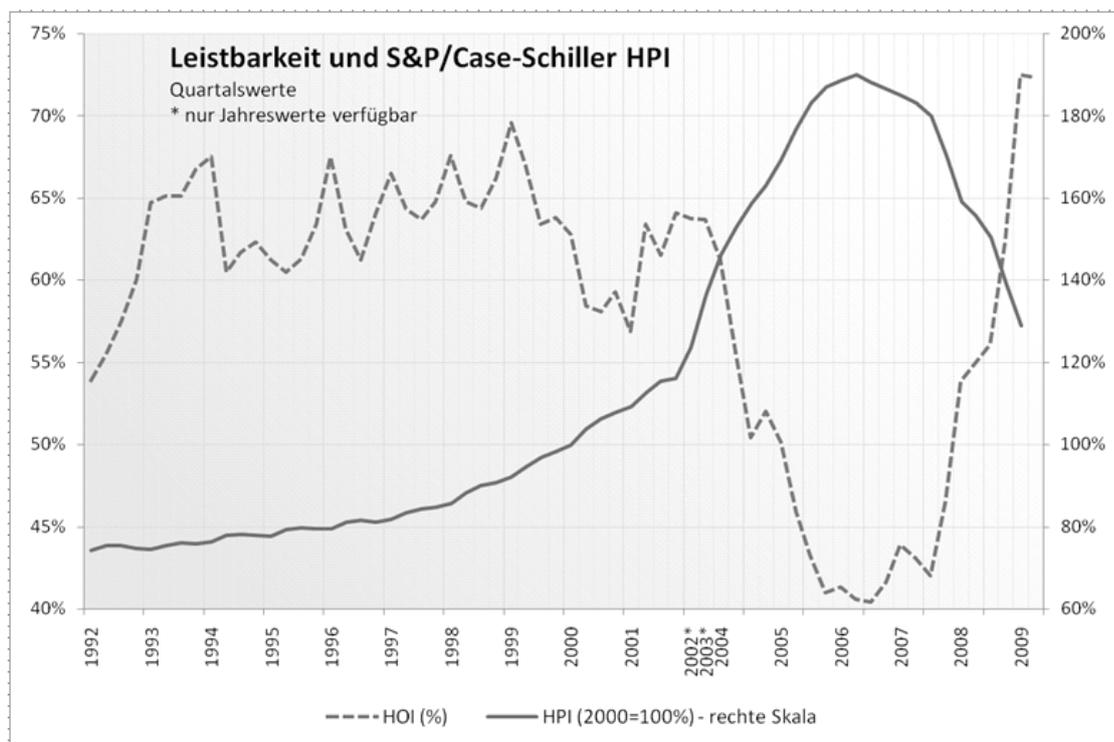
der Hausverkäufe an, die für durchschnittlich verdienende Haushalte erschwinglich sind. Der Koeffizient des Leistbarkeitsverhältnisses muss negativ sein: Je

höher die Anzahl der leistbaren Häuser für Haushalte mit einem Durchschnittseinkommen, desto niedriger sind die Hauspreise (siehe Abbildung 4). Das Wachstum des Kreditvolumens lässt Rückschlüsse auf die Haushaltsverschuldung zu und gibt somit – wie auch das Haushaltseinkommen – Hinweise auf die Kaufkraft und die Möglichkeit neue Kredite aufzunehmen. Die Zinsraten der Hypothekenkredite korrelieren negativ mit den Hauspreisen, weil niedrigere Zinsen entweder die jährliche (durch Hypothekentilgungen verursachte) Finanzlast senken, oder für die gleichen Ausgaben eine höherwertige Immobilie erworben werden kann.<sup>44)</sup> Höhere Immobilienpreise schrecken in diesem Fall nicht ab, sondern treiben im Gegenteil aufgrund von zukünftig

keinem Verhältnis zu den Hauspreisen. Ab Ende 2006 erlebt der Index wieder eine Aufwertung, zur selben Zeit beginnen die Hauspreise zu sinken. Erhebliche negative Abweichungen der Leistbarkeit vom Durchschnitt des HOI können auf eine Überbewertung der Immobilienpreise hinweisen, was sich bei einer ex-post Betrachtung der 2006-2009-Entwicklungen durchaus bewahrheitet.

Abbildung 4: Leistbarkeit (Housing Opportunity Index) und S&P/Case-Schiller Hauspreisindex, 1992-2009

Quelle: National Association of Homebuilders; Standard & Poor's; eigene Darstellung, 2009

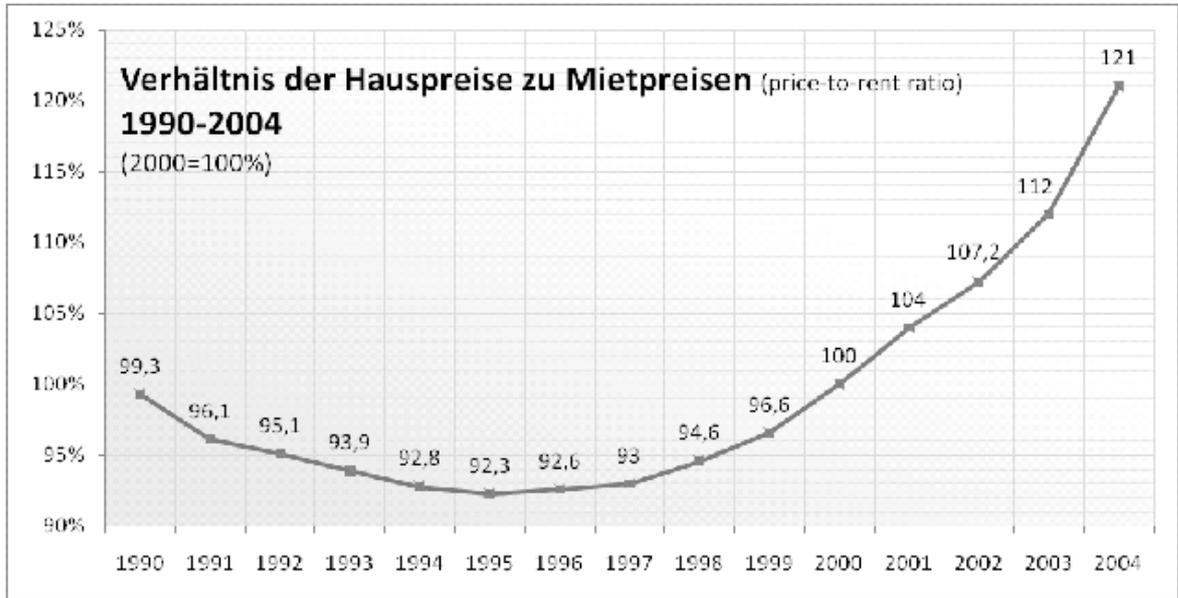


erwarteten Wertgewinnen die Nachfrage weiter in die Höhe.

Wie aus Abbildung 4 ersichtlich, ist der Housing Opportunity Index ab 2004 stark von knapp über 60% auf fast 40% gefallen. Dies bedeutet, dass z.B. im dritten Quartal 2006 nur 40,4% aller Hauskäufe (neue und bereits bestehende Immobilien) von Haushalten mit einem durchschnittlichen Einkommen erschwinglich waren. Das private Einkommen hat also im Verhältnis zu den Hauspreisen an Wert verloren. In diesem Fall bedeutet diese Entwicklung nicht, dass das reale Einkommen der Bevölkerung gesunken ist. Im Gegenteil, laut Census Bureau sind die Durchschnittsgehälter der U.S. Bürger von 2004 bis 2007 jährlich leicht gestiegen<sup>45)</sup>, allerdings in

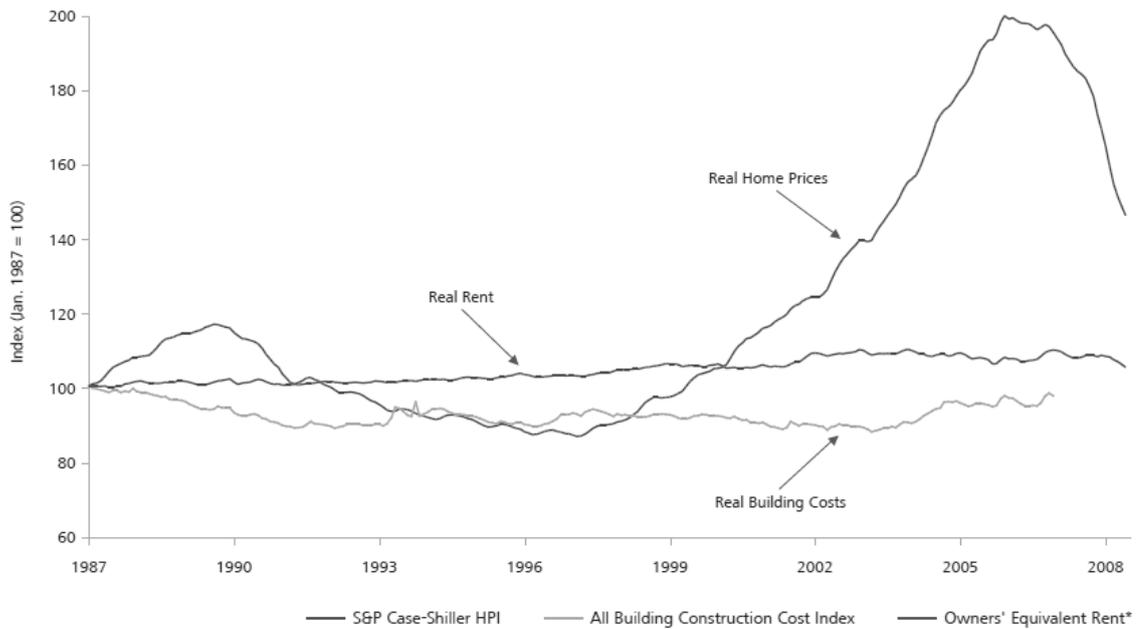
Die Aussagekraft dieses Index wird jedoch auch kritisiert. Beispielsweise schreibt die OECD<sup>46)</sup>, dass das Durchschnittseinkommen aus zweierlei Gründen kein geeigneter Indikator für die Leistbarkeit sei: Zum einen wird die vor allem längerfristig variierende Zahlungslast für Hypothekenkredite nicht mit einbezogen, und zweitens spiegelt das Durchschnittseinkommen Gehälter der gesamten Bevölkerung wider, wohingegen Hauspreise auf Märkten mit jeweils unterschiedlichen Anbietern und Nachfragern gebildet werden, die wahrscheinlich ein höheres Einkommen als der Durchschnitt aufweisen.

Abbildung 5: Verhältnis der Hauspreise zu Mietpreisen (price-to-rent ratio), 1990-2004



Quelle: OECD; eigene Darstellung, 2009

Abbildung 6: Hauspreise verglichen mit Mietpreisen und Baukosten, 1987-2008



Quelle: Sabry; Okongwu, 2009, S. 12

Ein anderer Indikator, dem die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung eine höhere Aussagekraft zuspricht, ist die price-to-rent ratio. Das Verhältnis der Hauspreise zum Mietzins vergleicht die beim Hausbesitz anfallenden Kosten mit denen des Mietens. Hier gilt – ähnlich zum HOI – starke Schwankungen der Hauspreise nach oben, die sich in einem Steigen des price-to-rent Verhältnisses manifestieren, deuten auf eine Überhitzung des Marktes hin. Konsumenten werden aus ökonomischen Überlegungen heraus stärker zum Mieten als zum Kaufen tendieren, was folglich Druck auf die steigenden Immobilienpreise ausübt.

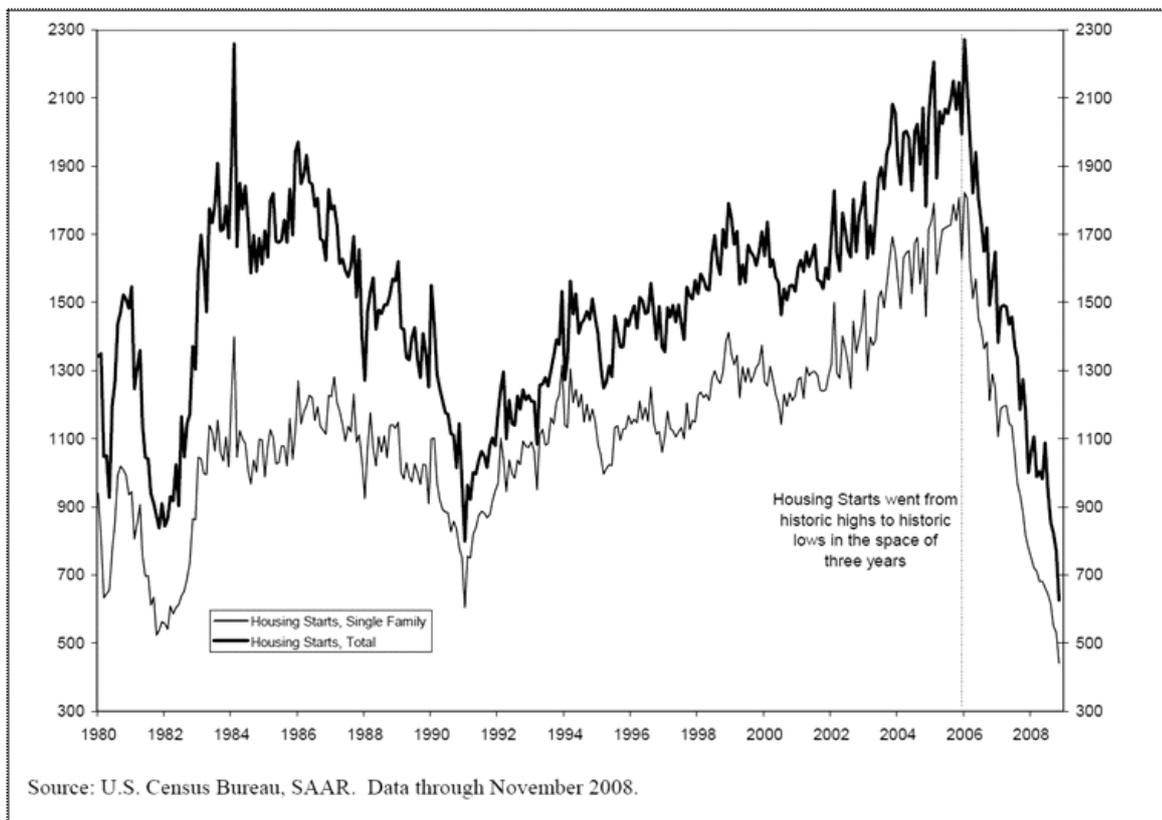
Vergleicht man die price-to-rent ratio aus Abbildung 5 mit dem HPI aus Abbildung 4, ist eine Übereinstimmung der Linienverläufe zu erkennen. Beide steigen ab den späten 90ern stark an, woraus sich ableiten lässt, dass die Mietpreisaufwertung mit der der Hauspreise nicht mithält. Von 1995, als die price-to-rent ratio den tiefsten Punkt seit Beginn der 90er Jahre aufwies, bis 2004, verteuerten sich die Hauspreise gegenüber den Mietpreisen um fast 29%. Interessant ist auch der Vergleich mit den Baukosten,

Gemeinsam mit einer Zunahme der Ankäufe von Zweitwohnsitzen sowie von IO-Krediten (die den Ankauf teurer Häuser vereinfachen), lässt diese Entwicklung auf die spekulative Absicht vieler Käufer schließen<sup>47</sup>). Das heißt, es werden zukünftige Gewinne von der vergangenen Hauspreisaufwertung abgeleitet. Dies unterlegt auch die Anzahl neuer Häuser, die, trotz steigender Preise, im Jahr 2006 einen 20-jährigen Höhepunkt erreichte (siehe Abbildung 7).

Bei längerfristiger Überbewertung der Immobilienpreise, und/oder deren Abweichung von den in Abbildung 6 angeführten Grundlagen, ist früher oder später ein Stagnieren der Aufwertung bzw. ein Umschwung ins Negative zu erwarten.

Abbildung 7: Bau neuer Häuser, 1980-2008

Quelle: Standard & Poor's, 2009, S. 13



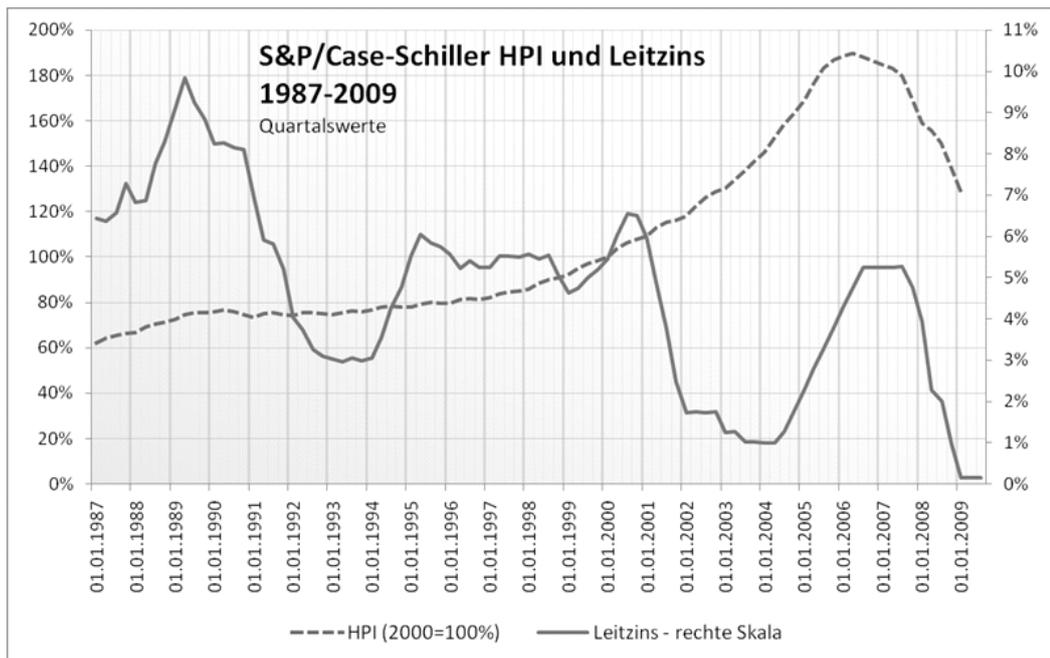
die, wie die Mietpreise, den Aufschwung nicht mitmachten. Anhand der Abbildung 6 ist die Abweichung der Immobilienpreise von den anderen beiden Größen deutlich erkennbar.

### 3.3 Leitzins und Inflationsrate

Die Zinsen (siehe Abbildung 8) stellen für die Erklärung der Hauspreisaufwertung von 2000 bis 2006 einen wesentlichen Aspekt dar. Nachdem die Banken die Hypothekenzinsen, die sie verlangen, im Normalfall an den von der Zentralbank (FED – Federal Reserve) festgelegten Leitzins orientieren, wird im Folgenden, wenn es um Zinsen geht, der Leitzins gemeint. Mit dem Platzen der sogenannten New-Economy Blase im Jahr 2000, die sich aufgrund überschwänglicher Investitionen in EDV- und Internetunternehmen bildete, senkte die FED den Zinssatz kontinuierlich, bis 2004 der damalige allzeit-Tiefpunkt von 1% erreicht wurde. Damit wollte man die befürchteten Verluste verringern. Die längerfristig niedrigen Zinsen – vom dritten Quartal 2001 bis zum zweiten 2005 blieben sie unter der 3% Marke – trugen zur erhöhten Attraktivität von Immobilien und damit verbundenen Finanzprodukten für private Haushalte und auch Finanzunternehmen bei.

Mitte 2006 stieg der Zinssatz über 5%, vermutlich wollte die FED im Zuge dieser restriktiveren Geldpolitik die Inflationsgefahr mindern. Den Hypothekenehmern erschwerte dies allerdings aufgrund einer erhöhten Zinslast die Kredittilgung. Vor allem Subprime-Schuldner, die per Definition finanziell größtenteils schwächer aufgestellt sind, waren von den Zahlungsschwierigkeiten betroffen. Als zu dieser Zeit auch die Hauspreisaufwertung abschwächte, häuften sich die Fälle zahlungsunfähiger Schuldner und schließlich auch der Ausfälle (siehe Abbildung 9). Obwohl sowohl hochklassige als auch Subprime-Kredite ausfielen, war der Anteil der letzteren weitaus höher.

Abbildung 8: S&P/Case-Schiller Hauspreisindex und U.S. Leitzins, 1987-2009

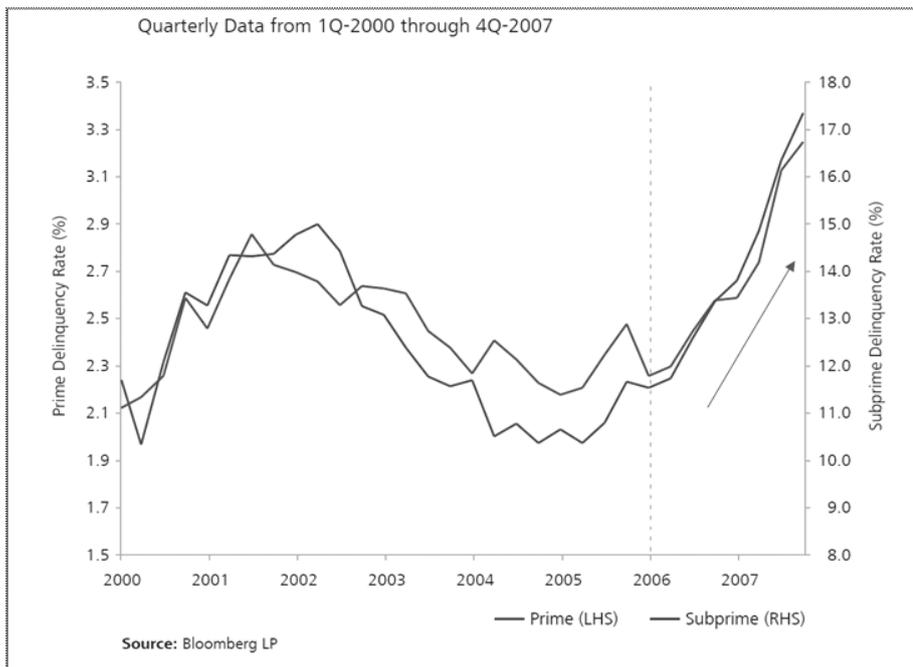


Quelle: Board of Governors of the Federal Reserve System; Standard & Poor's; eigene Darstellung, 2009

Die Hauspreisaufwertung bzw. –abwertung ist der wichtigste Faktor für die Entwicklung der Kreditleistung der Schuldner. So erklärt der Verfall der Hauspreise laut UBS zu etwa 60% die steigende Ausfallsrate und Anzahl zahlungsunfähiger Schuldner.<sup>48)</sup> Dadurch verdeutlicht sich die starke Abhängigkeit der Hypothekenehmer, vor allem aus dem Subprime-Segment, von der Immobilienpreisentwicklung.

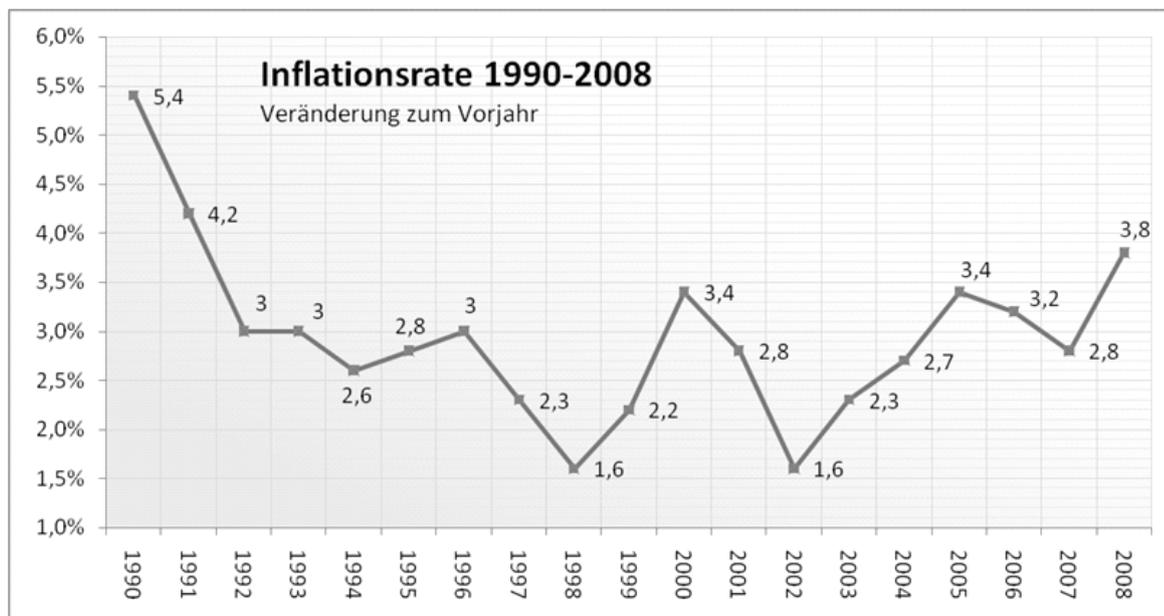
Die FED beließ das Zinsniveau noch bis Juli 2007 bei ca. 5,25%, danach – mit dem Absturz der Hauspreise – revidierte sie stark nach unten bis im Oktober 2008 der historische Tiefpunkt von unter 1% erreicht wurde. Am 1.7.2009 betrug der Leitzins 0,16%, womit man den Banken fast kostenlos Geld zur Verfügung stellte.

Abbildung 9: Anzahl der Zahlungsunfähigen Prime- und Subprime-Schuldner, 2000-2007



Quelle: Sabry; Okongwu, 2009, S. 13

Abbildung 10: Jährlicher Inflationsanstieg zum Vorjahresdurchschnitt, 1990-2008



Quelle: Bureau of Labor Statistics; eigene Darstellung, 2009

Das Senken des Leitzinses, der die Kosten für das Borgen von Geld festlegt, wird mit dem Ziel eingesetzt, die Kreditvergabe in wirtschaftlich schwachen Zeiten zwischen Banken sowie zwischen Banken und privaten Haushalten und somit auch den Konsum anzukurbeln. Die Liquiditätszufuhr birgt jedoch ein inflationäres Risiko in sich, sobald sich die wirtschaftliche Situation bessert. Der FED Vorstand, Ben S. Bernanke, adressiert dieses Problem in seiner Rede folgendermaßen:

„To be sure, decisions about when and how quickly to proceed will require a careful balancing of the risk of withdrawing support before the recovery is firmly established versus the risk of allowing inflation to rise above its preferred level in the medium term. However, this delicate balancing of risks is a challenge that central banks face in the early stages of every economic recovery.“<sup>49)</sup>

Als die FED den Zinssatz als Reaktion auf die Dot-com-Blase, wie bereits erwähnt, senkte, heizte das die Inflation an. Die Preissteigerungen im Vergleich zum Vorjahresdurchschnitt nahmen von 2002 bis 2005 um 1,8% auf 3,4% zu. Mit der Erhöhung des Leitzinses von Mitte 2004 bis Mitte 2006 bremste sich die Inflation ein, bis sie, wieder parallel zur Leitzinsverringerung, 2008 mit 3,8% erneut höhere Werte aufwies (siehe Abbildung 10).

In konjunkturell schwachen Zeiten kann das Herabsetzen des Leitzinses trotz Inflationsgefahr einen wichtigen Aspekt darstellen, zumal den Banken damit die Refinanzierung erleichtert wird. Mehr Liquidität dämmt jedenfalls das Misstrauen zwischen den Geldinstituten ein und erleichtert somit die Kreditvergabe untereinander.

Die Inflation ist des Weiteren ein Baustein der Erläuterung, warum die Schuldner durch den Verfall der Hauspreise im bekannten Ausmaß betroffen waren. Eine sinkende Inflation beeinflusst die Kreditaufnahme nämlich zweierlei: Zum einen erlauben niedrigere Hypothekenkosten mehreren Haushalten die Kreditaufnahme, auch von höheren Summen, und zum anderen wird die Schuld langsamer getilgt<sup>50)</sup>. Das bedeutet, dass Haushalte über eine längere Zeitdauer einen größeren Anteil ihres Einkommens für die Hypothekentilgung aufwenden müssen, was sie für eventuelle Preishocks anfälliger macht. Vergleicht man die Inflationsrate mit den Neuabschlüssen von Hypothekenkrediten (siehe Abbildung 10 und Abbildung 11), so ist in den Jahren von 2000 bis Mitte 2003 bei niedriger bzw. sinkender Inflation fast eine Vervierfachung der neuen Kredite erkennbar.

Dies führte auch zu einem Wachstum des offenen Hypothekenvolumens und somit der Haushaltsverschuldung (siehe Abbildung 11). Das offene Volumen der vergebenen Hypothekenkredite für Einfamilienhäuser hat sich innerhalb von sechs Jahren von 2000 bis 2006 mehr als verdoppelt. Diese Statistik sagt nicht zwingend aus, dass die Verschuldung je verschuldeten Haushalts größer wurde, allerdings stieg die Haushaltsverschuldung insgesamt und somit wahrscheinlich auch die Anzahl der von der Hauspreisaufwertung abhängigen Haushalte an.

Tatsächlich war der Trend der Haushaltsverschuldung, gemessen am verfügbaren Einkommen, von Mitte der 90er Jahre bis Ende 2006 stetig steigend. In der Zeit von 2000 bis 2003 wurde sogar ein verhältnismäßig starker Anstieg von fast 1,4% verzeichnet (siehe Abbildung 12).

Erst seit Mitte 2007, also bereits nach der Umkehr der Hauspreisaufwertung, sinken die prozentuale Haushaltsverschuldung am Einkommen und das offene Hypothekenvolumen, was vermutlich auch mit der geringeren Anzahl an Neuabschlüssen von Krediten für Einfamilienhäusern zusammenhängt.

### 3.4 Asymmetrische Information

Als ein nicht unumstrittener Faktor für das Auslösen des Hauspreisverfalls wird in der einschlägigen Literatur auch das Vorherrschen asymmetrischer Information genannt, das zum Entstehen einer Panik beitrug, die wiederum den Verfall beschleunigte.

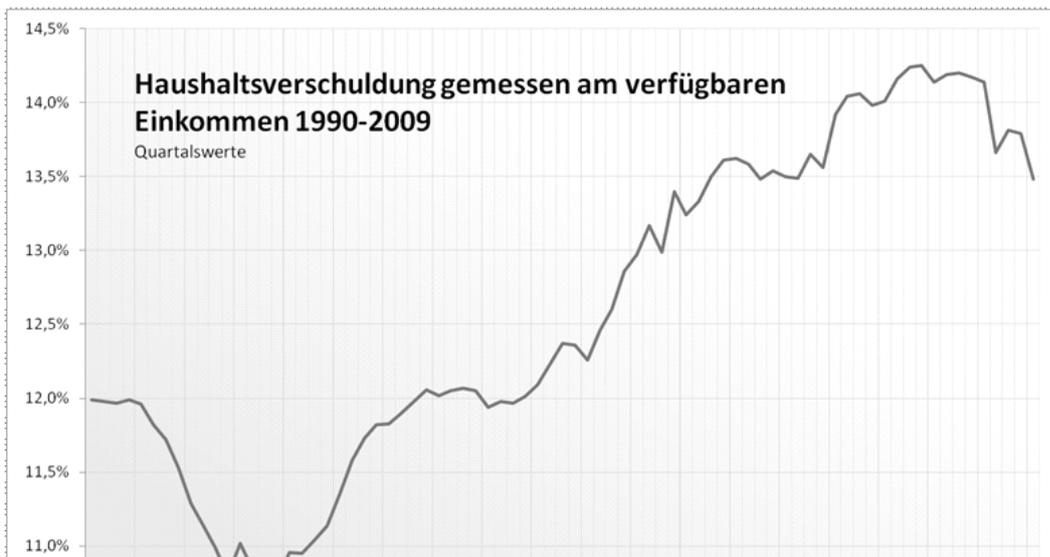
Die vielfältigen zwecks Risikostreuung eingesetzten Finanzprodukte, wie z.B. MBS, die auf der Verbriefung von Subprime-Krediten basieren, machten das Lokalisieren der tatsächlichen Risiken zunehmend komplizierter. Vor allem für die Käufer dieser Produkte (meist Investoren wie z.B. Versicherungen, Pensionsfonds, etc.) erwiesen sich das Ausmachen und das Abschätzen des Ausmaßes der eingekauften Risiken meistens als unmöglich. Hätte jedes Unternehmen einen eigenen Bewertungsapparat für diese Produkte, wäre das aber nicht effizient. Man vertraute also auf das Rating der Ratingagenturen, die jedoch ebenfalls nicht das gesamte Risiko erfassten; so scheint es aus heutiger Sicht. Die Informationen über diese unübersichtlichen Strukturen befanden sich auf der Seite des Marktes, die sie erschaffen hatte. Das gefährliche daran war, dass diese Situation falsch eingeschätzt wurde. Es war im Allgemeinen nicht bewusst, wie wenig die Akteure auf der Käuferseite des Marktes über die Wertpapiere wussten.

Abbildung 11: Neuabschlüsse und offenes Volumen von Hypotheken für Einfamilienhäuser im Vergleich zum Jahr 2000, 1990-2008



Quelle: FHFA; eigene Darstellung, 2009

Abbildung 12: Haushaltsverschuldung gemessen am verfügbaren Einkommen, 1990-2009



Quelle: Federal Reserve Board; eigene Darstellung, 2009

Das Abschwächen der Hauspreisaufwertung und die darauffolgende leichte Abnahme zu Beginn 2006, brachte eine Angst vor Verlusten hervor, deren Ausmaß von den Unternehmen nicht genau lokalisierbar bzw. messbar war. Mit der Einführung des ABX Index, der aufzeigte, dass die mit Subprime-Hypotheken in Verbindung stehenden Wertpapiere weniger Wert waren als zuvor angenommen, entwickelte sich die Angst zu einer Panik, die für das Platzen der Immobilienblase mitverantwortlich war.<sup>51)</sup>

Der ABX Index gibt Preise von CDS<sup>c</sup> (Credit Default Swaps) wieder. CDS<sup>c</sup> bieten deren Käufern u.a. Sicherheiten gegen in Zahlungsverzug geratene Subprime-Kredite. Ein sinkender ABX reflektiert den Glauben der Investoren, dass sich der Wert der Subprime-Hypotheken verringern wird.<sup>52)</sup>

Für diese Argumentation ist essenziell, dass es vor der Einführung des ABX keine vergleichbare Informationsquelle gab, die die Subprimerisiken wiedergab<sup>53)</sup>. Genau an diesem Punkt scheiden sich die Geister. Sabry et al. widersprechen dieser Argumentationslinie, weil beispielsweise der Lehman und der Merrill home equity Index auch vor der ABX Einführung im Jahr 2006 existierten<sup>54)</sup>.

Prinzipiell variieren in der einschlägigen Fachliteratur vor allem die Gewichtung der hauptursächlichen Faktoren sowie die verschiedenen Einflüsse teilweise stark. Generell ist an dieser Stelle aber festzuhalten, dass die Verbriefung nicht das eigentliche Problem der Krise ist, obgleich dieser Prozess die Zahl der Marktteilnehmer erhöht, die direkt oder indirekt der Hauspreisentwicklung ausgesetzt sind. Das Problematische ist vielmehr die Struktur der Subprime-Kredite an sich, deren Verlauf eng an Veränderungen der Hauspreise geknüpft ist.<sup>55)</sup>

#### 4. Zusammenfassung

Die vorliegende Arbeit setzt sich mit der Vorgeschichte zum Verfall der Immobilienpreise Mitte 2006 in den USA auseinander. Es werden die strukturellen Gegebenheiten des Immobilien- und Hypothekenmarktes, mit einem Augenmerk auf dem besonders stark betroffenen Subprime-Segment, behandelt. Unter Zuhilfenahme (volks-)wirtschaftlicher Indikatoren werden unterschiedliche Faktoren untersucht, und deren Zusammenhang mit dem Aufblähen und dem Platzen der sogenannten Immobilienblase erörtert.

Wichtig ist, dass nicht der Auslöser der Krise existiert. Vielmehr handelt es sich um ein komplexes Zusammenwirken vieler Faktoren, deren tatsächliche Relevanz auch in der einschlägigen Fachliteratur nicht unumstritten ist. Vor allem die Gewichtung verschiedener Einflüsse wird teilweise sehr unterschiedlich eingeschätzt.

Einen wesentlichen Aspekt in dieser Frage stellt jedenfalls die starke Hauspreisaufwertung dar, die vom ersten Quartal 1997 bis zum zweiten Quartal 2006 ausschließlich positiv war. Solange die Wohnimmobilienpreise stiegen, bestand für die Hausbesitzer keine bzw. nur eine geringe Gefahr bei der Eigenheimfinanzierung. Mit der seit Mitte der 90er Jahre steigenden Popularität der Subprime-Kredite, wurde die Möglichkeit zur Verwirklichung des eigenen Hauses einer breiteren Masse zugänglich. Antragsstellern, die bei anderen Kreditvarianten aufgrund einer niedrigen Kredit Score, geringerer bzw. lückenhafter Dokumentation oder einer hohen Haushaltsverschuldung abgewiesen werden würden, bot man die Aufnahme einer Subprime-Hypothek an; auch ohne die Aufwendung von Eigenkapital. Die dadurch steigenden Risiken für die Hypothekenbanken wurden mittels Verbriefungen in scheinbar harmlose Finanzprodukte umgewandelt und an Investoren (wie z.B. Versicherungen, Pensionsfonds, etc.) verkauft. Dies öffnete Haushalten mit unterdurchschnittlichem Einkommen das Tor zum Hauskauf und ermöglichte durch stetig steigende Hauspreise den Hausbesitzern, auch bei schlechter finanzieller Situation, zusätzliche Liquidität zu beschaffen, entweder durch den Verkauf, oder durch die Refinanzierung mittels der Neuaufnahme von Krediten auf den Wert des Hauses.

Zeitgleich mit der verstärkten Hauspreisaufwertung von 2001 bis Ende 2005, stieg das ausstehende Volumen von Hypotheken für Einfamilienhäuser und die Haushaltsverschuldung drastisch an. Dies verringerte den finanziellen Spielraum von Subprime-Schuldnern noch weiter und führte zu einer stärkeren Abhängigkeit von stetig steigenden Immobilienpreisen.

Dieses starke Wachstum geschah allerdings nicht im Einklang mit Indikatoren, die üblicherweise für eine Aussage über die Überbewertung der Hauspreise herangezogen werden. Betrachtet man den HO-Index der NAHB, welcher die Entwicklung der Einkommen mit der der Immobilienpreise vergleicht, so ist ein starkes Sinken während der Zeit mit der stärksten Hauspreisaufwertung deutlich zu erkennen. Auch verglichen mit der Erhöhung der Mietpreise ist, in der Zeit von 1995 bis 2004, eine Verteuerung

der Hauspreise um etwa 29% zu erkennen. Die Baukosten machten den Aufschwung ebenfalls nicht mit und gemeinsam mit einer Zunahme der Ankäufe von Zweitwohnsitzen sowie von interest-only Krediten, lässt diese Entwicklung auf die spekulative Absicht vieler Käufer schließen. Das heißt, es werden zukünftige Gewinne von der vergangenen Hauspreisauflwertung abgeleitet. Diese künstliche Überbewertung der Immobilienpreise, die den wahren Wert der Häuser übersteigt, lässt früher oder später eine Abwertung der Preise erwarten, die einer Wertberichtigung gleichkommt.

Sobald die Hauspreise aber sinken, wie es seit dem dritten Quartal 2006 geschieht, spüren Subprime-Schuldner, die per Definition finanziell größtenteils schwächer aufgestellt sind, als erstes die negativen Folgen: Die Anzahl der Zahlungsausfälle schnellte nach 2006 in die Höhe. Dazu kam, dass die FED Mitte 2006 den Leitzins erhöhte, was den Hypothekennehmern aufgrund einer größeren Zinslast, die Kredittilgung erschwerte.

Abschließend ist festzuhalten, dass die Liberalisierung des Hypothekenmarktes, die u.a. zur Geburt der Subprime-Kredite beitrug, auch unbestreitbare Vorteile mit sich brachte. So ist es dem Großteil der US amerikanischen Bevölkerung möglich – unabhängig von ihrem Einkommen und ihrer Kreditbonität – ein Haus zu besitzen. Andererseits bindet die spezielle Struktur der Subprime-Hypotheken die Schuldner eng an den Verlauf der Hauspreise oder des Kreditzinssatzes und erhöht somit die finanzielle Abhängigkeit des Einzelnen von für ihn unbeeinflussbaren Faktoren.

## Quellen

Belsky, E. S., Retsinas, N. P., & Duda, M. (2005). The Financial Returns to Low-Income Homeownership. Joint Center for Housing Studies, Harvard University.

Bernanke, B. S. (14.4.2009). Four Questions about the Financial Crisis. Atlanta, Georgia.

Bernanke, B. S. (21.08.2009). Reflections on a Year of Crisis. Jackson Hole, Wyoming.

Blaas, W. (2007). Skript zur Lehrveranstaltung "Immobilienwirtschaft". Wien.

Bloss, M., Ernst, D., Häcker, J., & Eil, N. (2009). Von der Subprime-Krise zur Finanzkrise; Immobilienblase: Ursache, Auswirkungen, Handlungsempfehlungen. München: Oldenbourg Wissenschaftsverlag GmbH.

Brooks, R., & Ford, C. M. (11.10.2007). The United States of Subprime. The Wall Street Journal .

Calder, L. (2001). Financing the American Dream: A Cultural History of Consumer Credit. Princeton University Press.

Catte, P., Girouard, N., Price, R., & André, C. (2004). Housing Markets, Wealth and the Business Cycle, Working Papers No. 394. OECD Economics Department.

Debelle, G. (Quarterly Review, March 2004). Household dept and macroeconomy. Bank for International Settlements (BIS).

Der Standard. (30.6.2009). Preise für Eigenheime brechen ein. Abgerufen am 28.7.2009 von <http://derstandard.at/fs/1245820471680/Spainien-Preise-fuer-Eigenheime-brechen-ein>

Die Presse. (24.7.2008). USA: Hilfspaket von 300 Mrd. Dollar gegen die Immobilien-Krise. Abgerufen am 5.8.2009 von <http://diepresse.com/home/wirtschaft/finanzkrise/400796/index.do?from=suche.intern.portal>

FHFA. (2009). A Brief Examination of Previous House Price Declines.

Ginnie Mae. (2009). Abgerufen am 12.8.2009 von <http://www.ginniemae.gov/>

Girouard, N., & Blöndal, S. (2001). House Prices and Economic Activity, Working Papers, No. 279. OECD Economics Department.

Girouard, N., Kennedy, M., Noord, P. v., & André, C. (2006). Recent House Price Developments: The Role of Fundamentals, Working Papers, No. 475. OECD Economics Department .

Gorton, G. (08.2008). The Panic of 2007. Yale School of Management and NBER

Gorton, G. (09.2008). The Subprime Panic. Yale School of Management and NBER

Greenspan, A., & Kennedy, J. (2007). Sources and Uses of Equity Extracted from Homes. Washington, D.C.: Division of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board.

Hug, D. (31.5.2009). Wo entwickelt sich der nächste Exzess? NZZ am Sonntag .

- IMF. (2004). The Global House Price Boom, IMF World Economic Outlook, Chapter II. Washington D.C.
- IMF. (2005). United States: Selected Issues. Washington, D.C.
- Joint Center for Housing Studies of Harvard University. (2006). The State of the Nation's Housing 2006.
- Lockhart, J. B. (2007). Housing, Subprime and GSE Reform: Where are we Headed? Washington, D.C.: OFHEO.
- Marterbauer, M., & Walterskirchen, E. (Monatsbericht 11/2005). Einfluss der Haus- und Wohnungspreise auf das Wirtschaftswachstum. Wien: WiFo.
- OFHEO. (2008). Mortgage Market Note 08-3, A Primer on the Secondary Mortgage Market.
- Porter, T. L., & Chanyshev, A. (2007). The Subprime Meltdown: Understanding Accounting-Related Allegations. NERA.
- Retsinas, N. P., & Belsky, E. S. (2002). Low-income homeownership: examining the unexamined goal. Brookings Institution Press.
- Sabry, F., & Okongwu, C. (2009). How did we get here? The Story of the Credit Crisis. NERA.
- Sabry, F., & Schopflocher, T. (2007). The Subprime Meltdown: A Primer. NERA.
- Scholtes, S. (10.7.2007). Subprime bonds in ratings downgrades. Financial Times .
- Schulmeister, S. (2009). Die neue Weltwirtschaftskrise - Ursachen, Folgen, Gegenstrategien. Wien: unveröffentlichtes Manuskript.
- Schulte, K.-W. (2008). Immobilienökonomie, Band IV Volkswirtschaftliche Grundlagen. München: Oldenburg Wissenschaftsverlag GmbH.
- Shenn, J. (26.2.2007). Subprime Mortgage Bond Risks Increase, Credit Derivatives Show. Bloomberg .
- Standard & Poor's. (2009). 2008, A Year in Review.
- Studienkommission für die Studienrichtung Raumplanung und Raumordnung an der TU Wien. (2005). Bakkalaureatsstudium Raumplanung und Raumordnung.
- The Economist. (4.6.2009). Global house prices; Bottom fishing. Abgerufen am 9.7.2009 von [http://www.economist.com/businessfinance/displayStory.cfm?story\\_id=13788437](http://www.economist.com/businessfinance/displayStory.cfm?story_id=13788437)
- Tsatsaronis, K., & Zhu, H. (Quarterly Review, March 2004). What drives housing price dynamics: cross-country evidence. Bank for International Settlements (BIS).
- U.S. Census Bureau. (2008). Current Housing Reports, Series H150/07, "American Housing Survey for the United States: 2007". Washington DC: U.S. Government Printing Office.
- U.S. Census Bureau, Housing & Household Economic Statistics Division. (2008). Historical Income Tables - Households . Abgerufen am 17.7.2009 von <http://www.census.gov/hhes/www/income/histinc/h08.html>
- U.S. Census Bureau, Population Division. (19.8.2008). Metropolitan and Micropolitan Statistical Areas. Abgerufen am 15. August 2009 von [www.census.gov/population/www/metroareas/aboutmetro.html](http://www.census.gov/population/www/metroareas/aboutmetro.html)
- Wyss, D. (2008). After the Crest comes the Trough. Standard & Poor's.

- 
- 1) DerStandard.at, 2009
  - 2) Vgl. Blaas 2007 S. 37
  - 3) Schulte 2008, S. 288
  - 4) Vgl. Schulte 2008, S. 293
  - 5) Marterbauer; Walterskirchen, 2005, S. 761
  - 6) Tsatsaronis; Zhu, 2004, S. 68
  - 7) IMF, 2004, zitiert aus Marterbauer; Walterskirchen, 2005, S.763
  - 8) Vgl. Marterbauer; Walterskirchen, 2005, S. 766
  - 9) Catte et al., 2004, S. 18
  - 10) Debelle, 2004, S. 51
  - 11) Debelle, 2004, S. 52
  - 12) Girouard; Blöndal, 2001, S. 25
  - 13) IMF, 2004, S. 73
  - 14) Vgl. Marterbauer; Walterskirchen, 2005, S. 766
  - 15) Die Kultur des American Dreams bezieht sich auch auf immaterielle Erstrebniisse wie Freiheit oder Erfüllung.
  - 16) Calder, 2001, S. 4
  - 17) Retsinas; Belsky, 2002, S. IX
  - 18) Bloss et al., 2009, S. 48
  - 19) Retsinas; Belsky, 2002, S. 5
  - 20) U.S. Census Bureau, 2008, S. 11
  - 21) Retsinas; Belsky, 2002, S. 3 f.
  - 22) Comsisengphet; Pennington-Cross, 2006, zitiert aus Bloss et al., 2009, S. 21
  - 23) Bloss et al., 2009, S. 20
  - 24) Sabry; Schopflocher, 2007

- 25) Joint Center for Housing Studies of Harvard University, 2006, S. 39
  - 26) Greenspan; Kennedy, 2007, S. 17-23
  - 27) Bloss et al., 2009, S. 64
  - 28) Sabry; Okongwu, 2009, S. 3
  - 29) Bloss et al., 2009, S. 54
  - 30) Chomsisengphet; Pennington-Cross, 2006, zitiert aus Bloss et al., 2009, S. 65
  - 31) Bloss et al., 2009, S. 17 ff., 69 ff.
  - 32) Fannie Mae steht für FNMA (Federal National Mortgage Association)
  - 33) OFHEO, 2008, S. 1
  - 34) Bloss et al., 2009, S. 45 ff.
  - 35) Ginnie Mae, 2009
  - 36) OFHEO, 2008, S. 2 ff.
  - 37) Bloss et al., 2009, S. 50
  - 38) DiePresse.com, 24.7.2008
  - 39) Bloss et al., 2009, S. 19
  - 40) U.S. Census Bureau, 2008
  - 41) U.S. Census Bureau online, 2008
  - 42) Bloss et al., 2009, S. 23 f.
  - 43) IMF, 2004, S. 74
  - 44) Bloss et al., 2009, S. 31
  - 45) U.S. Census Bureau, Housing & Household Economic Statistics Division, 2008
  - 46) Girouard et al., 2006, S. 16, 19
  - 47) IMF, 2005, S. 15
  - 48) Gorton, 2008, S. 74
  - 49) Bernanke, April 2009
  - 50) Debelle, 2004, S. 57
  - 51) Gorton, 08.2008, S. 76
  - 52) Shenn, 2007
  - 53) Gorton, 09.2008, S. 27
  - 54) Sabry; Okongwu, 2009, S. 22
  - 55) Gorton, 08.2008, S. 77
-



# “Du bist nie allein”

## Unternehmenskultur als regionaler Faktor

Karin Grasenick und Marlies Windhaber

### 1. Einleitung: Was ist Kultur?

Der Begriff „Kultur“ hat viele verschiedene Bedeutungen und findet seinen Ursprung in der Erforschung (der westeuropäischen Welt) „fremder“ Kulturen, ihrer Lebensformen und der dahinter liegenden Denkmuster. Kultur bezieht sich in diesem Sinne auf die Werte einer bestimmten Gruppe, die Normen, die ihre Mitglieder befolgen und die materiellen Güter, die sie hervorbringen. Die Verhaltensweisen und zugrunde liegenden Werte jedes einzelnen Individuums bilden den „Charakter“ einer Kultur und können je nach den gesellschaftlichen Werten und Normen zum Teil erhebliche Unterschiede aufweisen.<sup>1)</sup>

Kulturelle Muster dienen als Orientierungssysteme, Interpretationsschemata und Problemlösungsmechanismen und erfüllen damit wichtige Funktionen. Kultur ist nicht starr, sondern verändert sich mit den sich ebenfalls wandelnden äußeren und inneren Anforderungen, wobei das Ausmaß der Anpassungsfähigkeit selbst wieder von in der Kultur verankerten Normen abhängt. Neue Entwicklungen und externe Veränderungen treffen auf bewährte Traditionen und Vertrautes. Daraus entsteht eine wichtige Basis für unternehmerisches Wirken. Kultur beeinflusst insbesondere die wirtschaftliche Entwicklung einer Region, u.a. durch Lern- und Veränderungsbereitschaft, Toleranz<sup>2)</sup>, Vertrauen, Risikobereitschaft (vgl. Florida 2004). Regionen und Unternehmen beeinflussen sich dabei wechselseitig. Unternehmen beeinflussen mit ihrer sektoralen Ausrichtung, ihrem Arbeitskräftebedarf und ihrer Innovationskraft regionale Entwicklungen.

Den Rahmen dieses kulturellen Wandels bilden gesellschaftliche und ökonomische Trends sowie Instrumente der regionalen und nationalen Politik. Die Einflussfaktoren, werden durch formelle und informelle Kommunikation zwischen den regionalen und nationalen Akteuren in Wirtschaft und Gesellschaft vermittelt.

Im folgenden werden ausgehend von dem Begriff der Unternehmenskultur konkrete inner-betriebliche Handlungsfelder abgeleitet und deren Zusammenhang zur Gestaltung gezielter regionaler Fördermaßnahmen erläutert.

### 2. Unternehmenskultur

Was für den Begriff „Kultur“ ganz allgemein gilt, lässt sich auch für den Begriff „Unternehmenskultur“ bemerken, der seit den 80er-Jahren des vorigen Jahrhunderts zunehmend an Bedeutung gewonnen hat. In diesem Zusammenhang entstand eine Reihe von Publikationen, die, abgesehen von den jeweils damit verbundenen Erkenntnis- und Verwertungsinteressen, aufgrund der Komplexität des Phänomens verschiedenste Definitionen liefern.

Mitte der 80er Jahre hat Edgar Schein ein theoretisches Konzept zur Organisations- und Unternehmenskultur entworfen, worin er Kultur definiert als:

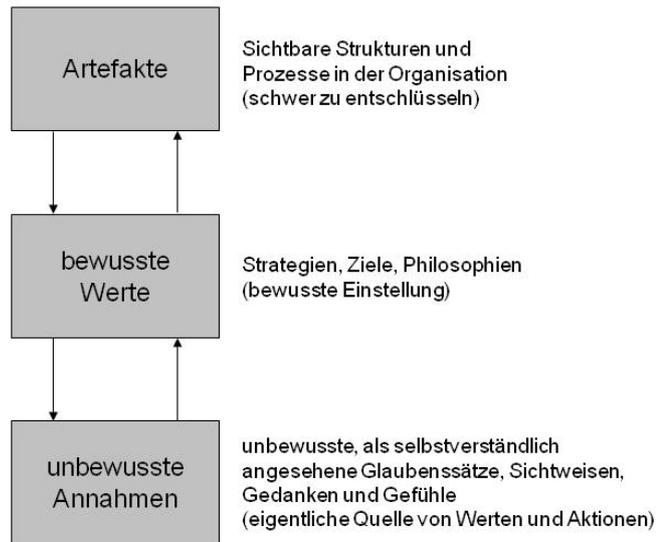
„a pattern of shared basic assumptions that the group learned as it solved its problems of external adaptation and internal integration that has worked well enough to be considered valid and, therefore, to be taught to new members as the correct way to perceive, think and feel in relation to those problems.“<sup>3)</sup>

Organisationskultur besteht laut Schein nicht nur aus den „sichtbaren“ Erscheinungen, abfragbaren Werten oder beobachtbaren Verhaltensweisen einer Gruppe, sondern auch – und insbesondere – aus den ihnen zugrunde liegenden „basic assumptions“, die sich im Verlauf des Umgangs mit inneren und äußeren Einflüssen herauskristallisiert haben, und die quasi als „Selbstverständlichkeiten“ unbewusst wirken und deshalb von den Mitgliedern nicht mehr hinterfragt werden. Dazwischen können „espoused values“<sup>4)</sup> eingeordnet werden, d.h. „bewusste Werte“, Prinzipien und Ziele, die von den Mitgliedern einer Gruppe geteilt und als wichtig erachtet werden. Sie legen feinen Handlungsrahmen fest, wie mit Problemen und neuen Anforderungen umzugehen ist. Darunter fällt etwa die Frage, ob bzw. in welcher Form Kritik geübt werden darf, wie

wichtig informelle Treffen beispielsweise auch nach der Arbeit sind oder ob Scherzen am Arbeitsplatz als unpassend empfunden wird.

Schein analysiert Kultur demzufolge auf drei Ebenen:

Abbildung 1: Drei Ebenen-Modell von Kultur (nach Schein, 1992)



Mit der steigenden Bedeutung von Information und Wissen rückt der „Faktor“ Mensch als deren Träger immer stärker ins Blickfeld, und „Humankapital“ kristallisiert sich als wesentliches Kapital eines Unternehmens heraus.

Eine der wesentlichen Grundhaltungen, die ein innovationsförderliches Klima kennzeichnen, ist laut Schein die Überzeugung, das eigene Umfeld in einem gewissen Maße planen und gestalten zu können,

## 2.1. Dimensionen einer innovationsförderlichen Unternehmenskultur

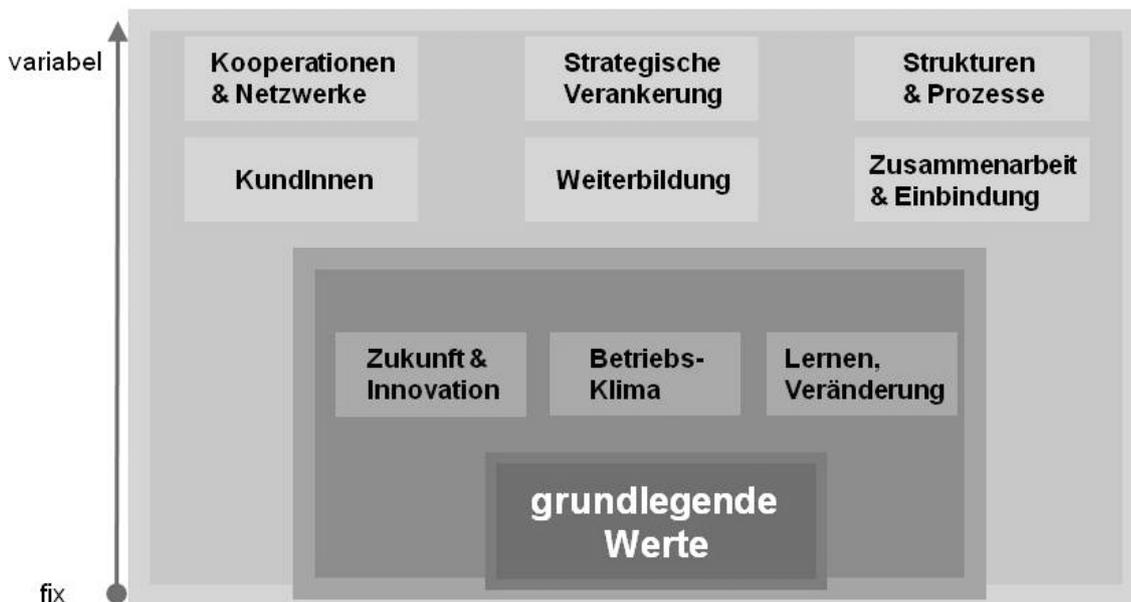
„Innovation“ wird in einem Umfeld, das durch zunehmende Mobilität, wachsende Konkurrenz auf internationalen Arbeits-, Absatz- und Kapitalmärkten und dynamische technologische Entwicklungen gekennzeichnet ist, immer wieder als der Schlüssel zum Erfolg propagiert. Während das klassische Wettbewerbskonzept den Fokus auf die harten Faktoren der Produktion legt, gewinnen so genannte „weiche“ Faktoren heute zunehmend an Bedeutung: Die Verkürzung der Entwicklungszyklen technischer Produkte erfordert auch eine Verkürzung der Zyklen von Produktions- und Dienstleistungsprozessen, was insbesondere Prozesse der Arbeitsorganisation, Weiterbildung und Kompetenzentwicklung betrifft. Unternehmen stehen im Veränderungsprozess vor einer doppelten Aufgabe: Sie müssen einerseits Wandlungs- und Lernfähigkeit ermöglichen, andererseits aber auch Sicherheit und Stabilität vermitteln. An die Beschäftigten wird die Anforderung gestellt, flexibel und lernfähig zu sein. Dazu bedarf es neben Lernmöglichkeiten auch eines hinreichend stabilen Umfeldes, in dem sie ihre Fähigkeiten und Kreativität entfalten können.

nen, was eine permanente Auseinandersetzung mit den spezifischen Gegebenheiten und einen zureichenden Blick in die Zukunft voraussetzt. Ein klares Leitbild, konkret formulierte Ziele, die in absehbarer Zeit erreicht werden sollen, und eine positive Vision spiegeln diese Grundhaltung wider. Für die Umsetzung der im Leitbild verankerten Ziele müssen entsprechende Strukturen und Prozesse im Unternehmen vorhanden sein bzw. geschaffen werden. Ein weiterer genannter Punkt ist ein positives Menschenbild. Es ermöglicht ein grundsätzliches Vertrauen, offene Kommunikation, einen respektvollen Umgang miteinander, der gleichzeitig ohne streng hierarchische Strukturen auskommen kann. Die Überzeugung, dass sich Menschen weiterentwickeln (können), bildet die Basis für eine Unternehmenskultur, in der Wert auf MitarbeiterInnenqualifizierung in einem sehr umfassenden Verständnis gelegt wird und einen konstruktiven Umgang mit Fehlern. Die prinzipielle Aufgeschlossenheit gegenüber Neuem bzw. vom Altbekannten und Erprobten Abweichenden, die ebenfalls von Schein genannt wird, ermöglicht Kreativität und offene Beziehungen zu (ökonomischen, politischen, wissenschaftlichen...) PartnerInnen, die für wechselseitige Austauschprozesse

(Ressourcen, Know-how etc.) genutzt werden können. Diese setzen sowohl im Inneren eines Betriebes als auch für die Kooperation mit dem Umfeld viele, mehrschichtige Kanäle für den Informations- und Wissensaustausch voraus. In einem Umfeld, das wie das heutige durch zunehmende Komplexität und Beschleunigung gekennzeichnet ist, tritt nach Schein die Beziehungsebene in den Vordergrund. Partizipation und Kooperation im Unternehmen sowie eine verstärkte Zusammenarbeit mit und Orientierung an den KundInnen sind in diesem Sinne als wesentliche Kennzeichen einer Innovationskultur zu benennen.

für eine offene Unternehmenskultur, die einen proaktiven und nutzbringenden Umgang mit inneren und äußeren Veränderungen und damit ein Klima, das die Entstehung von Innovationen begünstigt, ermöglichen. Grundvoraussetzung ist, dass diese objektiven Parameter auch in den „tieferen Schichten“ der Unternehmenskultur verankert sind. Fehlt in einem Unternehmen beispielsweise die prinzipielle Überzeugung, dass es wichtig und notwendig ist, Veränderungen in der Zukunft selbst mitzugestalten, werden an der Oberfläche gesetzte Maßnahmen keine bzw. nur kurzfristige Wirkung zeigen. Auch wird die Einführung von MitarbeiterInnenbesprechungen kaum qualitative Auswirkungen auf das Betriebsklima zeigen, wenn die Unternehmensführung (nach wie vor) von autoritären Strukturen überzeugt ist.

Abbildung 2: Faktoren einer innovationsfreundlichen Unternehmenskultur © convelop



Die als innovationsförderlich herausgearbeiteten Punkte bzw. Grundhaltungen bedürfen förderlicher Rahmenbedingungen und finden ihren Niederschlag in den von Schein als Artefakte bezeichneten sichtbaren Strukturen und Prozessen eines Unternehmens: Klarheit und Transparenz im Organisationsaufbau, de facto vorhandene Weiterbildungs- und Aufstiegsmöglichkeiten, offene Informationsstrukturen sowie klare Zuständigkeiten für Kontakte zu PartnerInnen, das Vorhandensein von Ansprechpersonen bei neuen Ideen und Verbesserungsvorschlägen, festgesetzte Teambesprechungen etc. dienen als messbare Indikatoren

Für die Gestaltung innovationsförderlicher Unternehmenskulturen in den Betrieben bedeutet dies, dass, sofern die entsprechenden Werte und Normen nicht in der Unternehmenskultur verankert sind, einzelne Maßnahmen auf der Ebene der „Artefakte“ zu kurz greifen. Die angestrebten (objektiven) Veränderungen müssen durch (subjektive) Verhaltens- und Einstellungsänderungen – beginnend auf der Führungsebene – begleitet und damit die Voraussetzung geschaffen werden, dass künftige Herausforderungen auch in Eigenregie bewältigt werden können. An dieser Stelle ist auf die bedeutende Rolle der Unternehmensführung bei der Gestaltung einer innovationsförderlichen Kultur hinzuweisen: Führungskräfte setzen wesentliche Rahmenbedin-

gungen für das Handeln der Beschäftigten und wirken damit als zentrale Kulturträger und -gestalter.<sup>5)</sup> Es liegt an den Führungskräften,

- klare Verantwortlichkeiten und Entscheidungsspielräume, die die Eigenverantwortung der MitarbeiterInnen stärken, festzulegen,
- kooperative Arbeitsstrukturen sowie Ergebnis- und Lösungsorientierung in den Mittelpunkt zu rücken, und
- Beteiligungsstrukturen zu schaffen sowie
- das Personalmanagement so zu gestalten, dass die individuelle Innovationsfähigkeit der MitarbeiterInnen gefördert und gefordert werden.

So ist es für Personen in Führungspositionen unabdingbare Voraussetzung, die eigenen Grundhaltungen zu reflektieren sowie initiatives, kooperatives Verhalten seiner/ihrer MitarbeiterInnen zu honorieren. In diesem Sinne gilt es, Führungskräfte in Beratungsgesprächen mit gezielten Coachings und Trainings zu unterstützen und ein Bewusstsein für die oben dargestellten Zusammenhänge zu schaffen. Erst auf dieser Basis können durch die Implementierung konkreter Maßnahmen, etwa die Verbesserung von Organisationsstrukturen und Prozessen, der Ausbau von Netzwerken und KundInnenkontakten etc., langfristige Wirkungen – im Sinne der gesteigerten Fähigkeit eines Unternehmens, interne und externe Wandlungsprozesse zum eigenen Nutzen zu gestalten – erzielt werden. Innerbetriebliche Gestaltungsfelder liegen – mit unterschiedlichen Zielsetzungen (Produktinnovationen, Prozessinnovationen, Strategie- und Marktinnovationen sowie Personal- und Sozialinnovationen) – etwa in den Bereichen Personal, Technik- und Organisationsentwicklung und/oder der Unternehmensstrategie, wobei zur Unterstützung der jeweils angestrebten Entwicklung vielfältige Methoden (etwa Workshops, Trainings, Beratung und Coaching) eingesetzt werden können.

### **2.2 Die besondere Bedeutung von betrieblichen Wachstumsphasen**

Der überwiegende Anteil europäischer Unternehmen sind Klein- und Mittelbetriebe, insbesondere Kleinbetriebe. Betriebliche Wachstumsphasen stellen eine besondere Herausforderung dar. Je nach Größe bzw. Wachstumssprung können dabei spezifische Anforderungen differenziert werden, die mit besonderen Führungsanforderungen und damit auch mit der Notwendigkeit der Weiterentwicklung der

Unternehmenskultur verbunden sind [9-14 MitarbeiterInnen: Überwindung des Teamcharakters, 15-50 MitarbeiterInnen: Differenzierungsbedarf, 51-250 MitarbeiterInnen: Prozessoptimierung].

Entscheidend für den Unternehmenserfolg ist die Anpassung von Strukturen, Prozessen und Kompetenzen an die Entwicklungsphasen des Unternehmens. Damit verbunden sind häufig folgende kritische Erfolgsbereiche:

Integration von neuen MitarbeiterInnen in eine Stammebelegschaft: Wenn Entwicklungsphasen eines Unternehmens gemeinsam gemeistert werden, so entsteht eine spezifische Kultur und eine stärkere Bindung zwischen den Personen. Viele Dinge werden nicht mehr explizit ausgesprochen. Für neue KollegInnen können versteckte Erwartungen, unklare Zuständigkeiten und starke interne Bindungen große Barrieren darstellen, es entsteht die Gefahr der Bildung von Subgruppen. Hinzu kommt, dass es für die Einarbeitungsphase oft an Planung und Einsatz der notwendigen Ressourcen mangelt. Schlechte Einschulung und mangelnde Integration führen zu mangelnder Effizienz und im schlimmsten Fall zu hoher Fluktuation. Stabilität in der Personalstruktur und eine gute Personalentwicklung sind jedoch essentiell für die Arbeitszufriedenheit und damit den wirtschaftlichen Erfolg eines Unternehmens.

Die Veränderung von Strukturen führt in Wachstumsphasen dazu, dass MitarbeiterInnen mit Führungsaufgaben betraut werden, auf die sie häufig nicht vorbereitet sind und welche ein neues Verständnis der Zusammenarbeit erfordern. Ohne gute Planung entstehen hier hohe Konfliktpotenziale und Reibungsverluste.

Die Einführung neuer Prozesse und Instrumente erfordert neue Formen der Kommunikation, welche häufig zu wenig beachtet werden. Wenn es an Zeit für Erprobung und Umsetzung mangelt, werden Verbesserungen nicht umgesetzt. Es entsteht eine Spirale aus Überlastung und Frustration, die schwer zu durchbrechen ist und wesentliche Auswirkungen auf das Betriebsklima hat.

Ein ausgewogenes Verhältnis von kreativen Freiräumen und formalisiertem Innovationsmanagement ist wesentlich für den Erfolg. Während diese Freiräume in kleinen Unternehmen auf Grund von Überlastung durch mangelnde Adaption verloren gehen und erst durch strategische Planung, Entwicklung von passenden Strukturen und Prozessen wieder gewonnen werden, besteht in großen Unternehmen die Gefahr der Überregulierung.

Achtsamkeit gegenüber diesen Entwicklungsphasen und den damit verbundenen unterschiedlichen Anforderungen an Struktur sowie das Zusammenspiel von Führung und Belegschaft erleichtert die Bewältigung kritischer Phasenübergänge.

Instrumente der strategischen Planung und des Innovationsmanagements sind in vielen Unternehmen nicht im Einsatz; sie werden nicht immer als relevant angesehen. Innovationen beruhen stärker auf externen Impulsen (insbesondere KundInnen) als auf strategischer Planung. Dies kann bei einer bestimmten Unternehmensgröße oder speziellen Marktnischen durchaus ausreichend sein. Damit verbunden ist jedoch das Risiko, wesentliche Trends zu übersehen und einer eigengesteuerten Weiterentwicklung zu wenig Wert bei zu messen, wodurch langfristig Wettbewerbsvorteile verloren gehen.

Die systematische Einbindung unterschiedlicher Gruppen von MitarbeiterInnen in den Innovationsprozess ist selten ein Planungsziel.

Weiterbildungsangebote (inhouse oder extern) spielen oft eine untergeordnete Rolle. „Learning by doing“ steht vor allem bei kleinen Unternehmen oft im Vordergrund. Dies kann im Hinblick auf die Erweiterung von Fachkompetenzen durchaus ein möglicher Weg sein, da hier vorhandenes Wissen im Selbststudium und durch die berufliche Praxis ergänzt werden kann. Im Bezug auf soziale und Führungskompetenzen stellt sich diese Herangehensweise jedoch als problematisch heraus. Führungsaufgaben werden häufig von Personen wahrgenommen, deren Ausbildung im technischer naturwissenschaftlichen oder gewerblichen Fachbereich liegt. Methoden und Instrumente für Führungs- und Kommunikationsaufgaben werden daher eher „im Selbststudium“ erarbeitet. Bei dieser Vorgehensweise mangelt es jedoch an den in guten Weiterbildungsangeboten und Coachings gebotenen „Experimentierräumen“, um Führungskompetenzen zu erproben. Durch das Erproben ausserhalb des Unternehmens entsteht erst die Möglichkeit der sicheren Anwendung bzw. tatsächlichen Änderung im Führungsverhalten, um damit auch Organisation und Belegschaft weiterzuentwickeln.

Das Betriebsklima kann als Kernaspekt einer innovationsfreundlichen Unternehmenskultur betrachtet werden, wird jedoch auch maßgeblich von einer erfolgreichen Gestaltung der Rahmenbedingungen beeinflusst. Diesem Zusammenwirken sollte besondere Beachtung geschenkt werden.

## 2.3 Zur Meßbarkeit der Unternehmenskultur

Zur Messung der Unternehmenskultur können prinzipiell zwei unterschiedliche Zugänge gewählt werden:

- 1 standardisierte Instrumente welche von Dienstleistungsunternehmen angeboten werden und den Vorteil bieten, ein spezifisches Unternehmen mit größen und branchen-spezifischen „Standards“ vergleichen zu können.<sup>6)</sup>
- 2 Tiefeninterviews und Fokusgruppen<sup>7)</sup>, welche es erlauben, auf die betrieblichen Besonderheiten detailliert einzugehen und entsprechend spezifische Maßnahmen abzuleiten.

Auf regionaler Ebene kann die Differenzierung ähnlich vorgenommen werden:

- 1 Makroökonomische Indikatoren können erste Hinweise bzgl. relevanter Standortfaktoren geben (bspw. Studierende in einer region, unter besondere Berücksichtigung ausländischer Studierender, betriebliche Forschungsquoten etc.)
- 2 Dokumentenanalysen sowie Interviews und Fokusgruppen und Diskussionsforen ermöglichen eine differenzierte Beurteilung relevanter Handlungsspielräume sowie einen Dialog der regionalen Institutionen mit den Unternehmen, um spezifische Maßnahmen zu gestalten.

## 3. Impulse für Fördermaßnahmen seitens der Politik

Die Gestaltung der Unternehmenskultur ist ein zentraler Faktor für den wirtschaftlichen Erfolg, d.h. den wirtschaftliche Erfolg jedes einzelnen Unternehmens und damit der gesamten Region. Besonders kritisch sind dabei Phasen der Veränderung und des Wachstums, in der die zeitlichen Ressourcen knapp sind, aber gleichzeitig der Bedarf an Neuorientierung und aktive Gestaltung besonders hoch ist. Hier können Fördermaßnahmen gezielte Impulse setzen. Potenzielle Fördermaßnahmen im Kontext einer wirtschaftlich relevanten kulturellen Entwicklung können in drei strategische Bereiche gegliedert werden:

- 1 Unterstützung der innerbetrieblichen Entwicklung, insbesondere in Wachstumsphasen<sup>8)</sup>

- 2 Unterstützung der Vernetzung mit anderen Unternehmen und Organisationen
- 3 Gestaltung von Rahmenbedingungen und Standortfaktoren

Für jeden der strategischen Bereiche können Handlungsbereiche und Potenziale zur Gestaltung durch den Einsatz zielgerichteter Förderungen definiert werden:

1. Unterstützung der innerbetrieblichen Entwicklung, insbesondere in Wachstumsphasen
  - 1.1. Initiierung innerbetrieblicher Lernprozesse zur Förderung eines „wertschätzenden Umgangs“ und von Diversität (Breite Beteiligung der Belegschaft bspw. im Innovationsprozess bei Ideengenerierung und Umsetzung)
  - 1.2. Gestaltung spezieller Weiterbildungsangebote für soziale Kompetenzen (Coaching, Training zu Verhaltensänderungen für MitarbeiterInnen und Führungskräfte)
  - 1.3. Verbesserung von Organisationsstrukturen (Adaptierung an geänderte Rahmenbedingungen, Erhöhung der Transparenz, Rollenklarheit und Aufgabenbeschreibungen etc.)
  - 1.4. Verbesserung der Kommunikation (Prozesse, aber auch Offenheit in der Kommunikation, Umgang mit Informationen)
  - 1.5. Optimierung des KundInnenkontaktes (Zufriedenheitsanalysen, Rückkoppelung von KundInnenfeedback in Entwicklungs- und Produktionsprozesse)
  - 1.6. Förderung der langfristigen Umsetzung innerbetrieblicher Maßnahmen in Zeiten der Ressourcenknappheit (bspw. durch AssistentInnen, Management auf Zeit)
2. Ad 2 Unterstützung bei der Vernetzung mit anderen Unternehmen
  - 2.1. Unterstützung bei der Entwicklung regionaler und internationaler Kooperationen und Netzwerke sowie beim Einstieg in internationale Märkte. (Für innovierende Betriebe sind häufig internationale Kontakte und Zugänge zu überregionalen/internationalen PartnerInnen wesentlicher als regionale Netzwerke<sup>9)</sup>).
  - 2.2. Förderung des Erfahrungsaustausches betreffend Führung, strategischer Planung, Innovations-Management etc. durch Schaffung von Anreizmechanismen zur Weitergabe von

Erfahrungen zwischen KMUs (dieser Erfahrungsaustausch kann auch die Internationalisierung betreffen)

3. Sicherstellung innovationsförderlicher regionaler Rahmenbedingungen
  - 3.1. Bewusstseinsbildung für die Bedeutung der Unternehmenskultur und der Bewältigung von Phasenübergängen durch Veranstaltungen, Zeitungsartikel, Förderung von „Unternehmenskulturchecks“ etc.
  - 3.2. Schaffung eines „kreativen Milieus“, in dem Diversität willkommen ist, Orte des Austausches und der Kreativität geschaffen werden, Bildung und Diskurs einen hohen Stellenwert haben, um so die Anziehungskraft für „junge Talente“ zu steigern.
  - 3.3. Berücksichtigung von Kunst und Kultur sowie regionaler Besonderheiten als identitätstiftende Maßnahmen, Standortmarketing und Raumplanung.
  - 3.4. Zusammenarbeit der unterschiedlichen Zuständigkeitsbereiche in Politik und Verwaltung hinsichtlich, um ein optimales Zusammenwirken aller Faktoren zu ermöglichen und Transparenz bzgl. aller Impulse und Fördermaßnahmen zu erwirken.

## 4 Literatur

Buchinger, E.: Innovation durch und in Netzwerke/n. Österreichische Akademie der Wissenschaften, Wien 2007.

Florida R., and Gates, G.: Technology and tolerance: The importance of diversity to high-tech growth. Washington, DC: Brookings Institution, Center for Urban and Metropolitan Policy, 2001.

Ganz, W. Unternehmenskultur und Leitbilder – wieder auf die Agenda! In: Innovationen für Arbeit und Organisation (Hrsg.): 52. Kongress der Gesellschaft für Arbeitswissenschaft, Dortmund 2006, S. 255-258.

Giddens, A.: Soziologie. Nausner&Nausner, Graz-Wien 1995.

Grasenick K., Windhaber M., Hutter R.: Unternehmenskultur und Innovation. Ein Projekt zur Entwicklung einer innovationsfördernden Unternehmenskultur in Netzwerken von steirischen Klein- und Mittelbetrieben. In Kooperation mit Posser B., Putzer H. und Kapfer L, gefördert durch das

Land Steiermark, Abteilung Wirtschaft, Innovation und Finanzen. März 2009. [www.convelop.at](http://www.convelop.at)

Grasenick K., in Kooperation mit Possert B., Putzer H. und Kapfer L: Unternehmenskultur und Innovation. Fokusgruppen und Ergebnisdarstellung. März 2009. [www.convelop.at](http://www.convelop.at)

Industriellenvereinigung (Hrsg.): Innovationsnetzwerke in Österreich. Wien, Juni 2008.

McLaughlin, P., Bessant, J., Smart, P.: Developing an organizational culture that facilitates radical innovation in a mature small to medium company: emergent findings. Cranfield School of Management Working Paper Series 2004. Quelle: [www.cranfield.ac.uk/som/research/working\\_papers](http://www.cranfield.ac.uk/som/research/working_papers) (03.2008).

PT-DLR (Hrsg.): Themenheft. Entwicklungsfaktoren für den Auf- und Ausbau innovationsförderlicher Unternehmenskulturen und -milieus. Erstellt aus den Jahresberichten 2006. Bonn 2007.

Rammer, C. et al.: Innovationspotenziale und -hemmnisse unterschiedlicher Gruppen von KMU. Schwerpunktstudie zur technologischen Leistungsfähigkeit Deutschlands im Auftrag des BMBF. Mannheim und Frankfurt/Main, 2005.

Sackmann, S: Methoden zur Erfassung von Unternehmenskultur. In Nerdinger F. (Hrsg.): Ansätze zur Messung von Unternehmenskultur. Möglichkeiten, Einordnung und Konsequenzen für ein neues Instrument. Arbeitspapier Nr. 7 aus dem Projekt TiM Transfer innovativer Unternehmensmilieus. Universität Rostock, 2007.

Sackmann, S.: Uncovering Culture in Organizations. In: Journal of Applied Behavioral Science, Vol. 27/3, 1991, S. 295-317. Onlineausgabe unter: <http://jab.sagepub.com> (03.2008).

Schein, E.: Organizational Culture and Leadership. Zweite Auflage, San Francisco 1992.

Tairan L., Richard Florida R.: Talent, Technological Innovation And Economic Growth in China. The Martin Prosperity Institute, Josph Rotman School of Management, University of Toronto, February 2006.

2) Vgl. insbes. Richard Florida: Innovative erfolgreiche Regionen sind seiner Meinung nach durch ein Zusammenwirken von „Technologie, Talent, Toleranz“ geprägt. Je offener und toleranter eine Region ist, um so attraktiver ist sie für talentierte Menschen. (Florida, Gates 2001).

3) Schein, Edgar (1992): Organizational Culture and Leadership.

4) Ebda., S. 16.

5) Der zentrale Einfluss, der von der Art der MitarbeiterInnenführung auf eine innovative Unternehmenskultur ausgeht, wird in zahlreichen Studien hervorgehoben. Vgl. [www.innobau-verbund.de](http://www.innobau-verbund.de) (03.2008). So bestätigt etwa auch das in über 60 Ländern durchgeführte Forschungsprojekt „GLOBE“ (Global Leadership and Organizational Effectiveness Program) den Zusammenhang zwischen bestimmten Führungsidealen (Integrität, Inspiration, Leistungsorientierung und Vision, Teamorientierung sowie Entschlossenheit) und dem Erfolg eines Unternehmens: Führungskräfte, die diesen Idealen entsprechen, verfügen über nachweislich motiviertere, leistungsorientiertere MitarbeiterInnen, die sich stark mit ihrem Unternehmen identifizieren.

6) Einen hervorragenden Überblick liefert S. Sakmann (2007) „Methoden zur Erfassung von Unternehmenskultur“

7) Für eine detaillierte Darstellung der Vorgehensweise in Fokusgruppen sowie eine exemplarische Darstellung der Ergebnisaufbereitung siehe Grasenick et. al (2009) „Unternehmenskultur und Innovation. Fokusgruppen und Ergebnisdarstellung“

8) Die Ergebnisse aus den Fokusgruppen in der Steiermark wurden mit den Ergebnissen einer in Deutschland in den Jahren 2003-2007 breit angelegten Forschungsreihe verglichen, deren Ziel die Entwicklung nachhaltiger, innovationsförderlicher Unternehmenskulturen war bzw. ist (das Programm wurde 2008 auf Basis der Ergebnisse fortgesetzt). Von 2003-2007 wurden vom BMBF 16 Projektverbände mit 83 Teilprojekten in vornehmlich kleinen und mittleren Unternehmen aus den unterschiedlichsten Branchen (traditionelle Handwerksbetriebe, Maschinenbau, Elektronik- und Softwareindustrie, Dienstleistungsbetriebe etc.) mit Mitteln von 15 Mio. Euro gefördert und wissenschaftlich begleitet (Laufzeit pro Projekt 2-4 Jahre). Die Maßnahmen zeigten bereits während der Laufzeit positive Effekte. Neben einer deutlich stärkeren Motivation und Identifikation der Beschäftigten eines

1) Vgl. Giddens, Anthony: Soziologie. Nausner&Nausner, Graz-Wien 1995, S. 37f.

Unternehmens waren auch klare betriebswirtschaftliche Erfolge (höhere Effizienz pro MitarbeiterIn, Umsatzzuwächse, steigende Beschäftigtenzahlen etc.) zu verzeichnen.

- 9) Vgl. Buchinger E. 2007, Industriellenvereinigung, 2008 sowie Grasenick et. al. 2009.
-

## Die Autoren

### **Christian Reiner**

Universitätsassistent an der Universität Salzburg,  
Institut für Geographie und Geologie, AG  
Wirtschaftsgeographie

christian.reiner@sbg.ac.at

### **Moritz Valeriano**

Bakkalaureatsstudent der Raumplanung und Raumordnung,  
Technische Universität Wien

e0625256@student.tuwien.ac.at

### **Karin Grasenick**

convelop cooperative knowledge design gmbh,  
A-8010 Graz, Bürgergasse 8-10

office@convelop.at

### **Marlies Windhaber**

convelop cooperative knowledge design gmbh,  
A-8010 Graz, Bürgergasse 8-10

office@convelop.at