

Henger, Ralph; Voigtländer, Michael

**Research Report**

## Immobilienfinanzierung nach der Finanzmarktkrise: Zusammenhänge, internationale Unterschiede und Regulierungsgefahren

IW-Analysen, No. 73

**Provided in Cooperation with:**

German Economic Institute (IW), Cologne

Suggested Citation: Henger, Ralph; Voigtländer, Michael (2011) : Immobilienfinanzierung nach der Finanzmarktkrise: Zusammenhänge, internationale Unterschiede und Regulierungsgefahren, IW-Analysen, No. 73, ISBN 978-3-602-45497-6, Institut der deutschen Wirtschaft (IW), Köln

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/10419/181834>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

Ralph Henger / Michael Voigtländer

# Immobilienfinanzierung nach der Finanzmarktkrise

Zusammenhänge, internationale Unterschiede  
und Regulierungsgefahren

# Analysen

Forschungsberichte  
aus dem Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Ralph Henger / Michael Voigtländer

## Immobilienfinanzierung nach der Finanzmarktkrise

Zusammenhänge, internationale Unterschiede  
und Regulierungsgefahren

**Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek.**

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie. Detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://www.dnb.de> abrufbar.

ISBN 978-3-602-14882-0 (Druckausgabe)

ISBN 978-3-602-45497-6 (E-Book|PDF)

Herausgegeben vom Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Grafik: Susanne Kuhnert

© 2011 Institut der deutschen Wirtschaft Köln Medien GmbH

Postfach 10 18 63, 50458 Köln

Konrad-Adenauer-Ufer 21, 50668 Köln

Telefon: 0221 4981-452

Fax: 0221 4981-445

[iwmedien@iwkoeln.de](mailto:iwmedien@iwkoeln.de)

[www.iwmedien.de](http://www.iwmedien.de)

Druck: Hundt Druck GmbH, Köln

# Inhalt

<b>1</b>	<b>Einleitung</b>	4
<b>2</b>	<b>Immobilienfinanzierung und Makroökonomie</b>	5
2.1	Von der US-Subprime-Krise zur Finanzmarktkrise – die Rolle der Immobilienfinanzierung	6
2.2	Auswirkungen der US-Subprime-Krise auf die Immobilienmärkte anderer Staaten	14
2.3	Immobilienfinanzierung und die langfristige Stabilität des Immobilienmarktes	16
<b>3</b>	<b>Das deutsche Immobilienfinanzierungssystem</b>	23
3.1	Allgemeine Anforderungen an ein Immobilienfinanzierungssystem	23
3.2	Träger der Immobilienfinanzierung	25
3.3	Ausgestaltung der Finanzierungsprodukte	27
3.3.1	Zinsbindung	27
3.3.2	Beleihungswert, Beleihungshöhe und Haftung	31
3.3.3	Subprime-Markt und Eigenkapitalentnahmen	35
3.4	Fazit	37
<b>4</b>	<b>Refinanzierung</b>	38
4.1	Einlagenfinanzierung	38
4.2	Gedekte Schuldverschreibungen und Pfandbriefe	39
4.3	Verbriefung	43
<b>5</b>	<b>Regulatorische Herausforderungen für das deutsche Immobilienfinanzierungssystem</b>	47
5.1	Harmonisierung des EU-Binnenmarktes	47
5.1.1	Bisherige Harmonisierungsbemühungen in der EU	47
5.1.2	Die EU-Richtlinie über Wohnimmobilienkreditverträge	50
5.2	Basel III	53
5.2.1	Reformbestandteile	53
5.2.2	Auswirkungen auf das deutsche Immobilienfinanzierungssystem	59
5.3	Latente Gefahren für das deutsche Immobilienfinanzierungssystem	64
<b>6</b>	<b>Schlussfolgerungen</b>	65
	<b>Literatur</b>	68
	<b>Kurzdarstellung / Abstract</b>	74
	<b>Die Autoren</b>	75

# 1

## Einleitung

Immobilien stellen in einer Volkswirtschaft die mit Abstand wichtigste Kreditsicherheit dar. In Deutschland werden mehr als 50 Prozent aller Kredite mit Immobilienvermögen besichert (Demary et al., 2009), in manchen anderen Ländern sogar ein noch größerer Anteil. Fallende oder steigende Immobilienpreise haben einen mittelbaren Einfluss auf die Gesamtwirtschaft, denn über die Kreditvergabemöglichkeiten werden auch die Investitions- und Konsummöglichkeiten bestimmt. Die grundlegenden Zusammenhänge wurden in der Literatur schon oft analysiert (vgl. exemplarisch: Renaud, 1995; Miles, 2004) und auch das Institut der deutschen Wirtschaft Köln (IW) hat hierzu eine Studie vorgelegt (Jäger/Voigtländer, 2006). Bedingt durch die jüngste Finanzkrise ist es jedoch geboten, diese Zusammenhänge neu zu beleuchten. Die Krise hat die Bedeutung der Immobilienfinanzierung sehr deutlich gemacht und vor allem gezeigt, dass die unterschiedlichen Finanzierungssysteme der einzelnen Länder solche Schocks offenbar sehr unterschiedlich verarbeiten.

Während gerade angelsächsische Länder wie die USA, das Vereinigte Königreich und Irland sehr stark von der Krise getroffen wurden, gab es in Frankreich und besonders in Deutschland kaum negative Effekte in der Immobilienfinanzierung und im Immobilienmarkt. Wichtige Unterschiede zwischen den einzelnen Immobilienfinanzierungssystemen liegen zum Beispiel in der Zinsbindung, der Beleihungshöhe und den Refinanzierungswegen der Banken.

Das Ziel der vorliegenden Analyse ist es, herauszustellen, inwiefern bestimmte Finanzierungsstrukturen zur Stabilität des Immobilienmarktes beitragen. Dies ist auch deswegen wichtig, weil einige regulatorische Ansätze die Finanzierungsstrukturen künftig verändern könnten – speziell in Deutschland. Hierzu gehören die Harmonisierungsbemühungen der EU-Kommission und das Reformpaket Basel III.

Die Analyse konzentriert sich im Wesentlichen auf den Wohnimmobilienmarkt und Wohnimmobilienkredite. Dies ist vor allem dem Umstand geschuldet, dass die Datenlage im Gewerbeimmobilienmarkt schlechter und der Markt für Wohnimmobilien deutlich größer ist. Die Ergebnisse lassen sich jedoch größtenteils auf Gewerbeimmobilien übertragen. Wohnimmobilienkreditverträge stellen eine Teilmenge der Hypothekendarlehen oder auch

Hypothekarkredite dar. Hypothekendarlehen umfassen alle Darlehen, die mit Immobilien und Grundstücken besichert sind.

Die Analyse ist wie folgt aufgebaut: Kapitel 2 betrachtet die Finanzkrise und deren Auswirkungen auf die Immobilienmärkte ausgewählter Länder. Zudem werden grundlegende strukturelle Unterschiede von Immobilienfinanzierungssystemen erläutert und es wird anhand empirischer Modelle gezeigt, wie unterschiedlich die Märkte auf makroökonomische Veränderungen reagieren. In Kapitel 3 folgt eine Darstellung des deutschen Immobilienfinanzierungssystems, wobei der Fokus auf den stabilitätsfördernden Elementen liegt. Anschließend wirft Kapitel 4 einen Blick auf das Thema Refinanzierung, die strukturgebend für die Finanzierung ist. Kapitel 5 bietet eine Einordnung der aktuellen regulatorischen Ansätze und eine erste Einschätzung der Folgen für den deutschen Immobilienmarkt. Zudem sollen Handlungsempfehlungen für die Weiterentwicklung des deutschen Systems abgeleitet werden.

## 2

## Immobilienfinanzierung und Makroökonomie

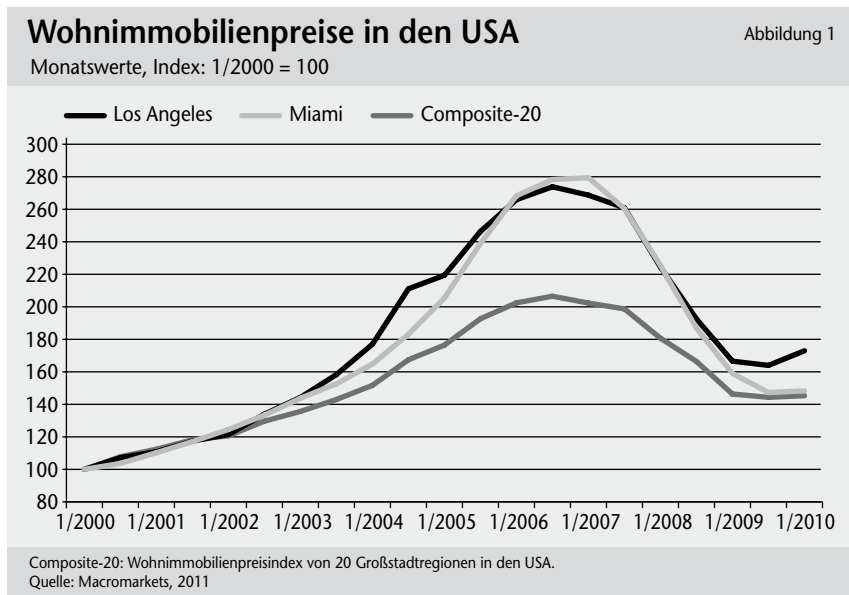
Immobilienkäufe werden in der Regel nur zu einem Teil mit eigenen Mitteln getätigt, der größere Teil ist Fremdkapital. Das hat verschiedene Gründe, zum Beispiel mangelnde Liquidität, steuerliche Vorteile oder eine Renditemaximierung mittels des sogenannten Fremdkapitalhebels. Art und Struktur der Immobilienfinanzierung in einem Land entscheiden darüber, in welchem Maße Kunden bestimmte Vorteile nutzen können und wer die Risiken der Finanzierung trägt. Dies wiederum wirkt sich auf den Immobilienmarkt und auf die Gesamtwirtschaft aus. Besonders plastisch lässt sich dies anhand der US-Immobilienkrise (Subprime-Krise) und der darauffolgenden Finanzkrise illustrieren.

Auf dieser Basis wird dann gezeigt, wie unterschiedlich stark die nationalen Immobilienmärkte von der Finanzkrise getroffen wurden und wie die nationalen Immobilienkreditmärkte sich grob nach der Finanzierungsstruktur unterscheiden lassen. Zudem werden die Zusammenhänge anhand eigener ökonomischer Analysen präzisiert.

## 2.1 Von der US-Subprime-Krise zur Finanzmarktkrise – die Rolle der Immobilienfinanzierung

Als Ausgangspunkt der Finanzmarktkrise wird im Allgemeinen der Preisboom bei Wohnimmobilien in den USA angesehen. Im US-Durchschnitt stiegen die Preise für Wohnungen und Einfamilienhäuser allein zwischen Januar 2000 und Juli 2006 um mehr als 100 Prozent. In manchen Metropolen (etwa Los Angeles und Miami) gab es sogar Zuwächse um mehr als 170 Prozent (Abbildung 1). Ab Sommer 2006 gaben die Preise zunächst leicht, ab Mitte 2007 dann beschleunigt nach. Danach stabilisierten sich die Preise langsam wieder und lagen im Zeitraum 2009/2010 auf dem Niveau des Jahres 2003.

Diese Preisentwicklung weist den typischen Verlauf einer Preisblase auf. Kennzeichnend hierfür war vor allem die Entkopplung von fundamentalen



Faktoren wie der Höhe der Mieten und der Einkommen. Im Zeitraum von 2000 bis 2006 übertraf die Immobilienpreissteigerung die Steigerung bei den Einkommen um mehr als 25 Prozent und die bei den Mieten sogar um knapp 35 Prozent – beides wichtige Indizien für den Aufbau einer Preisblase (OECD, 2005).

Nach Shiller (2005) gibt es verschiedene Auslöser für einen solchen „irrationalen Überschwang“. So können zum Beispiel die Medien, die tendenziell



bei der Darstellung von Entwicklungen übertreiben, die Stimmungslage derart beeinflussen, dass Haushalte und Unternehmen trotz bereits unrealistisch hoher Preise immer weiter investieren – in Erwartung weiterer Steigerungen. Anders als in Deutschland berichten die Medien in den USA insgesamt sehr ausführlich über den Immobilienmarkt. Aufgrund der Preissteigerungen vor dem Platzen der Blase von jährlich über 5 Prozent seit Mitte der 1990er Jahre wurde gerade in der Boulevardpresse der Eindruck erweckt, dass Immobilieneigentum eine sichere und zudem sehr gewinnbringende Vermögensanlage sei, selbst wenn man nur wenig Eigenkapital habe. Schließlich, so die Logik, würden allein schon die Preissteigerungen zu einer kontinuierlichen Reduzierung des Fremdkapitalanteils führen.

Innovationen sind Shiller (2005) zufolge ein zweiter wichtiger Auslöser von irrationalem Überschwang. Menschen seien in der Regel kaum in der Lage, das Potenzial von Innovationen realistisch einzuschätzen. So wurden mit dem New-Economy-Boom Ende der 1990er/Anfang der 2000er Jahre die Gewinnmöglichkeiten bei Unternehmen der Informationstechnologie (IT) maßlos überschätzt. Jeder Börsengang einer IT-Firma wurde euphorisch begleitet und selbst kleine Telekommunikationsunternehmen erreichten Börsenwerte, wie sie sonst nur traditionelle Großunternehmen erzielen.

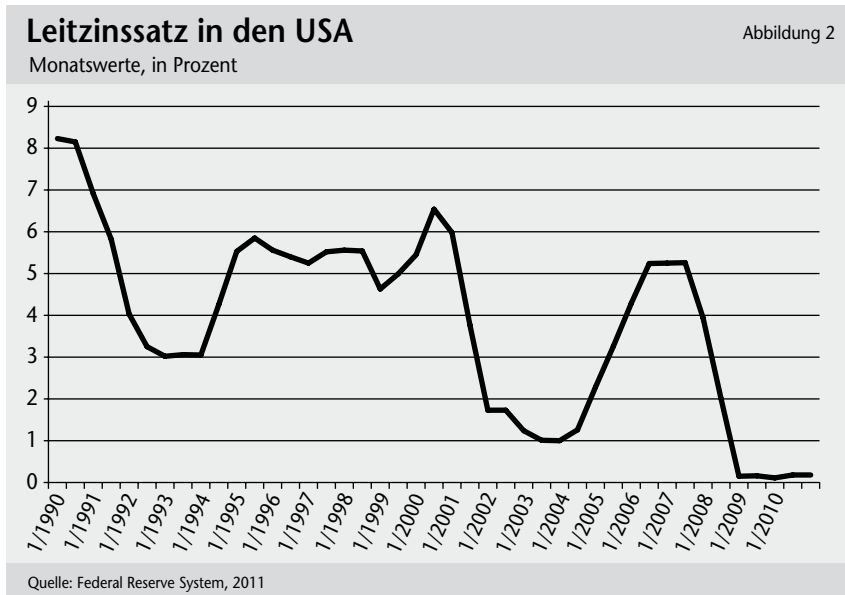
Mittlerweile ist klar, dass diese neuen Technologien wichtig und zudem lukrativ sind, aber man hat gelernt, dass es Grenzen gibt. Auch die Übertreibungen im US-Immobilienmarkt lassen sich – gerade in Kombination mit einer euphorischen Stimmungslage – auf eine Innovation zurückführen, und zwar auf die Verbriefung. Einfach formuliert, versteht man unter einer Verbriefung den Verkauf einer Forderung aus einem Hypothekendarlehen am Kapitalmarkt. Dies ist für sich genommen noch keine Innovation, da Kredite auch schon vorher über den Verkauf am Kapitalmarkt refinanziert wurden. Jedoch – um auf das obige Beispiel zurückzukommen – gab es auch vor dem New-Economy-Boom bereits IT und IT-Firmen. Entscheidend für einen irrationalen Überschwang ist also offenbar die Phase, in der Innovationen schubweise eine große Breitenwirkung entwickeln. Neu waren bei den Verbriefungen erstens der Umfang, mit dem sie nun eingesetzt wurden, und zweitens die Bündelung verschiedener Forderungen mit sehr unterschiedlichen Laufzeiten und Sicherheiten. Durch Letzteres sollte eine Risikominimierung erreicht werden, die sich anhand historischer Daten und mittels konventioneller Berechnungsmethoden auch tatsächlich nachweisen ließ (Mounfield, 2009). Dabei wurden allerdings besonders unwahrscheinliche, aber extrem große Risiken nur unzureichend beachtet (Duffie et al., 2009).

Die scheinbare Sicherheit der Verbriefungen führte zu einer weiteren, erheblichen Ausdehnung der Kreditvergabe, speziell an bonitätsschwache Kunden. Gerade bei solchen Subprime-Krediten häuften sich im Jahr 2007 die Zwangsvollstreckungen. Die hierdurch hervorgerufene plötzliche Angebotserweiterung führte in Verbindung mit den zunehmenden Verlusten, welche die Banken zu verzeichnen hatten, zu einem Stimmungsumschwung und damit zu vermehrten Verkäufen, die letztlich die Immobilienblase zum Platzen brachten und die Finanzkrise einleiteten.

Mit dem oben Gesagten ist bereits der Zusammenhang zwischen Immobilienfinanzierung und Immobilienmarkt angerissen. Um diesen Zusammenhang in seinem vollen Umfang darzulegen, ist es notwendig, bis ins Jahr 2001 zurückzugehen. Dieses Jahr ist untrennbar verbunden mit den Anschlägen vom 11. September in New York. Darüber hinaus bewegte sich die US-Ökonomie in diesem Jahr aufgrund der New-Economy-Krise auf eine Rezession zu. In dieser Situation entschied sich die US-Notenbank (Federal Reserve System, kurz: Fed) zu drastischen Zinsschritten. Wie Abbildung 2 zeigt, sank der Leitzins der USA, die Federal Funds Rate (kurz: Fed Rate), von über 6 Prozent (Ende 2000) auf unter 2 Prozent (Anfang 2002). Im Jahr 2003 fiel der Zins dann sogar auf nur noch rund 1 Prozent.

Diese Leitzinsänderungen wurden über den Wettbewerb der Banken in den USA an die Kreditnehmer und Anleger weitergegeben und zeigten bald Wirkung: Die Zahl der Baufertigstellungen sprang stark an und stützte so die US-Konjunktur. Im Jahr 2002 lag die Steigerungsrate – ausgehend von einem bereits hohen Niveau – bei 6,8 Prozent und im darauffolgenden Jahr sogar bei 8,4 Prozent. Vor allem aber wurde das niedrige Zinsniveau zu Umfinanzierungen und zur Eigenkapitalentnahme genutzt. Kurz zuvor, Anfang der 2000er Jahre, war den US-Amerikanern die Umfinanzierung durch eine Begrenzung der Bearbeitungsgebühren erleichtert worden (BIS, 2006). Viele von ihnen ergriffen diese Möglichkeit und wechselten den Kreditgeber oder schlossen zu günstigeren Konditionen bei ihrer Hausbank ab. Allein im Jahr 2003 wurden Wohnimmobilienkredite im Wert von 2,5 Billionen US-Dollar umfinanziert. Vielfach gingen diese Umfinanzierungen mit einer Erhöhung der Kreditsummen einher. Des Weiteren nutzten viele Haushalte die Möglichkeiten der Eigenkapitalentnahme (Mortgage Equity Withdrawal). Dies bedeutet, dass neben dem bereits bestehenden Darlehen ein weiteres Darlehen aufgenommen wird. Bei den steigenden Immobilienpreisen wurde dieses Vorgehen von den Banken sehr stark beworben. Das Geld aus den zusätzlich aufgenommenen Krediten wurde zum Teil zur Finanzierung von Modernisierungen

oder Renovierungen verwendet, zum Teil jedoch auch zu Konsumzwecken. Der Aufschwung in den USA ist zu einem wesentlichen Teil über kreditfinanzierten Konsum erreicht worden. Die ausstehenden Wohnimmobilienkredite



wuchsen in rasantem Tempo. Während ihr Volumen in den 1990er Jahren um insgesamt 2,1 Billionen US-Dollar anstieg, betrug der Zuwachs allein im Zeitraum von 2000 bis 2005 knapp 4,5 Billionen US-Dollar.

Die massiven Zinssenkungen hatten jedoch nicht nur für Kreditnehmer Konsequenzen, sondern auch für Anleger. Besonders Versicherungen, Pensionsfonds und Banken mit freier Liquidität sind ja darauf angewiesen, die Einlagen ihrer Kunden möglichst rentierlich anzulegen. Die Niedrigzinspolitik der Fed veranlasste jedoch die Europäische Zentralbank (EZB), die britische Zentralbank (Bank of England) und viele weitere Zentralbanken, die Zinsen ebenfalls deutlich zu senken, um massive Aufwertungen ihrer Währungen zu vermeiden. In der Folge sanken weltweit die Renditen sicherer festverzinslicher Anleihen rapide, teilweise real sogar unter null. Dies wiederum veranlasste die Investoren, nach Alternativen zu suchen, die sie unter anderem im US-Markt in Mortgage Backed Securities (MBS) zu finden glaubten, also in Wertpapieren, die mit Hypothekendarlehen besichert sind.

Eine wichtige Rolle spielten hier die Ratingagenturen. Viele institutionelle Investoren sind bei ihrer Anlage auf das Votum der Ratingagenturen ange-

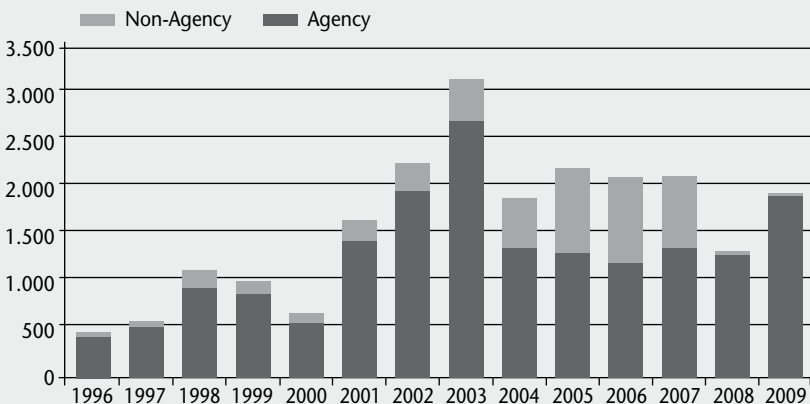
wiesen und müssen einen Großteil ihrer Investitionen in mit AAA bewertete (sprich: mit der höchsten Sicherheit versehene) Wertpapiere tätigen. Denn institutionelle Investoren sind sowohl gesetzlich verpflichtet als auch durch die Wünsche ihrer Kunden dazu angehalten, deren Sicherheitsbedürfnisse angemessen zu berücksichtigen. Staatsanleihen oder Unternehmensanleihen mit dem besten Rating sind daher wichtige Anlageformen im Portfolio der Investoren. Als problematisch erwies sich, dass die Ratingagenturen nicht nur für die Bewertung der Papiere verantwortlich sind, sondern auch die Emittenten von Mortgage Backed Securities beraten haben. Gerade über den Einfluss dieser Berater wurden Kreditforderungen gebündelt und gemixt, um so die Ausfallwahrscheinlichkeiten rechnerisch zu minimieren. Gleichzeitig wurde der Markt hierdurch intransparent, was die Probleme nach dem Auftreten der ersten Kreditausfälle noch verschlimmerte. Hinzu kam, dass die von den Ratingagenturen zugrunde gelegten Daten nur konjunkturell günstige Zeiträume umfassten.

Die starke Entwicklung des US-Immobilienmarktes in Verbindung mit der guten Bewertung durch die Ratingagenturen und mit den im Vergleich zu anderen Anleihen hohen Renditen von Mortgage Backed Securities beflügelte den Verbriefungsmarkt. Während Ende der 1990er Jahre das jährliche Emissionsvolumen hypothekarisch gesicherter Verbriefungen nur knapp über

## Neuemissionen von Mortgage Backed Securities in den USA

Abbildung 3

in Milliarden Euro



Agency: Fannie Mae, Freddie Mac und Ginnie Mae; Non-Agency: private Finanzwirtschaft.  
Quelle: SIFMA, 2011

1 Billion US-Dollar lag, erreichte das jährliche Emissionsvolumen ab dem Jahr 2001 Werte, die um ein Vielfaches höher lagen (Abbildung 3). Der starke Ausbau dieses Refinanzierungsinstruments erlaubte erst die massenhafte Vergabe von Hypothekendarlehen, auch an Haushalte mit geringer Bonität.

Auffällig ist, dass die Emission von Mortgage Backed Securities bereits im Jahr 2003 ihren Höhepunkt erreichte und sich in den drei Folgejahren sukzessive Volumenanteile von den Agencies zu den Non-Agencies verschoben. Klassischerweise werden Verbriefungen von Wohnimmobilienkrediten in den USA von den Banken Fannie Mae und Freddie Mac initiiert. Diese beiden Institute (Agencies) nehmen eine Sonderstellung im US-Bankenmarkt ein, weil sie zwar private Unternehmen sind, aber auf staatliche implizite Garantien zurückgreifen können. Die Marktteilnehmer können also davon ausgehen, dass die Agencies im Krisenfall mit öffentlichen Geldern unterstützt werden. Für rein private Investmentbanken (Non-Agencies) gilt das nicht.

Der enge Zusammenhang zwischen Staat und Banken wird auch daran deutlich, dass der Präsident der USA bei Fannie Mae und Freddie Mac jeweils fünf der 18 Board-Mitglieder bestimmen darf. Die Agencies erwerben Kreditforderungen von den lokalen Banken, bündeln sie und verkaufen sie am Kapitalmarkt. Aufgrund ihrer impliziten Garantien konnten sie dort einen Renditevorteil von ungefähr 30 bis 40 Basispunkten gegenüber rein privaten Instituten erzielen (White, 2005). Dies war politisch beabsichtigt, um die Wohneigentumsbildung zu forcieren. Allerdings durften Fannie Mae und Freddie Mac nur sogenannte Conforming Loans erwerben, also Darlehen, die erstens an Familien vergeben wurden und zweitens eine bestimmte Höhe nicht überschritten. Seit dem Jahr 2006 liegt diese Grenze bei 417.000 US-Dollar. Darüber hinaus haben die beiden Banken vor allem reguläre Erstdarlehen refinanziert, also keine Eigenkapitalentnahmen und zunächst auch keine Subprime-Darlehen.

Nach dem Verbriefungsboom im Jahr 2003 war die Nachfrage nach MBS noch nicht befriedigt. Im Gegenteil, gerade internationale Investoren suchten nach weiteren Anlagemöglichkeiten, die über die reguläre Kreditvergabe jedoch nicht zu erzielen waren. Daraufhin wurde sukzessive der Subprime-Markt weiter erschlossen. Dieser Markt verdreifachte im Zeitraum von 2001 bis 2006 sein Volumen und leitete damit die Krise im US-Immobilienmarkt ein. Mit Subprime-Darlehen unterlegte MBS wurden vor allem von Non-Agencies, also den rein privaten Instituten initiiert, wobei die Risiken, wie oben erwähnt, durch die Verknüpfung mit anderen Kreditportfolien eliminiert werden sollten. Später investierten auch Fannie Mae und Freddie Mac in den Subprime-Markt.

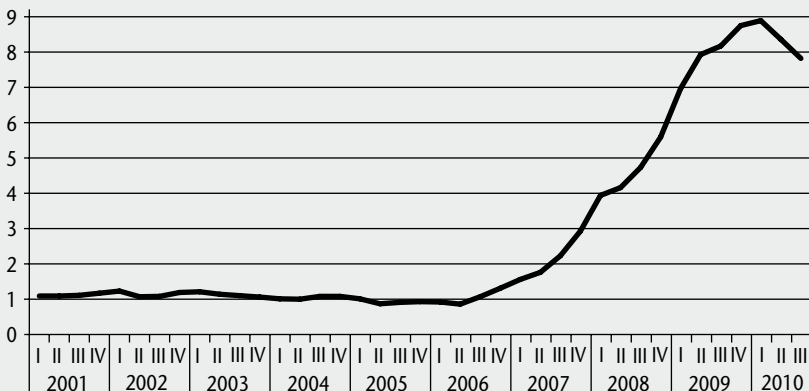
Untersuchungen von Keys et al. (2010) und Mian/Sufi (2009) belegen, dass gezielt dort besonders viele Subprime-Darlehen vergeben wurden, wo in den Jahren zuvor besonders viele Darlehen abgelehnt worden waren.

Subprime-Darlehen waren häufig wie folgt ausgestaltet: In den ersten beiden Jahren gab es eine Zinsbindung und der Zins lag häufig sogar unter dem Marktniveau. Anschließend wandelte sich das Darlehen in ein variables Darlehen mit einer Laufzeit von 28 Jahren um. Oftmals wurde außerdem eine Tilgungsaussetzung oder sogar eine „negative Tilgung“ vereinbart, das heißt, ein weiterer Schuldenaufbau bis zu einem Maximum von 125 Prozent der Originalschuld war möglich. Vergewagt man sich, dass die Bezieher von Subprime-Darlehen schon bei Vertragsabschluss an ihre finanziellen Grenzen stießen, ist es nicht verwunderlich, dass die in Abbildung 2 dargestellten Leitzinserhöhungen zu massenhaften Zahlungsaussetzungen und zu Zwangsvollstreckungen führten (Abbildung 4). Zwischen dem zweiten Quartal 2006 und dem zweiten Quartal 2008 verfünffachte sich in den USA der Anteil der Wohnimmobilienkredite mit einem Zahlungsverzug von mehr als

### Wohnimmobilienkredite mit Zahlungsverzug in den USA

Abbildung 4

Anteil der Wohnimmobilienkredite mit einem Zahlungsverzug von mehr als 90 Tagen an allen Wohnimmobilienkrediten in den USA, Quartalswerte in Prozent



Quelle: Federal Reserve Bank of New York, 2011

90 Tagen auf gut 4 Prozent aller Wohnimmobilienkredite. Betrachtet man nur den Subprime-Markt, war dieser Anteil bereits damals weit höher. Noch im September 2010 lag er bei 18,1 Prozent; weitere 13 Prozent der Bezieher eines Subprime-Darlehens befanden sich bereits in der Zwangsvollstreckung.

Durch die sukzessiven Zinserhöhungen hatte die Zentralbank der USA inflationäre Tendenzen eindämmen wollen. Die hierdurch induzierte große Zahl an Zwangsvollstreckungen leitete aber letztlich die Trendwende im US-Häusermarkt ein. Vor allem die daraus entstehenden Probleme der Banken führten in Verbindung mit den allgemein verschlechterten Wirtschaftsaussichten in die Hauspreis- und dann in die Wirtschaftskrise. Viele Banken hatten mit sehr geringen Eigenkapitalanteilen gewirtschaftet und wurden von den Ausfällen im Subprime-Markt in ihren Bilanzen schwer getroffen. Banken, die Mortgage Backed Securities emittierten, bekamen überdies Liquiditätsprobleme, weil sie ihre Wertpapiere nicht mehr platzieren konnten, die aufgekauften Kreditforderungen jedoch häufig mit kurzfristigen Krediten finanziert hatten. Besonders Fannie Mae und Freddie Mac wurden hart erwischt – zum einen, weil sie selbst mit zahlreichen Ausfällen konfrontiert wurden, zum anderen, weil sie als staatsnahe Banken weiter in den Markt investieren sollten, um eine weitere Destabilisierung zu verhindern.

Über den international vernetzten Markt für Verbriefungen erreichten die Verwerfungen dann Banken auf der ganzen Welt. Dies sorgte jedoch nicht etwa für eine Moderation der Krise, sondern zu einer Verschärfung. Grund: Die Eigenkapitalbasis der Banken war nicht nur in den USA, sondern auch andernorts im Durchschnitt zu gering, sodass mehr und mehr von ihnen drohten, illiquide oder gar insolvent zu werden. Es mangelte an Banken, die nicht von der Krise betroffen waren. Dies wiederum nötigte viele Staaten zu gigantischen Rettungsmaßnahmen.

Im Nachhinein ist es nur schwer nachvollziehbar, wie sich ein Subprime-Markt in dieser Dimension etablieren konnte. Schließlich entstanden ja sowohl für die Kreditnehmer als auch für die Kreditgeber erhebliche Risiken. Jedoch schien das Risiko für die Bankkunden in vielen Fällen dadurch begrenzt zu sein, dass die Darlehen „non-recourse“ waren. Das bedeutet: Die Darlehensnehmer haften nicht persönlich für ihre Schulden, und wenn sie den Kredit nicht mehr bedienen können, geben sie die Immobilie einfach an die Bank zurück und sind schuldenfrei. Zwar entstehen ihnen Umzugskosten und die Rückgabe ist aus ideeller Sicht schmerzlich, aber die Darlehensrisiken sind bei Non-Recourse-Krediten weitaus geringer als bei solchen mit persönlicher Haftung. Auch für die lokalen Banken schien das Risiko begrenzt, da sie die Darlehen am internationalen Kapitalmarkt weiterverkaufen konnten – oftmals sogar ohne einen Restanteil am Darlehensrisiko zu behalten. Damit gab es für sie keinen Anreiz, die Kreditrisiken einzuschätzen und weiter zu beobachten (Jäger/Voigtländer, 2008). Die internationalen Investoren schließlich

wiegt sich angesichts der guten Ratings und der Stärke des US-Immobilienmarktes in Sicherheit. Hinzu kam, dass im Rennen um attraktive Anlagen angesichts des hohen Maßes an Liquidität das Vorsichtsprinzip vernachlässigt wurde.

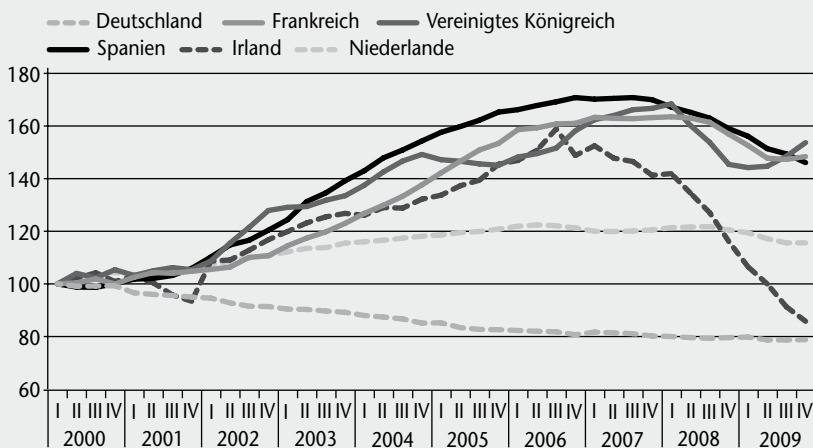
## 2.2 Auswirkungen der US-Subprime-Krise auf die Immobilienmärkte anderer Staaten

Über die Verluste der Banken aus den Verbriefungsgeschäften und die damit einhergehende drohende Kreditklemme erfasste die Subprime-Krise der USA auch andere Volkswirtschaften. Darüber hinaus gaben in vielen Ländern die Immobilienmärkte ebenfalls kräftig nach, teilweise – wie etwa in Irland – sogar weit stärker als in den USA. Dies ist zunächst einmal überraschend, da Immobilien als lokale Güter nicht direkt miteinander verbunden sind. Die Zinsentwicklung, welche für die Immobilienpreisentwicklung besonders wichtig ist, ist jedoch vergleichbar. Fast in allen Staaten der Welt wurden die Zinsen Anfang der 2000er Jahre deutlich erhöht und die Zinserhöhungen von Mitte der 2000er Jahre finden sich ebenfalls international wieder, wenn auch mit Niveauunterschieden und leichten zeitlichen Diskrepanzen. Bemerkenswert ist, dass die nationalen Märkte sehr unterschiedlich darauf reagiert haben. In Abbildung 5 ist die Entwicklung der Wohnimmo-

### Wohnimmobilienpreis-Einkommens-Relation

Abbildung 5

in ausgewählten europäischen Ländern, Quartalswerte, Index: I/2000 = 100



Quelle: OECD, 2011a



bilienpreis-Einkommens-Relation für sechs europäische Volkswirtschaften abgetragen. Diese Relation wurde gewählt, um die Unterschiede in der allgemeinen Wirtschaftsdynamik zu berücksichtigen.

In Frankreich, Irland, Spanien und im Vereinigten Königreich ist die Entwicklung ähnlich wie in den USA. Ab Anfang der 2000er Jahre entkoppelten sich die Wohnimmobilienpreise von der Einkommensentwicklung: Sie stiegen um einiges stärker als die Einkommen. Ab 2006/2007 setzte eine Trendumkehr ein. Besonders dramatisch war der Preisrückgang in Irland, aber auch im Vereinigten Königreich und Spanien gaben die Preise deutlich nach. Auch wenn die Preise für Wohnimmobilien mittlerweile wieder zulegen, hat der Preisrückgang doch weitreichende Folgen gehabt. Nach Angaben der Financial Services Authority (FSA), der britischen Finanzmarktaufsichtsbehörde, stieg im Vereinigten Königreich die Anzahl der Wohnimmobilienkredite mit mehr als 90 Tagen Zahlungsverzug im Jahr 2008 um 31 Prozent im Vergleich zum Vorjahr (FSA, 2009). Damit waren 3,4 Prozent des Volumens der Wohnimmobilienkredite in Höhe von 40 Milliarden Britischen Pfund von einem Zahlungsausfall bedroht (BBC, 2009). Darüber hinaus geht die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD, 2011b) davon aus, dass die Preise im Vereinigten Königreich wieder fallen könnten.

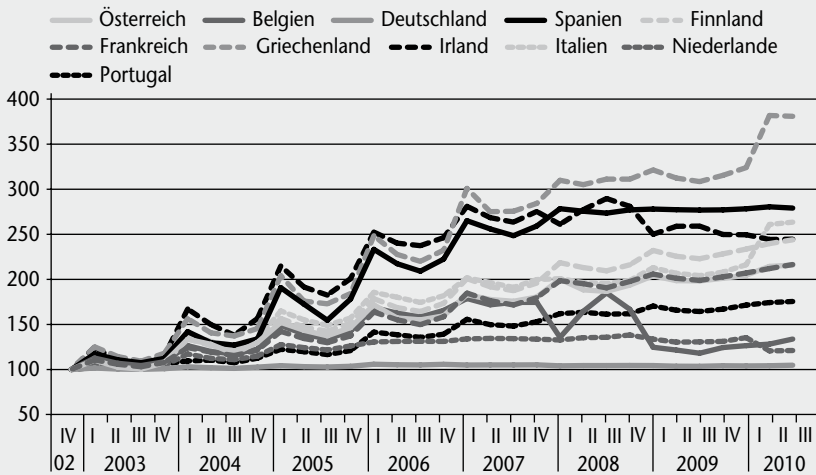
In Deutschland und den Niederlanden lässt sich eine konstantere Entwicklung feststellen (vgl. Abbildung 5). In den Niederlanden wuchsen die Wohnimmobilienpreise ab dem Jahr 2000 zwar schneller als die Einkommen, aber der Unterschied war moderat und es gab dort vor allem nicht den Einbruch von 2006/2007. In Deutschland sind die Preise trotz der niedrigen Zinsen sogar langsamer gewachsen als die Einkommen. Auch hier ist ein Effekt der Finanzkrise nicht erkennbar.

Deutlich werden die Unterschiede zwischen den Ländern auch anhand des Volumens an ausstehenden Wohnimmobilienkrediten (Abbildung 6). Kennzeichnend für die Krise im US-Markt war der extreme Zuwachs an Wohnimmobilienkrediten infolge der Niedrigzinspolitik. In den Euroländern – die sich durch eine einheitliche Zinspolitik auszeichnen – wuchs das Volumen der ausstehenden Kredite für private Wohnimmobilienkäufe vor allem in Finnland, Griechenland, Italien, Irland und Spanien. In diesen Ländern nahm das Kreditvolumen zwischen Ende 2002 und dem Jahr 2010 zum Teil um mehr als das Dreifache zu. In Irland geht das Kreditvolumen nun wieder deutlich zurück, in Spanien hat immerhin eine Stagnation eingesetzt. Weitere Korrekturen – wie in den USA – sind zu erwarten. In Deutschland und den Niederlanden ist die Entwicklung hingegen wiederum deutlich moderater und stabiler.

## Ausstehende Wohnimmobilienkredite

Abbildung 6

Veränderung des Volumens in ausgewählten Euroländern in Quartalswerten,  
Index: IV/2002 = 100



Quelle: EZB, 2011

Gerade weil die Euroländer eine einheitliche Zinspolitik haben, geben diese Daten einen Hinweis darauf, dass die nationalen Märkte unterschiedlich auf Zinsänderungen und konjunkturelle Einflüsse reagieren. Allerdings umfassen die Daten nur einen relativ kurzen Zeitraum. Außerdem lässt sich der Effekt einer Zinsveränderung oder eines konjunkturellen Impulses nicht ohne weiteres aus ihnen ableiten. Hierzu bedarf es ökonomischer Untersuchungen, die im folgenden Abschnitt durchgeführt werden.

### 2.3 Immobilienfinanzierung und die langfristige Stabilität des Immobilienmarktes

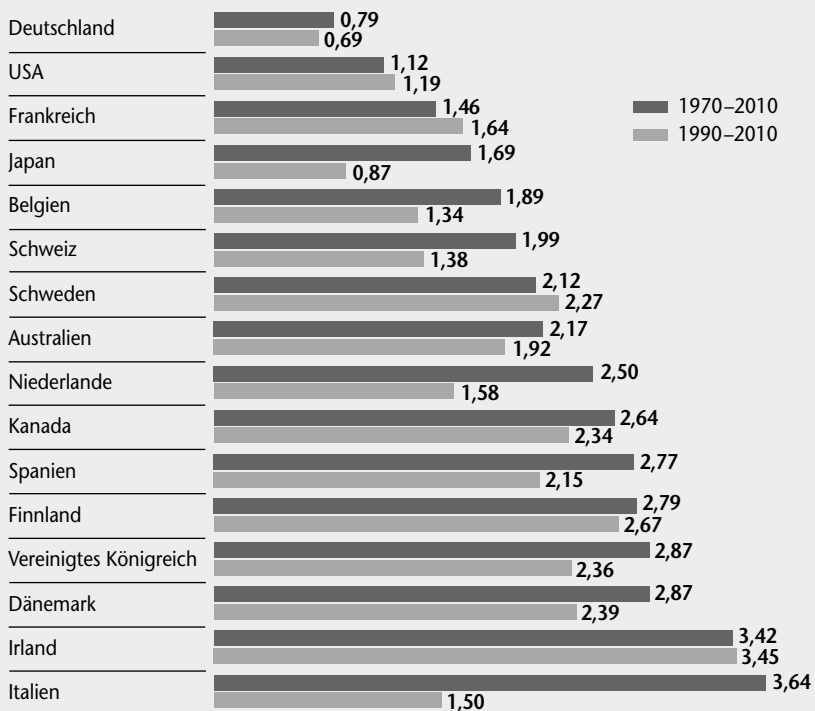
Die obige Betrachtung von Subprime- und Finanzkrise zeigte exemplarisch, welche große Bedeutung das System der Immobilienfinanzierung in einem Land für die Stabilität des dortigen Immobilienmarktes hat. Dass sich die Volatilität der nationalen Märkte nicht nur krisenbedingt unterscheidet, zeigt ein Blick auf die durchschnittliche Standardabweichung bei der Preisveränderung in ausgewählten OECD-Ländern (Abbildung 7). Sowohl bezogen auf den Zeitraum von 1970 bis 2010 als auch den Zeitraum von 1990 bis 2010 weist der deutsche Wohnimmobilienmarkt die geringste Standardabweichung bei der realen Preisveränderung auf. Die Abweichung vom vierteljährlichen

Preiswachstum beträgt nur 0,8 Prozentpunkte, für den kürzeren Zeitraum sind es sogar nur 0,7 Prozentpunkte. Die Volatilität der Immobilienpreise ist mit am höchsten in Ländern, die stark von der Finanzkrise betroffen waren, wie Irland, Spanien und das Vereinigte Königreich. Überraschend ist, dass die USA eine sehr niedrige Volatilität aufweisen. Dies ist darauf zurückzuführen, dass sich der Markt dort vor dem Jahr 2002 sehr konstant entwickelt hat. Zu betonen ist auch, dass es in keinem Widerspruch zu der These eines engen Zusammenhangs zwischen Immobilienfinanzierungssystem und Immobilienmarkt steht, denn bis zu den 2000er Jahren waren die USA ein Land mit eher konservativer Kreditvergabe, das sich vor allem durch sehr langfristige Kredite mit bis zu 30-jähriger Zinsbindung auszeichnete.

## Standardabweichung bei der Veränderung der realen vierteljährlichen Wohnimmobilienpreise

Abbildung 7

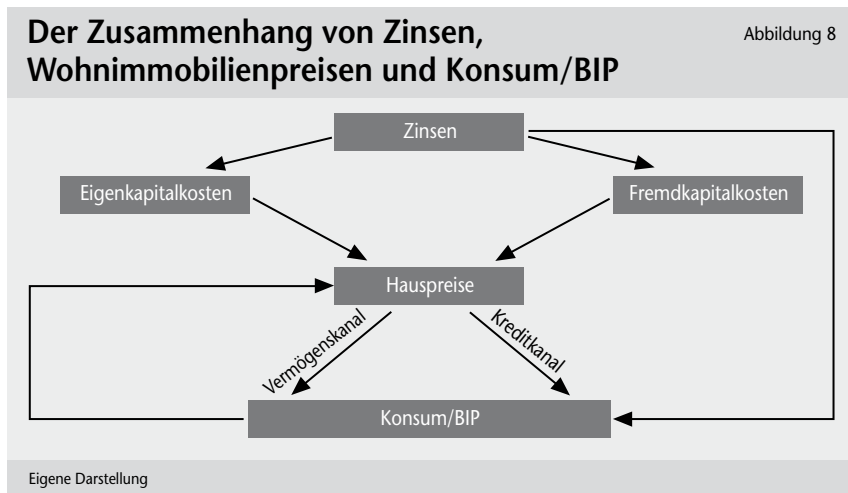
in ausgewählten OECD-Ländern, Durchschnittswerte in Prozentpunkten



Quellen: OECD, 2011a; eigene Berechnungen

Für die Stabilität eines Immobilienmarktes ist die Sensitivität auf makroökonomische Entwicklungen entscheidend. An der Finanzkrise zeigt sich, dass einige Länder sehr stark auf die Veränderung der Zinsen reagiert haben, während es in anderen Ländern kaum Effekte gab. Auch der Einfluss von Veränderungen des Bruttoinlandsprodukts (BIP) scheint sehr unterschiedlich zu sein.

Die Bedeutung des Zinses für den Immobilienpreis wird unmittelbar ersichtlich, wenn man sich die grundlegende Bewertung einer Immobilie vergegenwärtigt (DiPasquale/Wheaton, 1996, 35 ff.): Der Wert einer Immobilie bestimmt sich aus den diskontierten Nettomieteinnahmen über den Nutzungszeitraum. Je höher der Diskontfaktor – der Zins – ist, desto niedriger wird die Immobilie bewertet. Fallende Zinsen können eine Immobilieninvestition attraktiver machen, wenn dadurch zum Beispiel Wertpapiere relativ gesehen geringere Renditen offerieren. Es steigen dann die Nachfrage nach Immobilien und damit die Preise. Mit steigenden Immobilienpreisen wachsen der Wert der Kreditsicherheiten und das Vermögen der Haushalte. Dies wirkt sich auf den Konsum der Haushalte und auf das Bruttoinlandsprodukt aus. Wie bereits erwähnt, wurde über den sogenannten Kreditkanal ein wesentlicher Teil des US-amerikanischen Konsums im Vorfeld der Hauspreiskrise finanziert. Das wiederum hat über ein gestiegenes Bruttoinlandsprodukt auf die Nachfrage nach Immobilien zurückgewirkt. Abbildung 8 illustriert die Zusammenhänge zwischen Zinsen, Wohnimmobilienpreisen und Konsum beziehungsweise Bruttoinlandsprodukt.



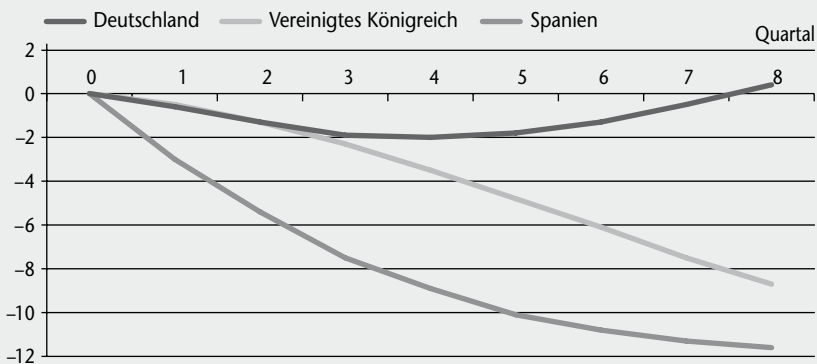
Um zu verdeutlichen, wie unterschiedlich stark diese Zusammenhänge in den einzelnen Volkswirtschaften ausfallen, wurde ein einfaches vektorautoregressives Modell (VAR) für Deutschland und einige andere Volkswirtschaften bestimmt. Bei einem VAR-Modell wird auf eine vorherige Festlegung exogener und endogener Variablen verzichtet, stattdessen werden Rückwirkungen der Variablen aufeinander zugelassen. So ist im vorliegenden Kontext beispielsweise davon auszugehen, dass eine BIP-Zunahme sich auch auf die Nachfrage nach Immobilien auswirkt, da die Immobiliennachfrage von den Einkommen abhängt. Als Variablen werden der langfristige Zins, die Wohnimmobilienpreise und das Bruttoinlandsprodukt berücksichtigt, wobei Wohnimmobilienpreise und Bruttoinlandsprodukt differenziert werden, um Stationarität zu erhalten. Alle Daten stammen von der OECD; als Zeitraum wurde das erste Quartal 1990 bis zum vierten Quartal 2009 gewählt. Daten vor diesem Zeitraum wurden nicht berücksichtigt, da sich die Immobilienfinanzierungssysteme seit den 1980er Jahren deutlich verändert haben. Um die zeitliche Abfolge entsprechend Abbildung 8 sicherzustellen, wurden Beschränkungen gemäß der Cholesky-Zerlegung durchgeführt (vgl. zur Methodik: Tsatsaronis/Zhu, 2004).

In Abbildung 9 wurden die Ergebnisse sogenannter Impuls-Antwort-Funktionen für die Reaktion der Wohnimmobilienpreise auf die Zinsen abgetragen, und zwar für Deutschland, das Vereinigte Königreich und Spanien. Eine Impuls-Antwort-Funktion zeigt, wie eine Variable (hier: die Hauspreise)

## Wohnimmobilienpreise und Zinssenkung

Abbildung 9

Veränderung der Wohnimmobilienpreise bei einer Zinssenkung um 1 Prozentpunkt in einem Zweijahreszeitraum (acht Quartale), in Prozent



Quellen: OECD, 2011a; eigene Berechnungen

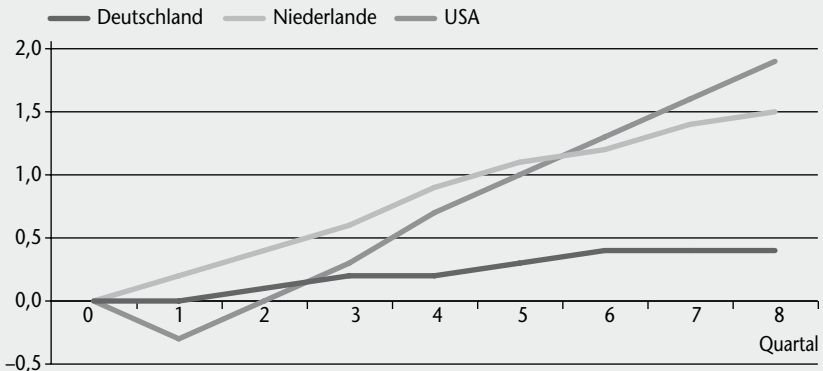
auf einen Schock einer Input-Variable (hier: des Zinses) reagiert. Der Schock wird dabei als Veränderung in Höhe einer Standardabweichung des Standardfehlers der Input-Variable modelliert. Um die Ergebnisse vergleichbar zu machen, wurden die Veränderungen der Wohnimmobilienpreise nach zwei Jahren (acht Quartale) durch den jeweiligen Standardfehler des nationalen Zinses dividiert. Die Werte in Abbildung 9 zeigen somit die Veränderung der Wohnimmobilienpreise bei einer Zinssenkung um 1 Prozentpunkt.

Wie zu sehen ist, reagiert der deutsche Immobilienmarkt nur schwach auf Veränderungen des langfristigen Zinses. Steigt dieser um 1 Prozentpunkt, gehen die Wohnimmobilienpreise zwar nach drei Quartalen um insgesamt knapp 2 Prozent zurück, aber bereits ab dem fünften Quartal kehrt der Markt ins Gleichgewicht zurück. Anders dagegen die Entwicklung in Spanien und dem Vereinigten Königreich, in denen überwiegend variabel verzinslich finanziert wird. Hier kumulieren die Immobilienpreisrückgänge innerhalb des Betrachtungszeitraums infolge der Zinserhöhung immer weiter. Nach acht Quartalen summiert sich der Immobilienpreisverlust im Vereinigten Königreich auf knapp 9 Prozent und in Spanien sogar auf fast 12 Prozent.

Ein ähnliches Bild ergibt sich für den Zusammenhang von BIP-Veränderungen und den Wohnimmobilienpreisen (Abbildung 10). Außer Deutschland werden hier die Niederlande und die USA betrachtet, die sich beide durch besonders hohe Fremdkapitalquoten auszeichnen. Auch in diesem Fall ist

### Wohnimmobilienpreise und Wirtschaftswachstum Abbildung 10

Veränderung der Wohnimmobilienpreise bei einer Erhöhung des Bruttoinlandsprodukts um 1 Prozentpunkt in einem Zweijahreszeitraum (acht Quartale), in Prozent



Quellen: OECD, 2011a; eigene Berechnungen

die Veränderung in Deutschland moderat. Eine BIP-Erhöhung um 1 Prozentpunkt verändert die Wohnimmobilienpreise in Deutschland innerhalb der acht Quartale um weniger als 0,5 Prozent. In den Niederlanden und den USA summieren sich die Veränderungen hingegen im gleichen Zeitraum zu 1,5 Prozent (Niederlande) und knapp 2 Prozent (USA) – mit weiter steigender Tendenz.

Diese Ergebnisse werden von anderen, umfangreicheren Studien bestätigt. Demary (2010) zeigt für zehn OECD-Länder, dass die Preise deutscher Wohnimmobilien verhältnismäßig schwach auf Veränderungen der langfristigen Realzinsen und der kurzfristigen Zinsen reagieren. Auch bei Veränderungen der Konjunktur ist die Reaktion hierzulande moderat. Die Immobilienpreise im Vereinigten Königreich und Spanien reagieren deutlich stärker auf Zinsveränderungen. Tsatsaronis/Zhu (2004) führen eine Untersuchung durch, bei der sie direkt den Zusammenhang zwischen makroökonomischer Sensitivität und Immobilienfinanzierung testen. Sie belegen, dass Länder, in denen geringe Beleihungswerte und langfristige Zinsbindungen üblich und Eigenkapitalentnahmen unüblich sind, eine geringe Sensitivität der Immobilienpreise auf makroökonomische Schocks aufweisen.

Generell lässt sich der Zusammenhang zwischen der Immobilienfinanzierung und der Immobilienpreisvolatilität auch unmittelbar nachvollziehen. Schließlich stellt die Immobilienfinanzierung das wichtigste Element bei der Übertragung von makroökonomischen Impulsen auf den Immobilienmarkt dar. Sind beispielsweise die Zinsen von Darlehen langfristig fixiert, betreffen Veränderungen des Zinsniveaus nur Darlehensnehmer mit auslaufenden Verträgen sowie Neuinteressenten; für die Bestandskunden ändert sich hingegen nichts. Der Einfluss einer Zinsveränderung auf die Immobilienpreise fällt dann schwächer aus, als wenn die Darlehen variabel verzinst sind. Auch beim Verhältnis von Konsum und Immobilienpreisen spielt die Finanzierung eine wichtige Rolle. So ist die Verbindung beider Größen vor allem dann eng, wenn die Banken Produkte anbieten, die eine Anpassung der Kreditlinien an steigende Preise vorsehen.

Relevant sind besonders die folgenden Merkmale eines Immobilienfinanzierungssystems:

**Zinsbindung.** Bei einer langfristigen Fixierung der Kreditzinsen ist ein Großteil der Darlehensnehmer nicht von Zinsänderungen betroffen. Dies gilt vor allem dann, wenn eine Kündigung des Vertrags nur im Zuge einer an die Bank gezahlten Entschädigung möglich ist. Bei variablen Zinsen hingegen wirken sich Zinsänderungen unmittelbar auf das verfügbare Einkommen

aus. Da Immobilien Konsumgüter darstellen, verändert sich dann die Nachfrage und damit der Preis. In Deutschland dominieren – ebenso wie in Belgien und Frankreich – langfristige Zinsbindungen, während in Finnland, Irland, Spanien und im Vereinigten Königreich variable Darlehen überwiegen.

**Beleihungshöhe.** Die Beleihungshöhe ist ein wichtiges Maß für das Risiko einer Finanzierung. Wenn der Eigenkapitalanteil des Kreditnehmers gering ist, hat die Bank ein höheres Verlustrisiko. In Deutschland liegt der Fremdkapitalanteil durchschnittlich bei nur ungefähr 75 Prozent, in anderen Ländern – beispielsweise in den USA, den Niederlanden und im Vereinigten Königreich – sind es über 90 Prozent. Damit steigt die Gefahr einer Überschuldung der Haushalte im Falle einer Immobilienkrise, was sich dann über den Konsum auch negativ auf die wirtschaftliche Dynamik des Landes auswirkt. Gerade im Vereinigten Königreich stellt die Überschuldung immer wieder ein Massenphänomen dar (Miles, 2004).

**Wertermittlung.** In Deutschland wird bei der Finanzierung von Wohnimmobilien in der Regel nicht auf den aktuellen Marktwert, sondern auf den Beleihungswert abgestellt. Dieser soll jeweils so angesetzt werden, dass er auch bei typischen Abschwüngen im Immobilienmarkt nicht unterschritten wird. Außer in Deutschland findet der Beleihungswert auch in Polen und Spanien Anwendung. In den meisten anderen Ländern knüpft die Finanzierung dagegen am Marktwert an. Einerseits können sich dadurch Zyklen verstärken, da bei fallenden Marktwerten der Wert der Sicherheiten zurückgeht und somit höhere Risikoprämien verlangt werden müssen. Andererseits wird bei Aufschwüngen die Kreditvergabe erleichtert.

**Eigenkapitalentnahme.** Auch in Deutschland ist es möglich, eine Immobilie erneut zu beleihen und somit ein zweites Mal einen Kredit zu erhalten. Allerdings wird die ursprüngliche Kreditlinie dabei üblicherweise nicht ausgeweitet. In anderen Ländern, vor allem in den USA und dem Vereinigten Königreich, werden bei steigenden Immobilienpreisen Erhöhungen der Beleihung aktiv beworben. Die zusätzlich aufgenommenen Kredite lassen sich für Umschuldungen oder für Konsumzwecke einsetzen. Gerade über die Eigenkapitalentnahme wurde der Konsum in den USA vor der Krise viele Jahre lang stimuliert.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass in der deutschen Immobilienfinanzierung das Vorsichtsprinzip fest verankert ist. Dies trägt zur Stabilität des hiesigen Immobilienmarktes bei. Für eine umfassende Beurteilung des deutschen Immobilienfinanzierungssystems ist eine detaillierte Betrachtung notwendig, die in Kapitel 3 geleistet werden soll.



# 3

## Das deutsche Immobilienfinanzierungssystem

Kapitel 2 hat deutlich gemacht, dass der deutsche Wohnimmobilienmarkt sehr robust ist und sich sogar in der Finanzkrise durch seine Stabilität auszeichnet hat. Angesichts des engen Zusammenhangs zwischen Finanzsystem und Immobilienmarkt kann dies zu einem wesentlichen Teil auf das deutsche System der Immobilienfinanzierung zurückgeführt werden. Daher sollen in diesem Kapitel die Charakteristika und Besonderheiten des deutschen Immobilienfinanzierungssystems betrachtet werden. Außer auf die Ausgestaltung einzelner Produkte wird auch auf die Marktstruktur eingegangen. Zuvor werden jedoch Kriterien abgeleitet, anhand derer sich ein Immobilienfinanzierungssystem beurteilen lässt.

### 3.1 Allgemeine Anforderungen an ein Immobilienfinanzierungssystem

Bislang lag der Fokus der vorliegenden Analyse auf dem Aspekt der Stabilität. Vor dem Hintergrund der Finanzkrise hat diese Eigenschaft erheblich an Bedeutung gewonnen und die nachgewiesene Robustheit des deutschen Immobilienmarktes ist ein wichtiger Vorteil des deutschen Immobilienfinanzierungssystems. Zur Stabilität beizutragen, ist jedoch nicht das einzige Kriterium, anhand dessen ein solches System bewertet werden sollte.

Allgemein gesprochen ist ein Hypothekendarlehen ein Vertrag zwischen zwei Partnern, der nur dann zustande kommt, wenn die Transaktion zum beiderseitigen Vorteil ist. Da jede solche Transaktion die Wohlfahrt erhöht, stellt weitgehende Vertragsfreiheit zunächst einmal das Optimum dar. Gerade aus diesem Blickwinkel wird das deutsche Immobilienfinanzierungssystem häufig kritisch beäugt (London Economics, 2005) und als zu stark reglementiert angesehen. Es wird sich jedoch zeigen, dass es in Deutschland de facto kaum Einschränkungen gibt.

Abweichungen von der Vertragsfreiheit durch regulatorische Eingriffe sind geboten, wenn Marktunvollkommenheiten vorliegen. Die Finanzkrise ist ein gutes Beispiel dafür, dass individuell rationales Verhalten – etwa der Abschluss von Subprime-Darlehen – zu kollektiv unerwünschten Ergebnissen führen kann. Für die Banken war es rational, die entstehenden Risiken über das

Instrument der Verbriefung an Dritte weiterzugeben. Regulatorische Eingriffe in den Markt für Kredite müssen also gerechtfertigt werden durch bestehende Marktunvollkommenheiten. Hierzu zählen vor allem (Fritsch et al., 2007):

**Externe Effekte.** Dies sind Auswirkungen ökonomischen Handels auf Dritte, die nicht über das Preissystem berücksichtigt werden. Im Rahmen von Kreditverträgen können vor allem fiskalische Externalitäten eine Rolle spielen, beispielsweise indem Verträge zulasten Dritter (etwa der Steuerzahler) geschlossen werden. Die Finanzkrise bietet Beispiele für externe Effekte. So haben die Risikopositionen einzelner Banken sich nicht nur auf die eigene Verlustwahrscheinlichkeit ausgewirkt, sondern auch auf die Verlustwahrscheinlichkeit anderer Banken, was jedoch in den individuellen Kalkülen nicht berücksichtigt wurde.

**Asymmetrische Information.** Dies bedeutet, dass eine Vertragspartei oder Marktseite über bessere Informationen als die andere verfügt, woraus sie für sich Vorteile ziehen kann. Unterschieden werden hier vorvertragliche und nachvertragliche Informationsprobleme. Im vorvertraglichen Fall kann das Problem der adversen Selektion entstehen: Banken zum Beispiel müssen befürchten, dass bei gegebenen Zinssätzen vor allem Haushalte mit geringer Rückzahlungswahrscheinlichkeit einen Kredit aufnehmen. Sie müssten dies in ihrem Kalkül berücksichtigen und den Zinssatz höher legen, als es für Haushalte mit hoher Rückzahlungswahrscheinlichkeit gerechtfertigt ist. Eine wesentliche Aufgabe der Banken ist daher die Bonitätseinschätzung ihrer Kunden, um die Zinssätze justieren zu können. Nachvertraglich kann es diskretionäre Handlungsspielräume geben, die von den Banken ausgenutzt werden können, weil Verträge nicht vollständig sind. Dieses Problem wird als moralisches Risiko bezeichnet. Damit wird unter anderem der Verbraucherschutz im Finanzwesen gerechtfertigt. Es wird argumentiert, dass gerade Finanzgeschäfte zu komplex sind, um als typischer Haushalt die Risiken angemessen einzustufen zu können.

**Marktkonzentration.** Auch zu große Marktmacht kann einen regulatorischen Eingriff rechtfertigen. So können in monopolistischen Marktstrukturen die Anbieter die Nachfrager übervorteilen, weshalb eine Regulierung der Anbieter sinnvoll sein kann.

Wer sich mit der Finanzkrise auseinandergesetzt hat, wird in dieser Auflistung vielleicht den Begriff des systemischen Risikos vermissen. Unter einem systemischen Risiko ist zu verstehen, dass ein Fehlverhalten oder eine Insolvenz eines Marktteilnehmers mehr oder weniger gravierende Auswirkungen auf viele oder alle Marktteilnehmer haben kann (Bullard et al., 2009). Weil

sie dieses Risiko als hoch einstufte, entschied sich die US-Notenbank Fed, die Investmentbank Bear Sterns zu retten. Bear Sterns wurde also als „too big to fail“ oder „too important to fail“ angesehen.

Tatsächlich zeigt der Fall von Lehman Brothers, welche Auswirkungen die Insolvenz einer Großbank auf den Interbankenhandel hat. Damit wird jedoch auch klar, dass es sich hier nicht um ein produktspezifisches, sondern um ein unternehmensspezifisches Problem handelt und damit eher in den Bereich der allgemeinen Bankenregulierung fällt. Denn die Insolvenz von Lehman Brothers wurde nicht aufgrund der aufgelegten Produkte zu einem volkswirtschaftlichen Problem, sondern weil die Investmentbank aufgrund ihrer Größe mit zahlreichen anderen Finanzmarktteilnehmern verbunden war. Es stellt also kein spezifisches Problem des Marktes für Immobilienfinanzierungen dar. Dennoch wird das Thema später noch einmal aufgegriffen, wenn in Abschnitt 5.2.2 die Auswirkungen von Basel III auf die deutsche Immobilienfinanzierung diskutiert werden. Darüber hinaus lässt sich das systemische Risiko als spezielle Ausprägung externer Effekte verstehen, womit es in den Marktunvollkommenheiten enthalten ist. Ein Grundproblem der Finanzkrise bestand ja gerade darin, dass die sozialen Risiken von den Banken in deren individuellen Kalkülen nicht berücksichtigt wurden. Hierzu gehört auch das Risiko einer Insolvenz.

Im Weiteren wird geprüft, wie weit das deutsche Immobilienfinanzierungssystem die Anforderung der Vertragsfreiheit erfüllt und ob sich eventuelle Regulierungen und Beschränkungen auf Marktunvollkommenheiten zurückführen lassen. Zudem wird betrachtet, warum sich die Ausgestaltung der Finanzierung in Deutschland von der in anderen Ländern abhebt und inwiefern die einzelnen Charakteristika zur Stabilität des Marktes beitragen.

### **3.2 Träger der Immobilienfinanzierung**

Immobilien werden zu einem großen Teil mit Fremdkapital finanziert. Die Bereitstellung von Finanzierungen stellt daher einen wesentlichen Teil der Immobilienwirtschaft dar. In Deutschland waren im Jahr 2010 knapp 2.000 Banken tätig. Fast alle Institute bieten auf die eine oder andere Art Immobilienfinanzierungen an. Manche, zum Beispiel die Bausparkassen, sind vor allem mit der Finanzierung des Wohnungsbaus von Privathaushalten befasst. Realkreditinstitute hingegen haben sich auf die Finanzierung großvolumiger Kredite an Wohnungs- und Gewerbeimmobilienunternehmen spezialisiert. Bei anderen, wie den Sparkassen, stellt die Immobilienfinanzierung lediglich einen Bestandteil des Produktportfolios dar.

Nach der Statistik der Deutschen Bundesbank (2011b) beliefen sich sämtliche ausgegebene Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen im September 2010 auf zusammengerechnet 2,4 Billionen Euro. Hiervon entfielen 1,1 Billionen Euro auf den Bau und Erwerb von Wohneigentum (im Folgenden auch kurz als Wohnungsbau bezeichnet), wobei sich die ausstehenden Wohnungsbaukredite der Privatpersonen auf 793 Milliarden Euro beliefen, diejenigen der Wohnungsunternehmen auf 177 Milliarden Euro und die restlichen 130 Milliarden Euro sich auf sonstige Unternehmen und Organisationen ohne Erwerbszweck verteilen. 176 Milliarden Euro betrug die Kredite an Unternehmen aus dem Bereich der Gewerbeimmobilien.

Laut einer Sonderauswertung der Deutschen Bundesbank für den Verband deutscher Pfandbriefbanken wird das gesamte Finanzierungsvolumen für Gewerbeimmobilien auf 246 Milliarden Euro geschätzt, das heißt, ein



Kreditvolumen von 70 Milliarden Euro ist Unternehmen zuzuordnen, die nicht unmittelbar zur Immobilienwirtschaft gezählt werden. Das Gesamtkreditvolumen für Immobilienfinanzierungen im September 2010 belief sich damit auf ungefähr 1,35 Billionen Euro. Dies entspricht einem Anteil von 56,3 Prozent an allen Krediten an inländische Unternehmen und Privatpersonen. Ohne Berücksichtigung

der Kredite für Unternehmen außerhalb der Gewerbeimmobilienwirtschaft beträgt im Jahr 2010 der Anteil an der Gesamtkreditvergabe 53,3 Prozent. Der Anteil – inklusive der gesamten Gewerbeimmobilienfinanzierung – schwankte in den Jahren von 1999 bis 2010 zwischen 55 und 58 Prozent.

Marktführer in der Finanzierung von Wohnimmobilien sind mit einem Anteil von fast 29 Prozent die Sparkassen, gefolgt von den privaten Kreditbanken mit fast 25 Prozent und den Kreditgenossenschaften mit knapp 19 Prozent. Abbildung 11 verdeutlicht den sehr heterogenen Markt für Wohnungsbaufinanzierungen in Deutschland.

Betrachtet man nur die Finanzierung der Wohnungsunternehmen, ergibt sich ebenfalls ein heterogenes Bild. Auf diesem Sektor verfügen die Sparkassen über einen Anteil von 20 Prozent, die privaten Kreditbanken kommen auf 15 Prozent und die Landesbanken – als in diesem Bereich drittgrößte Institutsgruppe – auf 14 Prozent. Vergleicht man die Werte vom September 2010 mit der Situation von Juni 2008, also kurz nach Ausbruch der Finanzkrise, erkennt man deutliche Verschiebungen. Innerhalb von gut zwei Jahren ist der Marktanteil der Landesbanken und der Realkreditinstitute bei den Wohnungsbaukrediten insgesamt von jeweils 19 Prozent auf 14 Prozent (Landesbanken) und 11 Prozent (Realkreditinstitute) zurückgegangen. Auch in der Finanzierung gewerblicher Immobilienunternehmen haben beide Institutsgruppen Anteile verloren; der Rückgang bei den Landesbanken (von 25 Prozent auf 15 Prozent) ist hier aber deutlich größer als derjenige bei den Realkreditinstituten (von 25 Prozent auf 22 Prozent). Mit einem Anteil von 22 Prozent bleiben die Realkreditinstitute in diesem Segment zudem Marktführer vor den Sparkassen (18 Prozent) und den Landesbanken.

Die große Zahl der Banken und die breite, heterogene Anbieterstruktur in Deutschland legen einen sehr wettbewerblichen Markt nahe. Auch treten Großbanken in keinem Segment der Immobilienfinanzierung als dominierende Institutsgruppen auf. Internationale Studien belegen, dass die Margen im Bankensektor und im Teilbereich Immobilienfinanzierung eher gering sind (EZB, 2009). Dies gilt aber nicht für alle Märkte Europas. So gibt es zum Beispiel in Italien und in einigen osteuropäischen Ländern erhebliche Konzentrationsprozesse, die zu hohen Margen geführt haben (Roy, 2008). Der deutsche Markt hingegen lässt sich als wettbewerbsintensiv und in diesem Sinne dann auch als effizient ansehen.

### **3.3 Ausgestaltung der Finanzierungsprodukte**

Hypothekendarlehen unterscheiden sich vor allem hinsichtlich der Zinsbindung, des Beleihungsauslaufs und der einzubringenden oder nachzuweisenden Sicherheiten. Die typischen Ausprägungen dieser Merkmale in Deutschland werden im Folgenden näher erläutert. Darüber hinaus wird auf die Gründe dafür eingegangen, dass bestimmte Produkte wie Subprime-Darlehen in Deutschland fehlen.

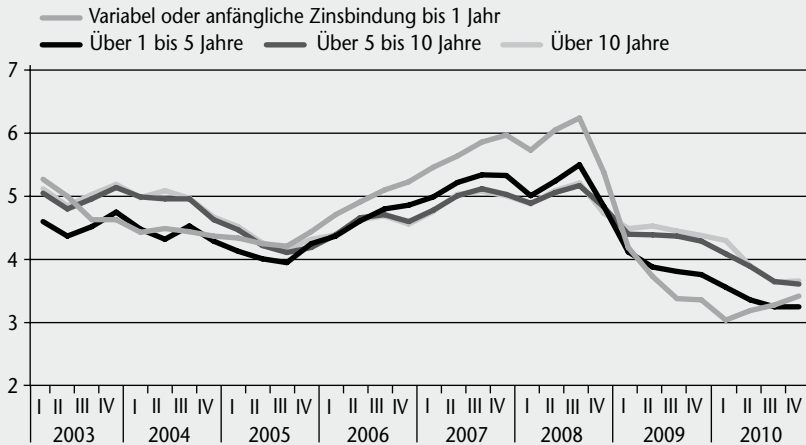
#### **3.3.1 Zinsbindung**

Wie bereits erwähnt, ist die Dauer der Zinsbindung eines der wichtigsten Merkmale eines Hypothekendarlehens. Lange Zinsbindungen bieten den

## Zinssätze für Wohnimmobilienkredite

Abbildung 12

in Deutschland nach Zinsbindung, Quartalswerte in Prozent



Quelle: Deutsche Bundesbank, 2011a

Kunden Planungssicherheit, da die laufenden Zahlungen für einen langen Zeitraum fixiert sind. Allerdings ist dies oft mit Zinsaufschlägen verbunden, weil die Banken für die Übernahme des Zinsänderungsrisikos eine Prämie verlangen. Abbildung 12 zeigt die Zinssätze für Wohnimmobilienkredite nach der Zinsbindung. Durchschnittlich mussten die Kunden im Zeitraum von 2003 bis 2010 für Darlehen mit zehnjähriger Laufzeit im Vergleich zu solchen mit nur fünfjähriger Laufzeit einen Zinsaufschlag von 20 Basispunkten bezahlen. Auffällig ist, dass die variablen Darlehen in Deutschland in vielen Phasen des Betrachtungszeitraums teurer waren als Darlehen mit langfristiger Zinsbindung. Über den gesamten Zeitraum gesehen, beträgt der Zinsaufschlag der Darlehen mit über zehnjähriger Zinsbindung nur zwei Basispunkte gegenüber den variablen Darlehen. Dies widerspricht der ökonomischen Logik, da kurzfristige Darlehen für die Banken mit einem geringeren Risiko verbunden sind. Jäger/Voigtländer (2006) stellen fest, dass variable Darlehen in Deutschland wesentlich teurer sind als beispielsweise in den Niederlanden oder Dänemark. Der Grund dafür liegt in dem deutschen Verbot von Vorfälligkeitsentgelten bei variablen Darlehen.

Die Gestaltung von Vorfälligkeitsgebühren ist ein elementarer Bestandteil von Hypothekendarlehen. Wird ein Hypothekendarlehen vor Ende der Vertragslaufzeit vom Kreditnehmer gekündigt, entstehen für den Darlehensgeber

Kosten. Dies gilt speziell für Darlehen mit Zinsbindungen, bei denen der Vertragszins über dem bei der Kündigung aktuellen Zins liegt. Grundsätzlich kann eine Kündigung rechtlich ausgeschlossen werden, allerdings besteht immer dann ein Recht auf Kündigung, wenn der Darlehensnehmer seine Immobilie wirtschaftlich verwerten möchte, also diese verkaufen möchte. In allen anderen Fällen liegt es im Ermessen der Bank, ob sie die Kündigung zulässt oder nicht. Der aus der Kündigung resultierende Schaden, der sich für die Bank in der ungünstigeren Wiederanlage der zurückgezahlten Mittel niederschlägt, soll durch das Vorfälligkeitsentgelt kompensiert werden.

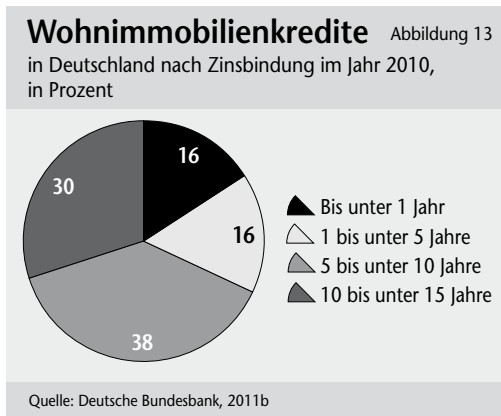
Vor diesem Hintergrund ist es zunächst einmal nachvollziehbar, dass Banken in Deutschland bei variablen Darlehen kein Vorfälligkeitsentgelt verlangen dürfen. Den Banken entsteht hier ja kein Zinsschaden, denn sie können das Kapital zu den geltenden Sätzen wieder verleihen. Allerdings verursacht jeder Kredit Bearbeitungskosten, welche die Banken bei variablen Darlehen in kurzer Zeit über entsprechende Zinsaufschläge erwirtschaften müssen. In anderen Ländern, etwa in Spanien, können die Banken auch bei variablen Darlehen Laufzeiten vereinbaren und so die Verwaltungskosten über einen längeren Zeitraum verteilen. Diese Beschränkung der Gestaltungsmöglichkeiten in Deutschland ist eine erste Regulierung, die kritisch hinterfragt werden muss.

Bei Darlehen mit langfristiger Zinsbindung hingegen können hierzulande Verträge sowohl mit als auch ohne Vorfälligkeitsentgelt vereinbart werden, wobei aber Darlehen mit kostenpflichtiger Kündigungsoption vorherrschend sind. Auch in Dänemark werden beide Vertragsformen angeboten. Anders in den USA, wo alle Darlehensnehmer eine kostenlose Umfinanzierungsoption haben. Dies hat zu der enormen Kreditausweitung dort beigetragen. Vor allem im Zeitraum 2002/2003 war zu beobachten, dass viele US-Haushalte bestehende Darlehen kündigten und günstigere neue Kredite abschlossen. Sofern auf das Vorfälligkeitsentgelt verzichtet wird, müssen die Banken die Option einer vorzeitigen Rückzahlung in den Zinsen berücksichtigen (Dübel, 2005). Je nach Zinsniveau und Laufzeit kann der Zinsaufschlag zwischen 10 und 100 Basispunkten betragen. Berechnungen für Dänemark im Zeitraum von 2003 bis 2007 ergaben einen Aufschlag von 30 bis 80 Basispunkten (Sorensen, 2006).

Verbraucherschützer in Deutschland kritisieren häufig die hiesigen Regelungen zum Vorfälligkeitsentgelt und verweisen auf vermeintlich günstigere Regelungen im Ausland. So wird dieses Entgelt in Frankreich auf 0,5 Prozent der Restschuld oder sechs Monatsraten begrenzt. Diese Kritik übersieht je-

doch, dass Banken hierzulande auch Darlehen ohne Vorfälligkeitsentgelt anbieten können, diese aber nur wenig nachgefragt werden. Darüber hinaus darf nicht ignoriert werden, dass Vorfälligkeitsentgelte, die nicht kostendeckend sind, letztlich ebenfalls über höhere Zinsen kompensiert werden müssen. Dies trifft dann alle Darlehensnehmer, also auch diejenigen, die den Vertrag erfüllen wollen. McFadden (2006) weist für die USA zudem darauf hin, dass mit zu niedrig angesetzten Vorfälligkeitsentgelten auch eine ungewollte Umverteilung verbunden ist. Gerade Darlehensnehmer mit hoher Bildung und hohem Einkommen nutzen die Option der Kündigung, während Kreditnehmer mit geringeren Bildungsabschlüssen den Markt häufig weniger genau beobachten und nicht umfinanzieren. Kritisiert wird auch, dass die Berechnungen des Vorfälligkeitsentgelts oft schwer nachvollziehbar seien. Dies lässt sich jedoch kaum vermeiden, da es der allgemeinen Komplexität des Themas geschuldet ist.

In Deutschland sind Hypothekendarlehen mit langer Zinsbindung und ohne Option zur sanktionslosen Kündigung dominierend. Abbildung 13



verdeutlicht das erstgenannte Charakteristikum. Zusammengerechnet 68 Prozent der im Jahr 2010 vergebenen Wohnimmobilienkredite hatten eine Zinsbindungsdauer von mehr als fünf Jahren. Bei 30 Prozent waren es sogar über zehn Jahre. Variable Darlehen, bei denen die Zinssätze auch unterjährig angepasst werden können, hatten nur einen Anteil von 16 Pro-

zent. Bei den Bestandsvolumina liegt der Anteil der variablen Darlehen sogar bei weniger als 1 Prozent. Dies legt nahe, dass variable Darlehen hauptsächlich zur Zwischenfinanzierung verwendet werden und als langfristige Alternative zu einer Finanzierung mit längeren Zinsbindungen aufgrund der höheren Kosten kaum Anwendung finden.

Außer in den regulatorisch bedingten, vergleichsweise hohen Kosten für variable Darlehen in Deutschland dürfte der wesentliche Grund für die Dominanz des Festzinses in dem hierzulande breit aufgestellten Mietwohnungsmarkt zu finden sein. Dieser ermöglicht es den Haushalten, erst dann Wohn-



eigentum zu erwerben, wenn sie sich relativ sicher sind, dass sie es sich leisten können und es längerfristig nutzen wollen. Die Flexibilität variabler Darlehen oder von Darlehen mit Kündigungsoption spielen im Vergleich zur Planungssicherheit nur eine untergeordnete Rolle. International sieht das häufig anders aus (Meister/Nehls, 2006). In Finnland, Spanien und dem Vereinigten Königreich dominieren Darlehen mit variabler Verzinsung. In den anderen skandinavischen Ländern und den Niederlanden stehen kurz- und langfristige Darlehen relativ gleichgewichtig nebeneinander. In Belgien und Frankreich hingegen ist wie in Deutschland der Festzins dominant (Demary et al., 2010).

Wie gezeigt wurde, haben die langen Zinsbindungen in Deutschland einen erheblichen Einfluss auf die Stabilität des Immobilienmarktes, weil sich die Haushalte somit für die Zeit der Zinsbindung gegenüber der Kapitalmarktentwicklung immunisieren. Dennoch sollte aus Gründen der Vertragsfreiheit das Verbot einer Vorfälligkeitsentschädigung bei variablen Darlehen entfallen.

### **3.3.2 Beleihungswert, Beleihungshöhe und Haftung**

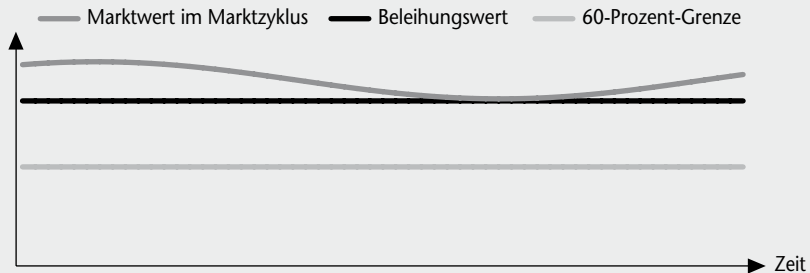
Ein weiteres charakteristisches Merkmal für die deutsche Immobilienfinanzierung ist die Anknüpfung des Darlehens an den Beleihungswert statt (wie in vielen anderen, besonders den angloamerikanischen Ländern) an den Marktwert. Unter dem Beleihungswert eines Grundstücks (inklusive der darauf errichteten Bauwerke) wird der Wert verstanden, von dem mit hoher Sicherheit erwartet werden kann, dass er sich langfristig zu jedem beliebigen Zeitpunkt realisieren lässt. Der Beleihungswert soll folglich so bestimmt werden, dass er vom Marktwert im Rahmen der üblichen zyklischen Schwankungen nicht unterschritten wird. Geregelt werden die Details in der Beleihungswertermittlungsverordnung. Nur in wenigen anderen Ländern (Beispiele sind Spanien und Polen) richtet sich die Kreditvergabe ebenfalls nach dem Beleihungswert. Abbildung 14 zeigt für eine exemplarische Immobilie den Zusammenhang zwischen Beleihungswert und Marktwert.

Der Beleihungswert, der für jede Immobilie einzeln ermittelt wird, spiegelt den langfristig erzielbaren Wert wider und liegt in keinem Fall über dem Marktwert. Als Richtwert kann man davon ausgehen, dass der Beleihungswert 20 Prozent unterhalb des Marktwerts liegt. Zu betonen ist allerdings, dass die Beleihungswertermittlung für die Kreditvergabe in Deutschland nicht obligatorisch ist. Wenn die Darlehen jedoch durch Pfandbriefe refinanziert werden sollen (siehe Abschnitt 4.2), müssen Beleihungswerte vorliegen, die von zertifizierten Sachverständigen ermittelt wurden. Als Sicherheit dürfen nur 60 Prozent des Beleihungswerts in den Pfandbrief einfließen.

## Zusammenhang zwischen Beleihungswert und Marktwert

Abbildung 14

für eine exemplarische Immobilie



Eigene Darstellung

Der Beleihungswert betont das Sicherheitsbedürfnis der finanzierenden Banken. Darüber hinaus vermindert er das Problem der Prozyklilität der Immobilienfinanzierung. Dieses Problem tritt vor allem in den USA und im Vereinigten Königreich auf, wo sich die Finanzierung am Marktwert orientiert. Dies kann bei Haushalten, die in Zeiten eines Hauspreisbooms kaufen und später einen kontinuierlichen Rückgang der Preise erleben, schnell in die Überschuldung führen. Besonders im Vereinigten Königreich ist das Phänomen der Überschuldung immer wieder aufgetreten (Miles, 2004, 18). Steigende Zinsen führten dort nicht nur zu deutlich erhöhten Belastungen bei den Kreditnehmern, sondern auch zu einem Fallen der Immobilienpreise. Können die Hausbesitzer die laufenden Raten nicht mehr begleichen, müssen sie also damit rechnen, selbst durch den Verkauf ihres Eigentums ihre Schulden nicht tilgen zu können. Muellbauer/Murphy (1997) sehen hierin einen wesentlichen Faktor für die Volatilität des britischen Wohnungsmarktes.

Nicht nur der Rückgriff auf den Beleihungswert trägt zur Vermeidung von massenhaften Überschuldungen bei, sondern auch das von den Kunden eingesetzte Kapital. Weltweit wurden in den letzten Jahren die Beleihungsausläufe – sprich: das Verhältnis von Fremdkapital zum Immobilienwert – deutlich erweitert (IWF, 2008). Aufgrund der stetig fallenden Zinsen in der ersten Hälfte der 2000er Jahre war es für Investoren attraktiv, mit möglichst wenig Eigenkapital zu arbeiten. Schließlich lagen die Fremdkapitalzinsen zum Teil deutlich unter den zu erzielenden Gesamtrenditen, sodass sich bei einem hohen Fremdkapitaleinsatz der Gewinn auf das geringe Eigenkapital konzentrierte (Leverage Effekt). Auf diese Weise waren Eigenkapitalrenditen

von 20 Prozent und mehr zu erreichen. Für private Haushalte ist der weitgehende Verzicht auf Eigenkapital generell interessant, weil damit tendenziell früher gebaut oder gekauft werden kann. Darüber hinaus sind hohe Fremdkapitalquoten attraktiv, wenn die Schuldzinsen steuerlich geltend gemacht werden können, wie dies in den Niederlanden und den USA der Fall ist. In den Niederlanden bieten viele Banken auch Finanzierungen mit einem Beleihungsauslauf von 120 Prozent an, um den Kunden den maximalen Steuervorteil zu sichern. Derart hohe Beleihungsquoten können die Haushalte in wirtschaftlich schlechten Zeiten in Bedrängnis bringen. Reicht der erzielte Verkaufspreis nicht aus, um die Restschuld zu begleichen, droht die Überschuldung. In Zeiten anziehender Arbeitslosigkeit können sich die Probleme verschärfen.

In Deutschland lassen sich die Schuldzinsen seit dem Jahr 1986 – mit kurzen zeitlichen Ausnahmen – nicht mehr steuerlich geltend machen (Expertenkommission Wohnungspolitik, 1995). Damit gibt es für die Haushalte wenig Anreize, hohe Beleihungsausläufe zu wählen, zumal die Banken für das damit zunehmende Risiko Zinsaufschläge verlangen. Schließlich steigen bei hohen Beleihungsausläufen die Refinanzierungskosten der Banken. Das Argument, die Haushalte könnten bei hohen Fremdkapitalquoten früher ins Eigenheim ziehen, ist für den deutschen Markt nur von sekundärer Bedeutung, da es auf dem Mietwohnungsmarkt ein großes und attraktives Alternativangebot gibt.

Es liegen nur wenige detaillierte Untersuchungen zu den durchschnittlichen Beleihungsausläufen bei Wohnimmobilienkrediten vor. Ein weitgehend repräsentatives Bild bietet eine Erhebung des Verbands deutscher Pfandbriefbanken unter seinen Mitgliedsinstituten (Hofer, 2009). Seit dem Jahr 1984 hat der Verband die Finanzierungsstrukturen im deutschen Wohnungsmarkt bereits neun Mal erfasst. Die letzte Erhebung stammt aus dem Jahr 2009. Demnach beträgt die durchschnittliche Fremdkapitalquote 74 Prozent. Im Vergleich zu den vorherigen Untersuchungen sind die Beleihungsausläufe leicht gestiegen. Die Eigenkapitalquote bei den Beziehern mit einem monatlichen Nettoeinkommen von unter 2.354 Euro ist mit 26 Prozent höher als diejenige bei Haushalten mit einem Einkommen zwischen 2.355 und 4.316 Euro. Haushalte mit Monatseinkommen über 4.316 Euro weisen mit 30 Prozent die höchsten Eigenmittelquoten auf. Darlehensnehmer mit geringem Einkommen bringen in Deutschland verhältnismäßig viel Eigenkapital ein, um die Kreditbelastung möglichst gering zu halten. Damit stellt sich die Situation vollkommen anders dar als in den USA. Hier steigerten sich in den

vergangenen Jahren besonders bei Haushalten mit geringen Einkommen die Beleihungsausläufe deutlich (Kiff/Mills, 2007).

Im europäischen Vergleich liegt Deutschland mit seiner Fremdkapitalquote im hinteren Mittelfeld. Nach Angaben der EZB (2009, 28) sind nur in den südeuropäischen Ländern die Beleihungsausläufe auf einem vergleichbaren oder niedrigeren Niveau. In Frankreich, Irland und dem Vereinigten Königreich hingegen liegen sie bei 80 Prozent und mehr. In den Niederlanden wird der durchschnittliche Beleihungsauslauf sogar mit 101 Prozent beziffert; im Durchschnitt der Euroländer sind es 79 Prozent.

Typischerweise haften Kreditnehmer in Deutschland persönlich für ihre Schulden. Die Grundschuld sieht zwar vor, dass sich die Haftung ausschließlich auf das Grundstück und die Aufbauten bezieht, aber in der Regel findet sich in der Grundschuldbestellungsurkunde ein Passus, der zusätzlich eine persönliche Haftungsübernahme vorsieht. In anderen Ländern, etwa in den USA, sind auch Non-Recourse-Darlehen üblich, also Darlehen mit lediglich dinglicher Haftung. Rechtlich umsetzbar sind solche Darlehen jedoch auch in Deutschland.

Wie schon mehrfach gesagt, dominiert in der deutschen Immobilienfinanzierung das Vorsichtsprinzip. Die Anknüpfung an den Beleihungswert, der relativ hohe Eigenkapitalanteil und die persönliche Haftung vermindern die Wahrscheinlichkeit eines Kreditausfalls. So lag der Anteil der Darlehen mit einem Zahlungsrückstand von 90 Tagen bei allen Immobilien, die in den Deckungsstock von Pfandbriefen eingehen, im Jahr 2010 bei lediglich 0,1 Prozent. Gegenüber dem Jahr 2009 ist dieser Anteil sogar noch leicht gesunken. Auch die Zahl der Zwangsvollstreckungen ist sehr gering. Nach Angaben von Argetra, einem Verlag, der Zwangsvollstreckungen von 500 Amtsgerichten sammelt und publiziert, betrug der Verkehrswert der im Jahr 2010 in die Zwangsvollstreckung gegangenen Immobilien in Deutschland 13,6 Milliarden Euro. Die Argetra-Angaben sind allerdings mit Vorsicht zu genießen. Die tatsächliche Anzahl durchgeführter Zwangsvollstreckungen kennt Argetra nicht, sondern lediglich die Zahl der anberaumten Termine. Es können also Doppelzählungen enthalten sein. Außerdem erfasst der Verlag auch Nichtwohnmobilien. Gemessen am gesamten Kreditbestand von Privatpersonen liegt der Anteil der Zwangsvollstreckungen nach Angaben von Argetra bei 1,7 Prozent.

Zu bemängeln ist, dass es keine offiziellen und umfassenden Statistiken zu dieser wichtigen gesamtwirtschaftlichen Kennziffer gibt. Auch die Daten der Pfandbriefbanken können nicht als repräsentativ für den Gesamtmarkt be-

trachtet werden. Zudem werden die Deckungsstöcke dort aktiv gemanagt, sodass ausgefallene Darlehen in der Regel ersetzt werden.

Dennoch legen die vorhandenen Daten nahe, dass Kreditausfälle in Deutschland deutlich seltener sind als beispielsweise in den USA und im Vereinigten Königreich. Dies ist im Wesentlichen auf die höheren Kreditanforderungen zurückzuführen. Zu betonen ist, dass hierzulande durchaus andere Regelungen möglich sind. So haben einzelne ausländische Anbieter in Deutschland vor der Krise auch 120-Prozent-Finanzierungen offeriert, und eine Anknüpfung an den Beleihungswert ist ebenfalls nicht verbindlich. Diese Produkte decken jedoch nur eine Nische ab, die Mehrzahl der Kunden präferiert die konservativen, dafür aber günstigeren Kreditangebote. Zum einen leitet sich dies aus den steuerlichen Regelungen ab (vor allem aus der fehlenden Absetzbarkeit von Kreditzinsen), zum anderen aus der Struktur des deutschen Wohnimmobilienmarktes. Aufgrund des großen und qualitativ guten Angebots an Mietwohnungen lohnt sich der Erwerb eines Hauses oder einer Wohnung erst dann, wenn genügend Eigenkapital vorhanden ist und die Risiken einer späteren Zahlungsunfähigkeit gering sind. In diesem Sinne ergibt sich die Sicherheitsorientierung des deutschen Immobilienfinanzierungssystems nicht aus einer Regulierung des Angebots, sondern vielmehr aus der durch den Wohnungsmarkt geprägten Nachfrage.

### **3.3.3 Subprime-Markt und Eigenkapitalentnahmen**

Auch die weitgehende Abwesenheit eines Subprime-Marktes stellt ein typisches Merkmal des deutschen Systems der Immobilienfinanzierung dar. Noch vor wenigen Jahren galt die Erschließung des Subprime-Marktes in Deutschland und einigen weiteren EU-Staaten als eine vielversprechende Möglichkeit zur Erhöhung des gesamtwirtschaftlichen Wachstums (London Economics, 2005). Verwiesen wurde dabei auf das Vereinigte Königreich und die USA, wo Kunden mit schlechter Kredithistorie, hohen Kreditbelastungen, wenig Eigenkapital und sogar ohne vollständige Dokumente einen Wohnimmobilienkredit erhalten konnten. Mit den hohen Ausfallraten im US-Kreditmarkt, die den Auslöser für die Finanzkrise darstellten, ist der Ruf nach einem deutschen Subprime-Markt jedoch verstummt. Mittlerweile zeigt sich, dass es erhebliche Risiken birgt, wenn ein solcher Markt stark ausgeprägt ist. Dennoch lohnt es sich zu ergründen, warum sich in Deutschland kein Markt für Subprime-Kredite etablieren konnte.

Ausgeprägte Subprime-Märkte finden sich im Vereinigten Königreich und in den USA. Im Vereinigten Königreich liegt die Wohneigentumsquote bei

ungefähr 70 Prozent. Mietwohnungen werden dort hauptsächlich von öffentlichen Wohnungsunternehmen angeboten und sind von eher geringer Qualität. Der freie Mietwohnungsmarkt ist sehr klein und konzentriert sich oft auf Nischen, beispielsweise auf möblierte oder besonders luxuriöse Wohnungen. Ähnliches gilt für die USA. In beiden Ländern ist das Wohnen zur Miete keine echte Option. Wer es sich irgendwie leisten kann, der erwirbt Eigentum. In diesem Umfeld war es möglich, dass sich Subprime-Märkte entwickeln konnten. Für die Banken bedeuten Kunden mit schlechter Bonität, dass die Ausfallwahrscheinlichkeit des Darlehens steigt. Dies gilt umso mehr, je weniger Eigenkapital in die Finanzierung eingebracht wird. Subprime-Darlehen sind daher typischerweise mit Zinsaufschlägen verbunden. Je nach Bonität, Kredithistorie und den vorliegenden Dokumenten können diese Darlehen erheblich teurer sein als andere Darlehen. Auch deutsche Banken könnten solche Produkte offerieren. Allerdings fehlt hierzulande die kritische Nachfragemasse, um sie standardmäßig anzubieten. Im Gegensatz zum Vereinigten Königreich und zu den USA stellt das Wohnen zur Miete in Deutschland eine attraktive Alternative dar. Für bonitätsschwache Haushalte ist es daher nicht notwendig, Kredite mit hohen Risikoaufschlägen zu akzeptieren.

Erneut zeigt sich also, dass der gut ausgebildete Mietwohnungsmarkt in Deutschland eine strukturprägende Rolle für die Immobilienfinanzierung spielt. Deutschland verfügt nicht nur verglichen mit den angelsächsischen Ländern, sondern auch verglichen mit den kontinentaleuropäischen Nachbarn über einen sehr großen Mietwohnungsmarkt. Der Anteil der freien Mietwohnungen am gesamten Wohnraum liegt hierzulande bei 48 Prozent und derjenige der Sozialwohnungen bei 7 Prozent. In Frankreich sind es laut Kirchner (2006, 175) nur 22 Prozent Mietwohnungen und 18 Prozent Sozialwohnungen. Noch deutlicher ist der Gegensatz zu den Niederlanden (12 Prozent freie Mietwohnungen, 36 Prozent Sozialwohnungen). Demnach sticht Deutschland nicht nur mit seiner niedrigen Wohneigentumsquote hervor, sondern auch mit einem breit gefächerten Mietwohnungsangebot.

Etwas anders gelagert ist das Thema Eigenkapitalentnahme. Die erneute Beleihung einer Immobilie ist hierzulande in dem Maße möglich, wie der bisherige Kredit abbezahlt wurde. Unüblich ist eine Beleihung über die ursprüngliche Kreditsumme hinaus. Dies hängt stark mit der Anknüpfung der Beleihung an den Beleihungswert statt an den Marktwert zusammen. In anderen Ländern – wiederum sind das Vereinigte Königreich und die USA gute Beispiele – setzt die Beleihung am Marktwert an und bei steigenden Preisen werden den Kunden neue Kreditangebote unterbreitet. Solche „zwei-

ten Hypothekendarlehen“ werden in Deutschland extrem selten angeboten, obwohl dies bei einer Neubestimmung des Beleihungswerts durchaus möglich wäre. Die Kosten für ein entsprechendes Gutachten machen derartige Finanzierungen jedoch nur dann attraktiv, wenn eine erhebliche Erhöhung des Beleihungswerts zu erwarten ist. So wird verhindert, dass es zu jenen zyklischen Kreditausweitungen kommt, welche die Finanzkrise erheblich forcierten. Darüber hinaus ist zu berücksichtigen, dass auch Banken in Deutschland die Beleihung rechtlich an den Marktwert anknüpfen und damit dann zweite Hypothekendarlehen anbieten dürfen. Allerdings ginge das mit höheren Refinanzierungskosten einher, weil die Risiken und demzufolge die Kreditkosten höher sind. Aus den genannten Gründen ist das Marktpotenzial für zweite Hypothekendarlehen begrenzt. Dies ist jedoch nicht einem regulatorischen Eingriff geschuldet, sondern ergibt sich aus der Notwendigkeit der Refinanzierung beziehungsweise aus den Kosten einer erneuten Beleihungswertermittlung.

### 3.4 Fazit

Das deutsche Immobilienfinanzierungssystem folgt dem Vorsichtsprinzip. Dies ist der wichtigste Grund dafür, dass sich der Immobilienmarkt hierzulande nicht von den Boom-and-Bust-Zyklen anderer Staaten anstecken ließ. Die Dominanz des Festzinses, die Einbringung von relativ viel Eigenkapital, die persönliche Haftung und ein nahezu völlig fehlender Subprime-Markt tragen entscheidend zur Stabilität des hiesigen Immobilienfinanzierungssystems und somit auch zur Stabilität des Immobilienmarktes bei. Das geht jedoch nicht zulasten der Vertragsfreiheit. Im Gegenteil, es gibt hierzulande kaum gesetzliche Einschränkungen hinsichtlich der Produktgestaltung. Lediglich variable Darlehen werden dadurch benachteiligt, dass es den Banken faktisch nicht möglich ist, die Verwaltungskosten über eine längere Laufzeit der Kreditbeziehung zu verteilen.

Der Grund für die Stabilitätsorientierung ist demzufolge auf der Nachfrageseite zu finden. Bedingt durch den gut aufgestellten Mietwohnungsmarkt in Deutschland beschränkt sich der Wohneigentumserwerb auf jene Haushalte, die genügend Eigenkapital angespart haben, keine hohen Risikoprämien für ihren Kredit zahlen müssen und langfristig in dem erworbenen Eigentum leben möchten. Generell lässt sich damit – speziell im Kontext der Finanzkrise – eine geringe Wohneigentumsquote als vorteilhaft ansehen. Schließlich wachsen bei steigender Quote die Risiken der Finanzierung zwangsläufig, weil davon auszugehen ist, dass zunächst diejenigen Wohneigentum erworben

haben, die dies zu besonders geringen Finanzierungskosten tun konnten. Außer der Markt- und der Finanzierungsstruktur spielt auch die Refinanzierungsstruktur aufseiten der Banken eine Rolle für die Produktgestaltung, weil die Möglichkeiten zur Refinanzierung einen direkten Effekt auf die Produktkosten haben. Das Refinanzierungssystem in Deutschland wird in Kapitel 4 kurz vorgestellt.

# 4

## Refinanzierung

Banken nehmen am Kapitalmarkt eine Mittlerrolle ein. Vor allem führen sie Sparer und Kreditnehmer zusammen und ermöglichen so Transaktionen zum gegenseitigen Vorteil. Hinter jeder Immobilienfinanzierung stehen Anleger, die ihr Kapital für einen bestimmten Zeitraum einsetzen und damit eine Rendite erzielen möchten. Für die Ausgestaltung der Immobilienfinanzierung ist es daher wichtig, über welche Anlageprodukte die Kapitalanleger die Kreditmittel zur Verfügung stellen und auf welche Weise die Banken die Kredite an ihre Kunden refinanzieren.

Im Mittelpunkt von Kapitel 4 steht die Refinanzierung der Banken und ihr Einfluss auf die Ausgestaltung der Kreditmärkte. Darüber hinaus ist ein grundlegendes Verständnis der Refinanzierung nötig, um die regulatorischen Herausforderungen nachzuvollziehen, die sich aus der geplanten Bankenregulierung (Basel III) ergeben. Zuerst wird die Einlagenfinanzierung betrachtet. Es folgt eine Darstellung der Refinanzierung über gedeckte Schuldverschreibungen (Covered Bonds) und über Pfandbriefe. Danach geht es um Verbriefungen (Mortgage Backed Securities), deren zentrale Rolle für die Entstehung der Finanzkrise in Abschnitt 2.1 bereits herausgestellt worden ist. Zum Schluss werden gedeckte Schuldverschreibungen und forderungsbesicherte Wertpapiere (Asset Backed Securities) einander gegenübergestellt.

### 4.1 Einlagenfinanzierung

Die unmittelbarste Form der Refinanzierung stellt die Einlagenfinanzierung dar. Hierbei verwendet eine Bank die bei ihr auf Tagesgeldkonten, Sparkonten oder in Sparbriefen angelegten Mittel, um die Kreditwünsche ihrer Kunden zu befriedigen. Auch heute noch ist die Einlagenfinanzierung weltweit



gesehen die gebräuchlichste Form der Refinanzierung von Immobilienkrediten (BIS, 2006). Vor allem in Ländern, in denen der Kapitalmarkt erst langsam an Bedeutung gewinnt, beispielsweise in den südeuropäischen Ländern, ist die Einlagenfinanzierung stark verbreitet. Aber auch im Vereinigten Königreich ist diese Refinanzierungsform dominant (Miles, 2004, 75 ff.). Sie impliziert häufig variable Zinssätze für die Kreditnehmer. Spareinlagen werden in der Regel variabel verzinst, sodass die Banken, um ihre Margen weitgehend konstant zu halten, die Kreditzinsen laufend anpassen können. Bei entsprechender Absicherung der Zinsänderungsrisiken sind jedoch auch bei der Einlagenfinanzierung längere Zinsbindungen möglich.

Eine besondere Form der Einlagenfinanzierung stellt das Bausparen dar. Dabei wird eine Identität von Sparer und Kreditnehmer hergestellt. In der ersten Phase sparen die Betroffenen Kapital an und bilden auf diese Weise Eigenkapital für die Immobilienfinanzierung. Dieses Kapital wird in Form von Krediten an andere Bausparer weitergegeben, die bereits über längere Zeit Kapital angespart haben. Die zweite Phase beinhaltet also die Kreditnahme durch diejenigen, welche die erste Phase schon eine Weile durchlaufen. In der Regel erhalten die Bausparer auf ihre Einlagen eine geringere Rendite als am Kapitalmarkt; im Gegenzug liegt jedoch auch der Kreditzins unter dem Marktniveau. Üblicherweise ergänzt das Bausparen einen Wohnimmobilienkredit, wobei häufig lange Zinsbindungsdauern vereinbart werden. Allerdings setzt das Bausparsystem voraus, dass stets neue Bausparer hinzukommen. Derzeit entfallen in Deutschland rund 10 Prozent aller Wohnungsbaukredite auf das Bausparsystem (vgl. Abbildung 11, Abschnitt 3.2).

Eine verstärkte Bedeutung hat die Einlagenfinanzierung in der Finanzkrise gewonnen. Aufgrund des Zusammenbruchs der Interbankenmärkte war eine Refinanzierung über den Kapitalmarkt zeitweise kaum noch möglich, sodass die Verfügbarkeit von Spareinlagen entscheidend war für die Weiterführung des Kreditgeschäfts. Generell ist die Einlagenfinanzierung jedoch rückläufig. Das gilt vor allem für Länder, in denen die Kunden langfristige Zinsbindungen bevorzugen. Zur Ergänzung anderer Refinanzierungsformen, speziell bei der Finanzierung höherer Beleihungsausläufe, ist die Einlagenfinanzierung aber auch dort nach wie vor relevant.

## **4.2 Gedeckte Schuldverschreibungen und Pfandbriefe**

Typisch für die Refinanzierung von Immobiliendarlehen ist in Deutschland die Emission von Anleihen. Hierbei leihen sich die Banken Geld am Kapitalmarkt und zahlen dafür einen fest vereinbarten Zinssatz. Bei gedeckten

Schuldverschreibungen oder Covered Bonds dienen die Immobilien als Sicherheit für den Käufer der Wertpapiere. Neben diesen Schuldverschreibungen, mit denen die Banken auch Unternehmenskredite und Privatkredite refinanzieren, hat auch der Pfandbrief für den deutschen Immobilienmarkt eine große Bedeutung. Der Pfandbrief ist eine Unterklasse der gedeckten Schuldverschreibungen und ist dadurch gekennzeichnet, dass seine Grundlagen nicht nur vertraglich, sondern auch gesetzlich geregelt sind.

### **Pfandbriefe**

Pfandbriefe können ausschließlich für die Refinanzierung von Immobilien-, Schiffs- und Staatsfinanzierungen und seit dem Jahr 2009 auch für Flugzeugfinanzierungen verwendet werden. Die ersten Pfandbriefe in Deutschland wurden im Jahr 1769 auf Initiative von Friedrich dem Großen eingeführt. Detailliert geregelt sind die Anforderungen an den Pfandbrief und an die Emittenten im Pfandbriefgesetz. Finanzinstitute, die Pfandbriefe emittieren möchten, haben eine Reihe von Voraussetzungen zu erfüllen, um die erforderliche Lizenz zu erhalten. Zum Beispiel müssen sie über ein geeignetes Risikomanagement verfügen und das Kernkapital muss mindestens 25 Millionen Euro betragen (Hagen, 2008).

Hypothekendarlehen werden von den Kreditgebern emittiert und sichern den Investoren die Rückflüsse (Tilgungs- und Zinszahlungen) aus den Hypothekendarlehen zu. Die Ansprüche der Pfandbriefinhaber werden sowohl durch diese Rückflüsse gesichert als auch durch die Grundstücke und Immobilien. Eine wichtige Regelung betrifft den Beleihungsauslauf der Darlehen. Von den gewährten Hypothekendarlehen können nur bis zu 60 Prozent des Beleihungswerts als Deckungsmasse für Pfandbriefe eingebracht werden, wodurch diese als sehr sicher zu betrachten sind.

Der Nominalwert der im Umlauf befindlichen Hypothekendarlehen in Deutschland summierte sich im Dezember 2010 auf 228 Milliarden Euro (Deutsche Bundesbank, 2011b). Damit wird ungefähr ein Fünftel aller hypothekarisch besicherten Immobilienfinanzierungen mit Pfandbriefen refinanziert. Abbildung 15 zeigt den Nominalwert der im Dezember 2010 im Umlauf befindlichen Hypothekendarlehen nach Laufzeit (ohne Namensschuldverschreibungen, also nur Inhaberschuldverschreibungen). Mit fast 70 Milliarden Euro entfällt ein großer Teil dieses Wertes auf Pfandbriefe mit einer Laufzeit von fünf bis zehn Jahren.

Über 67 Prozent der Hypothekendarlehen haben eine Laufzeit von mehr als fünf Jahren, knapp über 20 Prozent sogar eine Laufzeit von mehr

als zehn Jahren. Damit ist für die Banken eine Voraussetzung geschaffen, um den Kreditnehmern Darlehen mit langen Laufzeiten anbieten zu können.

Bedingt durch den hohen Sicherheitsstandard, bietet der Hypothekendarlehen den Banken also eine günstige Möglichkeit der Refinanzierung. Im Vergleich zu Bundesanleihen sind Hypothekendarlehen meist mit nur geringen Zinsaufschlägen versehen. Außerdem

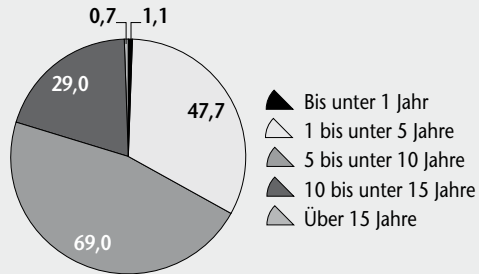
stellt der Pfandbriefmarkt einen sehr liquiden Markt dar, vor allem seit der Einführung der Jumbo-Pfandbriefe im Jahr 1995. Dies sind Pfandbriefe mit einem Emissionsvolumen von mindestens 1 Milliarde Euro, die besonders für ausländische Investoren von großem Interesse sind (Winkler, 2006). Mit den genannten Charakteristika setzt der Pfandbrief eine Benchmark für die Refinanzierung. Auch aufgrund des direkten Marktanteils von ungefähr einem Fünftel am Immobilienkreditmarkt ist von einem nicht unbedeutenden Einfluss auf die Finanzierungsstruktur der deutschen Banken auszugehen.

Hervorzuheben ist, dass der Pfandbrief die Erfordernis von Eigenkapital unterstreicht. Da nur Beleihungsausläufe bis zu 60 Prozent in die Deckungsmasse eingehen können, müssen die Banken höhere Ausläufe auf alternative Weise refinanzieren. Dies ist meist mit Zinsaufschlägen verbunden, welche die Banken an ihre Kunden weitergeben. Mit steigendem Beleihungsauslauf werden Finanzierungen mitunter deutlich teurer, was die Kunden zum Rückgriff auf Eigenkapital bewegt. Trotz der vielfältigen Unterschiede zwischen dem Bausparsystem und der Refinanzierung über Pfandbriefe wirken beide Finanzierungsformen in die gleiche Richtung: Zum einen bewirken sie längere Zinsbindungen und zum anderen legen sie den Einsatz von Eigenkapital nahe. Damit haben beide Systeme einen prägenden Einfluss auf das deutsche Immobilienfinanzierungssystem.

## Nominalwert der im Umlauf befindlichen Hypothekendarlehen<sup>1</sup>

Abbildung 15

in Deutschland nach Laufzeit zum Jahresende 2010, in Milliarden Euro



<sup>1</sup> Ohne Namensschuldverschreibungen.  
Quelle: Deutsche Bundesbank, 2011b

## Verbreitung gedeckter Schuldverschreibungen

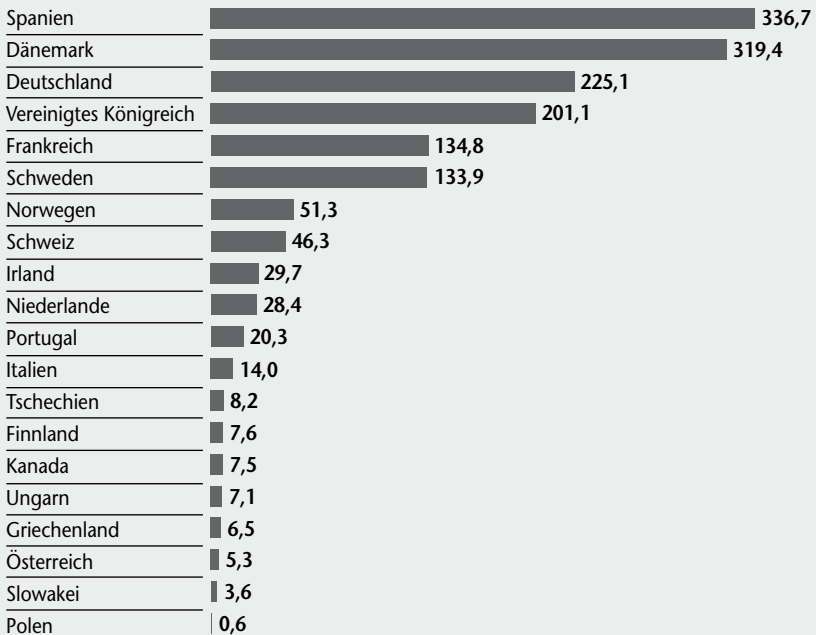
In Europa gibt es einen großen Markt für gesetzlich reglementierte gedeckte Schuldverschreibungen, wobei sich aber die gesetzlichen Rahmenbedingungen in den einzelnen Ländern unterscheiden. So liegt die Beleihungsgrenze in Spanien bei 80 Prozent, in Deutschland beim Pfandbrief sind es nur 60 Prozent. Auch bezüglich der geografischen Anlagemöglichkeiten gibt es Abweichungen. So dürfen in polnische Deckungsstöcke nur nationale Beleihungen einfließen, während in skandinavischen Ländern der Anlageraum den gesamten Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) umfasst. In Deutschland sind zusätzlich japanische, kanadische und US-amerikanische Beleihungen deckungsstockfähig. Weitere Unterschiede finden sich bei Stöcker (2007).

Mit gut 225 Milliarden Euro und einem Anteil von 14,3 Prozent am europäischen Gesamtmarkt ist der deutsche Markt für gesetzlich reglementierte gedeckte Schuldverschreibungen der drittgrößte Markt in Europa. Nur

### Ausstehende gedeckte Schuldverschreibungen

Abbildung 16

in ausgewählten europäischen Ländern im Jahr 2009, in Milliarden Euro



Quelle: European Covered Bond Council, 2011

Spanien, das aufgrund des Kreditbooms einen deutlichen Marktzuwachs verzeichnete, und Dänemark, wo traditionell jedes Hypothekendarlehen mit einer Schuldverschreibung refinanziert wird, haben größere Märkte (Abbildung 16). Die verfügbaren Daten stammen aus dem Jahr 2009, erfassen die Auswirkungen der Finanzkrise also nur zum Teil.

### 4.3 Verbriefung

Wie in Kapitel 2 bereits beschrieben werden Hypothekendarlehen in den USA und in vielen anderen angelsächsisch geprägten Volkswirtschaften weitgehend über Verbriefungen (Mortgage Backed Securities, MBS) refinanziert statt über gedeckte Schuldverschreibungen. Anders als bei gedeckten Schuldverschreibungen werden bei Verbriefungen die Forderungen am Kapitalmarkt verkauft. Hierfür stehen den Marktteilnehmern verschiedene Formen zur Verfügung, welche unter den Begriff der Verbriefung zu subsumieren sind. Die Verbriefung erlaubt den Banken, die Risiken an andere Investoren weiterzugeben. Außerdem müssen die Kredite – wiederum im Gegensatz zu gedeckten Schuldverschreibungen – von den Banken nicht mit Eigenkapital unterlegt werden, was die Kreditvergabemöglichkeiten der Banken erhöht (Jäger/Voigtländer, 2006, 58). Damit sinkt jedoch auch das Interesse der Banken, die Kreditvergabe genau zu prüfen und die Risiken kontinuierlich zu überwachen. Genau dies bildete in jüngerer Zeit die Grundlage für die Zunahme riskanter Kredite, deren Ausfälle die Finanzkrise auslösten.

Die wesentlichen Unterschiede zwischen gedeckten Schuldverschreibungen und forderungsbesicherten Wertpapieren (Asset Backed Securities, ABS) sind in Übersicht 1 dargestellt. Diese allgemeinen Unterschiede gelten auch für die jeweiligen mit Hypothekendarlehen unterlegten Refinanzierungsformen. Das Motiv der Emittenten ist sowohl bei gedeckten Schuldverschreibungen als auch bei ABS die Refinanzierung. Allerdings gibt es bei ABS noch weitere Ziele. So wurden sie – speziell vor der Finanzkrise – eingesetzt, um Aufsichtsregeln zu umgehen. Denn es ließen sich auf Zweckgesellschaften Risiken übertragen, die nicht in der Bilanz ausgewiesen werden mussten. Zweckgesellschaften sind von der Bank gegründete Gesellschaften, welche die Forderungen aus Hypothekendarlehen oder anderen Darlehen bündeln und sie dann am Kapitalmarkt verkaufen. Weil die Risiken der Zweckgesellschaft nicht in der Bilanz der Bank auftauchten, ließen sich die Risiken der Bank scheinbar reduzieren, also ohne dass die Forderungen tatsächlich verkauft worden waren. Solche Schlupflöcher sollen in allen Industriestaaten aber nun Zug um Zug eliminiert werden.

# Gedekte Schuldverschreibungen und Asset Backed Securities

Übersicht 1

	Gedekte Schuldverschreibungen	Asset Backed Securities
Motiv des Emittenten	Refinanzierung	Refinanzierung, Risikominde- rung, Aufsichtsarbitrage
Emittent	Im Allgemeinen die kredit- gebende Bank (Originator)	Zweckgesellschaft
Rückgriff auf den Originator beziehungsweise den Kreditgeber	Ja	Im Allgemeinen nicht
Struktur	Aktiva verbleiben in der Regel in der Bilanz, werden aber als Teil eines Deckungspools gekennzeichnet	Aktiva werden an Zweckgesell- schaft übertragen
Auswirkungen auf den Eigenkapitalbedarf des Emittenten	Keine	Verringerung
Rechtliche Einschränkungen bezüglich des Emittenten oder der anererkennungsfähigen Sicherheiten	Ja (bei Emission im Rahmen gesetzlicher Bestimmungen zu gedeckten Schuldverschrei- bungen)	Im Allgemeinen keine
Verwaltung des Sicherheiten- pools	Im Allgemeinen dynamisch	Vorwiegend statisch
Transparenz des Sicherheiten- pools für die Anleger	Begrenzt (die Qualität wird aber regelmäßig von Treuhändern oder Ratingagen- turen geprüft)	Im Allgemeinen hoch
Vorzeitige Tilgung von Forderungen	Keine Abwälzung, da diese Forderungen ersetzt werden	Im Allgemeinen vollständige Abwälzung
Tranchierung	Keine	Üblich
Verzinsung	Vorwiegend fest	Vorwiegend variabel

Quelle: Packer et al., 2007

Banken können ihre Risiken über ABS dadurch reduzieren, dass sie Forderungen am Kapitalmarkt verkaufen. Ein fundamentaler Unterschied zwischen ABS und gedeckten Schuldverschreibungen besteht in der Sicherheit für den Anleger. Während ABS-Käufer nur das Rückgriffsrecht auf den Deckungspool haben, erhalten Inhaber von gedeckten Schuldverschreibungen zudem ein Rückgriffsrecht auf den Originator, also die emittierende Bank. Diese zweifache Sicherheit erlaubt den Banken in der Regel eine besonders günstige Refinanzierung am Kapitalmarkt. Die Sicherheit der Anleger wird

bei gedeckten Schuldverschreibungen außerdem durch eine nationale gesetzliche Grundlage erhöht, während es bei ABS typischerweise individuelle Vereinbarungen gibt. Dafür ist aber der Deckungspool der ABS in einigen Fällen transparenter, was auch daran liegt, dass er unverändert bleibt. Bei gedeckten Schuldverschreibungen hingegen werden die Sicherheiten aktiv gemanagt, das heißt, es werden im Zeitablauf Sicherheiten ausgetauscht.

Ein weiteres Charakteristikum von ABS ist, dass sie vorzeitig getilgt werden können. Das hieraus resultierende Zinsänderungsrisiko tragen die ABS-Käufer. Wie in Kapitel 2 geschildert, wurden Anfang der 2000er Jahre die Inhaber von US-amerikanischen ABS von der Umfinanzierungswelle in den USA stark getroffen. Bei gedeckten Schuldverschreibungen dagegen werden die Umfinanzierungsrisiken in der Regel begrenzt. Darüber hinaus lassen sich die Risiken für die Anleger durch die Ersetzung der Forderungen mindern. Eine Konsequenz des Umfinanzierungsrisikos bei ABS ist, dass die Forderungen oftmals variabel verzinst werden, während bei gedeckten Schuldverschreibungen die zugrunde liegenden Forderungen typischerweise festverzinslich sind.

Noch eine Besonderheit der ABS schließlich ist die Tranchierung. Damit ist gemeint, dass Banken beziehungsweise deren Zweckgesellschaften die gebündelten Forderungen wieder aufteilen, um dem Kapitalmarkt neue Bündel an Forderungen mit unterschiedlichen Risiken anzubieten. So muss die sogenannte Equity Tranche alle Ausfallrisiken tragen, während eine Senior Tranche durch den Rückgriff auf die vorgelagerten Tranchen geschützt ist. Dementsprechend unterscheiden sich auch die Ratings der Tranchen und damit die Verzinsungen. Bei gedeckten Schuldverschreibungen gibt es dagegen eine einheitliche Risikoeinstufung.

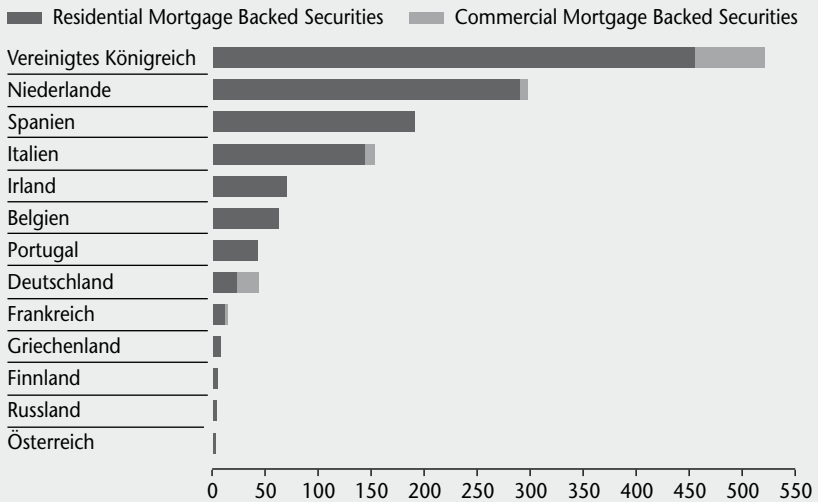
Zusammenfassend lässt sich sagen, dass gedeckte Schuldverschreibungen eine besonders sichere Art der Refinanzierung sind. ABS und MBS sind mit höheren Risiken verbunden. Dies soll aber nicht bedeuten, dass sie abzulehnende Refinanzierungsinstrumente darstellen. Tatsächlich sind mit MBS sehr flexible Lösungen möglich, gerade wenn es um die Refinanzierung großvolumiger Kredite geht. Jedoch bedarf es künftig einer verbesserten Anreizstruktur und somit einer verbesserten Risikoaufteilung, damit sich der Markt wieder etabliert.

In Deutschland beträgt das Volumen der Residential Mortgage Backed Securities (RMBS; Wohnimmobilien) derzeit 22,6 Milliarden Euro und das der Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS; Geschäftsimmobilien) 20,1 Milliarden Euro. Folglich werden in Deutschland ungefähr 2 Prozent

## Ausstehende Residential und Commercial Mortgage Backed Securities

Abbildung 17

in ausgewählten europäischen Ländern im Jahr 2010, in Milliarden Euro



Residential Mortgage Backed Securities: durch Hypothekendarlehen auf Wohnimmobilien gesicherte Wertpapiere; Commercial Mortgage Backed Securities: durch Hypothekendarlehen auf Geschäftsimmobilien gesicherte Wertpapiere.

Quelle: European Securitisation Forum, 2011

aller Wohnimmobilienfinanzierungen mit RMBS refinanziert. Der Anteil Deutschlands am europäischen RMBS-Markt beträgt ebenfalls rund 2 Prozent. Bei den CMBS ist der deutsche Anteil am europäischen Markt höher, hier sind es 14 Prozent (European Securitisation Forum, 2011). Der größte europäische Teilmarkt für RMBS findet sich im Vereinigten Königreich mit knapp 454 Milliarden Euro (Abbildung 17). Es folgen die Niederlande mit 289 Milliarden Euro und Spanien mit 190 Milliarden Euro. Abbildung 17 zeigt auch die Verteilung der jeweiligen Marktanteile bei CMBS.



# 5

## Regulatorische Herausforderungen für das deutsche Immobilienfinanzierungssystem

Die wichtigsten Ergebnisse der vorangegangenen Kapitel sind folgende: Das Immobilienfinanzierungssystem Deutschlands trägt maßgeblich zur Stabilität des hiesigen Immobilienmarktes bei. Die Ausgestaltung der Kreditprodukte folgt dem Vorsichtsprinzip, und zwar ohne individuelle und flexible Lösungen zu beschränken. Maßgeblich für die Möglichkeit, zinsgünstige und langfristige Darlehen anbieten zu können, ist die große Verbreitung des Pfandbriefs oder – allgemeiner – von gedeckten Schuldverschreibungen. Gerade in der Finanzkrise hat sich das deutsche Immobilienfinanzierungssystem bewährt. Es könnte deshalb in besonderer Weise benachteiligt werden durch neue Regulierungen, die unter anderem als Reaktion auf die Finanzkrise angestoßen werden.

Hier soll nun untersucht werden, welche Herausforderungen aus der umzusetzenden EU-Richtlinie für Wohnimmobilienkredite und aus Basel III erwachsen. Da zu beidem noch keine Gesetze vorliegen, lassen sich die Auswirkungen nur qualitativ erörtern. Aufgrund der großen Tragweite der geplanten Regelwerke ist es wichtig, frühzeitig auf zu erwartende Effekte hinzuweisen.

### 5.1 Harmonisierung des EU-Binnenmarktes

Bereits seit vielen Jahren möchte die EU-Kommission den Binnenmarkt für Immobilienfinanzierungen harmonisieren. Mit der nun vorgelegten EU-Richtlinie (EU-Kommission, 2011) hat sie einen Vorschlag für einheitliche Rahmenbedingungen unterbreitet, bei dem das primäre Ziel jedoch nicht mehr in der Integration, sondern im Verbraucherschutz liegt. Die Richtlinie muss vom Europäischen Parlament und vom Rat der Europäischen Union noch bestätigt werden und dann in den Mitgliedstaaten umgesetzt werden. Im Folgenden wird der Diskussionsprozess im Vorfeld der Richtlinie dargestellt, bevor sie skizziert und bezüglich ihrer Auswirkungen auf den deutschen Markt analysiert wird.

#### 5.1.1 Bisherige Harmonisierungsbemühungen in der EU

Das Ziel, einen einheitlichen Binnenmarkt für Immobilienfinanzierungen zu schaffen, wird vom europäischen Staatenverbund bereits seit bald 40 Jah-

ren verfolgt, allerdings mit wechselnden Ansätzen und unterschiedlicher Intensität. Geäußert wurde der Wunsch nach einer gemeinsamen Regelung für Wohnimmobilienkreditverträge schon in der Richtlinie 73/183/EWG (EWG-Kommission, 1973: Richtlinie des Rates vom 28. Juni 1973 zur Aufhebung der Beschränkungen der Niederlassungsfreiheit und des freien Dienstleistungsverkehrs für selbstständige Tätigkeiten der Kreditinstitute und anderer finanzieller Einrichtungen).

In der Folgezeit wurden die Möglichkeiten einer Integration der Märkte diskutiert, wobei das Prinzip der gegenseitigen Anerkennung präferiert wurde. Diese Präferenz ist auch vor dem Hintergrund zu sehen, dass im freien Warenverkehr das Prinzip der gegenseitigen Anerkennung der Rechtsordnungen der einzelnen Mitgliedstaaten verankert wurde, und zwar mit der bekannten *Cassis-de-Dijon*-Entscheidung des Gerichtshofs der Europäischen Gemeinschaften (EuGH) vom 20. Februar 1979. Bezogen auf Hypothekarkredite würde dies bedeuten, dass die jeweiligen Anbieter ihre Kreditprodukte samt dem dazugehörigen rechtlichen Rahmen in die Mitgliedstaaten exportieren dürften. Auf dieser Basis veröffentlichte die EWG-Kommission (1985) einen Entwurf für eine Richtlinie im Bereich der Hypothekarkreditmärkte. In Artikel 4 dieses Entwurfs heißt es: "Member States shall repeal all legal or administrative provisions preventing or obstructing a credit institution, as referred to in Article 1, having its head office in another Member State, from operating mortgage credit in their territory in accordance with techniques specifically authorized within its home Member State, or shall amend such provisions as to make the operation of such techniques possible."

In den Jahren darauf wurde dieser Ansatz in der Europäischen Gemeinschaft intensiv diskutiert. Die Mehrheit der Mitgliedstaaten sah es als notwendig an, zunächst eine Mindestharmonisierung durchzuführen, ehe eine gegenseitige Anerkennung der nationalen Kreditprodukte erfolgen könne. Obwohl die Bedeutung eines Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen und Hypothekendarlehen in verschiedenen Stellungnahmen und Gutachten immer wieder herausgestellt wurde – beispielsweise im viel beachteten *Cecchini-Report* (Cecchini et al., 1988) –, konnte man sich auf keine Richtlinie verständigen und die Kommission, die mittlerweile nicht mehr EWG-, sondern EU-Kommission hieß, zog den Vorschlag im Jahr 1995 endgültig zurück.

Nachdem das Thema einige Zeit geruht hatte, wurde es Ende der 1990er Jahre wieder aufgenommen, und zwar mit einem veränderten Schwerpunkt. Stand vorher der freie Finanzdienstleistungsverkehr im Vordergrund, ging es nun maßgeblich um die Vereinheitlichung des Verbraucherschutzes. Im

Jahr 1997 wurden Verhandlungen zwischen Verbraucherverbänden, der EU-Kommission und den europäischen Verbänden der Kreditinstitute aufgenommen. Diese Verhandlungen fanden im Jahr 2001 mit einer Vereinbarung ihr (vorläufiges) Ende, nämlich mit der Unterzeichnung eines freiwilligen Verhaltenskodex für wohnungswirtschaftliche Kredite. Dieser Kodex gab den Kreditinstituten aber nicht die Erlaubnis, ihre Produkte grenzüberschreitend zu vertreiben.

Seit dem Jahr 2004 ist die Diskussion über einen gemeinsamen europäischen Markt zumindest für Wohnungsbaufinanzierungen wieder intensiviert worden. Am 19. Juli 2005 veröffentlichte die EU-Kommission ein Grünbuch zu Wohnimmobilienkreditverträgen (EU-Kommission, 2005), das maßgeblich geprägt wurde durch Konsultationen der betroffenen Marktteilnehmer und durch den Bericht der Forum Group on Mortgage Credit (2004). Mitglieder der Forum Group waren Experten der verschiedenen Marktteilnehmer und Interessengruppen. Insgesamt zeigte sich die EU-Kommission in dem Grünbuch sehr ergebnisoffen, was mögliche Maßnahmen im Bereich der Wohnimmobilienkreditmärkte angeht. Im Vordergrund stand die Frage, ob ein Tätigwerden sinnvoll ist, und falls ja, in welchen Bereichen. Trotz der umfangreichen Vorarbeiten aus den 1980er Jahren wurde das Thema also noch einmal völlig neu angegangen.

Ein besonderes Augenmerk legt die EU-Kommission auf den Aspekt der Produktauswahl. Aufgrund seiner Breite und seines Volumens zählt der Hypothekarkreditmarkt nach Ansicht der EU-Kommission zu den wichtigsten europäischen Märkten. Von zentraler Bedeutung für die Volkswirtschaft der EU seien deshalb eine größere Effizienz dieses Marktes und eine verbesserte Versorgung der Verbraucher mit Wohnimmobilienkrediten. Die Schaffung eines barrierefreien Marktes könne nach Ansicht der Kommission zu einer größeren Produktvielfalt für die Verbraucher führen. Dies sei vor dem Hintergrund der Tatsache zu unterstreichen, dass gerade bei Wohnimmobilienkrediten kein europäischer Teilmarkt das gesamte Spektrum an Produktmerkmalen und Investitionszielen abdecken könne.

Ein weiterer Schwerpunkt liegt auf dem Verbraucherschutz. Die EU-Kommission möchte sich dafür einsetzen, dass Kreditnehmer bessere Informationen erhalten als bisher. In diesem Kontext wirft sie die Frage auf, ob der freiwillige Verhaltenskodex der Kreditinstitute obligatorisch werden sollte. Andere Themenfelder sind die vorzeitige Rückzahlung, die Berechnung des Effektivzinses und das Thema Zwangsvollstreckungen. Offen zeigt sich die EU-Kommission in ihrem Grünbuch auch hinsichtlich der Frage, wie Hin-

dernisse, die etwa in unterschiedlichen rechtlichen Grundlagen bestehen, abgebaut werden können. So wird neben der Marktharmonisierung auch die Möglichkeit eines sogenannten 28. Regimes in den Blick genommen, zumindest bezüglich der Grundschulden. Ein 28. Regime stellt einen optionalen Rechtsrahmen dar, den Vertragsparteien anstelle der jeweiligen nationalen Regeln wählen können.

Im Gegensatz zu den früheren Arbeiten steht im Grünbuch der Verbraucherschutz also mindestens gleichberechtigt neben der Frage, wie grenzüberschreitende Transaktionen erleichtert werden können. Das Grünbuch wurde in der europäischen Kreditwirtschaft und in den Verbraucherverbänden intensiv diskutiert. Außerdem hat die EU-Kommission es zum Anlass genommen, eine Reihe von Gutachten zu den verschiedenen Themen des Grünbuchs in Auftrag zu geben. Hervorzuheben ist die Studie von London Economics (2005), die in der Integration der Immobilienfinanzierungsmärkte ein großes Potenzial sieht. Allerdings ist der Ansatz dieser Studie in vielerlei Hinsicht zu kritisieren. Problematisch ist es vor allem, als Vorbild für die EU gerade den britischen Finanzierungsmarkt anzusehen. Dessen Verwerfungen im Zuge der Finanzkrise waren besonders heftig. Dass die Stabilitätsprobleme des britischen Marktes auch schon vor der Krise bekannt waren, zeigt unter anderem der Miles-Report aus dem Jahr 2004 (Miles, 2004).

Im Anschluss an das Grünbuch konkretisierte die EU-Kommission ihre Vorstellungen zur Ausgestaltung des EU-Wohnimmobilienkreditmarktes, indem sie am 18. Dezember 2007 ein Weißbuch veröffentlichte (EU-Kommission, 2007). Darin zeichnet sich ab, dass sie in insgesamt vier Themenfeldern aktiv werden möchte (vorvertragliche Information, verantwortliche Kreditvergabe, effektiver Jahreszins, vorzeitige Rückzahlung). Da die Generaldirektion Binnenmarkt und Dienstleistungen im Dezember 2007 die Notwendigkeit einer Regulierung dieser Felder als noch nicht erwiesen ansah, wurde erneut eine Studie ausgeschrieben, die parallel zur eingangs erwähnten EU-Richtlinie veröffentlicht, aber bereits im Jahr 2009 fertiggestellt wurde (London Economics et al., 2009).

### **5.1.2 Die EU-Richtlinie über Wohnimmobilienkreditverträge**

Am 31. März 2011 wurde die EU-Richtlinie über Wohnimmobilienkreditverträge veröffentlicht. Im Fokus der Richtlinie stehen – wie schon im Weißbuch angelegt – folgende vier Politikbereiche: 1. vorvertragliche Information, 2. verantwortliche Kreditvergabe, 3. effektive Verzinsung und 4. vorzeitige Rückzahlung. Diese sollen nun kurz erläutert werden.

1. Gemäß der EU-Richtlinie müssen die Mitgliedstaaten künftig die Werbung für Wohnimmobilienkredite reglementieren. So sind in der Werbung Standardinformationen bereitzustellen und es muss ein Warnhinweis zu den Folgen eines Kreditausfalls enthalten sein. Darüber hinaus ist ein verbindliches standardisiertes Merkblatt zu Wohnimmobilienkrediten vorgeschrieben, das ein Kreditgeber dem Kreditnehmer vor Vertragsabschluss aushändigen muss. Diese Regelungen, die im bisherigen freiwilligen Verhaltenskodex bereits enthalten waren, haben dann Gesetzeskraft. In Deutschland wurde der Kodex aber ohnehin von der überwältigenden Mehrzahl der Banken befolgt.
2. Im Bereich der verantwortungsvollen Kreditvergabe führt die EU-Richtlinie eine Verpflichtung zur Prüfung der Kreditwürdigkeit des Kreditnehmers ein. Außerdem müssen bestimmte Beratungsstandards von den Kreditinstituten befolgt werden, die beispielsweise eine Dokumentation der Beratung verlangen. Mit der Regelung, dass die Kreditnehmer alle erforderlichen Informationen offenlegen müssen, sollen vor allem hochriskante Kreditverträge an bonitätsschwache Kunden unterbunden werden. Gerade im Vereinigten Königreich konnten viele Kunden bislang auch ohne Dokumente einen Wohnimmobilienkredit erhalten. Für Deutschland spielen diese Neuregelungen aber allenfalls eine untergeordnete Rolle.
3. Die neuen Bestimmungen zur Ermittlung des Effektivzinssatzes sollen dafür sorgen, dass innerhalb der EU die effektive Belastung der Kreditnehmer einheitlich ermittelt wird, um grenzüberschreitende Vergleiche durchführen zu können. Allerdings werden die Kredite auch nach Umsetzung der EU-Richtlinie nicht einheitlich sein, sodass die Kennzahl nur einen eingeschränkten Nutzen hat. Dies liegt auch an den neuen Vorgaben zur vorzeitigen Rückzahlung.
4. Nach der EU-Richtlinie müssen die in den Mitgliedstaaten ansässigen Kreditinstitute den Kunden künftig ein Anrecht auf eine vorzeitige Rückzahlung von Wohnimmobilienkrediten einräumen. Die Mitgliedstaaten können diese Kündigungsmöglichkeit aber gesetzlich begrenzen, zum Beispiel auf Fälle persönlicher Härte wie Scheidung oder Arbeitslosigkeit und besonders bei Festzinskrediten. Außerdem kann geregelt werden, dass die Kreditnehmer den Kreditgeber entschädigen müssen. Die Höhe der Entschädigung muss jedoch „fair und objektiv gerechtfertigt“ sein.

Der Bereich vorzeitige Rückzahlung war in den letzten Jahren ein zentrales Thema der EU-Kommission. Dieser Bereich ist in den Mitgliedstaaten unterschiedlich geregelt. So gibt es beispielsweise in Belgien und Frankreich Kappungsgrenzen für die Vorfälligkeitsentschädigung. Im Vereinigten König-

reich ist häufig gar kein Vorfälligkeitsentgelt fällig, während in Deutschland die vollständige Entschädigung üblich ist. Die jetzt gefundene Regelung in der EU-Richtlinie lässt den Mitgliedstaaten eigentlich die Möglichkeit, ihre nationalen Regelungen einfach beizubehalten. Stattdessen ist jedoch zu erwarten, dass die Umsetzung der Richtlinie neue Diskussionen über die Höhe des Vorfälligkeitsentgelts entfachen wird – vor allem weil die EU-Kommission ausführt, dass die Kündigung nicht über Gebühr erschwert werden dürfe. Dies lässt Interpretationsspielräume und schafft erhebliche Rechtsunsicherheiten.

Gerade Verbraucherschützer drängen auf eine gesetzliche Begrenzung der Entschädigung (vzbw, 2011). Die in Abschnitt 3.3.1 aufgezeigten Probleme einer unvollständigen Entschädigung des Kreditgebers werden dabei häufig übersehen. So erhöht ein allgemeines entschädigungsfreies Kündigungsrecht die Zinskosten für alle Kreditnehmer, also auch für jene, die diese Option gar nicht benötigen. Zu bedenken ist darüber hinaus, dass der Markt längst entsprechende Angebote bereithält. Wichtig wäre allerdings, dass die Bankenbranche die Berechnungsgrundlage des Vorfälligkeitsentgelts in Deutschland vereinheitlicht und offenlegt. Dies könnte, auch in Verbindung mit entsprechenden Online-Rechnern, die Transparenz und damit die Akzeptanz dieser Kompensationszahlungen erhöhen und dadurch einer weitreichenden politischen Diskussion vorgeifen.

Das ursprüngliche Ziel der EU-Kommission – die Etablierung eines integrierten Marktes für Wohnimmobilienkredite – wird in der EU-Richtlinie kaum noch adressiert. Lediglich der diskriminierungsfreie Zugang zu Datenbanken (etwa zu Kreditregistern) wird verlangt. Die Richtlinie enthält jedoch weder Bestimmungen zur Vereinheitlichung und Digitalisierung der Grundbücher noch wird die Einführung einer Eurohypothek vorangebracht. Ein einheitliches Grundschuldrecht, gegebenenfalls parallel zu den nationalen Bestimmungen, könnte Hürden für grenzüberschreitende Kreditvergaben abbauen. Vor allem würde dies die Kapitalmarktfinanzierung von Hypothekendarlehen in Ländern mit sogenannten streng akzessorischen Grundpfandrechten (Beispiel: Italien) erleichtern, was die Refinanzierung von Festzinsdarlehen deutlich einfacher machen würde (Stöcker, 2005). Streng akzessorisch bedeutet, dass die Kreditforderung eng mit der Kreditsicherheit verbunden ist, sodass eine Übertragung auf Dritte nicht möglich ist.

Auch die Idee eines europäischen Wohnimmobilienkredits, also eines 28. Regimes, fand keinen Eingang in die Richtlinie. Über ein standardisiertes europäisches Darlehen hätten gerade multinationale Banken einheitliche

Angebote in der EU offerieren können. Da europäische Darlehen und nationale Darlehen parallel hätten angeboten werden können, hätte überdies der Systemwettbewerb zeigen können, welche Ausgestaltung die überlegene ist (Demary et al., 2010). Offenbar hat sich die EU-Kommission also von der Idee eines integrierten Marktes für Wohnimmobilienkredite verabschiedet.

## **5.2 Basel III**

Während mit der EU-Richtlinie zu Wohnimmobilienkreditverträgen in die Produktgestaltung eingegriffen wird, richtet sich die unter Basel III subsubierte Regulierung direkt an den Bankensektor. Dieser wird in Zukunft mit erheblichen Herausforderungen konfrontiert sein, die sich aus dem neuen Finanzmarkt-Regelwerk ergeben. Die in Basel III formulierten Änderungen der globalen regulatorischen Rahmenbedingungen waren nach der Finanzkrise unausweichlich geworden. Die strikten Basel-III-Standards werden nicht nur den Bankensektor verändern, sondern auch die gesamtwirtschaftliche Entwicklung beeinflussen. Dabei dürften sich die Wirkungen zwischen dem Bankensektor und den übrigen Wirtschaftssektoren zum Teil erheblich unterscheiden. Zudem könnten bestimmte Banken besonders stark von den verschärften Eigenkapital- und Liquiditätsregeln betroffen sein, beispielsweise Kreditinstitute, die auf Bau- und Immobilienfinanzierung spezialisiert sind. Das Folgende stellt zunächst die einzelnen Basel-III-Reformbestandteile vor, ehe in einem zweiten Schritt die Auswirkungen auf das deutsche Immobilienfinanzierungssystem diskutiert werden.

### **5.2.1 Reformbestandteile**

Die Regulierung von Banken koordiniert der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (Basle Committee on Banking Supervision, BCBS) an der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (Bank for International Settlements, BIS). Er wurde im Jahr 1974 von den Bankenaufsichtsbehörden und Zentralbanken der zehn wichtigsten westlichen Industrieländer gegründet. Nach und nach kamen neue Mitglieder hinzu. Seit dem Jahr 2009 hat sich sein Mitgliederkreis nahezu verdoppelt und besteht heute aus 44 Vertretern von Zentralbanken und Aufsichtsinstanzen aus 27 Ländern (Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2010, 3).

Der Basler Ausschuss verabschiedete bisher zwei Eigenkapitalvereinbarungen: Basel I im Jahr 1988 und Basel II im Jahr 2007. Die Kernziele beider Vereinbarungen waren die Schaffung gleicher Wettbewerbsbedingungen und die Verbesserung der Eigenkapitalausstattung der Banken. Basel I beschränkte

## Zeitplan für die Umsetzung von Basel III

	2011	2012
Höchstverschuldungsquote	Prüfungsphase	
Mindestanforderung für hartes Kernkapital		
Kapitalerhaltungspolster		
Mindestanforderung für hartes Kernkapital plus Kapitalerhaltungspolster		
Schrittweise Erhöhung der Abzüge vom harten Kernkapital (einschließlich Beträgen über dem Grenzwert für vorgetragene Steuerrückerstattungen, Bedienungsrechte von Hypotheken und Anlagen in Finanzwerten)		
Mindestanforderung für Kernkapital		
Mindestanforderung für Gesamtkapital		
Mindestanforderung für Gesamtkapital plus Kapitalerhaltungspolster		
Eigenkapitalinstrumente, die nicht mehr zum Kernkapital beziehungsweise zum Ergänzungskapital zählen		
Mindestliquiditätsquote (Liquidity Coverage Ratio, LCR)	Beobachtungsphase	
Strukturelle Liquiditätsquote (Net Stable Funding Ratio, NSFR)		Beobachtungsphase

Die Jahreszahlen beziehen sich jeweils auf den 1. Januar; Schattierung: Übergangsphase. <sup>1</sup> Spätestens.  
Quelle: Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2010, 17

die maximale Kredithöhe der Geldinstitute durch das Eigenkapital der Banken. Mit Basel II wurden die Eigenkapitalanforderungen bei Krediten stärker an das tatsächliche Risiko gekoppelt. Das Rating wurde als Standardelement bei der Kreditvergabe etabliert. Die Regulierung erfolgte durch drei sich gegenseitig ergänzende Säulen aus Mindestanforderungen an das Eigenkapital sowie aus Bankenaufsicht und Marktdisziplin.

Die Finanzkrise hat gezeigt, dass neue Spielregeln notwendig sind, damit die Kreditinstitute künftige Krisen ohne staatliche Unterstützung überstehen können. Denn vor allem deren geringe Eigenkapitalausstattung war dafür verantwortlich, dass die Verluste aus dem US-Immobilienmarkt zu einem Dominoeffekt im globalen Finanzmarkt führen konnten. Eine Vielzahl



	2013	2014	2015	2016	2017	2018	ab 2019
	Beobachtungsphase: 1.1.2013 bis 1.1.2017, Offenlegung ab 1.1.2015					Integration in Säule 1	
	3,5 %	4,0 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %
				0,625 %	1,25 %	1,875 %	2,5 %
	3,5 %	4,0 %	4,5 %	5,125 %	5,75 %	6,375 %	7,0 %
		20,0 %	40,0 %	60,0 %	80,0 %	100,0 %	100,0 %
	4,5 %	5,5 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %
	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,625 %	9,25 %	9,875 %	10,5 %
	Laufen ab 2013 über einen Zehnjahreszeitraum schrittweise aus						
			Einführung als Mindest- standard <sup>1</sup>				
						Einführung als Mindest- standard <sup>1</sup>	

von Maßnahmen wurde seither vom Basler Ausschuss unter dem Namen Basel III formuliert. Die Berichte und Konsultationspapiere bis zum „Final Rules Text“ vom Dezember 2010 sind auf der Internetseite der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich ([www.bis.org](http://www.bis.org)) dokumentiert.

Im November 2010 haben die G20-Staaten beschlossen, das Basel-III-Regelwerk umfassend umzusetzen. Die EU hat angekündigt, ihre Eigenkapitalrichtlinie (Capital Requirements Directive, CRD) nach den Empfehlungen des Basler Ausschusses bis zum Jahr 2013 anzupassen. Ein Vorschlag der EU-Kommission wurde bereits veröffentlicht (EU-Kommission, 2011). Dieser orientiert sich weitgehend an den Vorschlägen des Basler Ausschusses, sieht an einigen Stellen aber Verbesserungen für spezifische Institutsgruppen

und Produkte vor. So werden etwa stille Einlagen von Genossenschaften günstiger bewertet, als es ursprünglich vorgesehen war. Die Aufweichung mancher Anforderungen bewegte den Internationalen Währungsfonds zu einer unmittelbaren Kritik (IWF, 2011). Da die Umsetzung von Basel III noch im EU-Parlament und im Ministerrat abgestimmt werden muss, bezieht sich die folgende Analyse auf das ursprüngliche vom Basler Ausschuss eingebrachte Regelwerk.

Mit Basel III sind viele richtige Lehren aus der Finanzkrise gezogen worden. Als Schwachstellen bei den Banken wurden die übermäßigen Fremdfinanzierungen, das nicht angemessene und minderwertige Eigenkapital und die unzureichenden Liquiditätspolster identifiziert. Dem begegnet Basel III mit einer Reihe von mikroprudentiellen, also speziell auf die Banken ausgerichteten Reformmaßnahmen. Zusätzlich wurden infolge der Finanzkrise erhebliche Schwachstellen bei der Aufsicht und der Offenlegung sichtbar. Um diesen zu begegnen, sind makroprudentielle Maßnahmen vorgesehen, die das Bankensystem als Ganzes in seiner Widerstandsfähigkeit verbessern sollen. Übergeordnetes Ziel aller Empfehlungen ist die deutliche Verbesserung der Resistenz des Bankensektors gegenüber externen Schocks. Die einzelnen Neuregelungen sollen in der EU im Zeitraum von 2013 bis 2019 schrittweise umgesetzt werden. Die gesamte Implementierungsphase von Basel III ist in Übersicht 2 dargestellt.

Die meisten Bausteine des Basel-III-Pakets betreffen die Höhe und die Qualität des Eigenkapitals der Banken. Die neuen Anforderungen sollen sicherstellen, dass die Haftung der Institute verschärft und die Wahrscheinlichkeit einer Insolvenz vermindert wird. Hierunter fallen verschiedene Einzelmaßnahmen (vgl. BCBS, 2010), die Übersicht 3 stichwortartig auflistet.

Durch das Maßnahmenbündel wird die Kapitalquote insgesamt – bei zudem starker qualitativer Verbesserung – auf mindestens 10,5 Prozent steigen. Dies ist ein erheblicher Anstieg, wenn man bedenkt, dass das harte Kernkapital nach der neuen und schärferen Definition derzeit für eine durchschnittliche international tätige Bank nur ungefähr 1 Prozent beträgt (Caruana, 2010, 3). Die Abgrenzung der verschiedenen Eigenkapitalarten ist in Übersicht 4 aufgeführt. Hinzu kommt das antizyklische Kapitalpolster, das die Bankenaufsichten der einzelnen G20-Staaten schrittweise bis zu einer Höhe von 2,5 Prozent einführen sollen. Dies verlangt von den Banken, dass sie in Zeiten starken Kreditwachstums, das zu einer Ausweitung der systemischen Risiken (vgl. Abschnitt 3.1) führt, zusätzliches Gesamtkapital aufbauen.

## Anforderungen an das Eigenkapital der Banken nach Basel III

Übersicht 3

<b>Hartes Kernkapital</b> (Common Equity Tier 1)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ab dem Jahr 2013 schrittweise Erhöhung des Anteils an allen risikogewichteten Vermögenspositionen von aktuell 2 Prozent auf 4,5 Prozent.</li> </ul>
<b>Kernkapital</b> (Tier 1)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ab dem Jahr 2013 schrittweise Erhöhung der Kernkapitalquote von derzeit 4 Prozent auf 6 Prozent.</li> </ul>
<b>Gesamtkapital</b> (Tier 1 + Tier 2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Eigenkapitalquote von 8 Prozent bleibt bestehen.</li> </ul>
<b>Kapitalerhaltungspolster</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ab dem Jahr 2013 schrittweiser Aufbau eines Erhaltungspolsters für hartes Kernkapital bis auf 2,5 Prozent. Dieses Polster darf im Fall konjunktureller Abschwünge abgebaut werden.</li> </ul>
<b>Verbesserte Qualität der bankaufsichtlichen Eigenkapitaldefinitionen</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kernkapital (Tier 1) wird enger definiert. Schrittweise Erhöhung der Abzüge von hartem Kernkapital auf 100 Prozent.</li> <li>Ergänzungskapital (Tier 2) wird international standardisiert.</li> <li>Dritttranzmittel (Tier 3) werden abgeschafft.</li> </ul>

Quelle: BCBS, 2010, 12 ff.

## Eigenkapitaldefinitionen nach Basel III

Übersicht 4

<b>Hartes Kernkapital</b> (Common Equity Tier 1)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Stammaktien</li> <li>Einbehaltene Gewinne</li> <li>Anteile im Fremdbesitz</li> <li>Kapitalrücklagen</li> <li>Offene Rücklagen</li> </ul>
<b>Zusätzliches Kernkapital</b> (Additional Tier 1)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Stille Einlagen</li> <li>Eigene Schuldverschreibungen</li> </ul>
<b>Kernkapital</b> (Tier 1)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Common Equity Tier 1</li> <li>Additional Tier 1</li> </ul>
<b>Ergänzungskapital</b> (Tier 2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hybride Kapitalinstrumente</li> </ul>

Quelle: BCBS, 2010, 12 ff.

Der Einfluss von Basel III auf die Kreditvergabe volumina und die Gesamtwirtschaft wird kontrovers diskutiert (Admati et al., 2011; Miles et al., 2011). Die Mainstream-Auffassung sieht mögliche Kreditengpässe bei risikoreichen Geschäften, vor allem bei Finanzierungen für kleine und mittlere Unternehmen (KMU). Die Folgen wären eine niedrigere Investitionsquote und eine geringere wirtschaftliche Dynamik. Diese Überzeugung findet sich nicht nur aufseiten der Banken, sondern auch in weiten Teilen der Wirt-

schaftswissenschaften. Letztere gehen aber häufig von nur kurzfristig negativen Wachstumseffekten aus, sehen hingegen mittel- und langfristig kaum Hemmnisse, weil die Vorteile durch die gewonnene größere Stabilität überwiegen würden (BMWi-Beirat, 2010). Genau darum wurde der Übergangszeitraum bis zum Jahr 2019 gewählt. Die genannte Auffassung wird unterfüttert durch das Modigliani-Miller-Theorem, welches von der Irrelevanz der Kapitalstruktur bei Investitionen ausgeht, wenn ein vollständiger Kapitalmarkt ohne Steuern existiert (Modigliani/Miller, 1958). Natürlich führt auch in der Theorie mehr Fremdkapital zu einer erhöhten Eigenkapitalrendite. Gleichzeitig steigt aber auch das Risiko, welches im Bail-out-Fall eben nicht den Investor, sondern die Gläubiger oder den Staat belastet.

Der Basler Ausschuss empfiehlt überdies, eine leicht ermittelbare Verschuldungsgrenze einzuführen. Die risikoungewichtete Tier 1 Leverage Ratio soll vor systemischen Risiken und Fehlern bei der Risikoeinschätzung schützen. Das einfache Maß der Leverage Ratio (LR) hat kein solches Modellrisiko (Frenkel/Rudolf, 2010). Falls die anderen risikosensitiven Standards nicht greifen, sorgt die LR dafür, dass der Verschuldungsgrad einer Bank nicht zu stark steigt. Sie bildet die Relation zwischen Eigenkapital und Bilanzsumme, also:  $LR = \text{Tier 1 (Kernkapital)} / \text{Total Assets (Bilanzsumme)}$ .

Darüber hinaus sollen auch die Leverage Ratios beobachtet werden, die auf den alternativen Eigenkapitaldefinitionen, nämlich Total Regulatory Capital (Tier 1 + Tier 2) und Common Equity Tier 1, basieren (BCBS, 2010, 61).

Außerdem soll ein neues Liquiditätsmaß eingeführt werden. Die Finanzkrise führte auch zu einer starken Verknappung bei den angebotenen Finanzmitteln. Die Transformation von langfristiger und illiquider in relativ kurzfristig verfügbare Liquidität scheiterte, da im Markt Informationen über die Refinanzierungsfähigkeit bestimmter Banken kursierten und deswegen viele Sparer ihre Einlagen kurzfristig abgezogen haben (Allen/Gale, 2007; Hartmann-Wendels et al., 2010).

Der Basler Ausschuss schlägt zwei globale Mindestliquiditätsstandards vor, um die Banken bei möglichen kurzfristigen Störungen der Mittelbeschaffung widerstandsfähiger zu machen. Erstens soll eine Mindestliquiditätsquote (Liquidity Coverage Ratio, LCR) sicherstellen, dass Banken über genügend erstklassige liquide Vermögenswerte verfügen, um ein bestimmtes Stressszenario zu überstehen (Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2010). Diese Liquiditätskennziffer soll gewährleisten, dass über einen Zeitraum von 30 Tagen genügend Liquidität vorhanden ist. Hinzu kommt zweitens eine strukturelle Liquiditätsquote (Net Stable Funding Ratio, NSFR), mit der

Liquiditätsinkongruenzen ausgeglichen werden sollen. Diese soll die Banken zu einer besseren Fristenkongruenz anhalten und damit die Laufzeiten von deren Anlagen und Finanzierungen angleichen.

### **5.2.2 Auswirkungen auf das deutsche Immobilienfinanzierungssystem**

Die Effekte von Basel III auf den Bankensektor und die Volkswirtschaften stellen ein eigenes Thema dar und würden den Rahmen dieser Untersuchung sprengen. Deswegen werden nur die speziellen Auswirkungen auf die Immobilienfinanzierung diskutiert. Dabei ist zu beachten, dass die vom Basler Ausschuss vorgeschlagenen und von den G20-Staaten vereinbarten Maßnahmen noch nicht umgesetzt worden sind und sich im Verlauf des politischen Prozesses noch verändern können. Bereits die Vorschläge der EU-Kommission weichen in einigen Punkten von den ursprünglich vorgeschlagenen Regeln ab, was hier jedoch nicht berücksichtigt werden konnte. Aus diesen Gründen besteht das Ziel hier vor allem darin, ein Bewusstsein für jene Maßnahmen zu schaffen, die eine besondere Beachtung erfordern.

Nicht diskutiert werden die generelle Erhöhung des Kernkapitals und die schärfere Abgrenzung der Eigenkapitalarten. Die Aufstockung des Eigenkapitals trifft alle Banken gleichermaßen und wird sich nicht im Besonderen auf die Immobilienfinanzierung auswirken. Dies gilt ebenso für die Einführung eines Kapitalpuffers zum Ausgleich von konjunkturellen Schwankungen. Auswirkungen auf das Immobilienfinanzierungssystem können sich hingegen aus der Einführung der Verschuldungsgrenze und der neuen Liquiditätsmaße ergeben.

Beide Liquiditätsmaße – also LCR und NSFR – sind so ausgestaltet, dass die verfügbare Liquidität ins Verhältnis gesetzt wird zur erforderlichen Liquidität. Die Vorgaben gelten als erfüllt, wenn die verfügbare Liquidität der erforderlichen Liquidität entspricht beziehungsweise die Quote mindestens 100 Prozent beträgt. Einige Beobachter gehen davon aus, dass die neuen Liquiditätsanforderungen die Bereitschaft der Banken zur Vergabe langfristiger Finanzierungen einschränken könnten (Jaschinski, 2010). Gerade die strukturelle Liquiditätsquote NSFR stellt für die Banken eine Reglementierung dar (Deloitte, 2010) und erschwert die Finanzierung über kurzfristige Darlehen anderer Banken. Generell beträgt der Refinanzierungsbedarf bei Hypothekendarlehen mit einer Restlaufzeit von mehr als einem Jahr 65 Prozent des Kreditvolumens. Refinanzierungen über kurzfristige Interbankengeschäfte gehen hingegen mit einem Gewicht von 0 Prozent in das Volumen der verfügbaren Refinanzierungen ein.

De facto lassen sich damit langfristige Finanzierungen kaum mehr über kurzfristige Refinanzierungen darstellen. Allerdings ist dies auch so gewünscht. Schließlich sind in der Finanzkrise gerade diejenigen Institute in Liquiditätsprobleme geraten, die den Grundsatz der Fristenkongruenz nicht beachtet haben. Über Einlagen, die mit einem Gewicht von 80 bis 90 Prozent in die verfügbare Liquidität eingehen, und über langfristige Schuldverschreibungen, die zu 100 Prozent eingehen, können weiterhin langfristige Immobilienfinanzierungen bereitgestellt werden. Für den deutschen Markt ändert sich also nur wenig. Die höheren Anforderungen an die Liquidität könnten sogar zu einer Attraktivitätssteigerung bei gedeckten Schuldverschreibungen führen.

Es ist jedoch möglich, dass es zu Schwierigkeiten bei der Finanzierung im höherrangigen Bereich kommt. Sofern nur geringe Einlagen zur Verfügung stehen, können Banken beispielsweise mit Pfandbriefen nur Beleihungen bis zu 60 Prozent des Beleihungswerts (entspricht ungefähr 50 Prozent des Marktwerts) refinanzieren. Typischerweise werden höhere Beleihungen derzeit durch einen Mix alternativer Instrumente refinanziert, was sich nun deutlich verteuern könnte. Angesichts dieser Situation ist es eine Überlegung wert, die maximale Beleihungshöhe bei Pfandbriefen auf 80 Prozent auszuweiten, wie dies in anderen Ländern bereits der Fall ist (Packer et al., 2007). Mit Blick auf die geringe Volatilität des deutschen Immobilienfinanzierungsmarktes und die oftmals übergedeckten Deckungsstöcke wäre dies allenfalls mit einem geringfügig höheren Ausfallrisiko verbunden. Darüber hinaus wurde bereits vor der Finanzkrise über eine Ausweitung der Beleihungshöhe beraten, was dann jedoch abgebrochen wurde, um in der aufkommenden Krise nicht noch weitere Unsicherheiten zu erzeugen.

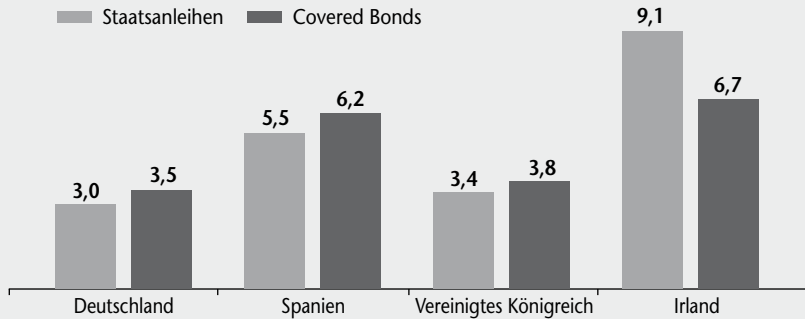
Während die neuen Anforderungen an die Fristenkongruenz Anreize setzen zur Refinanzierung über Pfandbriefe oder – allgemeiner formuliert – über gedeckte Schuldverschreibungen, wird der Kauf gedeckter Schuldverschreibungen nun benachteiligt. Im Rahmen der Mindestliquiditätsquote LCR werden gedeckte Schuldverschreibungen mit einem Haircut (Abschlag) von 15 Prozent versehen, bei der langfristigeren Liquiditätsquote NSFR müssen gekaufte Schuldverschreibungen sogar mit einer Liquidität von 20 Prozent des Werts unterlegt werden. Allein bei Anleihen von Staaten sind keine Haircuts bei LCR erforderlich und bei NSFR lediglich eine Unterlegung von 5 Prozent des Wertes mit Liquidität.

Gerade vor dem Hintergrund der Verschuldungskrise in der EU ist diese Diskriminierung von gedeckten Schuldverschreibungen (Covered Bonds)

## Durchschnittliche Zinsen für Staatsanleihen und Covered Bonds

Abbildung 18

in ausgewählten europäischen Ländern im Jahr 2010, in Prozent



Quelle: Bloomberg, 2011

fragwürdig. Abbildung 18 zeigt für vier EU-Länder die durchschnittlichen Zinsen für Staatsanleihen und für Covered Bonds im Jahr 2010. In drei der Länder liegen die Zinsen für Covered Bonds höher als bei Staatsanleihen; nur in Irland ist das Gegenteil der Fall. Dies impliziert, dass Covered Bonds zumindest in einigen Ländern als sicherer eingestuft werden als Staatsanleihen. Darüber hinaus machen die unterschiedlichen Zinsniveaus deutlich, dass auch zwischen diesen Ländern erhebliche Unterschiede bestehen. So werden Covered Bonds aus Deutschland und dem Vereinigten Königreich als sicherer eingestuft als spanische Staatsanleihen. Auch Basel III sollte diesen Unterschieden Rechnung tragen, um Verzerrungen in den Anlageentscheidungen zu vermeiden. Zumindest sollten in Märkten mit hohen gesetzlichen Standards an Covered Bonds, wie sie zum Beispiel in Dänemark, Deutschland und Frankreich zu finden sind, die Covered Bonds den Staatsanleihen gleichgestellt werden. Ansonsten dürfte der Anreiz zur Emission von gedeckten Schuldverschreibungen in Kombination mit einer Nachfrageverlagerung auf Staatsanleihen zu einem Anstieg der Zinsen führen, was die Kosten langfristiger Darlehen erhöht. Allerdings könnte der negative Nachfrageeffekt auch kompensiert werden, da andere Formen von Liquidität – etwa ungesicherte Schuldverschreibungen oder Unternehmensanleihen ohne exzellentes Rating – noch höheren Abwertungen unterliegen.

Probleme aus der Abwertung gedeckter Schuldverschreibungen drohen speziell Dänemark. Dort ist der Markt für Mortgage Covered Bonds deutlich größer als der Markt für Staatsanleihen. Da die Banken nur maximal

40 Prozent ihrer kurzfristigen Liquidität mit Aktiva der Stufe 2, wie eben gedeckten Schuldverschreibungen, abdecken dürfen, könnte es für die Banken schwierig werden, die neuen Liquiditätsanforderungen zu erfüllen. Alternativ müssen die Banken mehr Barmittel halten, die als Aktiva der Stufe 1 zählen, was jedoch mit hohen Kosten verbunden ist. Die EU-Kommission hat diese Probleme erkannt und zumindest für top-bewertete Pfandbriefe günstigere Regeln in Aussicht gestellt.

Ein weiteres wichtiges Themenfeld für die Immobilienfinanzierung ist die Einführung einer festen Verschuldungsgrenze (Leverage Ratio) in Höhe von 3 Prozent. Die ungewichtete Höhe des Tier-1-Eigenkapitals darf im Verhältnis zur gesamten Bilanzsumme diesen Wert nicht unterschreiten. Die Verschuldungsgrenze soll die risikogewichteten Eigenkapitalmaße ergänzen. Schließlich zeigte sich vor der Finanzkrise, dass einige Institute trotz einer großen Ausweitung der Bilanzsumme ihre Eigenkapitalpositionen nicht aufstockten, da das Neugeschäft als risikolos angesehen wurde. Vor allem der Fall der Schweizer Großbank UBS wurde analysiert (SVR, 2008), aber auch andere Institute haben ähnliche Strategien verfolgt. Die Leverage Ratio soll das Potenzial für Fehlbewertungen der Risiken begrenzen und zunächst nur zu Informationszwecken genutzt werden. Ab dem Jahr 2018 kann die Kennziffer jedoch auch eine regulatorische Bedeutung erhalten.

Der Widerstand gegen diese risikoungewichtete Verschuldungsgrenze ist besonders in Europa groß. Immerhin widerspricht sie dem traditionellen Verständnis des risikoorientierten Eigenkapitalansatzes der Europäer. Darüber hinaus gibt es Zweifel an der Sinnhaftigkeit dieses Ansatzes. Für die Gegner reichen die anderen Basel-III-Instrumente aus, um eine hinreichende Eigenkapitalausstattung zu erzielen. Die wesentlichen Kritikpunkte sind folgende (Zeitler, 2011, 8):

- Die durch Basel II eingeführte und durch Basel III verschärfte Risikogewichtung wird ausgehebelt. Es entstehen sogar falsche Anreize, erhöhte Risiken einzugehen, da jede Investition unabhängig vom Risiko mit der gleichen Menge an Eigenkapital unterlegt werden muss. Dies käme einer Rückkehr zu Basel I gleich.
- Bestimmte Geschäftsmodelle risikoarmer Kreditvergabe werden überproportional benachteiligt, beispielsweise margenschwache Staatsfinanzierungen und das Immobilienfinanzierungsgeschäft, wie es viele Pfandbriefbanken betreiben.
- Die USA sehen für die Einlagensicherung seit längerem risikoungewichtete Leverage Ratios für das Privatkundengeschäft vor. Dies brachte aber

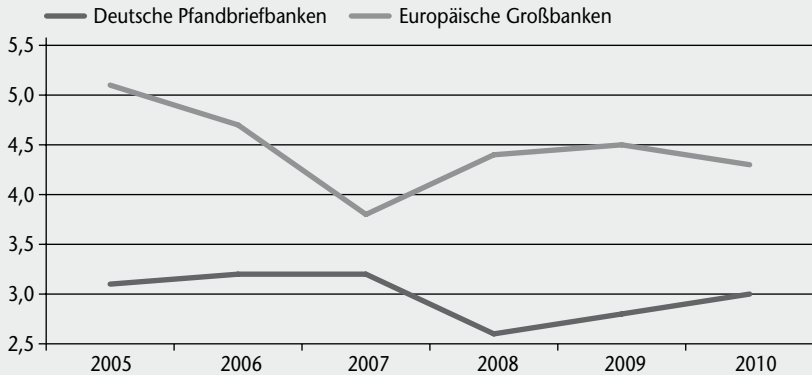


nicht mehr Sicherheit, sondern führte zu Ausweichreaktionen der Banken, etwa durch die Schaffung außerbilanzieller Strukturen über den Weg der Zweckgesellschaften, die für die Finanzkrise mitverantwortlich sind.

## Eigenkapitalquoten deutscher Pfandbriefbanken und europäischer Großbanken

Abbildung 19

Ungewichtete Durchschnittswerte, in Prozent



Quellen: Bloomberg, 2011; eigene Berechnungen

Die Probleme, die sich aus der Einführung einer festen Verschuldungsgrenze ergeben, verdeutlicht Abbildung 19. Hier sind die durchschnittlichen ungewichteten Eigenkapitalquoten von deutschen Pfandbriefbanken und europäischen Großbanken abgetragen, wobei der Durchschnitt jeweils auf Basis von rund 20 Instituten berechnet wurde. Die Abbildung zeigt, dass die Verschuldungsgrenze für die europäischen Großbanken keine Herausforderung darstellt. Im Durchschnitt belief sich die Quote nach derzeitiger Eigenkapitaldefinition im Jahr 2010 auf 4,3 Prozent. Nur 10 Prozent der Banken unterschritten die Grenze in diesem Jahr. Anders bei den deutschen Pfandbriefbanken: Hier lag der Durchschnitt im Jahr 2010 bei 3 Prozent, und 40 Prozent der Banken unterschritten die Grenze. Dies ist dem Geschäftsmodell geschuldet, denn in einem risikoarmen und margenen Geschäft wie der Immobilienfinanzierung oder der Staatsfinanzierung lassen sich nur über großvolumige Kredite und geringen Eigenkapitaleinsatz Gewinne erzielen. Die Einführung der Verschuldungsgrenze würde die Spezialkreditinstitute folglich dazu zwingen, entweder ein risikoreicheres Geschäft aufzubauen, welches den erhöhten Eigenkapitaleinsatz durch höhere Renditen rechtfertigt, oder sich mit Universalbanken zusammenzuschließen.

Beide Szenarien würden die Stabilität des Marktes nicht erhöhen. Im Gegenteil, die Notwendigkeit, höhere Risiken einzugehen, wäre kontraproduktiv. Schließlich wurde die Finanzwirtschaft gerade auch deswegen anfällig für Krisen, weil ehemals eher konservativ agierende Banken wie die Landesbanken oder einzelne Mittelstandsfinanzierer ihr Geschäftsfeld um risikoreiche Engagements erweiterten.

Dennoch ist die Verschuldungsquote eine sinnvolle Kennziffer, da ihre Erhebung einfach zu bewerkstelligen ist und sich mit ihr Entwicklungen aufzeigen lassen. Sie sollte jedoch ausschließlich zu Beobachtungszwecken erhoben werden und den Aufsichtsbehörden als Anhaltspunkt für tiefergehende Prüfungen dienen.

### **5.3 Latente Gefahren für das deutsche Immobilienfinanzierungssystem**

Bedingt durch die Finanzkrise wird der Ordnungsrahmen für Bankdienstleistungen neu justiert. Dies sollte den deutschen Markt für Immobilienfinanzierung kaum betreffen, da hierzulande das Vorsichtsprinzip bereits dominant ist. Wie die Analyse jedoch zeigte, können sowohl aus der neuen EU-Richtlinie als auch aus Basel III Konsequenzen erwachsen, die eher in Richtung riskanterer Finanzierungen wirken. Die Gefahren dieser Regulierungsansätze sollen hier nicht überzeichnet werden, zumal es noch keine konkreten Gesetzesvorschläge gibt. Auch ist zu beachten, dass die einzelnen Vorschriften jeweils nur eine geringe Wirkung entfalten würden. Jedoch könnten in der Gesamtschau gerade im deutschen Finanzsystem erhebliche Anpassungen erfolgen. So würde beispielsweise ein Verbot von Vorfälligkeitsentgelten in Verbindung mit den höheren Refinanzierungskosten langfristiger Darlehen aufgrund von Basel III einen starken Trend in Richtung variabler Darlehen auslösen. Sollte darüber hinaus die Verschuldungsgrenze das Segment der Spezialfinanzierer minimieren – etwa durch erzwungene Zusammenschlüsse mit Universalbanken –, würde sich das deutsche Immobilienfinanzierungssystem deutlich verändern.

Das Beispiel Spanien zeigt, dass bereits kleinere Regulierungen erhebliche Folgewirkungen haben können. So hat dort die Begrenzung der Vorfälligkeitsentschädigung bei Festzinsdarlehen auf 1 Prozent der Restschuld dazu geführt, dass die Differenz der Zinskosten zwischen Darlehen mit variablen und solchen mit festen Zinsen deutlich größer wurde. Dies wiederum bewirkte, dass Festzinsdarlehen weitgehend vom Markt verschwanden. Während noch in den 1980er Jahren Festzinsdarlehen den Markt für Immobilienkredite in

Spanien dominierten, werden dort heute überwiegend variabel verzinsten Darlehen vergeben (Charles River Associates, 2004).

Es ist daher geboten, die weiteren Regulierungsvorhaben auf internationaler Ebene wachsam zu beobachten, um unbeabsichtigte und nicht zweckdienliche Konsequenzen für den deutschen Markt zu erkennen und zu vermeiden. Dies soll keineswegs bedeuten, dass die Regulierungsansätze – speziell Basel III – verfehlt sind. Die Finanzkrise hat deutlich gemacht, dass es einer besseren Bankenaufsicht bedarf, um systemische Risiken zu begrenzen und Fehlanreize zu vermeiden. Die oben diskutierten Vorhaben können hierzu jedoch nicht genug beitragen und sollten daher durch Instrumente ersetzt werden, die weniger Nebenwirkungen entfalten.

## 6 Schlussfolgerungen

Das Immobilienfinanzierungssystem, der Immobilienmarkt und der Finanzmarkt stehen in einem engen Verhältnis. Sehr deutlich wurde dies durch die Finanzkrise, denn die laxen Kreditvergabe in den USA bereitete den Boden für den Hauspreisboom und der anschließende Ausfall an Krediten im Subprime-Markt leitete dann den Abschwung des Immobilienmarktes ein. Auch in anderen Ländern ließ sich dieses Schema beobachten, vor allem in Irland, Spanien und dem Vereinigten Königreich. Es waren jedoch nicht alle nationalen Immobilienmärkte von Überhitzungen betroffen.

Besonders der deutsche Immobilienmarkt hat sich in der Krise als äußerst robust erwiesen, was sich sowohl an der Stabilität der Preise als auch an der Stabilität der Kreditvolumina zeigte. Der Grund dafür ist das in der deutschen Immobilienfinanzierung fest verankerte Vorsichtsprinzip. Hierzulande gibt es so gut wie keine Subprime-Darlehen, festverzinsliche Darlehen sind dominant, eine Teilfinanzierung mit eigenen Mitteln ist üblich und die persönliche Haftung für Kreditschulden ist der Normalfall. All diese Merkmale haben dazu beigetragen, dass in Deutschland im Gegensatz zu vielen anderen Ländern die niedrigen Zinsen Anfang der 2000er Jahre nicht zu einem Kreditboom führten, der eine spekulative Blase am Immobilienmarkt induziert hätte.

Wie die Untersuchung ebenfalls zeigte, geht das Vorsichtsprinzip nicht zulasten der Flexibilität oder der Wahlfreiheit. Generell können hierzulande alle Kreditprodukte angeboten werden. So steht es den Banken beispielsweise

frei, Darlehen mit kostenfreier vorzeitiger Rückzahlung zu offerieren oder Kredite an bonitätsschwache Kunden zu vergeben. Da hierzulande Haushalte mit Kreditschwierigkeiten auf das breite Mietwohnungsangebot zurückgreifen können, gibt es aber kaum Bedarf an Subprime-Darlehen, und Flexibilität ist den Kunden weniger wichtig als Planungssicherheit und günstige Konditionen. Im Regelfall wird so lange zur Miete gewohnt, bis man sich für einen festen Wohnstandort entschieden hat und sich Wohneigentum leisten kann. Darüber hinaus erlaubt die Refinanzierung über gedeckte Schuldverschreibungen den Banken, ihren Kunden langfristige und günstige Wohnimmobilienkredite anzubieten.

Benachteiligt wird im deutschen Markt aber die Vergabe variabler Darlehen. Weil die Banken hier keinen Vertragszeitraum vereinbaren können, sind die Fixkosten des Darlehens binnen kurzer Zeit zu begleichen. Darum sind die Zinsen höher als bei Festzinskrediten. Um den Kunden mehr Wahlfreiheit zu geben, wäre es daher überlegenswert, die Gestaltung variabler Darlehen zu flexibilisieren. Dies gilt jedoch nur dann, wenn nicht aufgrund neuer Regulierungen die Entscheidung der Kunden zulasten von Festzinskrediten verzerrt wird. So ist es nicht auszuschließen, dass aufgrund der Diskussionen um die Umsetzung der EU-Richtlinie zu Wohnimmobilienkrediten die Vorfälligkeitsentgelte in Deutschland neu bewertet werden. Eine Begrenzung der Vorfälligkeitsentschädigung bei Festzinskrediten würde die Kosten dieser Darlehen aber deutlich erhöhen. Zudem bergen die höheren Anforderungen an die Liquidität und die Einführung einer festen Verschuldungsgrenze im Rahmen von Basel III die Gefahr, dass sich das Angebot an Festzinskrediten verkleinert. Vor diesem Hintergrund sollte eine Flexibilisierung variabler Darlehen nur dann erfolgen, wenn Festzinskredite nicht benachteiligt werden. Erfahrungen in anderen Ländern wie Spanien zeigen, dass sich auch durch relativ kleine gesetzliche Eingriffe ein Immobilienfinanzierungssystem vollständig verändern kann.

Dass die neuen Regulierungsansätze, die ja gerade dazu dienen sollen, Probleme wie in der Finanzkrise künftig zu vermeiden, sich negativ auf das deutsche Immobilienfinanzierungssystem auswirken könnten, wirkt zunächst kontraintuitiv. Schließlich sollten auch der hiesige Markt und die hiesigen Praktiken verbessert aus der Krise hervorgehen. Allerdings orientieren sich die Regelwerke eher an internationalen Großbanken als am kleinteiligen Bankenmarkt Deutschlands. Vor allem mit Basel III werden die Spezifika des deutschen Systems kaum gewürdigt. Dies gilt sowohl für die oben thematisierten Spezialfinanzierer als auch für die hier nicht betrachteten Genossen-

schaftsbanken und Sparkassen. Trotzdem ist der Ansatz von Basel III, die Eigenkapitalunterlegung zu stärken und die Fristenkongruenz der Finanzierung zu verbessern, ein wichtiger Beitrag zur Stabilisierung des Bankensystems. Manche Instrumente – zum Beispiel die Verschuldungsgrenze und die Diskriminierung von gedeckten Schuldverschreibungen – sind jedoch nicht zielführend und sollten überdacht werden. Noch kritischer muss die jüngst beschlossene EU-Richtlinie bewertet werden. Von dem ursprünglichen Ansatz der EU-Kommission, den Immobilienkreditmarkt zu integrieren und damit den Wettbewerb zu stärken, ist nur wenig übrig geblieben. Stattdessen konzentriert sich die Richtlinie auf den Verbraucherschutz, der sich auch auf nationaler Ebene hätte adressieren lassen.

Die nächsten Jahre werden für das deutsche Immobilienfinanzierungssystem wegweisend sein. Für den Gesetzgeber wird es darauf ankommen, die internationalen Vorgaben so umzusetzen, dass Deutschland und die deutsche Finanzwirtschaft einen soliden Beitrag leisten zur Stabilität des globalen Finanzsystems, ohne jedoch gravierende Nachteile auf nationaler Ebene zu erzeugen. Um dies zu erreichen, sind Wirtschaft und Wissenschaft gefordert, den Regulierungsprozess frühzeitig und umfänglich zu analysieren und zu bewerten.

## Literatur

**Admati, Anat R. / DeMarzo, Peter M. / Hellwig, Martin F. / Pfleiderer, Paul C.**, 2011, Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation. Why Bank Equity is not Expensive, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University, Working Paper, No. 86, Princeton

**Allen, Franklin / Gale, Douglas**, 2007, Understanding Financial Crises, Oxford

**Basler Ausschuss für Bankenaufsicht**, 2010, Antwort des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht auf die Krise: Bericht an die G20, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Oktober 2010, Basel

**BBC** – British Broadcasting Corporation, 2009, Mortgage arrears up 31% in 2008, URL: <http://news.bbc.co.uk/go/em/fr/-/2/hi/business/7947728.stm> [Stand: 2011-05-11]

**BCBS** – Basel Committee on Banking Supervision, 2009, Strengthening the resilience of the banking sector, Bank of International Settlements Consultative Document, Basel

**BCBS** – Basel Committee on Banking Supervision, 2010, Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems, Bank of International Settlements Consultative Document, Basel

**BIS** – Bank for International Settlements, 2006, The recent behaviour of financial market volatility, BIS Papers, No. 29, Basel

**Bloomberg**, 2011, Bloomberg Databank, New York

**BMWi-Beirat** – Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie, 2010, Reform von Bankenregulierung und Bankenaufsicht nach der Finanzkrise, Gutachten Nr. 03/10, Berlin

**Bullard, James / Neely, Christopher J. / Wheelock, David C.**, 2009, Systematic Risk and the Financial Crisis. A Primer, in: Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Vol. 91, No. 5, S. 403–417

**Caruana, Jaime**, 2010, Systematic risk: how to deal with it?, Paper for the first international research conference: Challenges to Central Banking in the Context of the Financial Crisis, Bank of International Settlements, Basel

**Cecchini, Paolo / Catinat, Michael / Jacquemin, Alex**, 1988, 1992 – The European Challenge. The Benefits of a Single Market, Vermont

**Charles River Associates**, 2004, An assessment of the extent of an identified need for simplified, standard products, Brüssel

**Deloitte**, 2010, Basel III. Die neuen Baseler Liquiditätsanforderungen, White Paper, No. 37, Düsseldorf

**Demary**, Markus, 2010, The Interplay between output, inflation, interest rates and house prices: international evidence, in: *Journal of Property Research*, Vol. 27, No. 1, S.1–17

**Demary**, Markus / **Gans**, Paul / **Meng**, Rüdiger / **Schmitz-Veltin**, Ansgar / **Voigtländer**, Michael / **Westerheide**, Peter, 2009, Wirtschaftsfaktor Immobilien: Die Immobilienmärkte aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive, in: *Zeitschrift für Immobilienökonomie*, Sonderausgabe 2009

**Demary**, Markus / **Köndgen**, Johannes / **Schindler**, Felix / **Voigtländer**, Michael / **Westerheide**, Peter, 2010, Ein europäischer Binnenmarkt für die Wohnungsbaufinanzierung, Schriftenreihe des Instituts für Städtebau, Wohnungswirtschaft und Bausparwesen, Bd. 73, Berlin

**Deutsche Bundesbank**, 2011a, Bankenstatistik, Februar 2011, Frankfurt am Main

**Deutsche Bundesbank**, 2011b, Kapitalmarktstatistik, Februar 2011, Frankfurt am Main

**DiPasquale**, Denise / **Wheaton**, William C., 1996, *Urban Economics and Real Estate Markets*, Princeton

**Dübel**, Hans-Joachim, 2005, Fixed Rate Mortgages and Prepayment in Europe. A model review and conclusions for the prepayment indemnity model, Berlin

**Duffie**, Darrell / **Eckner**, Andreas / **Horel**, Guillaume / **Saita**, Leandro, 2009, Frailty Correlated Default, in: *Journal of Finance*, Vol. 64, No. 5, S. 2089–2123

**EU-Kommission**, 2005, Hypothekarkredite in der EU, Grünbuch, Brüssel

**EU-Kommission**, 2007, Weißbuch über die Integration der EU-Hypothekarkreditmärkte vom 18.12.2007, Brüssel

**EU-Kommission**, 2011, Vorschlag der Kommission für eine Richtlinie über Wohnimmobilienkreditverträge, KOM(2011)142, Brüssel

**European Covered Bond Council**, 2011, Statistics, URL: <http://ecbc.hypo.org/Content/default.asp?PageID=519> [Stand: 2011-05-05]

**European Securitisation Forum**, 2011, ESF Securitisation Data Report Q1:2011, London

**EWG-Kommission**, 1973, Richtlinie 73/183/EWG des Rates vom 28. Juni 1973 zur Aufhebung der Beschränkungen der Niederlassungsfreiheit und des freien Dienstleistungsverkehrs für selbstständige Tätigkeiten der Kreditinstitute und anderer finanzieller Einrichtungen, Brüssel

**EWG-Kommission**, 1985, Proposal for a Council Directive on the Freedom of Establishment and the Free Supply of Services in the Field of Mortgage Credit (Com (84), 730 final/2), Brüssel

**Expertenkommission Wohnungspolitik**, 1995, Wohnungspolitik auf dem Prüfstand, Tübingen

**EZB** – Europäische Zentralbank, 2009, Housing Finance in the Euro Area, Occasional Paper Series, No. 101, Frankfurt am Main

**EZB**, 2011, Statistical Data Warehouse, URL: <http://sdw.ecb.europa.eu/> [Stand: 2011-05-05]

**Federal Reserve Bank of New York**, 2011, U.S. Credit Conditions, URL: <http://data.newyorkfed.org/creditconditionsmap/> [Stand: 2011-08-10]

**Federal Reserve System**, 2011, Economic Research & Data, URL: <http://www.federalreserve.gov/econresdata/default.htm> [Stand: 2011-08-10]

**FSA** – Financial Services Authority, 2009, Mortgage Market Review, Discussion Paper, No. 09/03, London

**Forum Group on Mortgage Credit**, 2004, The Integration of the EU Mortgage Markets, Report by the Forum Group on Mortgage Credit, Brüssel

**Frenkel**, Michael / **Rudolf**, Markus, 2010, Die Auswirkungen der Einführung einer Leverage Ratio als zusätzliche aufsichtsrechtliche Beschränkung der Geschäftstätigkeiten von Banken, Studie im Auftrag des Bundesverbands Deutscher Banken, Vallendar

**Fritsch**, Michael / **Wein**, Thomas / **Ewers**, Hans-Jürgen, 2007, Marktversagen und Wirtschaftspolitik. Mikroökonomische Grundlagen staatlichen Handelns, München

**Hagen**, Louis, 2008, Die rechtlichen Grundlagen der Pfandbriefemission, in: Verband deutscher Pfandbriefbanken (Hrsg.), Der Pfandbrief. Fakten und Daten zu Europas führendem Covered Bond 2008/2009, Berlin, S. 5–15

**Hartmann-Wendels**, Thomas / **Hellwig**, Martin / **Hüther**, Michael / **Jäger-Ambrożewicz**, Manfred, 2010, Arbeitsweise der Bankenaufsicht vor dem Hintergrund der Finanzmarktkrise, IW-Analysen, Nr. 63, Köln

**Hellwig**, Martin, 2009, Systemic Risk in the Financial Sector. An Analysis of the Subprime-Mortgage Financial Crisis, in: De Economist, Vol. 157, S. 129–208

**Hofer**, Thomas, 2009, Strukturen der Wohneigentumsfinanzierung 2009, Verband deutscher Pfandbriefbanken (Hrsg.), Berlin

**IWF** – Internationaler Währungsfonds, 2008, Global Financial Stability Report. Financial Stress and Deleveraging, Macro-Financial Implications and Policy, Washington D. C.

**IWF**, 2011, United Kingdom: Staff Report for the 2011 Article IV Consultation, Washington D. C.



- Jäger, Manfred / Voigtländer, Michael**, 2006, Immobilienfinanzierung. Hypothekensmärkte und ihre gesamtwirtschaftliche Bedeutung, IW-Analysen, Nr. 22, Köln
- Jäger, Manfred / Voigtländer, Michael**, 2008, Hintergründe und Lehren aus der Subprime-Krise, in: IW-Trends, 34. Jg., Nr. 3, S. 17–29
- Jaschinski, Siegfried**, 2010, Das Ende der stabilen Häuserpreise, in: Financial Times Deutschland, 8. Juli 2010, URL: <http://www.ftd.de/finanzen/immobilien/risiko-immobilienkauf-das-ende-der-stabilen-hauserpreise/50141074.html> [Stand: 2011-8-22]
- Keys, Benjamin J. / Mukherjee, Tanmoy / Seru, Amit / Vig, Vikrant**, 2010, Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 125, No. 1, S. 307–362
- Kiff, John / Mills, John**, 2007, Money for Nothing and Checks for free: recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets, IMF Working Paper, No. WP/08/188, Washington D. C.
- Kirchner, Joachim**, 2006, Wohnungsversorgung für unterstützungsbedürftige Haushalte. Deutsche Wohnungspolitik im europäischen Vergleich, Wiesbaden
- London Economics**, 2005, The Costs and Benefits of Integration of EU Mortgage Markets, Report for European Commission DG-Internal Market and Services, London
- London Economics / Dübel, Achim / Institut für Finanzdienstleistungen**, 2009, Study on the costs and benefits of the different policy options for mortgage credit, Brüssel
- Macromarkets**, 2011, S&P / Case-Shiller Home Price Indices, URL: [http://www.macromarkets.com/real-estate/data\\_download.asp](http://www.macromarkets.com/real-estate/data_download.asp) [Stand: 2011-05-10]
- McFadden, Daniel**, 2006, Free Markets and Fettered Consumers, in: American Economic Review, Vol. 96, No. 1, S. 5–29
- Meister, Edgar / Nehls, Hiltrud**, 2006, Bedeutung des Festzinssystems für die Stabilität von Immobilienmärkten, in: Verband deutscher Pfandbriefbanken (Hrsg.), Immobilien Fact Book 2006, Berlin, S. 6–11
- Mian, Atif / Sufi, Amir**, 2009, The consequences of mortgage credit expansion. Evidence from the 2007 mortgage default crisis, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 124, No. 4, S. 1449–1496
- Miles, David**, 2004, The UK Mortgage Market. Taking a Longer View, London
- Miles, David / Yang, Jing / Marcheggiano, Gilberto**, 2011, Optimal Bank Capital, Bank of England Discussion Paper, No. 31, London
- Modigliani, Franco / Miller, Merton**, 1958, The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, in: American Economic Review, Vol. 48, No. 3, S. 261–297

- Mounfield**, Craig, 2009, Mathematics, Finance and Risk, Cambridge (UK)
- Muellbauer**, John / **Murphy**, Anthony, 1997, Booms and Busts in the UK Housing Market, in: Economic Journal, Vol. 107, No. 445, S. 1701–1727
- OECD** – Organisation for Economic Co-operation and Development, 2005, Recent House Price Developments. The Role of Fundamentals, in: OECD Economic Outlook, No. 78, Paris, S. 123–154
- OECD**, 2011a, House Price Indices, Paris
- OECD**, 2011b, Economic Surveys: United Kingdom, Paris
- Packer**, Frank / **Steuer**, Ryan / **Upper**, Christian, 2007, The Covered Bond Market, in: BIS Quarterly Review, September 2007, S. 43–55
- Renaud**, Bertrand, 1995, The 1985–94 Global Real Estate Cycle. Its Causes and Consequences, Worldbank Policy Research Working Paper, No. 1452, Washington D. C.
- Roy**, Friedemann, 2008, Mortgage Markets in Central and Eastern Europe. A Review of Past Experiences and Future Perspectives, in: European Journal of Housing Policy, Vol. 8, No. 2, S. 133–160
- Shiller**, Robert J., 2005, Irrational Exuberance, Princeton
- SIFMA** – Securities and Financial Markets Association, 2011, Statistics – US Mortgage-Related Issuance, URL: <http://www.sifma.org/research/statistics.aspx> [Stand: 2011-05-20]
- Sorensen**, Peter, 2006, Danish mortgage bonds. The cost of the prepayment option, Vortrag anlässlich eines Seminars zum Thema „Fixed Rate Mortgages and early repayment in Europe“ in Brüssel am 24. März 2006
- Stöcker**, Otmar M., 2007, Real estate liens as security for cross-border property finance. The Eurohypotheck, a security instrument with real prospects, in: Revista crítica de derecho inmobiliario, Vol. 83, No. 703, S. 2255–2277
- SVR** – Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, 2008, Die Finanzkrise meistern – Wachstumskräfte stärken, Jahresgutachten 2008/09, Wiesbaden
- Tsatsaronis**, Kostas / **Zhu**, Haibin, 2004, What drives housing price dynamics: cross-country evidence, in: BIS Quarterly Review, March 2004, S. 65–78
- vzbv** – Verbraucherzentrale Bundesverband, 2011, Kreditverträge zur Finanzierung von Wohnimmobilien. Kurzbewertung der EU-Richtlinie, URL: [http://www.vzbv.de/start/index.php?page=themen&bereichs\\_id=3&themen\\_id=10&dok\\_id=1010&task=dok](http://www.vzbv.de/start/index.php?page=themen&bereichs_id=3&themen_id=10&dok_id=1010&task=dok) [Stand: 2011-8-22]

**White**, Lawrence J., 2005, On Truly Privatizing Fannie Mae and Freddie Mac. Why it's important and how to do it, Vortrag auf der Konferenz „Fixing the Housing Finance System“, Wharton School, University of Pennsylvania, 26.–27. April 2005

**Winkler**, Bodo, 2006, Der Pfandbriefmarkt 2005/2006, in: Verband deutscher Pfandbriefbanken (Hrsg.), Der Pfandbrief 2006. Fakten und Daten zu Europas führendem Covered Bond, Berlin, S. 6–13

**Zeitler**, Franz-Christoph, 2011, Die „final rules“ – was bedeutet Basel III für die deutschen Kreditinstitute?, DSGV-Vorständetagung „Märkte und Strategien“, Panel II: Der regulatorische Rahmen, Rede des Vizepräsidenten der Deutschen Bundesbank, gehalten am 27. Januar 2011, Berlin

## Kurzdarstellung

Die jüngste Finanzmarktkrise hat deutlich gemacht, wie eng die Verbindung zwischen Immobilienfinanzierung, Immobilienmarkt und Finanzmarkt ist. Die Immobilienmärkte in den einzelnen Volkswirtschaften reagierten jedoch sehr unterschiedlich auf Zinsveränderungen und andere makroökonomische Entwicklungen. Während sich das Vereinigte Königreich und Spanien von den US-amerikanischen Problemen anstecken ließen, erwies sich der deutsche Immobilienmarkt als überaus stabil. Generell ist das Vorsichtsprinzip in der deutschen Immobilienfinanzierung dominant, was sich beruhigend auf den Markt auswirkt. Besonders der hohe Anteil an festverzinslichen Darlehen und die konsequente Einforderung von vergleichsweise viel Eigenkapital reduzieren die Kreditrisiken. Die vereinbarten Regulierungen des Bankensektors – allgemein als Basel III bezeichnet – können paradoxerweise dazu führen, dass positive Eigenschaften des deutschen Marktes verloren gehen. Beispielsweise könnten sich langfristige Darlehen gegenüber kurzfristigen deutlich verteuern. Eine Ausweitung variabler Darlehen würde die Zinsrisiken an die privaten Haushalte übertragen und die Anfälligkeit des Immobilienmarktes für Kapitalmarktveränderungen erhöhen. Dies würde die Volatilität der Immobilienpreise erhöhen.

## Abstract

The recent crisis in financial markets has made clear how closely real estate financing and the property and financial markets are linked. However, the crisis also shows that the property markets in the various national economies react very differently to changes in interest rates and other macroeconomic developments. Whilst the UK and Spain were soon infected by the problems in the USA, the German property market proved extremely stable. The first rule of the German property financing is generally caution, and this has a calming effect on the market. The high proportion of fixed-interest loans and insistence on relatively high down payments are particularly effective in reducing credit risks. Paradoxically, the newly agreed regulations for the banking sector – commonly known as Basle III – may lead to Germany forfeiting these positive features of its market. For example, long-term loans could become significantly more expensive than short-term ones. A greater prevalence of loans with variable interest rates would transfer the interest-rate risk to private households and increase the property market's susceptibility to changes in the capital markets, thus increasing the volatility of property prices.

## Die Autoren

Dr. rer. pol. **Ralph Henger**, geboren 1976 in Köln; Studium der Volkswirtschaftslehre in Erlangen-Nürnberg und München sowie Promotion in Göttingen; seit 2010 im Institut der deutschen Wirtschaft Köln, Economist im Kompetenzfeld „Immobilienökonomik“.

Prof. Dr. rer. pol. **Michael Voigtländer**, geboren 1975 in Leverkusen; Studium der Volkswirtschaftslehre in Münster und Köln sowie Promotion in Köln; seit 2005 im Institut der deutschen Wirtschaft Köln, Senior Economist und Leiter des Kompetenzfelds „Immobilienökonomik“; zudem Dozent für Immobilienökonomie an der EBS Universität für Wirtschaft und Recht, an der IREBS International Real Estate Business School der Universität Regensburg, der Bergischen Universität Wuppertal und der Akademie deutscher Genossenschaften sowie seit 2011 Honorarprofessor für Volkswirtschaftslehre an der Hochschule Bonn-Rhein-Sieg.

## **Positionen – Beiträge zur Ordnungspolitik**

---

**In der Reihe IW-Positionen – Beiträge zur Ordnungspolitik aus dem Institut der deutschen Wirtschaft Köln sind erschienen:**

Christina Anger / Axel Plünnecke

### **Frühkindliche Förderung**

Ein Beitrag zu mehr Wachstum und Gerechtigkeit

IW-Positionen 35, 2008, 44 Seiten, 11,80 €

Hubertus Bardt

### **Sichere Energie- und Rohstoffversorgung**

Herausforderung für Politik und Wirtschaft?

IW-Positionen 36, 2008, 44 Seiten, 11,80 €

Holger Schäfer

### **Die soziale Grundsicherung in Deutschland**

Status quo, Reformoptionen und Reformmodelle

IW-Positionen 37, 2008, 64 Seiten, 11,80 €

Jürgen Matthes

### **Die Rolle des Staates in einer neuen Weltwirtschaftsordnung**

Eine ordnungspolitische Rückbesinnung

IW-Positionen 38, 2009, 44 Seiten, 11,80 €

Berthold Busch

### **Der EU-Binnenmarkt**

Anspruch und Wirklichkeit

IW-Positionen 39, 2009, 52 Seiten, 11,80 €

Helmut E. Klein / Oliver Stettes

### **Reform der Lehrerbeseftigung**

Effizienzpotenziale leistungsgerechter Arbeitsbedingungen

IW-Positionen 40, 2009, 68 Seiten, 11,80 €

Klaus-Heiner Röhl / Peggy von Speicher  
**Ostdeutschland 20 Jahre nach dem Mauerfall**

Ist die Investitionsförderung Triebfeder von Industriewachstum und regionaler Entwicklung?

IW-Positionen 41, 2009, 52 Seiten, 11,80 €

Hubertus Bardt

### **Grundzüge einer effizienten Klimapolitik**

IW-Positionen 42, 2009, 64 Seiten, 11,80 €

Christian Hollmann / Michael Neumann / Jörg Schmidt / Dirk Werner

### **Perspektiven der dualen Berufsausbildung**

Höhere Qualität und Effizienz durch mehr Flexibilisierung und Durchlässigkeit

IW-Positionen 43, 2010, 78 Seiten, 11,80 €

Oliver Stettes

### **Effiziente Personalpolitik bei alternden Belegschaften**

IW-Positionen 44, 2010, 60 Seiten, 11,80 €

Hubertus Bardt

### **Energieversorgung in Deutschland**

Wirtschaftlich, sicher und umweltverträglich

IW-Positionen 45, 2010, 58 Seiten, 11,80 €

Klaus-Heiner Röhl

### **Der deutsche Wagniskapitalmarkt**

Ansätze zur Finanzierung von Gründern und Mittelstand

IW-Positionen 46, 2010, 56 Seiten, 11,80 €

Christiane Konegen-Grenier

### **Regulierung der Hochschulautonomie**

IW-Positionen 47, 2010, 54 Seiten, 11,80 €

Oliver Koppel

### **Patente**

Unverzichtbarer Schutz des geistigen Eigentums in der globalisierten Wirtschaft

IW-Positionen 48, 2011, 48 Seiten, 11,80 €

Ralph Brügelmann / Winfried Fuest

### **Reform der Gemeindefinanzen**

Ein Vorschlag zum Ersatz der Gewerbesteuer

IW-Positionen 49, 2011, 40 Seiten, 11,80 €

Dominik H. Enste / Michael Hüther

### **Verhaltensökonomik und Ordnungspolitik**

Zur Psychologie der Freiheit

IW-Positionen 50, 2011, 84 Seiten, 11,80 €

Die Reihe ist im Fortsetzungsbezug zu Sonderkonditionen erhältlich.  
Bestellungen über [www.iwmedien.de/books](http://www.iwmedien.de/books)