

Maier, Andreas

Working Paper

Immobilienverzehrprodukte: Potenzielle Profiteure und Nachfragehemmnisse

Thünen-Series of Applied Economic Theory - Working Paper, No. 115

Provided in Cooperation with:

University of Rostock, Institute of Economics

Suggested Citation: Maier, Andreas (2010) : Immobilienverzehrprodukte: Potenzielle Profiteure und Nachfragehemmnisse, Thünen-Series of Applied Economic Theory - Working Paper, No. 115, Universität Rostock, Institut für Volkswirtschaftslehre, Rostock

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/39762>

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.

Thünen-Series of Applied Economic Theory
Thünen-Reihe Angewandter Volkswirtschaftstheorie

Working Paper No. 115

**Immobilienverzehrprodukte: Potenzielle Profiteure und
Nachfragehemmnisse**

von

Andreas Maier

Universität Rostock

Wirtschafts- und Sozialwissenschaftliche Fakultät
Institut für Volkswirtschaftslehre
2010

Immobilienverzehrprodukte: Potenzielle Profiteure und Nachfragehemmnisse

Andreas Maier

11. März 2010

Zusammenfassung

In der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur wird das ökonomische Potenzial von Immobilienverzehrprodukten vielseitig diskutiert. Obwohl diesen Produkten aus wohlfahrts-theoretischen Gesichtspunkten eine hohe Bedeutung beigemessen wird, zeigt die empirische Evidenz, dass die Nachfrage weit hinter den Erwartungen zurückbleibt. Die neoklassischen Ansätze können die Diskrepanz zwischen tatsächlicher und potenzieller Nachfrage teilweise erklären, zum besseren Verständnis ist es jedoch notwendig auch auf verhaltenswissenschaftliche Theorien zurückzugreifen. In der nachfolgenden Arbeit werden unterschiedliche Theorien vorgestellt und ein Beitrag zur Erklärung der Diskrepanz zwischen potenzieller und tatsächlicher Nachfrage in Deutschland geleistet. Dazu wurde eine direkte Befragung mit Interessenten und Rentenbeziehern durchgeführt. Die Untersuchung gibt erste empirische Evidenz über die sozioökonomischen Charakteristika, Nachfragehemmnisse und Präferenzen von potenziellen Profiteuren in Deutschland. Die daraus gewonnenen Erkenntnisse ermöglichen es Investoren, bedarfsgerechte Produkte zu entwickeln. Dies ist der Diffusion von Immobilienverzehrprodukten dienlich.

JEL Klassifikation: G1, G2, J1, R2

Schlüsselwörter: Leibrenten, Reverse Mortgage, Wohneigentum, Demografischer Wandel.

1 Einleitung

In vielen Ländern etablieren sich Instrumente, die es ermöglichen, das Wohneigentum als Alterssicherungsinstrument zu nutzen. Während in den Vereinigten Staaten, Großbritannien, Teilen Europas und anderen Ländern der Stellenwert von Immobilienrenten bzw. Immobilienverzehrprodukten in der Alterssicherung stetig zunimmt, entwickelt sich der Markt in Deutschland noch recht zögerlich. Dabei zeichnet sich gerade in Deutschland, aufgrund des demografischen Wandels, die Notwendigkeit ab, das staatliche Rentensystem durch neue Produkte zu entlasten.

Immobilienrenten grenzen sich positiv gegenüber anderen Alterssicherungsprodukten ab, weil dort keine zusätzliche Sparleistung erforderlich ist, um ein Ruhestandseinkommen zu generieren. Das Vermögen ist bei Renteneintritt bereits in der Immobilie gebunden und muss lediglich in einen Zahlungsstrom konvertiert werden. Durch innovative Finanzprodukte wie Umkehrhypotheken (Reverse Mortgages) oder konventionelle Produkte wie Leib- und Zeitrenten (Home Reversion) wird das in der Immobilie gebunden Kapital liquidiert, den Rentnerhaushalten eine Erhöhung ihres Einkommens im Ruhestand und eine Absicherung gegen diverse biometrische Risiken ermöglicht.

Bei einer Reverse Mortgage wird die Immobilie mit einem Kredit belastet, der entweder als Annuität, als Einmalzahlung oder als Kreditlinie an den Rentnerhaushalt ausgezahlt wird. Das Eigentum an der Immobilie bleibt beim Ruheständler, eine Rückzahlung des Kredits erfolgt am Ende der Vertragslaufzeit. Leib- und Zeitrenten weisen hinsichtlich ihrer Auszahlungsoptionen bedeutende Parallelen zu Umkehrhypotheken auf. Sie unterscheiden sich jedoch dahingehend, dass das Eigentum an der Immobilie unmittelbar an den Investor übergeht. Beide Mechanismen ermöglichen älteren Wohneigentümern den Zugang zu ihrem Immobilienvermögen und erhöhen ihre Liquidität. So können Wohneigentümer ihr Portfolio diversifizieren, anstatt einen bedeutenden Anteil ihres Vermögens in einer einzigen, nicht-diversifizierten und daher riskanten Anlage zu halten.

Ein weiterer wohlfahrtssteigernder Effekt von Immobilienrenten liegt darin, dass der Konsum von älteren Wohneigentümern gesteigert werden kann, ohne einen Umzug notwendig zu machen. Dadurch können ältere Haushalte finanziell unabhängig bleiben und vermeiden die monetären und psychischen Kosten, welche durch einen Umzug entstehen. Der Verbleib im eigenen Haus räumt den Eigentümern zudem eine Versicherung gegen Fluktuationen der Wohnungsmiete ein (vgl. Sinai/Souleles (2005), S.1).

Darüber hinaus können Immobilienrenten eine entscheidende Bedeutung bei den Erbschaften einnehmen, weil den Hinterbliebenen die Möglichkeit eingeräumt wird, einen Teil des Immobilienvermögens in liquider Form zu erben. Des Weiteren wird durch die Verrentung der Immobilie sowohl das Risiko einer ungewollten Erbschaft vermindert als auch lebenslange Einkommenssicherheit geschaffen. Allerdings kann sich der Immobilienverzehr auch negativ auf potenzielle Erben auswirken, weil sich das Erbschaftsvolumen verringert. Dem steht entgegen, dass manche Erben ihre Eltern hinsichtlich medizinischer Versorgung oder anderer Konsumausgaben finanziell unterstützen oder nicht-pekuniäre Leistungen wie Pflegedienste erbringen müssen. Sie werden durch eine Liquidation der Immobilie entlastet.

Ein weiterer gesellschaftlicher Nutzen liegt darin, dass älteren Personen ermöglicht wird, in ihrer Immobilie verweilen zu können, diese somit nicht in eine Pflegeeinrichtung ziehen müssen. Dies kann Druck von den Sozialsystemen nehmen. Darüber hinaus können die Einkünfte aus einer Immobilienrente derzeitige und zukünftige Konsumbedürfnisse befriedigen und einkommensarme Haushalte subventionieren. Auch können die Mittel aus der Immobilienrente zur Sanierung der Wohnimmobilie beitragen und diese für Personen mit einer eingeschränkten Mobilität oder anderen Behinderungen zugänglicher machen. Dies erhöht die gesellschaftliche und private Wohlfahrt.

Trotz der Vielzahl an wohlfahrtsteigernden Effekten von Immobilienrenten bleibt die Nachfrage in Deutschland noch hinter den Erwartungen zurück. Diese Diskrepanz zeigt den Forschungsbedarf für Deutschland. Nachfolgend wird in Kapitel zunächst auf theoretische und empirische Studien eingegangen, die unterschiedliche Erklärungen für diesen Sachverhalt geben können. Anschließend wird in Kapitel 3 anhand einer direkten Befragung von Wohneigentümern überprüft, welche Faktoren maßgeblich die Entscheidung beeinflussen, sich für oder gegen eine Verrentung der Immobilie zu entscheiden. Kapitel 4 schließt mit einer Zusammenfassung der Ergebnisse.

2 Literaturüberblick

2.1 Theoretische Ansätze

Die wirtschaftswissenschaftliche Forschung hat sich intensiv mit dem Vermögensverzehr in der Ruhestandsphase auseinandergesetzt. Da eine der bedeutsamsten wirtschaftlichen Entscheidungen von Haushalten in der Verteilung des verfügbaren Einkommens in Konsum und Sparen liegt, ist eine umfangreiche, weit in die Vergangenheit zurückreichende Literatur

zu dieser Thematik vorzufinden. In diesen theoretischen Rahmen lässt sich die Forschung zur Nachfrage nach Immobilienrenten einordnen.

Die Lebenszyklushypothese von Modigliani/Brumberg (1954) hebt erstmalig den Auf- und Abbau von Vermögen im Lebenszyklus hervor. Sie postuliert, dass rationale Individuen während ihres Arbeitslebens, durch die Bildung von Ersparnissen, Vermögen aufbauen und dieses zur Ruhestandesfinanzierung im Alter nutzen. Hierunter sind auch die Immobilienvermögen zu zählen. Die Lehrbuchversion der Lebenszyklushypothese wird demnach durch eine einfache aber starke Prädiktion charakterisiert. Personen bauen bis zum Eintritt in den Ruhestand Vermögen auf und konsumieren dieses vollständig in der Rentenphase (vgl. Modigliani (1966), S.160f.). Hierunter sind auch die Immobilienvermögen zu zählen. Dieser theoretischen Überlegung zufolge, sollten Reverse Mortgages und Leibrenten eine wesentliche Bedeutung in den Portfolios der Rentner einnehmen.¹ Die empirische Evidenz legt allerdings dar, dass die Nachfrage nach Immobilienverzehrprodukten hinter den Erwartungen zurückbleibt, somit das Verhalten vieler sozioökonomischer Gruppen durch das Lebenszyklusmodell nicht ausreichend beschrieben werden kann. Moderne Studien liefern unterschiedliche Ansätze, welche die Abweichung zwischen theoretischer und tatsächlicher Nachfrage erklären.

Börsch-Supan/Stahl (1991) begründen eine geringe Nachfrage durch eingeschränkte Konsummöglichkeiten bei sehr alten Haushalten in Kombination mit hohen, sicheren Ruhestandseinkommen. Aus ihrem Modell lassen sich zwei zentrale Aussagen zur Nachfrage nach Immobilienverzehrprodukten ableiten: Einerseits wird eine Eingrenzung des potenziellen Marktes für Immobilienrenten postuliert, weil ein Großteil der älteren Bevölkerung nicht auf weitere Einkommen angewiesen ist. Die Menschen sind nicht in der Lage bzw. willens dieses zu konsumieren. Besonders die älteren Alten könnten aufgrund von zunehmend eingeschränkten Konsummöglichkeiten davon betroffen sein (vgl. Börsch-Supan/Stahl (1991), S.253). Andererseits kann aus dem Modell geschlossen werden, dass der Vermögensabbau bereits in den jungen Jahren des Ruhestandes vonstattengehen sollte, was eine Verschuldung in Form von Umkehrhypotheken oder den Verkauf der Immobilie auf Leibrentenbasis nicht ausschließt. Ungewollte Erbschaften können so vermieden werden. Unbeachtet bleibt in der modelltheoretischen Analyse jedoch, dass die Vermögen möglicherweise nicht abgebaut werden, weil sie als Absicherung gegen zukünftige Risiken agieren.

¹ Als erster zeigte Yaari (1965) die besondere Bedeutung von Annuitäten in der Rentenphase. Eine neuere Untersuchung zu dieser Thematik führten Davidoff, Brown und Diamond (2005) durch.

Existieren Unsicherheiten über die zukünftige Entwicklung bestimmter Einflussgrößen, die nicht vollständig durch geeignete Versicherungsverträge vermieden werden können, treten Veränderungen im Konsumverhalten der Individuen auf. Dieser Sachverhalt liegt nicht im Fokus der deterministischen Lebenszyklushypothese (vgl. Börsch-Supan (2005), S.451). Eine denkbare Möglichkeit diesen Risiken zu begegnen stellen Rücklagen, z.B. in der Form von Immobilienvermögen, dar. Da der Nutzen des Erwartungswerts bei risikoaversen Individuen höher ist als der Erwartungsnutzen, werden Risiken durch die Bildung von Rücklagen erst dann abgedeckt, wenn die Vermögen höher sind als von der Lebenszyklushypothese vorausgesetzt. Studien von Zeldes (1989), Kimball (1990) und Lusardi (1997) zeigen, dass für die Höhe der Rücklagen der Grad der Risikoscheue von Individuen entscheidend ist. Je höher die Risiken sind, denen Individuen ausgesetzt sind, desto höher fallen auch die Rücklagen aus. Demnach kann für risikoscheue Haushalte das im Wohneigentum gebundene Vermögen eine letzte Finanzierungsquelle darstellen, deren Verwendung sich an besondere Notlagen knüpft (vgl. Leviton (2001), S.10). Existieren keine geeigneten Versicherungsprodukte könnte das Immobilienvermögen daher nur im Notfall abgebaut werden.

Allerdings können lebenslange Auszahlungen aus Immobilienverzehrprodukten einen wesentlichen Beitrag zur Reduktion von biometrischen Risiken leisten, da Individuen die Möglichkeit eingeräumt wird, sich vollständig gegen das Risiko der Langlebigkeit zu versichern. Die besondere Bedeutung von Leibrenten in der Ruhestandsfinanzierung wurde erstmals von Yaari (1965) belegt. Der Autor zeigt, dass Konsumenten bei einer unsicheren Lebenserwartung ihr komplettes Vermögen in Annuitäten umschichten. Dieses Vorgehen ermöglicht ihnen, sich vollständig gegen das Risiko der Langlebigkeit zu versichern. Ein unsicherer Todeszeitpunkt hat in diesem Fall keinen Einfluss auf die Konsum-Spar-Entscheidung der Individuen, eine Rücklagenbildung wird obsolet. Diesen theoretischen Überlegungen zufolge stellen Annuitäten in der Altersvorsorge ein geeignetes Instrument zur Risikoverminderung dar. Produkte wie Leibrenten und lebenslange Reverse Mortgages sollten demnach eine wesentliche Bedeutung in den Portfolios von risikoaversen Rentnern einnehmen (vgl. Lang (1998), S.148f.).

Kritisch muss jedoch angemerkt werden, dass Yaaris Ergebnis auf sehr restriktiven Annahmen beruht. Während der Autor plausibel erklärt, warum die Grundaussagen des Modells nicht von den starken Annahmen abhängig sind, ist die allgemeine Gültigkeit der Resultate nicht unbestritten. Ein kritischer Punkt ist die Annahme vollkommener und vollständiger Märkte. So argumentiert z.B. Caplin (2000), dass der Abschluss einer Immobilienrente nicht optimal sein kann, falls die Konvertierung des Immobilienkapitals hohe Transaktionskosten

hervorrufen und das Risiko besteht, die Immobilie in absehbarer Zukunft verkaufen zu müssen, um einen Platz im Pflegeheim zu finanzieren.

In neueren Studien konnte jedoch gezeigt werden, dass eine vollständige Konvertierung des Vermögens in Annuitäten auch unter allgemeineren Bedingungen angestrebt wird. Davidoff et al. (2005) differenzieren dabei zwischen vollständigen und unvollständigen Märkten. Die Autoren zeigen zunächst für vollständige Märkte, dass Yaaris (1965) Postulat auch unter weniger restriktiven Annahmen gültig ist. In ihrem Modell reicht, bei rationalen Individuen und der Nichtexistenz von Vererbungsmotiven, die günstigere Rendite-Risiko-Relation von Annuitäten gegenüber vergleichbaren Anlagen aus, um eine ausnahmslose Verrentung des akkumulierten Kapitals zu generieren.² Dieses Ergebnis lässt sich anhand eines einfachen Beispiels veranschaulichen. Dazu sei von einer Person ohne Vererbungsmotiv ausgegangen, welche ihren Konsum zu zwei Zeitpunkten betrachtet:

Falls das Individuum 100.000€ in eine festverzinsliche Anlage mit 3,5% Rendite (r) investiert, stehen diesem in der Folgeperiode 103.500€ zur Verfügung. Wandelt das Individuum den Betrag jedoch in eine lebenslange Annuität um und liegt die Überlebenswahrscheinlichkeit des Individuums bei 97%, dann zahlt die Versicherung einen Betrag in Höhe von $100.000€(1+r)/0,97 = 106.700€$ aus.³ Demnach erzielt eine Leibrente eine höhere Rendite als eine alternative Anlage derselben Risikoklasse. Diese zusätzliche Rendite wird als „mortality premium“ bzw. „mortality credit“ bezeichnet. Sie wird dem Rentennehmer ausgezahlt, um diesen für den Verlust der Eigentumsrechte nach dem Tod zu kompensieren. Somit stellt für solche Konsumenten eine Annuität die dominierende Anlageform dar, welche nach ihrem Tod keinen Nutzen aus dem Vermögen ziehen. Demnach sollten Individuen ohne Vererbungsmotiv ihre kompletten Vermögen in Annuitäten investieren.⁴

Darüber hinaus kann an diesem Beispiel verdeutlicht werden, dass eine Versicherung durch Annuitäten auch dann optimal sein kann, wenn diverse Kosten die Rendite einer Annuität schmälern, d.h. die Prämien nicht aktuariell fair sind. Dazu muss lediglich die Nettorendite der Annuität höher sein als die Rendite einer Anlage mit gleichem Risiko. Anknüpfend an das obige Beispiel, verändern Kosten bzw. ein Ertragsrückgang von unter $106.700€ - 103.500€ = 3.200€$ p.a. das obige Ergebnis nicht. Die Annuität verbleibt die dominierende Anlageform,

² Das Ergebnis entspricht Yaaris (1965) Postulat, jedoch ohne ein kompliziertes Modell unter den Annahmen der exponentiellen Diskontierung, intertemporalen Separabilität, aktuariell fairen Prämien oder die Erwartungsnutzentheorie zu verwenden (vgl. Davidoff et al. (2005), S.1574).

³ Die unterstellte Überlebenswahrscheinlichkeit entspricht in Deutschland einem 62-jährigen Mann.

⁴ Das Kriterium der Dominanz ist jedoch von der gleichen Liquidität der annuitisierten und der nicht-annuitisierten Anlage abhängig (vgl. Davidoff et al. (2005), S.1573).

eine Vollversicherung durch Annuitäten ist auch dann optimal. Sollten die anfallenden Kosten durch die „mortality premium“ jedoch nicht vollständig abgedeckt werden, kann dies die Nachfrage reduzieren.

Auch kann ein fehlender Wettbewerb unter den Anbietern die Rendite einer Annuität schmälern und damit die optimal nachgefragte Menge verringern. Eine zunehmende Zahl an Anbietern und der damit einhergehende stärkere Wettbewerb sollten die Renditen von Immobilienrenten jedoch zumindest langfristig ansteigen lassen (vgl. Shiller/Weiss (1998), S.12). Nichtsdestotrotz können diese Marktunvollkommenheiten ein Hindernis für das Wachstum des Marktes darstellen (vgl. Mitchell/Piggott (2004), S.27). Für gewisse Bevölkerungsgruppen werden Immobilienrenten dadurch weniger interessant. Jedoch zeigen Rothschild/Stiglitz (1976) und Mitchell et al. (1999), dass der Kauf einer Leibrentenversicherung auch bei nicht aktuariell fairen Prämien zweckmäßig sein kann, wie z.B. für außerordentlich langlebige oder sehr risikoscheue Personen. In diesen Modellen steigt die Nachfrage nach Versicherung mit dem Grad der Risikoaversion der Individuen an.

Im weiteren Vorgehen führen Davidoff et al. (2005) unterschiedliche Simulationen durch. Die Simulationen lassen erkennen, dass bei unvollständigen Märkten und der Existenz von Vererbungsmotiven nur ein Teil des Vermögens in Leibrenten investiert wird. Präferieren die Individuen z.B. einen steigenden Konsumpfad im Lebenszyklus, stehen jedoch lediglich Annuitäten mit einem konstanten Auszahlungsstrom zur Verfügung, schmälert dies den Wert einer Annuität. Auch nicht versicherbare Risiken wie Krankheiten oder andere unsichere Ereignisse, wie nicht antizipierte Inflation, können die optimal nachgefragte Menge reduzieren. Da die zukünftigen Zahlungsströme einer Annuität nicht zu jedem beliebigen Zeitpunkt handelbar sind, werden Wertpapiere nun nicht mehr strikt von Annuitäten dominiert, eine Vollversicherung ist in diesem Fall nicht optimal.⁵

Zu einem ähnlichen Ergebnis kommen Sinclair/Smetters (2004). Sie analysieren, welchen Einfluss nicht-antizipierbare gesundheitliche Schocks auf die Nachfrage nach Leibrenten haben. Eine schlechte Gesundheit wirkt sich in ihrer theoretischen Analyse negativ auf die Lebenserwartung aus und erhöht die Kosten für medizinische Dienstleistungen. Die Nachfrage nach Annuitäten geht zurück, weil ein konstanter Zahlungsstrom die zunehmenden Kosten für Pflege und Gesundheit im Alter nicht vollständig abdeckt. Zudem kommen die Autoren zu dem Ergebnis, dass eine niedrigere Überlebenswahrscheinlichkeit den Wert einer Annuität schmälert.

⁵ Wertpapiere stehen in einer substitutionalen Beziehung zu Annuitäten und sind zu jedem beliebigen Zeitpunkt handelbar.

Andere Studien begründen eine geringe Nachfrage durch Familien und Erbschaftsmotive, da die Sicherung binnen der Familie eine Alternative zur Versicherung gegen das Langlebighkeitsrisiko durch Annuitäten darstellt. So zeigen Kotlikoff/Spivak (1981), dass Familien, auch bei komplett egoistischem Handeln der Familienangehörigen,⁶ einen aktuariell fairen Annuitätenmarkt teilweise substituieren können. Dazu müssen die Familienmitglieder lediglich Abmachungen zur impliziten Aufteilung von Konsum und Erbschaften treffen (vgl. Kotlikoff/Spivak (1981), S.374). Dieses Ergebnis lässt sich für ein Ehepaar, im Hinblick auf die Kapitalverzehrproblematik, anhand eines einfachen Beispiels aufzeigen:

Bestehen für jeden der beiden Ehepartner lediglich zwei Ausprägungen hinsichtlich ihrer Lebenserwartung, d.h. sie leben entweder über- oder unterdurchschnittlich lange, wird das gemeinsame Kapital nur dann vorzeitig aufgebraucht, wenn beide Parteien besonders lange leben.⁷ Demnach ist von vier denkbaren Ausprägungen lediglich eine Situation risikobehaftet. Darüber hinaus zeigen Kotlikoff/Spivak (1981), dass Familien mit nur vier Angehörigen 70 Prozent eines vollkommenen Annuitätenmarktes ersetzen können (vgl. Kotlikoff/Spivak (1981), S.383f.). Verstirbt ein Familienmitglied frühzeitig, sind die anderen Familienmitglieder durch das vererbte Vermögen versorgt. Diese Ergebnisse deuten darauf hin, dass der Nutzen von Leibrenten und Reverse Mortgages für alleinstehende Personen, die zudem in Einpersonenhaushalten leben, höher sein kann als für Familien.

Auch intergenerative Transfers können einen Einfluss auf die Nachfrage nach Leibrenten bzw. Reverse Mortgages nehmen, da eine Entnahme aus dem Immobilienvermögen ein mögliches Erbe schmälert. Die klassischen Ansätze nach Becker (1974) und Barro (1974) gehen von altruistischen Motiven der Eltern aus. In diesen Modellen findet die Nutzenfunktion der Kinder in der Nutzenfunktion der Eltern Berücksichtigung. Intergenerative Zahlungen finden statt, bis der Grenznutzen aus dem Konsum der Eltern dem der Nachfahren entspricht. Durch vererbte Vermögen und Schenkungen werden Ungleichheiten bei den Einkommen der Nachfahren ausgeglichen (vgl. Becker (1974), S.1091; Wilhelm (1996), S.874). Diese Überlegungen bilden die theoretische Basis dafür, warum Vermögen im Rentenalter nicht vollständig abgebaut werden. Sogar ein weiterer Aufbau der Vermögen durch Ersparnisbildung ist demnach möglich. Jedoch kritisiert Feldstein (1978), dass der Einbezug der Nutzenfunktion der Nachfahren in die Nutzenfunktion der Eltern keine hinreichende Bedingung darstellt, Erbschaften zu hinterlassen, weil die Erben

⁶ Die jeweiligen intertemporalen Nutzenfunktionen der Verwandten definieren sich in diesem Modell nur über den individuellen Konsum.

⁷ Die Ehepartner verfügen im Modell über identische Anfangsvermögen und Überlebenswahrscheinlichkeiten.

durch einen möglichen Produktivitätszuwachs in der Zukunft ein höheres permanentes Einkommen erfahren können. In diesem Fall würde das Erbschaftsvolumen sogar negativ (vgl. Reil-Held (2003), S.9). Zahlungen würden dann von den Kindern an die Eltern fließen.⁸ Auch sind Investitionen in das Humankapital der Kinder den altruistischen Transfermotiven zuzurechnen (vgl. Sexauer (2004), S.39). So kann das Studium oder die Karriere der Nachfahren durch Immobilienverzehrpläne finanziert werden, was das Erbe mindert, jedoch im Einklang zum intergenerativen Altruismus steht.

Darüber hinaus existieren psychologische Ansätze, die davon abgehen, dass sich Individuen so verhalten, wie in diesen komplizierten Optimierungsmodellen postuliert wird (vgl. Börsch-Supan (2000), S.3). Gegen die Verwendung von Optimierungsmodellen zur Erklärung des Vermögensabbaus im Alter spricht, dass die Berechnung eines optimalen Konsumpfades selbst für geschulte Ökonomen schwer durchzuführen ist. So zeigen Rodepeter/Winter (1998) für Deutschland, dass das Einkommen im Lebenszyklus durch nicht prognostizierbare exogene Ereignisse determiniert wird, das Optimierungsproblem numerisch lediglich durch die Verwendung von Computern zu lösen ist. Darüber hinaus durchlaufen Personen den Lebenszyklus nur ein einziges Mal, die Möglichkeiten eine optimale Vermögensplanung zu erlernen sind daher sehr begrenzt. Im Kontext von Leibrenten verweist Brown (2007) darauf, dass eine optimale Finanzplanung über die Sparproblematik hinausgeht und eine optimale Konsumplanung erforderlich macht. Dies setzt das Verständnis von komplizierten Finanzprodukten voraus (vgl. Brown (2007), S.2).

Eine Option, das Konsum- bzw. Sparverhalten im Lebenszyklus zu optimieren, besteht jedoch im Lernen von anderen Personen, d.h. von Vorbildern oder Experten, oder durch die Verwendung bestimmter Regeln. Diverse Kritiker der neoklassischen Ansätze, darunter sind als einflussreichste Vertreter Shefrin und Thaler zu nennen, gehen von Heuristiken und Faustregeln aus, um die Voraussagen der Lebenszyklushypothese zu festigen, und verweisen auf die Existenz von beschränkt rational handelnden Individuen.⁹ Eine theoretische Fundierung finden diese verhaltensorientierten Ansätze in der behavioralistischen Lebenszyklushypothese von Shefrin/Thaler (1988). Dabei wird die Lebenszyklushypothese um die Konzeption der Selbstkontrolle erweitert. Im Zentrum der Modellierung steht, dass außer der finanziellen Fähigkeit auch die psychische Bereitschaft zum Auf- bzw. Abbau von Vermögen bestehen muss (vgl. Shefrin/Thaler (1988); Thaler/Shefrin (1981)).

⁸ Beispielsweise ist eine Staatsverschuldung als negative Erbschaft anzusehen.

⁹ Leinert (2005) merkt an, dass beschränkte Rationalität den begrenzten intellektuellen Fähigkeiten von menschlichen Wesen zugeschrieben werden kann.

Demnach könnten Vermögen aus dem Immobilienbestand nur im äußersten Notfall verzehrt, hingegen Entnahmen aus dem Geldvermögen als unproblematisch eingeschätzt werden. Zudem könnten bei älteren Haushalten selbstgeschaffene Liquiditätsbeschränkungen vorherrschen, weil sich diese als Regel setzen, keine neuen Kredite aufzunehmen.¹⁰ Dies würde eine relativ geringe Nachfrage nach Umkehrhypotheken erklären (vgl. Thaler (1990), S.202). Empirische Studien geben Aufschluss darüber, ob ältere Haushalte ihr Immobilienvermögen im Sinne der Lebenszyklushypothese als fungible Anlage zur Altersfinanzierung verwenden, und inwiefern psychologische Barrieren das Marktwachstum von Immobilienverzehrprodukten begrenzen.

2.2 Empirische Studien

In den USA wurden Programme zur Konvertierung des Wohneigentums seit Anbeginn stark vom National Center for Home Equity Conversion und der American Association of Retired Persons (AARP) unterstützt (vgl. Merrill et al. (1994), S.259). Laut diverser Umfragen der AARP existiert eine hohe Anzahl liquiditätsbeschränkter älterer Personen, die nicht aus ihrer Immobilie ausziehen will, jedoch gerne auf ihr Immobilienvermögen zugreifen würde. Diese Haushalte könnten aus einer Konvertierung des Immobilieneigentums profitieren (vgl. AARP (2000)).

An anderer Stelle wurde dies zunächst in Frage gestellt. So gingen z.B. Venti/Wise (1990) davon aus, dass eine relativ geringe Nachfrage nach Immobilienverzehrprodukten bestehe. Mit Hilfe des Survey of Income Program Participation (SIPP) zeigen sie, dass bei einem Umzug nur wenige Hauseigentümer im Rentenalter in günstigere Immobilien ziehen. Daraus folgern sie, dass der Durchschnittshaushalt nicht daran interessiert sei, illiquides Immobilienvermögen abzubauen. Zudem argumentieren die Autoren, dass viele ältere Hauseigentümer abgeneigt seien, ihr Immobilienvermögen zu liquidieren, weil die Liegenschaft ihre letzte Finanzierungsquelle darstelle. Außerdem merken sie an, dass nur wenige Rentnerhaushalte über ausreichend hohe Immobilienvermögen verfügen würden, um durch eine Immobilienverrentung einen bedeutenden Einkommenszuwachs generieren zu können. Aus ihrer Sicht stellt die „Alte Witwe im Großen Haus“ einen Mythos dar.

Diese Einschätzung wurde in diversen Untersuchungen diskutiert. Unter anderem wurde dort kritisiert, dass Venti/Wise (1990) lediglich den Durchschnittshaushalt betrachten, sich jedoch

¹⁰ Ein verwandtes Anliegen liegt darin, dass viele ältere Wohneigentümer, welche die Weltwirtschaftskrise durchlebten, eine hohe Risikoaversion gegenüber Verschuldung aufweisen (vgl. Mitchell/Piggott (2004), S.24).

die maßgeblichen Veränderungen im Wohnraumkonsum bei Haushalten mit hohen und niedrigen Einkommen abspielen. Während vor allem Haushalte mit hohen Einkommen und niedrigen Immobilienvermögen den Wert ihres Wohneigentums bei einem Umzug erhöhen, ziehen Wohneigentümer mit niedrigen Einkommen und hohen Immobilienvermögen vermehrt in günstigere Liegenschaften. Eine reine Durchschnittsbetrachtung greift demnach zu kurz. Vielmehr deutet dieser Sachverhalt darauf hin, dass gewisse Bevölkerungsgruppen durchaus daran interessiert sind, ihr Immobilienvermögen zu konsumieren (vgl. Rasmussen et al. (1997), S.4).

Darüber hinaus konnte Skinner (1993) zeigen, dass Wohneigentümer bei einem Anstieg ihres Immobilienwerts liquide Vermögenspositionen reduzieren. Gemäß dem Autor ist das Motiv des Vorsichtssparens hierfür ausschlaggebend. Steigt das Immobilienvermögen an, benötigen Haushalte weniger Rücklagen und bauen liquides Vermögen ab. Vor diesem Hintergrund sollte sich die Nachfrage nach Immobilienrenten auf ältere Haushalte und Witwen konzentrieren, da diese in besonderem Maße Einkommens- und Gesundheitsschocks ausgesetzt sind. Diesen Personen kann das Immobilienvermögen als Versicherung dienen. Diese Perspektive ist konsistent mit empirischen Untersuchungen, die sich direkt mit der Nachfrage nach Immobilienverzehrprodukten auseinandersetzen (vgl. Case/Schnare (1994); Rasmussen et al. (1997)).

Weinrobe (1987) untersuchte, welche Personen sich für eine Konvertierung ihres Wohneigentums entscheiden. Dazu führte er mit Daten des California RAM Programs diverse ökonometrische Analysen durch. Seine Probit-Schätzungen zeigen, dass die Wahrscheinlichkeit, eine Immobilienrente nachzufragen, mit der Höhe des Immobilienwertes ansteigt. Um den Effekt eines potenziellen Einkommensanstiegs aus einer Immobilienrente aufzufangen, wird das Einkommen in Relation zum Vermögen gesetzt. Die Variable weist ein negatives Vorzeichen auf. Anders formuliert: je niedriger die Relation zwischen aktuellem Einkommen und Vermögen, bzw. je höher der mögliche Einkommenszuwachs aus einer Konvertierung des Immobilienkapitals, desto wahrscheinlicher ist die Verrentung der Wohnimmobilie. Außerdem zeigt er, dass die partizipierenden Haushalte tendenziell älter, alleinstehend und kinderlos sind. Demnach stellen laut Weinrobe (1987) junge Ehepaare mit Kindern nicht die „primäre Zielgruppe“ dar.

Diese erste Einschätzung wird durch eine Evaluierung des HECM-Programms aus dem Jahr 2000 weitgehend gestützt. Die Mehrheit der Nachfrager bei der HECM waren alleinlebende Frauen (56,3%), knapp 29,8% waren Paare und bei 13,9% handelte es sich um alleinstehende

Männer. Das Durchschnittsalter bei Vertragsabschluss betrug 75 Jahre.¹¹ Vor dem Hintergrund des Vererbungsmotivs ist von besonderer Bedeutung, dass etwas mehr als die Hälfte der Rentenempfänger Kinder hatte (vgl. Rodda et al. (2000), S.16). Darüber hinaus verfügte der durchschnittliche Kreditnehmer über ein begutachtetes Immobilienvermögen von knapp \$107.000. Der durchschnittliche Immobilienwert von Wohneigentümern im Rentenalter lag hingegen lediglich bei \$87.000.¹² Im Vergleich zu früheren Evaluationen zeigte sich jedoch auch, dass die Anzahl an Rentenempfängern mit niedrigen Immobilienvermögen angestiegen war. Ausschlaggebend hierfür war, dass sich eine höhere Anzahl an Investoren in Regionen mit niedrigen Immobilienwerten engagierte, als dies in den Anfängen des HECM-Programms der Fall war. Darüber hinaus war ein rückläufiges Zinsniveau für höhere Auszahlungsbeträge verantwortlich. Dies erleichterte die Immobilienverrentung für Haushalte mit niedrigen Immobilienwerten (vgl. Rodda et al. (2000), S.20).

Um zu klären, warum sich Rentnerhaushalte für eine Konvertierung ihres Wohneigentums entscheiden und wie diese Entscheidung getroffen wird, führt Leviton (2001) eine Befragung mit Hauseigentümern durch, die vorab finanziell zu einer Immobilienverrentung beraten wurden.¹³ Die Ergebnisse der Umfrage lassen erkennen, dass die finanzielle Einstellung der Befragten, das Vererbungsmotiv und die Verbundenheit zur eigenen Immobilie eine wichtige Rolle spielen, eine Verrentung der Immobilie vorzunehmen. Als Hauptgrund für eine Konvertierung wurde genannt, dass der Immobilienverzehr die letzte Möglichkeit („last resort“) darstelle, die finanzielle Unabhängigkeit zu bewahren. Die Wohneigentümer waren bei der Entscheidung unschlüssig und trafen diese mit großer Vorsicht, aus Bedenken, einen Fehler bei ihrem letzten Vermögenswert zu begehen. Ein kritischer Punkt war die Angst vor einem komplexen und innovativen Finanzprodukt. Auch war die Unterstützung aus der Familie bei der Entscheidungsfindung von besonderer Bedeutung. Zudem informierten sich die befragten Haushalte bei Personen, die positive Erfahrungen mit der Konvertierung ihrer Immobilie vorweisen konnten. Weitere Informationsquellen waren Zeitungen, Magazine und professionelle Berater (vgl. Leviton (2001), S.10).

Einer telefonischen Befragung der American Association of Retired Persons (AARP) zufolge, sind weitere Faktoren von Bedeutung. Neben schwach ausgeprägten Vererbungsmotiven weisen die Interessenten eine geringe Aversion gegenüber Verschuldung auf. Eine weitere

¹¹ Insgesamt lebten bei allen Wohneigentümern im Rentenalter circa 64,5% in Mehrpersonenhaushalten. Unter den älteren alleinlebenden Immobilieneigentümern waren knapp 27,6% Frauen und 7,6% Männer. Das Durchschnittsalter lag bei 72 Jahren.

¹² Über zwei Drittel der HECM-Nehmer hatten Immobilieneigentum mit überdurchschnittlich hohem Wert.

¹³ Kritisch muss angemerkt werden, dass die Anzahl der Befragungen aufgrund der geringen Größe der Stichprobe (31 Befragungen) als nicht repräsentativ angesehen werden kann.

Determinante, die sich positiv auf die Nachfrage auswirken soll, ist der Wunsch, das restliche Leben in der Immobilie wohnen bleiben zu können. 92% der über 75-Jährigen gaben in der Befragung an, dass die wichtigste Priorität sei, in ihrer Liegenschaft verbleiben zu können.

Andere Studien untersuchten die Beweggründe für die Wahl einer bestimmten Auszahlungsoption. So konnte Weinrobe (1985) zeigen, dass eine Einmalzahlung von einer großen Mehrheit der Partizipanten des Buffalo Home Equity Living Plans (HELP) gegenüber einer monatlichen Annuität vorgezogen wurde. Dies war sogar dann der Fall, wenn der Barwert der Annuität höher war als der Gegenwartswert der Einmalzahlung. Der Nutzen aus einer Immobilienkonvertierung scheint demnach nicht ausschließlich vom erwarteten Barwert determiniert zu werden. Die sofortige Liquidität sowie die Möglichkeit einen Einmalbetrag als Erbschaft zu hinterlassen, spielen gemäß dem Autor eine entscheidende Rolle bei der Produktwahl.

In einer weiteren Studie von Mayer/Simons (1993) wurde gezeigt, dass die Mehrheit der HECM-Kreditnehmer die Kreditlinie präferierte.¹⁴ Der Grund hierfür war, dass viele ältere Haushalte über ein geringes Finanzvermögen verfügten und die Kreditlinie als Versicherung gegen unsichere zukünftige Ereignisse wie gesundheitliche Schocks, Reparaturen beim Automobil oder der selbstbewohnten Immobilie nutzten. Da die Mehrheit der Kreditnehmer nicht auf ein Einkommen aus Erwerbstätigkeit zurückgreifen konnte und außer der eigenen Immobilie keine weiteren Sicherheiten vorzuweisen hatte, waren Reverse Mortgages eine geeignete Option zu einem klassischen Kredit.

Eine andere Studie zur Produktwahl führte Fratantoni (1999) durch. Anhand eines theoretischen Modells und diverser Simulationen wurde zunächst gezeigt, dass die Kreditlinie verstärkt nachgefragt wird, falls Unsicherheiten bezüglich unerwarteter zukünftiger Ausgaben bestehen, die einen signifikanten Einfluss auf den Lebensstandard ausüben. In diesem Fall entscheiden sich die Kreditnehmer gegen eine Annuität und bevorzugen den schnellen Zugang zu hohen Kapitalzuflüssen. Die empirische Überprüfung des theoretischen Resultates erfolgte anhand einer logistischen Regression mit Paneldaten des HECM aus den Jahren 1993 bis 1997. Der Autor kommt zu dem Ergebnis, dass Reverse Mortgages in einer alternden Gesellschaft die Wohlfahrt steigern können. Allerdings müssen die angebotenen Produkte derart strukturiert sein, dass sie den Bedürfnissen der Nachfrager entsprechen.

¹⁴ Eine line-of-credit-option ermöglicht den Darlehensnehmern die Beanspruchung einer Kreditlinie, zu jedem Zeitpunkt, nach jedwilligem Bedarf und ist nur in der vertraglich festgesetzten Höhe und der Laufzeit beschränkt.

Eine erste bedeutende Studie zur Bestimmung des US-amerikanischen Marktpotenzials führte Jacobs (1982) mit Daten des American Housing Surveys (AHS) aus dem Jahre 1977 durch. Seinen Berechnungen zufolge hätten durch eine Liquidation des Immobilienvermögens knapp 25% der in Armut lebenden Immobilieneigentümer im Alter von über 65 Jahren ihr Einkommen über die Armutsgrenze anheben können. Bei den Übersiebzijährigen hätte die korrespondierende Zahl circa 40% betragen. Zudem stellte Jacobs (1982) fest, dass die Einkommen bei der Hälfte dieser Haushalte um über 25% gesteigert werden hätten können, bei einem Viertel sogar um mehr als 50%, falls die gesamten Immobilienvermögen konvertiert worden wären.

Mayer/Simons (1993) konnten anhand einer Untersuchung des Survey of Income and Program Participation (SIPP) aus den Jahren 1984 und 1990 drei wichtige Erkenntnisse zum US-amerikanischen Marktpotenzial gewinnen. Erstens zeigten sie, dass über sechs Millionen Haushalte, mit einem Haushaltsvorstand von über 62 Jahren, über ausreichend hohe Immobilienvermögen verfügten, um durch die Zahlungen aus einer Annuität einen Einkommensanstieg von mindestens 20% erzielen zu können. Bei den anderen Haushalten waren die Immobilienvermögen zu gering, um einen entsprechenden Einkommenszuwachs zu generieren. Zweitens zeigten Mayer/Simons (1993), dass die Zahlungen aus einer Immobilienverrentung ausgereicht hätten, um die Einkommen von circa 1,5 Millionen älterer Haushalte über die Armutsgrenze ansteigen zu lassen. Diese Hausbesitzer verfügten fast ausnahmslos über unbelastete Immobilien. Dies hätte bei den Wohneigentümern einen Rückgang der Armutsgrenze von 8% auf 3% bedeutet. Drittens lässt die Untersuchung erkennen, dass das liquide Vermögen vieler älterer Immobilieneigentümer um mehr als 200% gesteigert werden hätte können, falls der gesamte verfügbare Kreditrahmen einer Umkehrhypothek als Einmalbetrag ausgeschöpft worden wäre.

Eine weitere Untersuchung wurde von Merrill et al. (1994) durchgeführt. Sie grenzten den potenziellen Markt für Immobilienrenten anhand unterschiedlicher Kriterien ab. Die Studie fokussiert auf übersiebzijährige Immobilieneigentümer, die länger als zehn Jahre in ihrem Wohneigentum lebten, über weniger als 30.000\$ Jahreseinkommen verfügten und deren Immobilienvermögen zwischen 100.000\$ und 200.000\$ wert war. Diese Eingrenzung wurde vorgenommen, weil die Höhe der Annuität bei einem hohen Immobilienvermögen und einer kurzen Lebenserwartung der Kreditnehmer am höchsten ist, zudem die Wahrscheinlichkeit eine Immobilienrente nachzufragen, für Haushalte mit niedrigen Einkommen und hoher Immobilität, d.h. einer starken Bindung ans eigene Haus, ansteigen würde. Darüber hinaus seien, gemäß den Autoren, Immobilienvermögen von über 200.000\$ ein Indiz dafür, dass

diese Wohneigentümer nicht auf ihre illiquiden Vermögensbestände zurückgreifen müssen, weil sie über ausreichend hohe Finanzvermögen verfügen. Als relevanter Markt verblieben laut Merrill et al. (1994) circa 800.000 Haushalte.

Auch Rasmussen et al. (1997) schätzten die potenzielle Marktgröße für Immobilienrenten ab. Die Studie hebt hervor, dass für Kreditnehmer zwei Motive für den Bezug einer Umkehrhypothek existieren: Vermögen im Alter abzubauen (Motiv des Lebenszykussparens) und illiquides Immobilienvermögen zu diversifizieren (Motiv des Vermögensmanagements). Als Primärmarkt wurden Haushalte mit einem Haushaltsvorstand von über 69 Jahren und einem schuldenfreien Immobilienvermögen von über 30.000\$ abgegrenzt. Das Marktpotenzial in dieser Altersgruppe wurde auf 6,7 Mio. Haushalte bemessen, in der Altersgruppe zwischen 62 und 69 Jahren auf 4,4 Mio. Haushalte.¹⁵ Die Autoren stellten zudem fest, dass ein Großteil dieser Haushalte nur geringe Annuitätzahlungen erhalten hätte, jedoch der Zuwachs an liquidem Vermögen substantiell gewesen wäre. Laut Rasmussen et al. (1997) wurde das Marktpotenzial in den vorangegangenen Studien unterschätzt, weil dort keine Beachtung fand, dass risikoaverse Individuen, durch die Liquidation ihres Immobilienvermögens, unerwartete Liquiditätsengpässe finanzieren können. Zudem heben Rasmussen et al. (1997) die Bedeutung verschiedener Investitionsmotive hervor. Durch eine Konvertierung des Immobilienvermögens in Form einer Einmalzahlung könnten bestimmte Ausgaben, wie Pflegeversicherungen, Humankapitalinvestitionen in die Karriere der Kinder oder Studiengebühren etc., finanziert werden. Die Fokussierung auf eine einkommenserhöhende Annuität greift gemäß den Autoren demnach zu kurz.

Tatsächlich wurden Umkehrhypotheken in den Vereinigten Staaten während der 90er Jahre nur in relativ begrenztem Ausmaße nachgefragt. Alle beschriebenen Studien zum Marktpotenzial überschätzten demnach die tatsächliche Nachfrage nach Umkehrhypotheken. Allerdings zeichnete sich in den letzten Jahren eine stark ansteigende Tendenz ab. Während das staatliche HECM-Programm¹⁶ bis ins Jahr 2001 weniger als 10.000 Vertragsabschlüsse p.a. zu verzeichnen hatte, stieg die Zahl in den Folgejahren stetig an. Im Jahre 2008 wurden 112.154 Kontrakte geschlossen, darunter 107.719 Neuabschlüsse.

Eine erste quantitative Abschätzung des Marktpotentials für Deutschland führte Conrad (2007) durch. Datengrundlage war das Sozio-ökonomische Panel aus dem Jahr 2002. Merrill et al. (1994) folgend, fokussiert die Untersuchung auf die Zielgruppe der einkommens-

¹⁵ Ausschlaggebendes Kriterium war auch hier die Prämisse eines Nettoimmobilienvermögens von über 30.000\$, Berechnungen zu Annuitäten wurden nicht durchgeführt.

¹⁶ Etwa 90 Prozent aller Reverse-Mortgage-Verträge werden in den USA über das Home Equity Conversion Programm (HECM) abgeschlossen.

schwachen Immobilieneigentümer mit einem Haushaltsvorstand von über 62 Jahren. Die Ergebnisse der Studie lassen auf ein beachtliches Marktpotenzial schließen. Lebenslange Zahlungen aus Umkehrhypotheken könnten bei 600.000 Haushalten des ersten Einkommensquartils und bei bis zu einer Million Haushalten mit Einkommen unter Median eine Einkommenserhöhung von über 20 Prozent generieren.

Diese erste Marktpotenzialbestimmung liegt, wie die US-amerikanischen Studien, weit über den tatsächlichen Abschlüssen von Immobilienrenten in Deutschland. Die hohe, wenn auch rückläufige, Diskrepanz zwischen antizipierten und tatsächlichen Kontrakten in den USA und Deutschland zeigt den weiteren Forschungsbedarf. Empirische Untersuchungen, die sich mit dem Unterschied zwischen potenzieller und tatsächlicher Nachfrage beschäftigen, liegen für Deutschland nicht vor. Empirische Evidenz ist auf dem US-amerikanischen Markt zu finden. Dort gehen neuere Untersuchungen davon aus, dass die anfängliche Eingrenzung der Anbieter auf die Zielgruppe der „einkommensarmen, aber vermögenden“ Wohneigentümer der Verbreitung nicht dienlich war. Auch wird die zunehmende Diffusion von Immobilienverzehrprodukten in den USA auf den gestiegenen Bekanntheitsgrad von Immobilienrenten in der Bevölkerung und auf die verstärkten Vertriebsanstrengungen zurückgeführt (vgl. Rodda et al. (2000), S.17). In Deutschland existieren hingegen weder Studien, die den Einfluss von Familien und Erbschaften auf die Nachfrage nach Immobilienrenten, noch Akzeptanzhemmnisse aufgrund von Marktunvollkommenheiten oder den Einfluss von psychologischen Komponenten untersuchen. Ein Beitrag hierzu erfolgt im weiteren Vorgehen.

3 Eigene empirische Untersuchung

3.1 Deskriptive Analyse

Immobilieeigentümer, die eine Konvertierung ihrer Immobilie anstreben, müssen zumindest einen zweistufigen Prozess durchlaufen. Im ersten Schritt bedarf es der Kontaktaufnahme zu einem Investor. Im zweiten Schritt wird entschieden, ob die Immobilie in einen Zahlungsstrom konvertiert wird. Um zu analysieren, welche Charakteristika die potenziellen Nachfrager von Immobilienrenten in Deutschland aufweisen und welche Investitions- und Konsummotive verfolgt werden, wurde in Kooperation mit der Stiftung Liebenau, dem bisher einzigen institutionalisierten Anbieter von Leib- und Zeitrenten in Deutschland, eine Umfrage mit Immobilieeigentümern durchgeführt. Dazu wurde ein Fragebogen erstellt und in anonymisierter Form an Personen verschickt, die Kontakt zur Stiftung aufgenommen hatten. Sie waren an einer Verrentung ihrer Immobilie interessiert.

Insgesamt wurde der Fragebogen an 484 Haushalte versandt und von 160 Haushalten beantwortet.¹⁷ Dies entspricht einer Rücklaufquote von knapp 33%. In einigen Fällen wurden die Fragebögen nicht vollständig ausgefüllt, weswegen sich die folgenden Ausführungen auf die gültigen Fälle beziehen. Die Teilnehmer der Umfrage werden nachfolgend als „Interessenten“ bezeichnet. Dabei kann es sich um eine einzelne Person oder einen Mehrpersonenhaushalt handeln. Interessenten, die bei der Stiftung eine Konvertierung vorgenommen hatten, werden im Folgenden als „Rentenbezieher“ oder „Rentenempfänger“ deklariert.

Ausgewählte Charakteristika der Interessenten, Rentenbezieher und älteren Immobilien-eigentümer in Deutschland sind in Tabelle 1 aufgeführt.¹⁸ Um eine Vergleichbarkeit zwischen den Gruppen zu gewährleisten, beschränkt sich die folgende Analyse auf Haushalte mit übersechzigjährigem Haushaltsvorstand.¹⁹

¹⁷ Um eine zeitliche Vergleichbarkeit zu gewährleisten, fließen in die Untersuchung lediglich Anfragen ein, die in den Jahren 2007 bis 2009 erfolgten. Stichtag der Rückmeldung war der 15.10.09. In diesem Zeitraum gingen 513 Anfragen bei der Stiftung ein, 13 Verträge wurden abgeschlossen. 11 Rentenbezieher beantworteten die Umfrage. Seitdem haben weitere 151 Haushalte Informationen zu einer Konvertierung eingeholt.

¹⁸ Die Informationen zu den älteren Immobilieeigentümern in Deutschland können der Save-Studie 2008 entnommen werden. Eine hohe Repräsentativität ist aufgrund der Gewichtung nach Einkommen und Haushaltsgröße gewährleistet.

¹⁹ Einige Anfragen wurden von jüngeren Haushalten durchgeführt. Sie kommen als Nachfrager allerdings nicht unmittelbar in Betracht, weil eine Immobilienverrentung erst ab einem hohen Alter rentabel wird. Als Haushaltsvorstände werden nachfolgend Personen bezeichnet, die den Fragebogen beantworteten.

Tabelle 1: Ausgewählte Charakteristika der Interessenten, Rentenbezieher und älteren Haus eigentümer in Deutschland insgesamt

	Immobilienbesitzer ¹	Interessenten ²	Rentenbezieher ³
	im Alter 60+	im Alter 60+	Zustiffterrente
Alter - Median	68	69	76 ⁴
Geschlecht weibl.	46,2%	80,9%	72,7%
Kinderlos	12,1%	52,9%	54,5%
Haushaltsgröße			
1 Person	30,8%	23,1%	45,5%
2 Personen	56,9%	68,9%	54,5%
3+ Personen	12,3%	7,9%	0,0%
Schulabschluss			
Haupt/Volksschule	50,3%	23,7%	9,1%
Mittlere Reife	25,7%	31,6%	36,4%
Abitur	24,0%	44,7%	54,5%
Immobilienwert			
Brutto - Median	200.000 €	280.000 €	350.000 €

¹ Gewichtete Daten der Save-Studie (2008), n = 592. ² Daten der Umfrage Stiftung Liebenau (2009), n = 131. ³ Daten der Umfrage der Stiftung Liebenau (2009), n = 11. ⁴ Alter bei Vertragsabschluss.

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung.

Das Medianalter der Rentenbezieher liegt bei 76 Jahren. Bei den Interessenten beträgt es 69 Jahre, bei allen älteren Immobilieneigentümern 68 Jahre. Etwas mehr als die Hälfte der Rentennehmer (55%) und der Interessenten (53%) hat keine Kinder. Hingegen sind von allen Immobilienbesitzern im Alter von über 60 Jahren nur 12% kinderlos. Von den Interessenten wohnen knapp 91% in Haushalten mit weniger als drei Personen, von allen älteren Immobilieneigentümern lediglich 88%. Die Rentenbezieher wohnen ausschließlich in Ein- oder Zweipersonenhaushalten. Weibliche Haushaltsvorstände dominieren mit knapp 81% bei den Interessenten und mit 73% bei den Rentenbeziehern. Bei allen älteren Immobilieneigentümern sind es 46%. Weitere spezifische Charakteristika zeigen sich in der Bildung. Während fast alle Rentenempfänger (91%) mindestens einen mittleren Schulabschluss besitzen, sind circa ein Viertel der Interessenten (24%) und knapp die Hälfte aller älteren Wohneigentümer (50%) Hauptschulabsolventen.

Der Verkaufswert der Immobilie (Median) beträgt bei den Rentenempfängern 350.000€ bei den Interessenten 280.000€ und bei den älteren Immobilieneigentümern 200.000€. Inwiefern der Immobilienwert von den Haushalten richtig eingeschätzt wird, d.h. dem Marktwert entspricht, kann im Rahmen dieser Untersuchung nicht überprüft werden. Jedoch zeigen Wert-

gutachten der Stiftung Liebenau, dass die Einschätzungen der Rentennehmer nicht wesentlich von den professionell ermittelten Werten abweichen.²⁰

In Tabelle 2 sind die verschiedenen Gruppen hinsichtlich des Einkommens gegenübergestellt. Augenscheinlich sind keine Unterschiede zwischen den einzelnen Parteien auszumachen. Hervorzuheben ist in diesem Kontext allerdings, dass knapp 18% der Rentenbezieher relativ hohe Nettoeinkommen von über 4.000€ beziehen. Auch hat keiner der Rentenempfänger ein Einkommen von unter 1.000€²¹

Tabelle 2: Nettoeinkommen der Interessenten, Rentenbezieher und älteren Hauseigentümer in Deutschland insgesamt

	Immobilienbesitzer ¹ im Alter 60+	Interessenten ² im Alter 60+	Rentenbezieher ³ Zustifterrente
bis 1.000€	10,6%	11,8%	0,0%
1.000€bis 2.000€	36,5%	28,3%	45,5%
2.000€bis 3.000€	30,3%	36,2%	36,4%
3.000€bis 4.000€	13,7%	11,0%	0,0%
4.000€bis 5.000€	5,1%	8,7%	18,2%
über 5.000€	3,7%	3,9%	0,0%

¹ Gewichtete Daten der Save-Studie (2008), n = 592. ² Daten der Umfrage Stiftung Liebenau (2009), n = 130. ³ Daten der Umfrage der Stiftung Liebenau (2009), n = 11.

Quelle: eigene Berechnung und Darstellung.

Die breite Akzeptanz und die Geschwindigkeit der Diffusion von neuen Produkten in der Bevölkerung, in diesem Kontext von Immobilienrenten, werden wesentlich durch das Lernen vom sozialen Umfeld sowie den Möglichkeiten der Informationsbeschaffung und -verarbeitung bestimmt.²² Daher ist zu untersuchen, wie die befragten Haushalte von dieser Option der Ruhestandsfinanzierung erfuhren bzw. von wem sie lernen konnten.²³ Die Haushalte wurden befragt, wie sie auf die Produkte der Stiftung Liebenau aufmerksam wurden.²⁴

Ein Großteil der befragten Haushalte informierte sich über die Zeitung. Auch das Internet und andere Quellen (z.B. Fernsehen) wurden als Informationsmedien genutzt. Familienangehörige und Bekannte trugen nur bei wenigen Haushalten zur Informationsgewinnung bei.

²⁰ Die geschätzten Immobilienwerte der Rentenbezieher liegen im Durchschnitt bei 376.000€ die Gutachten bei 367.000€

²¹ Um eine Verzerrung aufgrund des Zusatzeinkommens aus der Immobilie zu vermeiden, wurden im Fragebogen Einkommen und Einkünfte aus der Immobilienrente separat abgefragt.

²² Entscheidend ist das Lernen vom sozialen Umfeld bzw. von Lehrern etc..

²³ Die Kenntnis, über welche Kanäle die potenziellen Nachfrager zu erreichen sind, ermöglicht den Anbietern ein zielgerichtetes Marketing und hilft informationsökonomische Probleme zu vermindern.

²⁴ Dabei waren Mehrfachnennungen möglich.

Die Wohneigentümer waren aus unterschiedlichen Gründen an einer Verrentung ihrer Immobilie interessiert.²⁵ Das dominierende Konvertierungsmotiv war die Erhöhung des finanziellen Spielraums. Etwas weniger häufig wurde genannt, dass keine Erbschaft hinterlassen werden soll. Auch waren die Absicherung gegen das Risiko der Langlebigkeit, der Wunsch sich von finanziellen Sorgen zu lösen, sowie die Möglichkeit der Finanzierung von Gesundheit und Pflege relativ zahlreich benannte Gründe. Das Abzahlen von Schulden, Reparaturen an der Immobilie, sowie existenzielle finanzielle Nöte waren hingegen von geringer Bedeutung.

Von weiterem Interesse in diesem Kontext ist, warum sich ein Großteil der Haushalte, trotz des gezeigten Interesses, nicht für eine Verrentung der Immobilie entschied. Von circa 500 Anfragen wurden nur 20 Verträge abgeschlossen. Dies entspricht einer Quote von knapp vier Prozent. Fast die Hälfte der Befragten (49%) empfand die Auszahlungen als zu gering. Bei über einem Fünftel (21%) der Haushalte wurde die Immobilienverrentung aufgeschoben, bleibt jedoch weiterhin in Planung. Weitere 10% verfolgten eine Konvertierung nicht weiter, weil ihnen davon abgeraten wurde. Darüber hinaus hatte ein knappes Zehntel der Befragten (9%) ein ungutes Gefühl. Die Immobilie als Rücklage zu halten und erst im Notfall zu verrenten, sowie eine geplante Vererbung stellen nur selten genannte Beweggründe dar. Auch die Komplexität des Produktes sowie Bedenken, dass die Rente nicht ausgezahlt werden könnte und/oder eine unflexible Auszahlungsstruktur waren lediglich untergeordnete Nachfragehemmnisse. Weniger als 2% der Interessenten nannten steuerliche Aspekte.

Die Mehrzahl der befragten Haushalte lässt eine starke Verbundenheit zur eigenen Immobilie erkennen. Knapp drei Viertel der Interessenten (75%) wünschen sich ein Leben lang in ihrer Immobilie wohnen zu bleiben. Demnach sollten Leibrenten und Umkehrhypotheken mit einem lebenslangen Wohnrecht für einen Großteil der befragten Haushalte eine geeignete Option der Ruhestandsfinanzierung darstellen. Dennoch ist, besonders vor dem Hintergrund der unterschiedlichen Nachfragehemmnisse, zu untersuchen, welche Alternativen von den Haushalten zu einer Immobilienverrentung auf Leibrentenbasis erwogen werden.

Der Verkauf der Immobilie mit Umzug steht für fast 33% der Befragten zur Disposition. Für nur 28% der Wohneigentümer stellen Umkehrhypotheken eine Alternative zu Leibrenten dar, was unter anderem auf die geringe Popularität des Produktes zurückzuführen ist. So geben lediglich 39% der Befragten an, Reverse Mortgages bzw. Umkehrhypotheken überhaupt zu kennen. Weniger als 4% der Haushalte sehen in der Teilvermietung ihrer Immobilie eine

²⁵ Dabei waren Mehrfachnennungen möglich.

weitere Option. Auch wurden von 28% der befragten Haushalte andere Alternativen genannt. Eine explizite Auflistung dieser Optionen würde den Rahmen der Arbeit sprengen. Zusammenfassend lässt sich jedoch festhalten, dass ein wesentlicher Anteil dieser Haushalte entweder keine Alternative in Aussicht hat, andere Angebote auf Leibrentenbasis abwartet, die Aufnahme eines Kredits anstrebt, die Immobilie bereits verkauft hat, eine Verrentung innerhalb der Familie bevorzugt, noch unentschlossen ist oder zu einem späteren Zeitpunkt auf die Stiftung zurückkommen will.

3.2 Multivariate Analyse der Konvertierungsentscheidung

Es existieren wenige gesicherte Erkenntnisse darüber, welche Personen sich für eine Immobilienrente entscheiden und welche Determinanten die Entscheidung beeinflussen. Zumindest liegen für Deutschland bis dato keine empirischen Untersuchungen zu dieser Thematik vor. Die aus der Umfrage gewonnenen Informationen können dazu beitragen, die Entscheidung zur Immobilienverrentung besser zu verstehen. Zur ökonometrischen Analyse werden unterschiedliche logistische Regressionen durchgeführt. Dabei wird die Konvertierungsentscheidung als binäre Variable klassifiziert. Wohneigentümer, die sich dazu entschieden, ihre Immobilie in Form einer Rente und/oder Einmalzahlung zu konvertieren, werden als Rentenempfänger klassifiziert. Alle anderen Befragten stellen die Referenzgruppe dar.

Als Datenbasis werden Interessenten mit einem Haushaltsvorstand von mindestens 60 Jahren herangezogen. Dabei handelt es sich um 135 Haushalte.²⁶ Die zu untersuchende Entscheidung ist somit, ob der Prozess der Konvertierung, welcher mit der Anfrage bei der Stiftung begonnen hatte, komplementiert wurde. Darüber hinaus existieren Haushalte, die zwar eine Konvertierung anstreben, jedoch nicht mit Anbietern in Kontakt treten.²⁷ Um identifizieren zu können, welche Determinanten die Entscheidung zur Anfrage beeinflussen, bedarf es einer Kontrollgruppe, d.h. einer Gruppe, die darüber Kenntnis hat, dass die Immobilie in dieser Form verrentet werden kann, sich jedoch gegen eine Anfrage entscheidet. Die Kosten, einen solchen Datensatz aufzubauen, lässt eine derartige Analyse im Rahmen dieser Arbeit nicht zu.

²⁶ Diese Eingrenzung wird vorgenommen, weil bei den jüngeren Haushalten nicht ausgeschlossen werden kann, dass sie eine Anfrage für ihre Eltern durchgeführt haben. Auch wurde ein Großteil dieser Befragten von der Stiftung abgelehnt, weil sie aufgrund ihres Alters keine ausreichend hohen Auszahlungen erhalten würden. Die Ergebnisse der nachfolgenden Schätzungen ändern sich durch die Eingrenzung nicht wesentlich. Da in einigen Fällen die Fragebögen nicht vollständig ausgefüllt wurden, bezieht sich die folgende Analyse auf die gültigen Fälle.

²⁷ Hier können unter anderem informationsökonomische Gründe und psychologische Komponenten eine Rolle spielen.

Das Modell kann wie folgt beschrieben werden: Die Entscheidung eines Haushalts basiert auf einem Nutzenmaximierungskalkül, wobei der Nutzen durch den Lebenszykluskonsum bestimmt wird. Die Konsummöglichkeiten werden durch das Einkommen, das Vermögen und die Lebenserwartung determiniert. Der inkrementelle Nutzen aus einer Immobilienverrentung ist von den individuellen Eigenschaften des Haushaltes und den Konsumwünschen abhängig. Weil es sich bei der Entscheidung um eine binäre Variable handelt, wird für die Analyse ein logistisches Regressionsmodell gewählt. Die Gleichung zur Beschreibung, ob ein Haushalt i sich für eine Konvertierung entscheidet, kann wie folgt beschrieben werden:

$$y_i = \alpha + \beta' \mathbf{X}_i + \varepsilon_i, \quad (1)$$

wobei α eine Konstante und \mathbf{X}_i ein Vektor unabhängiger Variablen ist. Der Koeffizientenvektor β wird über die Maximum-Likelihood-Methode geschätzt. Falls $y_i = 1$ konvertierte ein Haushalt seine Wohnimmobilie.

Der Wert des Wohneigentums stellt eine spezielle Form der Budgetstriktion dar. Für Haushalte mit hohem Immobilienvermögen sollte die Konvertierung besonders attraktiv sein, weil der Auszahlungsbetrag einer Immobilienrente mit zunehmendem Immobilienvermögen ansteigt.²⁸ Daher könnte die Höhe des Immobilienvermögens positiv mit einem Vertragsabschluss korreliert ist. Hinsichtlich der Verrentungsmotive sind zwei Faktoren von besonderer Bedeutung: Einerseits ermöglicht eine Konvertierung das restliche Leben in der Immobilie wohnen zu bleiben und zugleich den Konsum zu erhöhen bzw. das illiquide Immobilienvermögen zu diversifizieren. Andererseits impliziert die Verrentung ein geringeres Erbschaftsvolumen. Ein Haushalt, welcher ein Erbe in Form von Immobilienkapital hinterlassen will, wird sich gegen eine Konvertierung entscheiden.

Eine weitere Bestimmungsgröße ist die Lebenserwartung. Je kürzer die Lebenserwartung, desto geringer der Nutzen aus dem zukünftigen Konsum und desto wahrscheinlicher eine Konvertierung. Darüber hinaus steigt die Höhe der Auszahlungen mit dem Alter des Rentempfängers an. Als Proxy-Variable für die Lebenserwartung wird das Alter des Haushaltsvorstands in das Modell integriert. Mit steigendem Alter sinkt die Lebenserwartung, so dass das erwartete Vorzeichen der Variable positiv sein sollte. Darüber hinaus ist zu beachten, dass Lebensgemeinschaften eine höhere gemeinsame Lebenserwartung aufweisen als alleinlebende Personen. Weil der Abbau des Immobilienvermögens länger lebende Haushaltsmitglieder

²⁸ Auch nehmen die fixen Kosten der Immobilienverrentung anteilig zur Höhe des Immobilienvermögens ab. Fixe Kosten fallen z.B. durch Wertgutachten, Notar und Grundbucheintrag an.

einem verstärkten Kapitalverzehrisko aussetzt, wird die Konvertierungsentscheidung durch die Größe des Haushaltes beeinflusst.²⁹ Der erwartete Einfluss dieser Variablen ist negativ.

Erbberechtigter können einen weiteren Einfluss auf die Entscheidung des Haushaltes ausüben, die Wirkungsrichtung ist jedoch unklar. Immobilieneigentümer könnten einerseits das Motiv verfolgen, eine Erbschaft in Form von Immobilienvermögen zu hinterlassen, andererseits könnten die Erblasser einen höheren Nutzen aus zusätzlichen Einkommen ziehen als die Nachfahren aus dem vererbten Vermögen. Falls ein Haushalt sich in einer bedürftigen Situation befindet, könnten Kinder oder andere Erben sich verpflichtet fühlen, pekuniäre und nicht-pekuniäre Leistungen zu erbringen. In diesem Fall bewahren die Einnahmen aus einer Immobilienrente die Erben vor einer unerwünschten Leistungserbringung. In der Umfrage wurde erfragt, ob eine Vererbung der Immobilie geplant ist und ob die Wohneigentümer Kinder haben. So kann überprüft werden, inwiefern intergenerativer Altruismus auf die Entscheidung einwirkt.

Die Konvertierung der Immobilie generiert zukünftige Einkünfte. Je höher das erwartete Einkommen aus anderen Quellen, desto weniger nutzbringend sollte das Zusatzeinkommen aus einem Immobilienverzehr sein.³⁰ Informationen zu den zukünftigen Einkommen wurden im Fragebogen nicht explizit erfragt, jedoch kann das aktuelle Einkommen als Proxy-Variable für das zukünftige Einkommen fungieren. Bei dieser Größe wird ein negatives Vorzeichen erwartet. Zudem wurde erfragt, ob durch die Immobilienverrentung eine Erweiterung des finanziellen Spielraums erwünscht ist. Hier ist ein positives Vorzeichen zu erwarten.

Darüber hinaus könnte die Verbundenheit zur Immobilie einen Beitrag leisten, sich gegen einen kostspieligen Umzug und für eine Verrentung zu entscheiden. In der Umfrage wurde erfragt, ob gewünscht wird, ein Leben lang in der Immobilie wohnen zu bleiben. Da die Mehrheit der Verträge als Zeitrente mit lebenslangem Wohnrecht vergeben wurde, ist ein positives Vorzeichen zu erwarten. Allerdings muss auch die psychische Bereitschaft zum Abbau des Immobilienvermögens vorhanden sein. Ein Indikator hierfür ist, ob der Verkauf der Immobilie eine denkbare Alternative darstellt. Steht der Verkauf der Immobilie in einer substitutionalen Beziehung zur Verrentung, wird das Immobilienkapital als fungible Anlageklasse angesehen. Auch wenn das Diversifikationsmotiv in die Entscheidung einfließt, in

²⁹ Bei Personengemeinschaften werden zur Kalkulation der Rentenzahlung sogenannte Sterbetafeln auf verbundene Leben verwendet, weswegen sich die Rentenhöhe mit ansteigender Versicherungszahl vermindert.

³⁰ Bei im Sinne der Lebenszyklushypothese handelnden Individuen, d.h. zeitinvarianten Präferenzen, ist der Nutzenzuwachs aus weiterem Konsum bei Haushalten mit einem niedrigen Einkommen bzw. Konsumniveau höher als bei vergleichbaren Haushalten mit höheren Einkommen.

diesem Fall wird die Immobilie nicht einem unantastbaren mentalen Konto zugerechnet, sollte sich ein positives Vorzeichen ergeben.

Produkte der Immobilienverrentung sind komplex. Die Vertragsabwicklung und die intensive Auseinandersetzung mit dem Produkt verursachen psychische Kosten. Für Haushalte mit einem hohen finanziellen Sachverstand sollten diese niedriger sein. Der Bildungsgrad und das Eigentum an weiteren Immobilien sind Indikatoren dafür, wie gut sich ein Haushalt in finanziellen Angelegenheiten auskennt. Auch wurde im Fragebogen erfragt, ob Umkehrhypotheken bekannt sind. Diese Größe kann als weitere Proxy-Variable für diesen Sachverhalt dienen. Darüber hinaus sollten Immobilieneigentümer mit vermietetem Immobilienvermögen, aufgrund ihrer Erfahrung mit den Kosten und Risiken von Immobilieninvestitionen, den Wert einer Immobilienrente besser einschätzen können als andere Haushalte. Bei diesen Variablen wird ein positives Vorzeichen erwartet. Darüber hinaus deutet ein signifikant positiver Einfluss des weiteren Immobilieneigentums darauf hin, dass verstärkt Haushalte mit einem großen Anteil an Immobilien im Vermögensportfolio eine Diversifikation ihrer Anlagen anstreben.

Die letzten verwendeten Variablen zielen auf die Gesundheit der befragten Haushalte ab. Da eine Immobilienrente ein konstantes wiederkehrendes Einkommen generiert, kann eine Verrentung einen positiven Nutzen für Haushalte generieren, die regelmäßige Ausgaben für Pflege und Gesundheit zu tragen haben. Vice versa kann eine schlechte Gesundheit den Konsum einschränken und das Leben verkürzen. Dies vermindert den Wert einer Immobilienrente. Welcher Faktor dominiert, ist von einer individuellen Abwägung von Nutzen und Kosten abhängig. Im Rahmen der Umfrage wurde erfragt, ob geplant ist, einen Teil der Immobilienrente in Gesundheit und Pflege zu investieren. Zudem wurde erfragt, ob eine Absicherung gegen das Langlebigkeitsrisiko erwünscht ist. Ein ersehnter Schutz vor dem Kapitalverzehrrisiko kann darauf hindeuten, dass diese Haushalte ein langes Leben erwarten. Dies steigert den Wert der Rente. Für diese Variable wird ein positives Vorzeichen erwartet.

In der ökonometrischen Analyse ist zu beachten, dass einige der endogenen Variablen untereinander korreliert sind. So ist z.B. das Vorhandensein von Kindern mit einem Vererbungsmotiv korreliert. Als Konsequenz wurden unterschiedliche logistische Regressionen durchgeführt. Die Ergebnisse unterschiedlicher Schätzungen sind in Tabelle 3 aufgeführt.

Tabelle 3: Wahrscheinlichkeitsmodell zur Konvertierungsentscheidung

	[1]		[2]		[3]		[4]		[5]	
	Koeffizient	sig.								
Demografische Var.										
Alter	0,16	0,00***	0,22	0,00***	0,20	0,00***	0,21	0,00***	0,26	0,00***
Kinder	-0,39	0,58	-0,71	0,35			-1,08	0,20	-1,08	0,22
Haushaltsgröße	-1,31	0,04**	-1,23	0,09*	-2,01	0,02**	-1,71	0,04**	-1,71	0,05*
Ökonomische Var.										
Einkommen			0,18	0,65	0,45	0,32	0,34	0,45	0,52	0,30
Immobilienwert			0,00	0,62	0,00	0,47	0,00	0,52	0,00	0,23
weitere Immobilien			1,87	0,06*	2,27	0,03**	2,46	0,02**	2,86	0,02**
Bildung/ Fachkenntnis										
Abitur							-0,19	0,83	-0,11	0,90
Kenntnis RM							-0,45	0,67	-0,14	0,90
Psychologische Var.										
Lebenslanges Wohnen			-0,60	0,51						
Verkauf als Alternative					2,06	0,05*	1,85	0,06*	1,81	0,07*
Investitionsmotive										
Einkommenserhöhung									-1,20	0,18
kein Vererbungsmotiv					-1,25	0,22				
Pflege/Gesundheit									1,10	0,27
Langlebigkeit					0,26	0,76				
Konstante										
	-11,65	0,00***	-16,21	0,00***	-11,90	0,00***	-16,37	0,00***	-20,46	0,00***
Log-Likelihood	59,18		49,93		46,42		46,32		43,06	
Cox & Snell R-Quadrat	0,12		0,18		0,20		0,20		0,22	
Nagelkerkes R-Quadrat	0,27		0,39		0,44		0,45		0,49	
Beobachtungen	123		123		123		123		123	

* 10% sign. ** 5% sign. *** 1% sign.

Das Alter zeigt das erwartete positive und signifikante Vorzeichen. Je älter die Interessenten, desto wahrscheinlicher eine Verrentung der Immobilie. Außerdem sinkt die Wahrscheinlichkeit, eine Immobilienrente abzuschließen, signifikant mit der Größe des Haushalts. Keinen signifikanten Einfluss haben der Wunsch, das restliche Leben in der Immobilie zu verbringen, das Vorhandensein von Kindern, der Wert des Wohneigentums sowie das Einkommen. Dies gilt auch für die untersuchten Nachfragemotive. Allerdings nehmen psychologische Faktoren einen Einfluss auf die Entscheidung. Wohneigentümer, die den Verkauf ihrer Immobilie als Alternative ansehen, konvertieren ihre Immobilie eher als andere Haushalte. Auch schließen Wohneigentümer mit weiteren Immobilienvermögen eher einen Vertrag ab als Haushalte ohne weitere Immobilien. Diese Variablen haben signifikant positive Koeffizienten. Das Bildungsniveau und die Kenntnis von Umkehrhypotheken sind insignifikant.

Als Ergebnis der ökonometrischen Untersuchung lässt sich festhalten, dass die wichtigsten demografischen Determinanten das Alter und die Haushaltsgröße darstellen. Je älter die

Interessenten und je kleiner die Haushaltsgröße, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit einen Vertrag abzuschließen. Jüngere Haushalte, die in größeren Haushalten leben, scheinen daher für eine Immobilienverrentung nur bedingt in Frage zu kommen. Zumindest stellen sie keine geeigneten Kandidaten für das Immobilien-Konvertierungs-Programm dar, welches in diesem Rahmen untersucht wurde. Auch scheinen psychologische Komponenten eine Rolle zu spielen. Haushalte die ihr Wohneigentum verrenten, sehen ihre Liegenschaft verstärkt als fungible Anlageklasse an. Der Verkauf der Immobilie stellt für diese Haushalte eine weitere Option der Ruhestandsfinanzierung dar. Signifikante Unterschiede beim Bildungsgrad, der Gesundheit oder den Konvertierungsmotiven werden nicht deutlich. Hier scheinen die befragten Haushalte relativ homogen zu sein. Hingegen lässt die Untersuchung erkennen, dass auch Wohneigentümer mit weiterem Immobilienvermögen als potenzielle Nachfrager in Frage kommen. Eine mögliche Erklärung dafür ist, dass diese Wohneigentümer eine bessere Kenntnis über den Wohnungsmarkt aufweisen und den Wert einer Immobilienrente besser einschätzen können als Haushalte ohne fremdvermietete Immobilien. So gab ein Rentempfänger an, dass er die Konvertierung wegen Ärger mit Mietern vollzog. Ein Weiterer bemerkte, dass die Immobilie zur Beaufsichtigung zu weit weg war. Somit sind die Risiken und impliziten Kosten, die aus vermietetem Immobilieneigentum erwachsen, für gewisse Haushalte durchaus von Bedeutung. Allerdings wurden auch die gemeinnützige und karitative Ausrichtung der Stiftung sowie die seriöse und gute Beratung als Gründe für einen Vertragsabschluss genannt.

Im Unterschied zur Studie von Weinrobe (1987) zeigt diese Analyse, dass weder die Höhe des Einkommens noch des Immobilienwerts die Entscheidung signifikant beeinflussen. Diese Diskrepanz kann unter anderem auf angebotsseitige Aspekte zurückgeführt werden. Während viele staatliche Programme zur Immobilienkonvertierung in den USA zielgerichtet eine einkommensarme Klientel mit hohen Immobilienvermögen ansprechen, werden diesbezüglich von der Stiftung Liebenau keine spezifischen Eingrenzungen vorgenommen.³¹ Eine Subventionierung von armen Haushalten steht hier nicht im Vordergrund, lediglich ein ausreichend hoher Immobilienwert stellt aufgrund der inhärenten Risiken und Abschlusskosten eine zwingende Voraussetzung dar. Dass diese Prämisse bei fast allen befragten Haushalten erfüllt ist, macht die deskriptive Untersuchung deutlich: Die Immobilienwerte der Haushalte

³¹ So setzt das von Weinrobe (1987) untersuchte California RAM Program ein Mindestkreditvolumen von 50.000 US-Dollar voraus. Daher ist wenig verwunderlich, dass vor allem Haushalte mit hohen Immobilienvermögen sich für das Programm qualifizieren konnten. Zudem werden Restriktionen hinsichtlich des Alters, des Einkommens und der Vermögenswerte gemacht (vgl. Weinrobe (1987), S.67).

in der Stichprobe sind relativ hoch. Lediglich 2,5% der befragten Haushalte gaben an, in Immobilien mit einem Wert von weniger als 50.000€ zu wohnen.

Eine weitere Erklärung für die Diskrepanz kann auf das deutsche Sozialsystem abstellen. Durch die gesetzliche Kranken- und Rentenversicherung sind ältere Haushalte in Deutschland gegen diverse biometrische Risiken absichert. Wie in der Untersuchung gezeigt wurde, stellt eine existenzielle finanzielle Not für den Großteil der befragten Interessenten daher kein entscheidendes Motiv zur Nachfrage einer Immobilienrente dar. Die Immobilie als „letzten Rettungsanker“ zu nutzen ist für den Großteil der befragten Wohneigentümer nicht von Bedeutung. In den USA ist dieser Grund hingegen für viele Interessenten ausschlaggebend für eine Verrentung der Immobilie.

Zusammengefasst lässt die ökonometrische Analyse erkennen, dass die Rentenbezieher der Stiftung Liebenau aus finanzieller Perspektive unterschiedliche Charakteristika aufweisen als die Nachfrager bestimmter staatlicher Programme in den Vereinigten Staaten. Aus demografischer Perspektive, d.h. hinsichtlich des Alters und der Haushaltsgröße, zeigen sich hingegen Gemeinsamkeiten. Es treten verstärkt ältere Wohneigentümer in kleinen Haushalten als Rentenbezieher auf. Um weitere empirische Evidenz für Deutschland geben zu können ist es allerdings notwendig, auch andere Immobilienverzehrprodukte zu untersuchen. So sollten z.B. bei der Förderrente des VÖB, aufgrund der förderpolitischen Orientierung der Förderbanken, vermehrt einkommensarme Haushalte als Nachfrager auftreten. Aufgrund der fehlenden Marktreife dieses und anderer Produkte ist eine derartige Analyse allerdings bis dato nicht möglich. Der Verbreitung von Immobilienverzehrprodukten in der Population steht eine Fokussierung der privaten Anbieter auf unterschiedliche sozioökonomische Gruppen jedoch nicht im Wege. Vielmehr sollte eine Vielzahl an Anbietern dazu beitragen Interessenten unterschiedlicher Couleur zu erreichen und die Wohlfahrt vieler älterer Wohneigentümer zu erhöhen.

4 Schlussfolgerungen

Die Konvertierung des Wohneigentums zur Ruhestandsfinanzierung ist in Deutschland auf dem Wege von einer Experimentierphase hin zu seiner Operationalisierung. Die Anzahl der Vertragsabschlüsse befindet sich noch immer auf einem relativ niedrigen Niveau, jedoch ist eine ansteigende Tendenz erkennbar. Damit eine größere Zahl an älteren Wohneigentümern ihr Immobilienvermögen zum Kauf von Gebrauchsgütern und Dienstleistungen und zur

Absicherung gegen diverse Risiken nutzen wird, müssen die angebotenen Produkte den Wünschen und Bedürfnissen der älteren Wohneigentümer entsprechen. Dazu sind bedarfsgerechte Weiterentwicklungen der etablierten Produkte notwendig. Außerdem sind zur Verbreitung von Immobilienrenten verstärkte Vertriebsanstrengungen bei den Anbietern erforderlich.³² Um den Bedarf der potenziellen Nachfrager zu kennen, ist es für Investoren von besonderer Bedeutung zu wissen, welche Charakteristika die potenziellen Nachfrager aufweisen und welche Investitions- bzw. Konsummotive verfolgt werden. Zur Diffusion bedarf es zudem der Kenntnis, wie die Interessenten zu erreichen sind. Erste empirische Evidenz für Deutschland gibt diese Arbeit.

Haushalte, die eine Verrentung der Immobilie vornehmen, weisen bestimmte gemeinsame Charakteristika auf und verfolgen ähnliche Motive bei der Konvertierung ihrer Immobilie. Die Untersuchung lässt erkennen, dass Immobilienverzehrprodukte verstärkt kinderlose Haushalte mit guter Bildung und relativ hohem Immobilienvermögen ansprechen, bei den Nachfragemotiven eine Erhöhung des Einkommens, sowie eine Absicherung für das Risiko der Langlebigkeit im Vordergrund stehen. Das meist genutzte Informationsmedium stellt die Zeitung dar. Als Nachfrager treten vor allem ältere Personen auf, die in kleinen Haushalten wohnen. Darüber hinaus macht die ökonometrische Untersuchung deutlich, dass auch Wohneigentümer mit weiteren Immobilienbeständen potenzielle Profiteure darstellen. Dies kann auf eine gewünschte Diversifikation des illiquiden Immobilienvermögens zurückgeführt werden, möglicherweise auch auf eine bessere gewisse Kenntnis dieser Haushalte über Risiken und Kosten von Immobilieninvestitionen. Sollen auch Haushalte mit weniger fundierten Kenntnissen als Nachfrager erreicht werden, ist eine ausführliche Beratung und Information von potenziellen Kunden in der breiten Bevölkerung unerlässlich. Wie die internationale Erfahrung zeigt, ist dies der Akzeptanz und Verbreitung von Immobilienverzehrprodukten dienlich.

Verbesserungen in der Ausgestaltung der unterschiedlichen Produkttypen und ein zielgerichtetes Marketing sollten dazu beitragen, interessierte Haushalte zu erreichen, die Anzahl an Vertragsabschlüssen zu erhöhen und die Wohlfahrt älterer Wohneigentümer zu steigern. Allerdings stellen für viele Interessenten die niedrigen Auszahlungsbeträge das wesentliche Nachfragehemmnis dar. Andere Faktoren scheinen dagegen von untergeordneter Bedeutung zu sein. Eine ansteigende Zahl an Anbietern, der damit einhergehende Wettbewerb, sowie die zunehmende Erfahrung der Investoren sollten jedoch zukünftig dazu beitragen, diverse

³² Dies dürfte auch ein wesentlicher Grund für die Verbreitung der Riester-Produkte gewesen sein (vgl. Börsch-Supan et al. (2006), S.51)

Kosten zu senken, die Auszahlungen zu erhöhen und damit die Nachfrage nach Immobilienverzehrprodukten zu steigern.

7 Literaturverzeichnis

AARP (2000): *Fixing to Stay: A National Survey of Housing and Home Modification Issues*, American Association of Retired Persons (Hrsg.), Washington DC.

Barro, R. J. (1974): Are Government Bonds Net Wealth?, *Journal of Political Economy*, 82, S.1095-1117.

Becker, G. S. (1974): A Theory of Social Interactions, *Journal of Political Economy*, 82, S.1063-1093.

Börsch-Supan A. (2000): *Das Sparverhalten verstehen*, Online-Ressource: <http://www.boersch-supan.de/axel/Sparverhalten.pdf>, (22.10.09).

Börsch-Supan, A. (2005): Risiken im Lebenszyklus: Theorie und Evidenz, *Perspektiven der Wirtschaftspolitik*, 6, S.449-469.

Börsch-Supan, A./ Stahl K. (1991): Life cycle savings and consumption constraints, theory, empirical evidence, and fiscal implications, *Journal of Population Economics*, 4, S.233-255.

Börsch-Supan, A./ Reil-Heil, A./ Schunk, D. (2006): Das Sparverhalten deutscher Haushalte: Erste Erfahrungen mit der Riesterrente, *MEA Discussion Papers*, 114.

Brown J. R. (2007): Rational and Behavioral Perspectives on the Role of Annuities in Retirement Planning, *NBER Working Paper*, 13537.

Caplin, A. (2000): The Reverse Mortgage Market - Problems and Prospects, *Working Paper*, Online-Ressource: <http://www.cess.nyu.edu/caplin/reverse.pdf>, (21.10.2009).

Case, B./ Schnare A.B. (1994): Preliminary Evaluation of the HECM RM Program, *Journal of the AREAUEA*, 22, S.301-346.

Conrad A. (2007): Das Konzept des Reverse Mortgage: eine Alternative für Deutschland?, *Bank-Archiv: Zeitschrift für das gesamte Bank- und Börsenwesen*, 55, S.631-642.

Davidoff T./ Brown J.R./ Diamond P.A. (2005): Annuities and Individual Welfare, *American Economic Review*, 95, S.1573-1590.

Feldstein, M. (1978): Reply, in: Barro, R. J. (1978): *The Impact of Social Security on Private Saving: Evidence from U.S. Time Series*, American Enterprise Institute Washington D.C., S.37-47.

- Fratantoni, M.C. (1999): Reverse Mortgage Choices - A Theoretical and Empirical Analysis of the Borrowing Decision of Elderly Homeowners, *Journal of Housing Research*, 10, S.189-208.
- Jacobs, B. (1982): *An Overview of the National Potential for Home Equity Conversion into Income for the Elderly, a Report to the Home Equity Conversion Project*, National Center for Home Equity Conversion, Madison, Wisconsin.
- Kimball, M.S. (1990): Precautionary Saving in the Small and the Large, *Econometrica*, 58, S.53-73.
- Kotlikoff, L./ Spivak, A. (1981): The Family as an Incomplete Annuity Market, *Journal of Political Economy*, 89, S.372-391.
- Leinert, J. (2005): *Altersvorsorge: Theorie und Empirie zur Förderung freiwilligen Vorsorgespargens*, Dissertation, Technische Universität Berlin.
- Lang, O. (1998): *Steueranreize und Geldanlage im Lebenszyklus*, ZEW Wirtschaftsanalysen, 32, Baden-Baden.
- Leviton, R. (2001): Reverse Mortgage Decision-Making, *Journal of Aging & Social Policy*, 13, S.1-16.
- Lusardi, A. (1997): Precautionary Saving and Subjective Earnings Variance, *Economic Letters*, 57, S.319-326.
- Mayer, C.J/ Simons, K.V (1993): Reverse Mortgages and the Liquidity of Housing Wealth, *Working Paper Series, Federal Reserve Bank of Boston*, 93.
- Merrill, S.R./ Finkel, M./ Kutty, N. K. (1994): Potential Beneficiaries from Reverse Mortgage Products for Elderly Homeowners: An Analysis of American Housing Survey Data, *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association*, 22, S. 257-299.
- Mitchell, O.S./ Piggott, J. (2004): Unlocking Housing Equity in Japan, *NBER Working Paper Series*, 10340.
- Mitchell, O.S./ Poterba, J.M./ Warshavsky, M.J./ Brown, J.R. (1999): New Evidence on the Money's Worth of Individual Annuities, *American economic Review*, 89, S.1299-1318.
- Modigliani, F. (1966): The life cycle hypothesis of saving, the demand for wealth and the supply of capital, *Social Research*, 33, S.160-217.

- Modigliani, F./ Brumberg R. (1954): Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-Section Data, in: Kurihara K. (Hrsg.), *Post Keynesian Economics*, Rutgers University Press, New Brunswick, S. 388-436.
- Rasmussen, D.W./ Megolugbe, I.F./ Morgan, B.A. (1997): The Reverse Mortgage as an Asset Management Tool, *Housing Policy Debate*, 8, S.173-194.
- Reil-Held, A. (2002): *Die Rolle intergenerativer Transfers in Einkommen und Vermögen älterer Menschen in Deutschland*, Inauguraldissertation, Universität Mannheim.
- Rodda, D./ Herbert, C./ Lam, H.-K. (2000): *Evaluation Report of FHA's Home Equity Conversion Mortgage Insurance Demonstration: Final Report to HUD*, U.S. Department of Housing and Urban Development, Washington.
- Rodepeter, R./ Winter J. (1998): Rules of Thumb in Life-Cycle Savings Model, *Working Paper*, 99, Sonderforschungsbereich 504, Mannheim.
- Rothschild, M./ Stiglitz, J.E. (1976): Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information, *Quarterly Journal of Economics*, 90, S.630-649.
- Sexauer, M. (2004): *Verteilungswirkung und Effizienz der Erbschaftssteuer: eine Untersuchung im Rahmen von Modellen überlappender Generationen*, Dissertation, Technische Universität Berlin.
- Shefrin, H.M./ Thaler R.H. (1988): The Behavioral Life-Cycle Hypothesis, *Economic Inquiry* 26, S.609-643.
- Shiller, R. J./ Weiss A. N. (1998): *Moral Hazard in Home Equity Conversion*, AREUEA-ASSA session, 04.01.1989, Chicago Illinois.
- Sinai, T./ Souleles, N. (2005): Owner Occupied Housing as Insurance Against Rent Risk, *NBER Working Paper*, 9462.
- Sinclair, S.V./ Smetters K.A. (2004): A Quantitative Study of Annuitization and Savings Decisions, *Working Paper*, Wharton School.
- Skinner J. (1993): Is Housing Wealth a Sideshow?, *NBER Working Paper*, 4552.
- Thaler R.H. (1990): Anomalies: Saving, Fungibility, and Mental Accounts, *Journal of Economic Perspectives*, 4, S.193-205.
- Thaler, R.H./ Shefrin, H. (1981): An Economic Theory of Self-Control, *Journal of Political Economy*, 89, S.392-406.

Venti, S.D./ Wise, D.A. (1990): But they don't want to reduce Housing Equity, in: Wise D. (Hrsg.), *Issues in the Economics of Aging*, University of Chicago Press, Chicago.

Weinrobe, M. D. (1985): HELP Comes to Buffalo: A Review and Analysis of the Initial Equity Conversion Experience, *Housing Finance Review*, 4, S. 537-548.

Weinrobe, M. D. (1987): An Analysis of Home Equity Conversion in the RAM Program, *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association*, 15, S.65-78.

Wilhelm, M. O. (1996): Bequest Behavior and the Effect of Heirs' Earnings: Testing the Altruistic Model of Bequests, *American Economic Review*, 86, S. 874-892.

Yaari, M. (1965): Uncertain Lifetime, Life Insurance and the Theory of Consumer, *Review of Economic Studies*, 32, S.137-150.

Zeldes, S. (1989): Optimal Consumption with Stochastic Income: Deviation from Certainty Equivalence, *Quarterly Journal of Economics*, 104, S.275-298.