



**AUSSCHUSS FÜR FINANZSTABILITÄT  
EMPFIHLT NEUE INSTRUMENTE ZUR REGULIERUNG  
DER DARLEHENSVERGABE FÜR  
BAU ODER ERWERB VON WOHNIMMOBILIEN**

# EINLEITUNG

Bis auf einige Zeitungsartikel relativ unbemerkt von der Öffentlichkeit hat sich der Ausschuss für Finanzstabilität beim Bundesministerium der Finanzen mit der Frage befasst, ob die heutigen Instrumente der Regulierung der Vergabe von Krediten für den Kauf oder Bau von Wohnimmobilien an private oder gewerbliche Darlehensnehmer ausreichen, um systemische Risiken aus der Finanzierung von Wohnimmobilien zu begrenzen (Finanzstabilität, 2015).

Darlehen im Rahmen der Finanzierung von Wohnimmobilien machen einen nicht unbeträchtlichen Anteil am Gesamtfinanzierungsvolumen der deutschen Banken aus. So weist der Monatsbericht September 2015 der Bundesbank ein Volumen an Bankkrediten für den Wohnungsbau per Juni 2015 in Höhe von EUR 1.205 Mrd. aus. Das entspricht einem Anteil von 49,9% der Bankkredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen. Aus dieser Perspektive betrachtet, stellt die Finanzierung von Wohnungsbau sicherlich eine relevante Position für die Finanzwirtschaft dar.

Der Ausschuss kommt in seiner Empfehlung zur Einschätzung, dass die gegenwärtig vorhandenen Instrumente für die Regulierung der Vergabe von Darlehen im Bereich der Wohnimmobilienfinanzierung nicht ausreichen, um künftig denkbare systemische Risiken in diesem Bereich wirksam abzuwehren (Finanzstabilität, 2015). Die Prüfung und - falls erforderlich - Vervollständigung der entsprechenden Instrumente wird auch vom Internationalen Währungsfonds, vom Finanzstabilitätsrat und vom Europäischen Ausschuss für Systemrisiken empfohlen (Finanzstabilität, 2015). Interessant ist,

dass 17 EU-Mitgliedsstaaten bereits entsprechende Instrumente einsetzen.

Hintergrund dieser Einschätzung ist die Analyse von Ursachen für das Entstehen der Finanzkrise in den USA im vergangenen Jahrzehnt.

Nachstehend soll zunächst auf die Ursachen der Entstehung von Preisblasen am Beispiel der Subprime-Krise in den USA eingegangen werden. Im Anschluss werden die aus Sicht des Autors bestehenden Unterschiede des deutschen Marktes für die Finanzierung von Wohnimmobilien dargestellt, ehe auf die vorgestellten Instrumente kritisch eingegangen werden soll.

# URSACHEN FÜR DIE ENTSTEHUNG DER SUBPRIME-KRISE IN DEN USA

## STRUKTUR DER HYPOTHEKENDARLEHEN IN DEN USA

Für ein besseres Verständnis der Ursachen und der Entstehung der Subprime-Krise soll zunächst die Struktur der Hypothekendarlehen dargestellt werden (Acharya & Richardson, 2009).

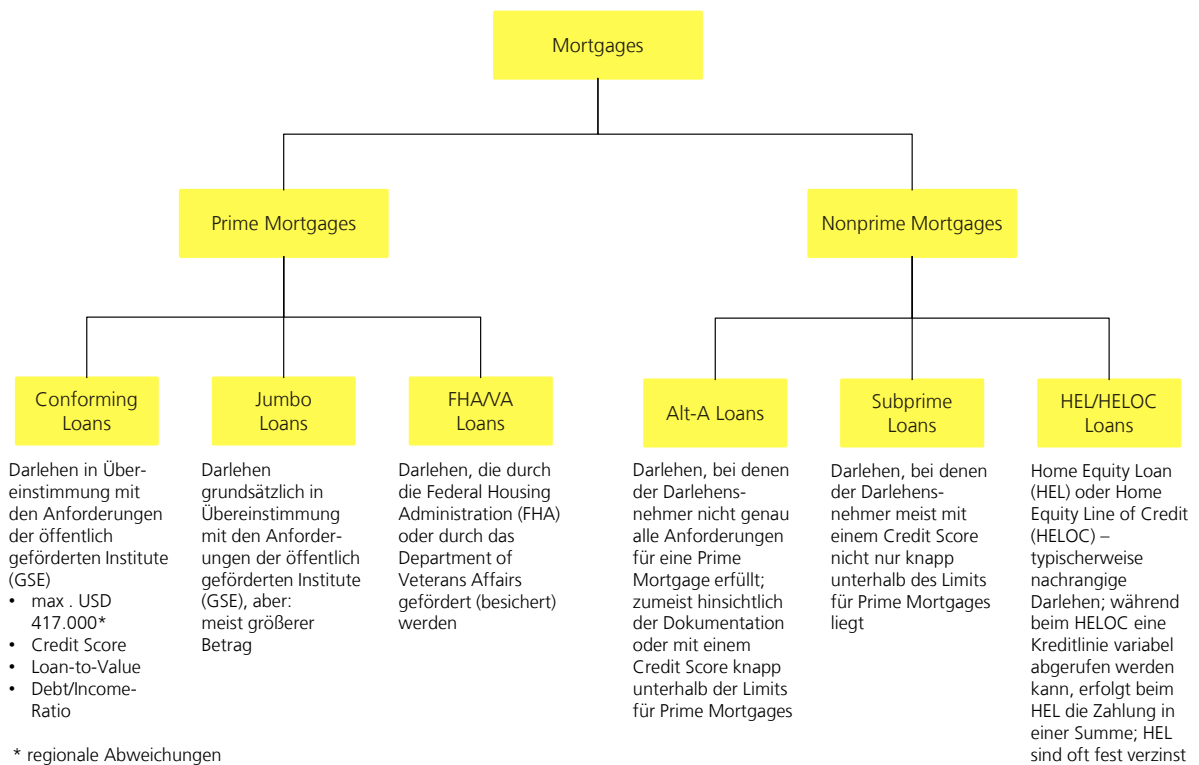


Abbildung 1: Typische Ausgestaltung von Hypothekendarlehen (Mortgages) in den USA (Acharya & Richardson, 2009), eigene Darstellung

## REPORT DER FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION

Die von der US-Regierung 2009 auf der Basis des Fraud Enforcement and Recovery Acts eingesetzte Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC) hat im Januar 2011 ihren mehr als 600 Seiten umfassenden Abschlussbericht (FCIC, 2011) veröffentlicht, in dem sie zum einen die Ursachen für die Krise untersucht und zum anderen darauf eingeht, ob die Krise vermeidbar war bzw. warum der Krise nicht früher begegnet wurde.

Als wesentliche Ursachen für die Entstehung der Krise nennt der Bericht die folgenden Punkte (FCIC, 2011):

- › Ein dramatisches Versagen von Corporate Governance und Risikomanagement in vielen systemisch wichtigen Finanzinstitutionen.
- › Die Kombination von exzessiver Kreditaufnahme, riskanten Investitionen und fehlender Transparenz.
- › Eine systematische Vernachlässigung von Verantwortlichkeit und ethischem Handeln.
- › Das Zusammenbrechen von Standards für die Vergabe von Hypothekendarlehen und die Verbriefung von Hypotheken.
- › Das Begeben von Over-the-Counter-Derivaten.
- › Das Versagen der Ratingagenturen.

Als Gründe für das späte Erkennen und die ungenügende Reaktion auf die Fehlentwicklungen nennt der Bericht neben einigen der oben angeführten Punkte vor allem (FCIC, 2011):

- › Weitgehendes Versagen in der Regulierung der Finanzmärkte und der entsprechenden Aufsicht.
- › Die fehlende Vorbereitung der Regierung und die inkonsistente Antwort auf die Krise.

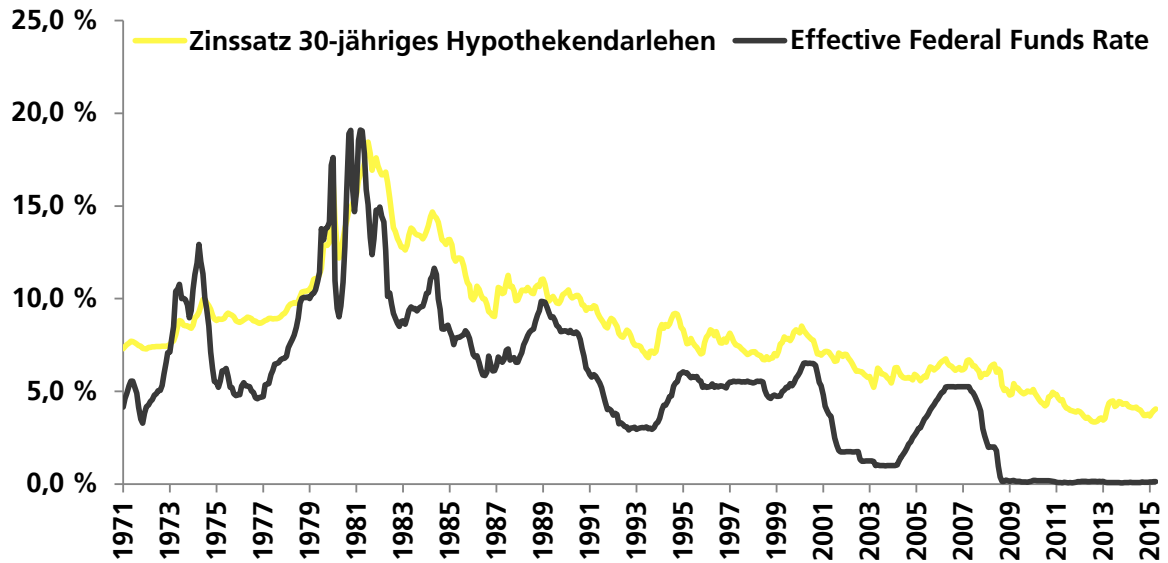
Nachstehend soll auf einige dieser Punkte weiter eingegangen werden, um im Folgenden die Relevanz dieser Faktoren hinsichtlich des deutschen Marktes für die Finanzierung von Wohnimmobilien zu beurteilen.

### EXZESSIVE KREDITVERGABE BZW. -AUFNAHME

Nachdem die Federal Reserve die Leitzinsen auf den niedrigsten Stand seit 40 Jahren gesenkt hatte, um die nach dem Platzen der Internet-Blase eingetretene vergleichsweise milde Rezession abzuschwächen, haben sich auch die Zinsen für Hypothekendarlehen in den USA auf einem historischen Tiefststand befunden, der bis heute anhält.





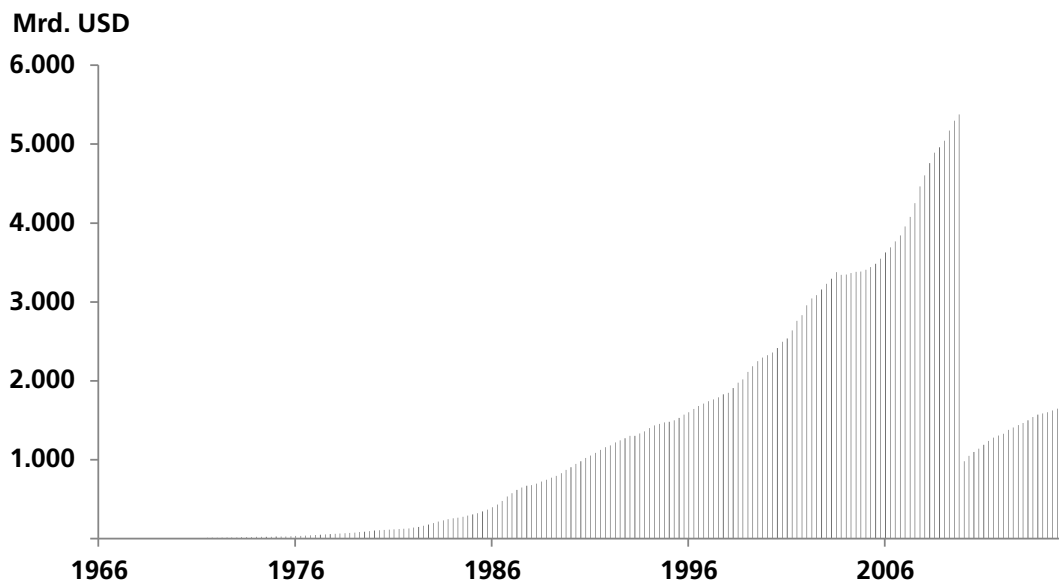


Quelle: Board of Governors of the Federal Reserve System (US), 30-Year Conventional Mortgage Rate© [MORTG], Effective Federal Funds Rate © [FEDFUNDS] retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/MORTG/> abgerufen am 22. Oktober 2015, eigene Darstellung

Abbildung 2: Entwicklung der Zinsen (in %) für 30-jährige Hypothekendarlehen und der Leitzinsen (Federal Funds Rate)

Diese Entwicklung führte dazu, dass immer mehr Haushalte Hypothekendarlehen aufnahmen, um ein eigenes Haus zu kaufen und zu bauen. Das Volu-

men der Hypothekendarlehen entwickelte sich entsprechend.



Quelle: Board of Governors of the Federal Reserve System (US), Agency-and GSE-Backed Mortgage Pools; Total Mortgages; Asset, Level [AGSEBMPTCMAHDFS], retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/AGSEBMPTCMAHDFS/> abgerufen am 22. Oktober 2015, eigene Darstellung

Abbildung 3: Volumen der von Agenten oder den staatlichen Fördereinrichtungen vermittelten Hypothekendarlehen in Mrd. USD



Im Ergebnis stiegen die Hypothekenbelastungen pro Haushalt in den Jahren 2001 bis 2007 um mehr als 63% von USD 91.500 auf USD 149.500, während die Einkommen in der gleichen Zeit nahezu stagnierten (FCIC, 2011).

#### **ABSENKUNG DER STANDARDS BEI DER VERGABE VON KREDITEN**

Möglich wurde dieses oben dargestellte extreme Neugeschäft vor allem durch die Absenkung der Standards für die Vergabe der Darlehen. Einer der wesentlichen Gründe dafür ist eine Besonderheit des US-Marktes: die Hypothekemakler, die für die Vermittlung von Hypothekendarlehen eine entsprechende Gebühr erhalten. Eine Studie aus dem Jahr 2010 zeigt auf, dass diese Makler in den Jahren 2005 und 2006 die höchsten Gebühren für Darlehen erhalten haben, die sich später als besonders riskant herausstellten (Berndt, Hollifield, &

Sandås, *The Role of Mortgage Brokers in the Subprime Crisis*, 2010). In einer weiteren Studie zeigen die gleichen Autoren 2014 auf, dass die Gewinne der Makler abnahmen, je informierter die Kreditnehmer selbst waren (Berndt, Hollifield, & Sandås, *How Subprime Borrowers and Mortgage Brokers Shared the Pie*, 2014).

Darüber hinaus führt auch die FCIC an, dass nahezu ein Viertel der in der ersten Hälfte des Jahres 2005 begebenen Hypotheken in den USA ohne Tilgung ausgestaltet waren und 68% der ARM-Darlehen, die durch die Countrywide und Washington Mutual begeben wurden, geringe oder keine Dokumentationsanfordernisse aufwiesen (FCIC, 2011). Als weiterer überzeugender Beweis kann die nachstehend dargestellte Entwicklung verschiedener Formen der Darlehen für die Jahre 1999, 2003 und 2006 angeführt werden.

## Information zu Nonprime-Hypothekendarlehen in den USA

Jahr der Vergabe	1999	in %	2003	in %	2006	in %
Anzahl der Darlehen (alle)	596.710	100%	1.840.040	100%	3.251.355	100%
Subprime Darlehen	512.476	86%	1.426.503	78%	2.376.949	73%
Alt-A Darlehen	84.233	14%	413.494	22%	872.208	27%
Darlehen mit geringer Dokumentation	120.682	20%	678.810	37%	1.635.176	50%
Tilgungsfreie Darlehen	1.169	0%	95.870	5%	725.317	22%
Zweitrangige Darlehen	86.482	14%	192.337	10%	708.343	22%
Variabel verzinsliche Teaserdarlehen	172.579	29%	361.811	20%	1.639.509	50%
Margin (variabel verzinslich)	6		6		5	

Tabella 1: Information zur Entwicklung von Hypothekendarlehen 1999-2006 in den USA (Anthony Pennington-Cross et al.)

Bemerkenswert dabei ist insbesondere die Entwicklung der Darlehen mit geringer Dokumentation, der tilgungsfreien und zweitrangigen Darlehen. Problematisch war dabei auch die fehlende Transparenz aufgrund des geringen Standardisierungsgrades und der heterogenen Ausgestaltung der Hypotheken (Levitin, Pavlov, & Wachter, 2009).

Dabei veränderte sich auch die Struktur der aufgenommenen Darlehen. Gerade einkommensschwächere Haushalte zogen variabel verzinsliche Hypothekendarlehen, sogenannte „Adjusted Rate Mortgages“ oder „ARM“, vor. Diese brachten zu Beginn noch niedrigere Raten, verschoben aber das Zinsänderungsrisiko vollständig auf den Kreditnehmer. Laut dem Report der FCIC nahm 2005 und 2006 jeder zehnte Darlehensnehmer ARM-Darlehen auf (FCIC, 2011).

„Klassische“ ARM-Darlehen, bei denen der Darlehensnehmer seine monatlichen Raten selbst bestimmt, waren dabei nur der Ausgangspunkt der

Entwicklung. Neue Produkte, wie sogenannte hybride ARM-Darlehen mit einer Laufzeit von 30 Jahren, bei denen in den ersten zwei oder drei Jahren eine Zinsbindung griff und die danach variabel verzinst wurden, waren oft mit signifikanten Vorfälligkeitsentschädigungen versehen, so dass eine Refinanzierung nahezu unmöglich wurde.

### VERBRIEFUNG VON DARLEHEN, GENERIERUNG VON DERIVATEN – MORTGAGE BACKED SECURITIES ALS KATALYSATOR

Nachstehend wird zunächst in Anlehnung an Acharya et al (Acharya & Richardson, 2009) der Prozess der Verbriefung dargestellt, um anschließend kurz auf die sich daraus ergebenden Probleme einzugehen.

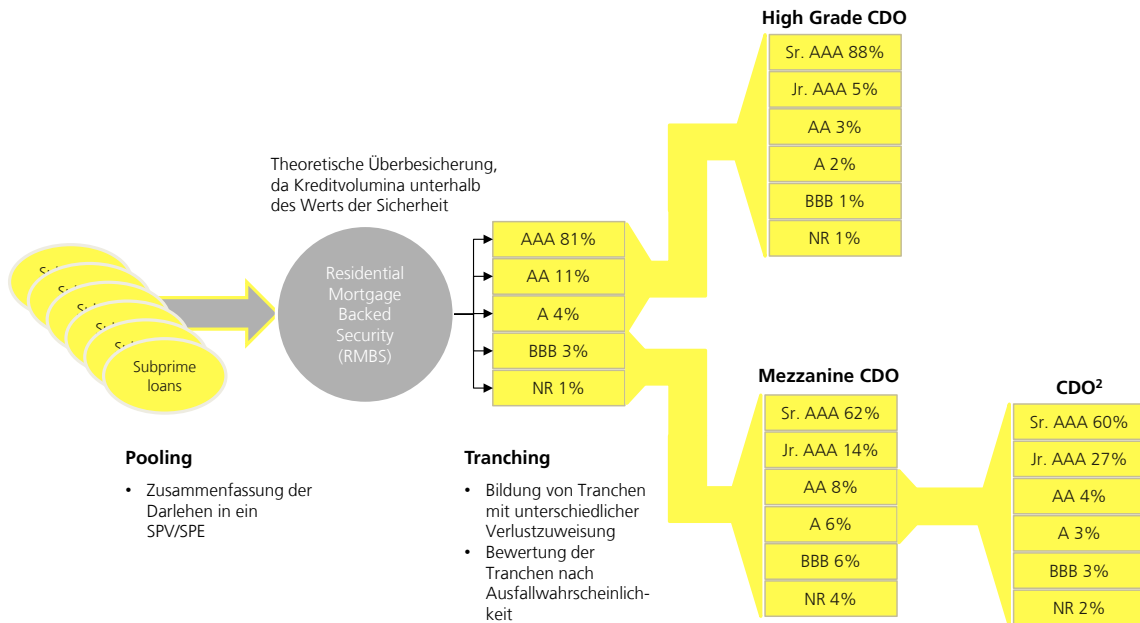


Abbildung 4: Prozess der Verbriefung und Ableitung von Derivaten

Durch den Prozess der Verbriefung und der Ableitung von weiteren Derivaten kommt es zu einer

Verschiebung des Risikoprofils (Ableitung der Werte aus Darstellung oben).

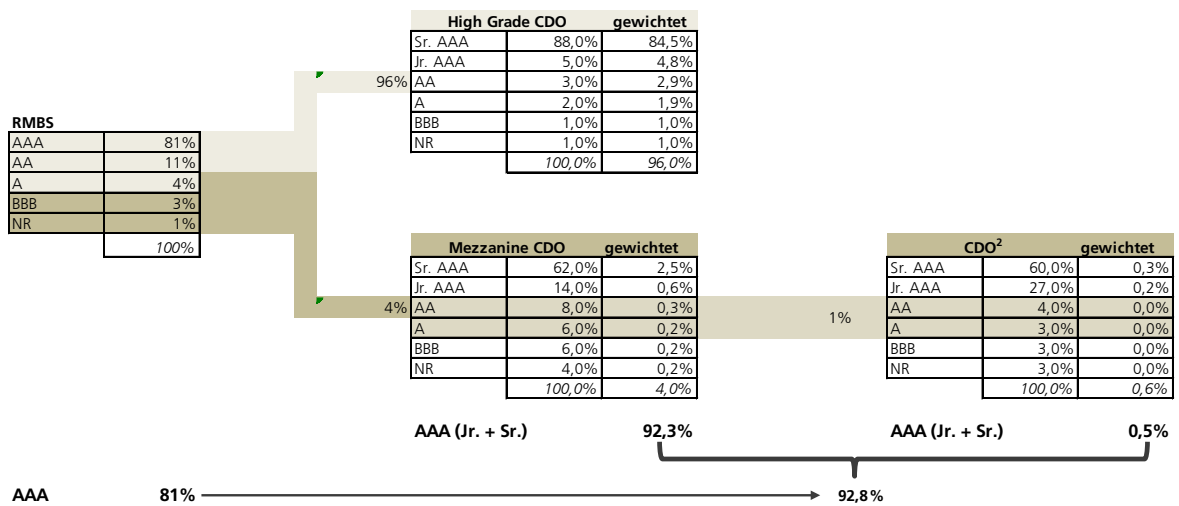


Abbildung 5: Rechnerische Veränderung des Risikoprofils durch Ableitung der Derivate



Neben der rechnerischen Veränderung des Risikoprofils erschwert dieser Prozess auch die Zuordnung der Risiken, da die einzelnen derivativen Elemente weiterveräußert werden und für den Käufer am Ende der Verwertungsquote keine Transparenz über die Ableitung aus den früheren Produkten oder gar über das ursprüngliche Kreditrisiko besteht.

Als eine weitere wesentliche Ursache für die Finanzkrise kann die Kombination von

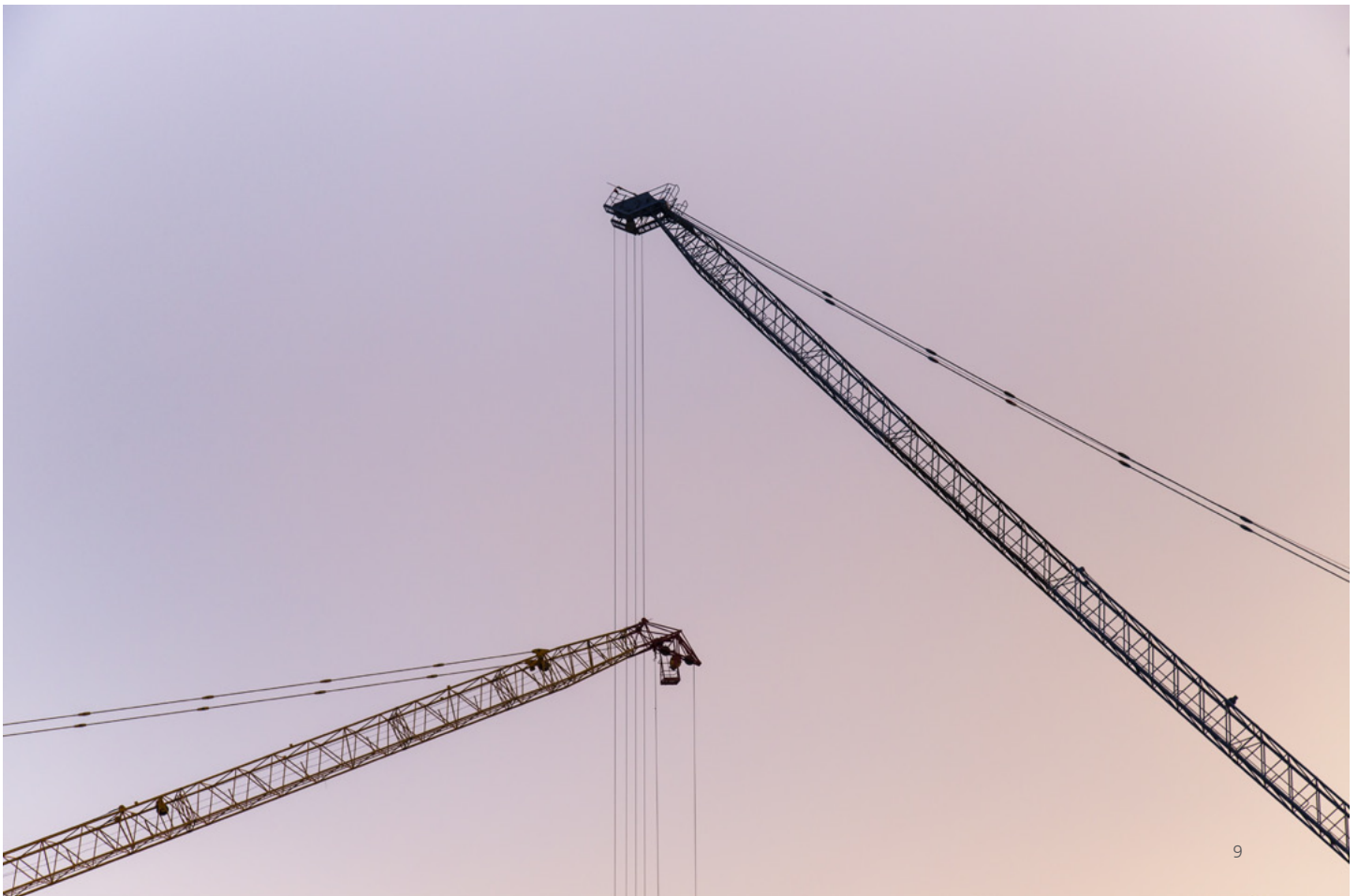
- › risikobereiten Investoren,
- › Versagen des internen Risikomanagements,
- › Versagen der Ratingagenturen,
- › mangelnder Transparenz und
- › exzessiver Ausweitung des Marktes von Finanzderivaten

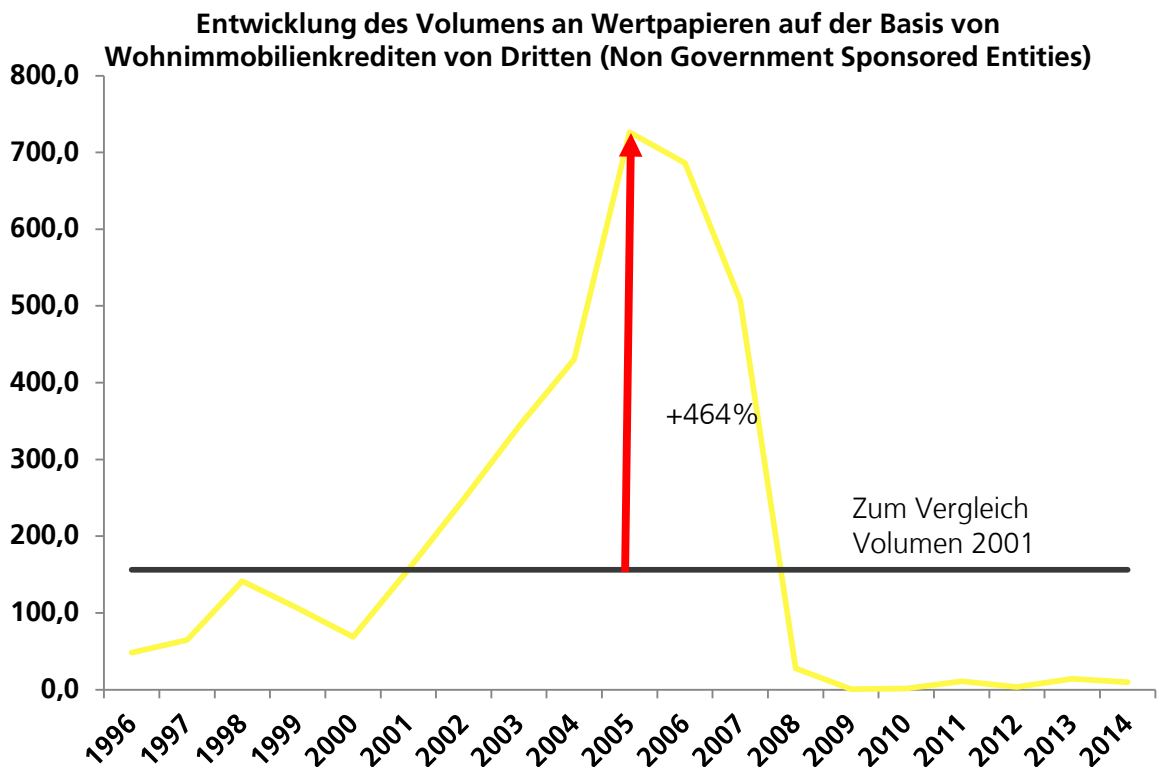
benannt werden.

Im Beitrag von Levitin et al. (Levitin, Pavlov, & Wachter, 2009) wird das Phänomen dieser Zeit wie folgt beschrieben: „Für eine Zeit lang hatten die Kapital-

märkte Appetit für fast jede Art von Risiko solange die Marktteilnehmer Gebühren für die Produkte erhielten, die sie bereitstellten und verkauften. Es gab kein tiefes Verständnis des Ausfallrisikos in dem neuen schnell wachsenden Markt und die Firmen hatten kein besonderes Incentive, um sich um das Ausfallrisiko zu fokussieren. [...] Der Herausgeber, der Vertriefer und der Bewerter waren nur an den Gebühren interessiert, die sie für jeden Verkauf verbuchen konnten. Das eignete sich vor allem zu einem hohen Volumen an kurzfristigen Profiten statt einer Kalibrierung von Ausfallrisiko und langfristiger Performance des Darlehens.“

Damit erlebten Verbriefungen auf der Basis von Hypothekendarlehen eine Sonderkonjunktur von enormem Ausmaß.





Quelle: <http://www.sifma.org/uploadedfiles/research/statistics/statisticsfiles/sf-us-mortgage-related-sifma.xls?n=02400>  
 abgerufen am 22. Oktober 2015, eigene Darstellung

*Abbildung 6: Entwicklung des Volumens an Wertpapieren auf der Basis von Wohnimmobilienkrediten von Dritten  
 (Non Government Sponsored Entities) in Mrd. USD*

Problematisch wirkten sich die gleichen Faktoren noch einmal aus. Zahlreiche Banken und Investoren sicherten sich mit Credit Defaults Swaps (CDS) gegen fallende Preise der unterlegten Darlehen ab. Bei der Ausgestaltung dieser derivativen Instrumente kam es jedoch zu den gleichen Problemen. Geringe Standardisierung und große Heterogenität der Darlehen erschwerten die realistische Bewer-

tung der Instrumente. Darüber hinaus führten Anreize, möglichst hohe kurzfristige Gewinne bei der Ausgabe der CDS zu erzielen, dazu, dass bei Eintritt der Krise die Sicherungsinstrumente versagten bzw. die ausgebenden Institute nicht die erforderlichen Liquiditätspolster besaßen, um die beabsichtigten Sicherungseffekte zu erzielen.

# ENTSTEHUNG UND PLATZEN DER IMMOBILIENBLASE IN DEN USA

## ENTSTEHEN DER IMMOBILIENBLASE

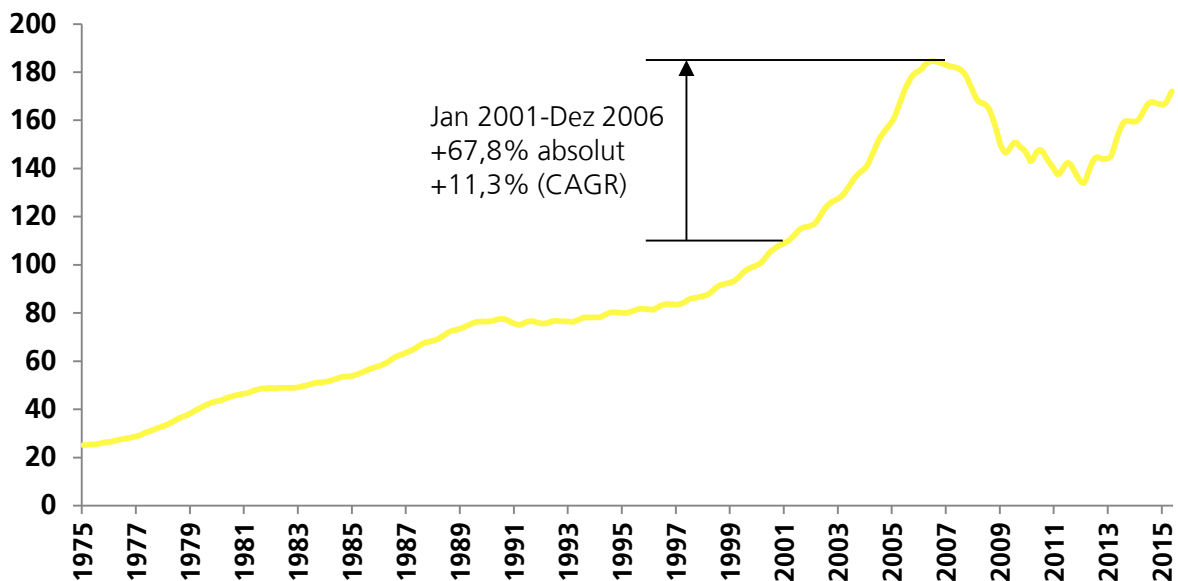
Die Entstehung der Immobilienblase wird in der Literatur sowohl auf Entwicklungen in der Nachfrage als auch im Bereich des Angebots zurückgeführt. Ein wenig gleicht das dem Henne-Ei-Problem, da einerseits Haushalte auf den bereits bestehenden Trend der laufend steigenden Hauspreise vertrauten, andererseits stand ein reiches Angebot an Dar-

lehensformen zur Verfügung, die teilweise geringe Raten – zumindest zu Beginn – erwarten ließen.

Im Ergebnis kam es zu einem Anstieg der Nachfrage nach Immobilien und ein sich verstärkender Kreislauf setzte zunächst ein.

Die Preise für Immobilien entwickelten sich nur in eine Richtung: nach oben.

Entwicklung des S&P/Case-Shiller U.S. National Home Price Index



Quelle: <http://www.sifma.org/uploadedfiles/research/statistics/statisticsfiles/sf-us-mortgage-related-sifma.xls?n=02400>  
abgerufen am 22. Oktober 2015, eigene Darstellung

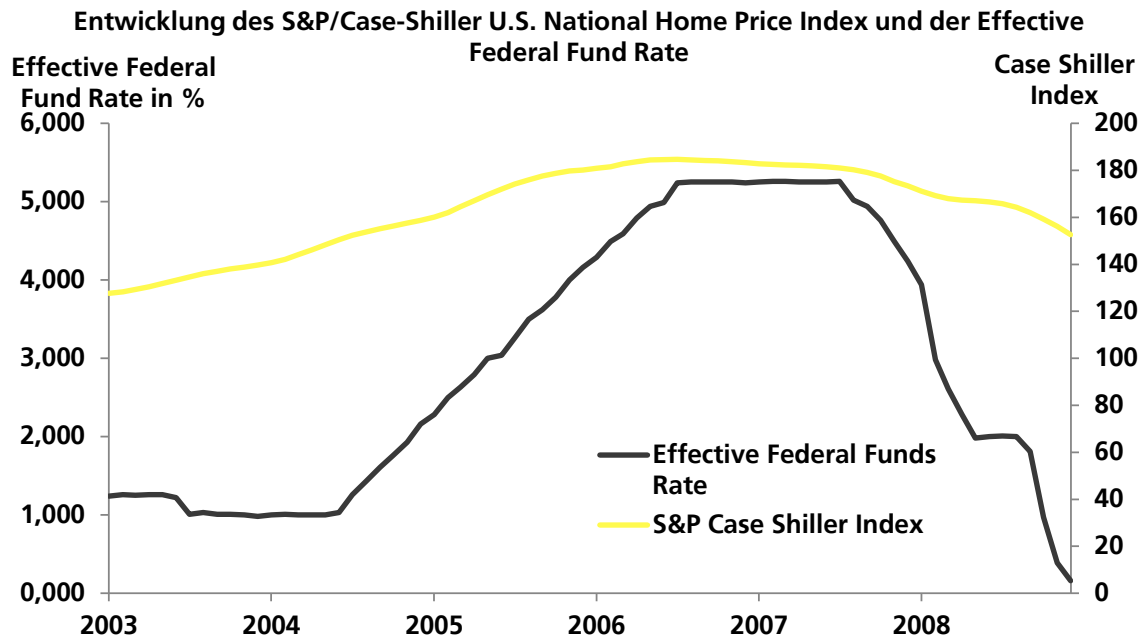
Abbildung 7: Entwicklung des S&P/Case-Shiller U.S. National Home Price Index

Bei einer Betrachtung der Entwicklung mit dem Vorjahresmonat für die Zeit kurz vor der Krise bis

heute zeigt sich der eingetretene Werteverfall deutlich.

## PLATZEN DER IMMOBILIENBLASE

Im Jahr 2003 kommt es in den USA zu einem Anstieg der Zinsen. Dennoch steigen die Preise für Wohnimmobilien weiter an.



Quelle: S&P Dow Jones Indices LLC, S&P/Case-Shiller 20-City Composite Home Price Index© [SPCS20RSA], retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/SPCS20RSA>, Effective Federal Funds Rate © [FEDFUNDS] retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis abgerufen am 22. Oktober 2015, eigene Darstellung

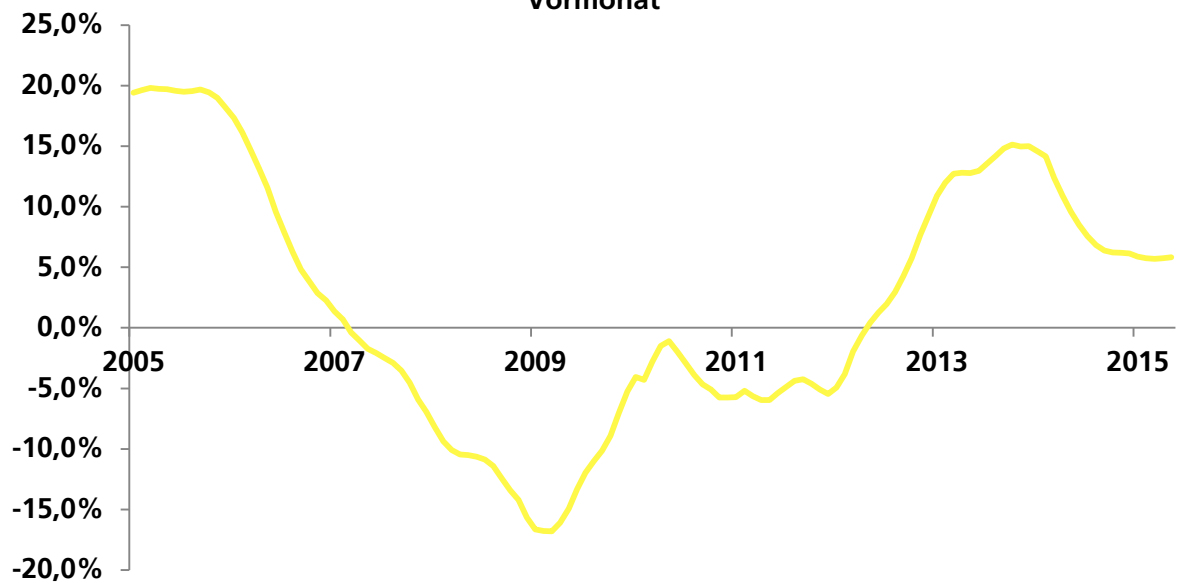
Abbildung 8: Entwicklung der Leitzinsen und des S&P Case Shiller Index 2003-2008

Dieser Trend ist zunächst nicht ohne weiteres nachzuvollziehen. Die gängigen Erklärungsversuche führen diese Entwicklung auf billige Kredite, eine Inelastizität hinsichtlich Nachfrage und Verfügbarkeit, „irrationalen Überschwang“ oder die Politik des sozialen Wohnungsbaus zurück (Levitin, Pavlov, & Wachter, 2009). Die Autoren dieser Studie hingegen führen das Entstehen der Blase auf die

Übersorgung mit Hypotheken zurück, die durch die Finanzinstitutionen in immer schnellerem Tempo bereit gestellt wurden, um durch die Produktion und den Verkauf der Verbriefungen entsprechende Gewinne zu erzeugen. Im Ergebnis dieser Entwicklung kommt es ab 2006 zur Korrektur der Preise für Wohnimmobilien in zum Teil dramatischer Form.



### Entwicklung des S&P/Case-Shiller U.S. National Home Price Index im Vergleich zum Vormonat



Quelle: <http://us.spindices.com/index-family/real-estate/sp-case-shiller>, abgerufen am 22. Oktober 2015, eigene Berechnung und Darstellung

Abbildung 9: Entwicklung des S&P/Case-Shiller U.S. National Home Price Index im Vergleich zum Vorjahresmonat

Die in Abbildung 9 dargestellte Entwicklung stellt dabei nur einen Ausschnitt dar. In einzelnen Regionen der USA verläuft der Sturz der Preise weitaus drastischer.

Dabei verstärkt noch ein weiterer Effekt diese Entwicklung. Die Darlehen sind zumeist nur durch die Objekte selbst besichert. Dies führt dazu, dass die

Eigentümer zwar im Zweifelsfall die Immobilie und das eingesetzte Eigenkapital verlieren, sich damit aber auch von den Schulden aus dem Kauf/Bau der Immobilie befreien können.

# WESENTLICHE FAKTOREN FÜR DAS ENTSTEHEN DER SUBPRIME-KRISE IN DEN USA

Versucht man wesentliche Faktoren für das Entstehen der Subprime-Krise gerade auch einerseits hinsichtlich möglicher Unterschiede zur Situation in Deutschland und andererseits hinsichtlich möglicher Analogien zur gegenwärtigen Entwicklung am Markt für Wohnimmobilien und deren Finan-

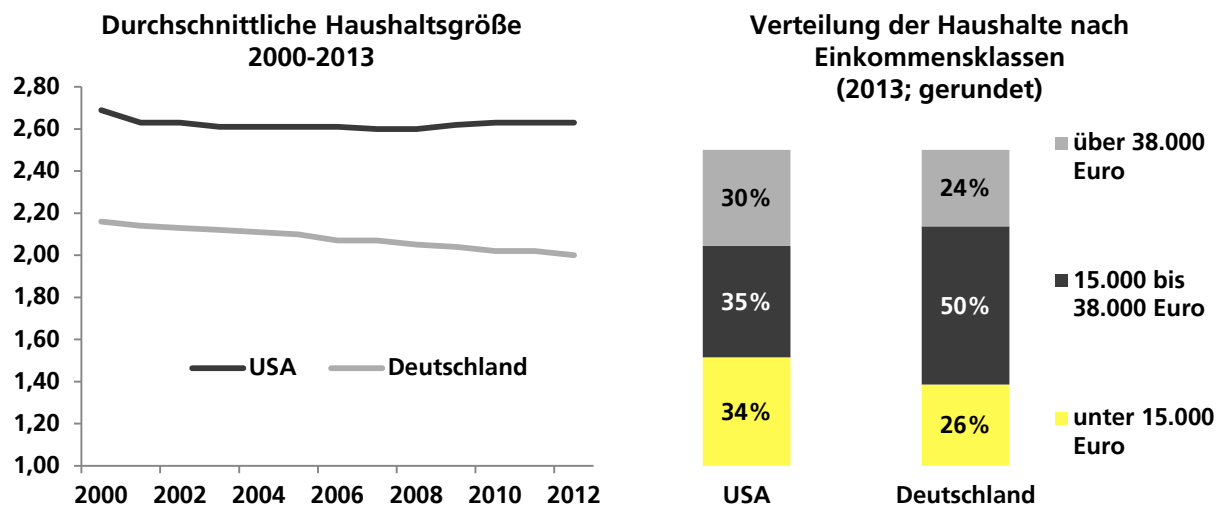
zierung in Deutschland herauszuarbeiten, lassen sich die folgenden Parallelen und Unterschiede insbesondere in der Zeit der Subprime-Krise in den USA festhalten, auf die nachstehend noch eingegangen werden soll:

Gemeinsamkeiten	Unterschiede
Niedrige Zinsen	Geringe Standardisierung der Darlehen hinsichtlich Konditionen in den USA
Gute Verfügbarkeit von Darlehenskapital	Hoher Anteil an variabel verzinslichen Darlehen in den USA
Begrenztheit des Angebots an Immobilien	Absenkung der Standards für die Vergabe der Darlehen in den USA
	Existenz der Mortgage-Broker
	Starke Fokussierung auf Verbriefung der Darlehen
	Zum Zeitpunkt der Krise teilweise schwaches Risikomanagement bei den Banken
	Zurückdrängen der Regulation
	In hohem Maße Risikoabsicherung mit CDS
	Starker Anstieg der Subprime-Darlehen
	Großer Anteil von Non-Recourse Finanzierungen
	Vergleichsweise hohe Verschuldung der Haushalte

# UNTERSCHIEDE ZWISCHEN DEM DEUTSCHEN UND AMERIKANISCHEN MARKT FÜR WOHNIMMOBILIEN UND DEREN FINANZIERUNG



## UNTERSCHIEDE IN DER STRUKTUR DES WOHNUNGSMARKTES UND STRUKTUR DER HAUSHALTE



Quelle:  
<http://www.generatorresearch.com>

Quellen:  
<http://nmhc.org/>  
<http://de.statista.com/>

Abbildung 10: Angaben zu Haushaltsgröße und Einkommen pro Haushalt

Aus den Daten für die Haushalte in den USA und in Deutschland werden vor allem zunächst zwei Unterschiede deutlich. Die Haushaltsgröße in den USA ist um etwa 30% größer, hinsichtlich der Einkommensverteilung zeichnet sich Deutschland durch eine deutlich breitere Mittelschicht aus, die die Hälfte aller Haushalte ausmacht.

Auch hinsichtlich der Mietquote existiert nach wie vor ein nicht unerheblicher Unterschied zwischen den beiden Ländern. Während in Deutschland mit 47% nahezu die Hälfte der Haushalte als Mieter die

Wohnung nutzen (Statistisches Bundesamt) sind es in den USA nur 35% der Haushalte, während hier fast zwei Drittel Eigentümer ihrer Wohnung oder ihres Hauses sind (NMHC). Die Wohneigentumsquoten anderer europäischer Länder liegen zum Teil erheblich über diesen Werten.

Bei den Wohnkosten in % vom verfügbaren Haushaltsbruttoeinkommen liegen die USA genau im, Deutschland über dem, OECD-Durchschnitt von 18%.

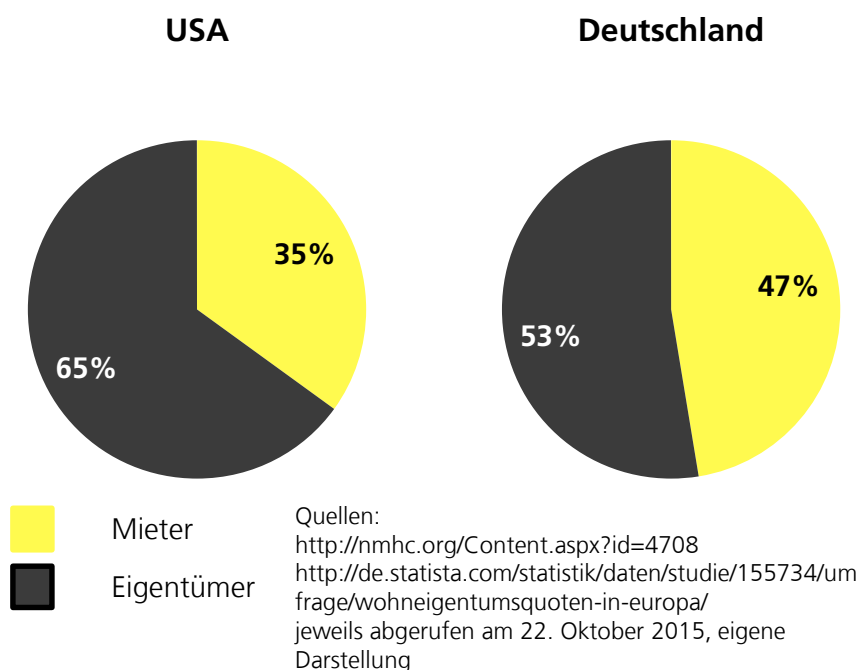


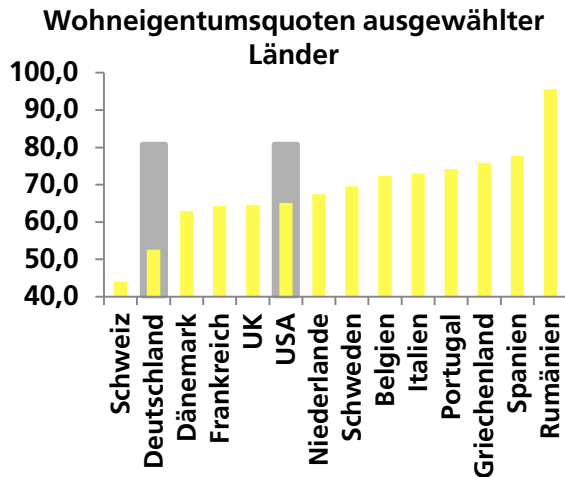
Abbildung 11: Wohneigentumsquoten und Wohnkosten relativ zum Einkommen für ausgewählte Länder



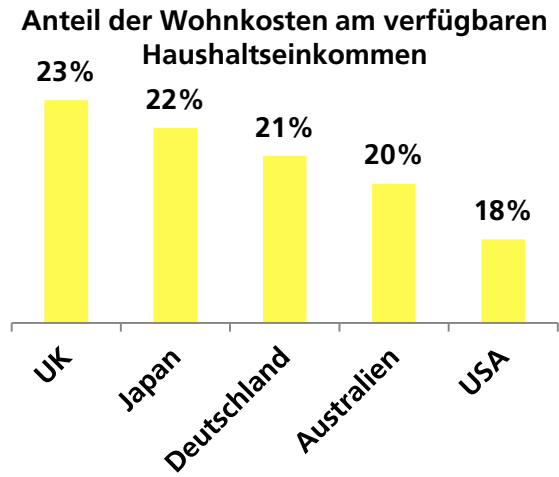
## LÄNDERSPEZIFISCHE UNTERSCHIEDE IN DER FINANZIERUNG VON WOHNIMMOBILIEN

Unterschiedliche Voraussetzungen für die Finanzierung der eigenen Wohnung oder des eigenen Hauses werden bereits bei der Sparneigung und bei der

bereits bestehenden Verschuldung zwischen Deutschland und den USA deutlich.



Quellen:  
www.destatis.de; www.nmhc.org  
abgerufen am 22. Oktober 2015, eigene Darstellung

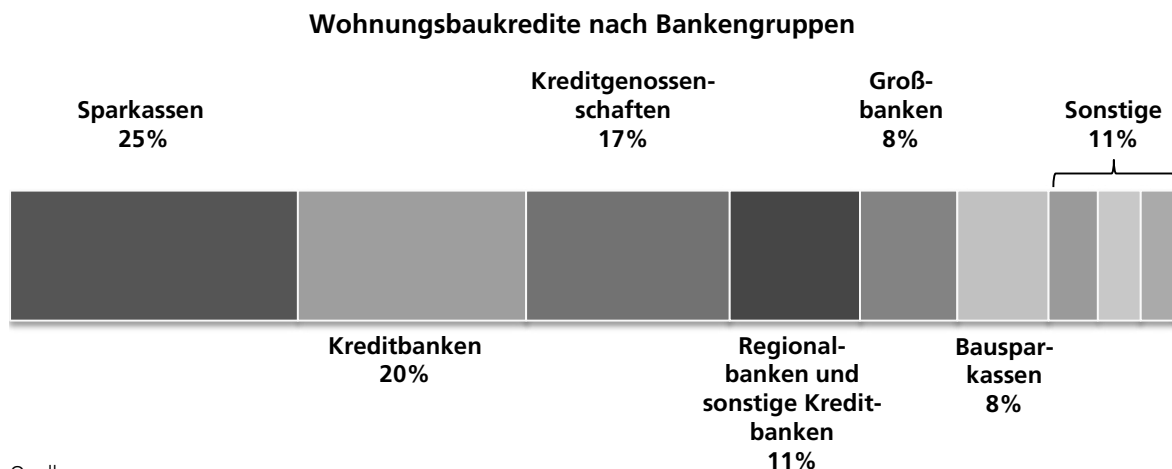


Quelle:  
<http://www.oecdbetterlifeindex.org/de/topics/housing-de/>  
abgerufen am 22. Oktober 2015, eigene Darstellung

Abbildung 12: Sparquote und Verschuldung privater Haushalte in den USA und Deutschland

Ein ganz wesentlicher Unterschied in der Finanzierung von Wohnimmobilien zwischen Deutschland und den USA besteht darin, dass in Deutschland die Darlehen nicht von Intermediären sondern von den

Banken selbst vergeben werden. Siehe dazu auch die nachfolgende Darstellung zu den Quellen der Finanzierung des privaten Wohnungsbaus in Deutschland.



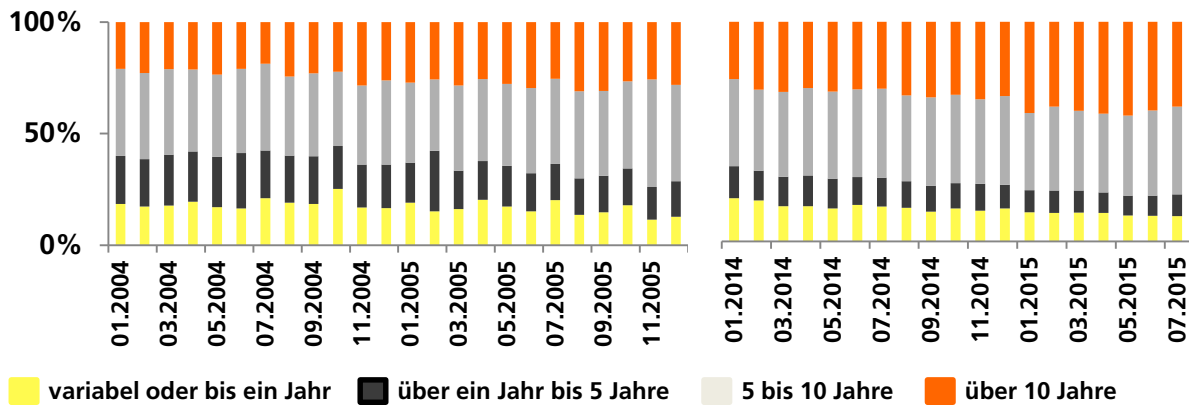
Quelle:  
Deutsche Bundesbank, Bankenstatistik August 2015

Abbildung 13: Quellen der Wohnungsbaufinanzierung für private Haushalte

Durch die finanzierenden Institute findet somit aufgrund der Verpflichtungen des Kreditwesengesetzes (KWG) und der weiteren Vorschriften immer eine Bonitätsprüfung des Schuldners statt. Die aus den USA bekannten Darlehen mit geringer oder fehlender Dokumentation oder Subprime bzw. Home Equity Loans, etc. sind so in dieser Form in Deutschland nicht denkbar.

Darüber hinaus zeigt ein Blick auf die Zinsstatistik der Bundesbank (Bundesbank, 2015), dass in Deutschland ein vergleichsweise hoher Anteil der Wohnimmobilienfinanzierungen mit einer Zinsbindung von mindestens 5 Jahren oder sogar bis zu über 10 Jahren ausgestattet ist. Dies war auch in den Jahren vor der Subprime-Krise bei einem im Vergleich zu heute noch wesentlich höheren Zinsniveau mit Effektivzinssätzen von 4% und darüber der Fall.

### Verteilung der Zinsbindungsfristen für neu abgeschlossene Wohnungsbaukredite der deutschen Banken an private Haushalte



Quelle:

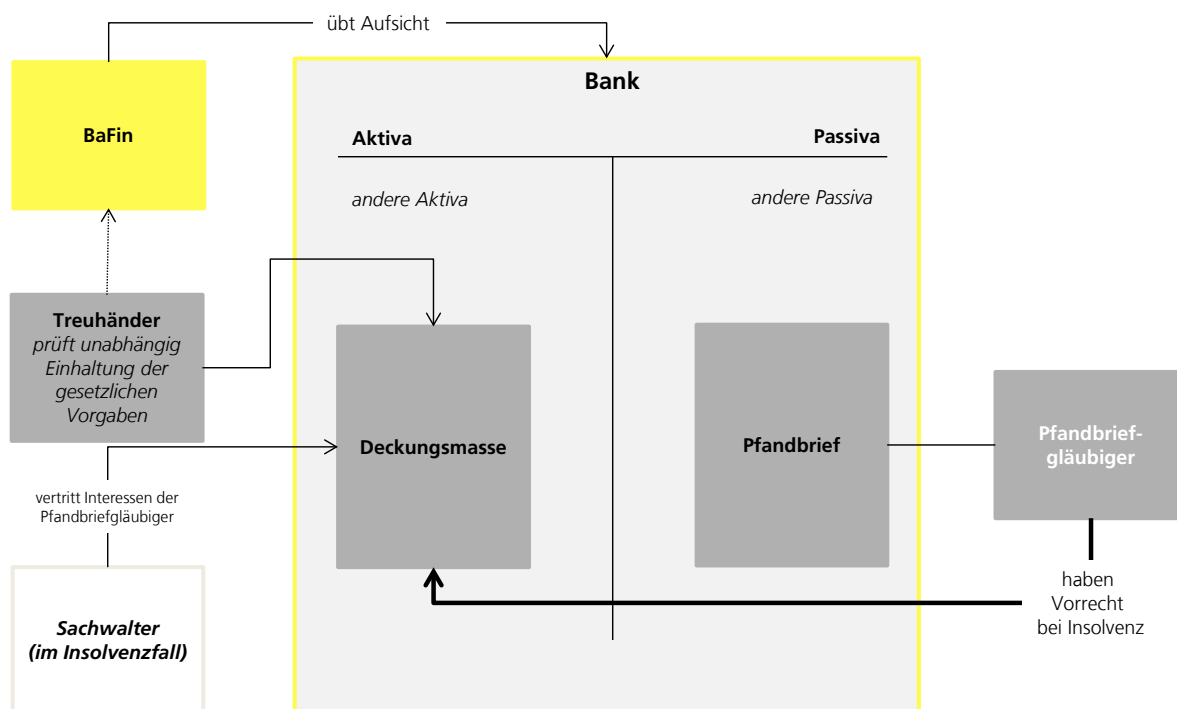
MFI-Zinsstatistik der Deutschen Bundesbank, abgerufen am 10. August 2015, eigene Darstellung

Abbildung 14: Verteilung Zinsbindungsfristen bei Wohnungsbaukrediten 2004/2005 und 2014/2015

### Die Refinanzierung der Banken durch den Pfandbrief als stabilisierender Faktor

Einen weiteren stabilisierenden Faktor stellt die Refinanzierung der Hypothekendarlehen mittels Pfandbriefen in Deutschland dar.

Bereits die Transaktionsstruktur eines Pfandbriefes unterscheidet sich erheblich von der Struktur der Verbriefung bei einer Mortgage Backed Security nach US-Gewohnheiten.



Quelle: DG HYP: Der deutsche Pfandbriefmarkt 2014 / 2015, vereinfacht

Abbildung 15: Transaktionsstruktur Pfandbrief (vereinfacht)

Neben den verschiedenen institutionellen Unterschieden, wie der Einschaltung des Treuhänders, der die Einhaltung der gesetzlichen Vorgaben auch unabhängig von der Bank und der Bankenaufsicht (BaFin) überwacht, tragen die in § 14 PfandBG festgeschriebene Begrenzung von 60% bis zu der Hypotheken zur Deckung von Pfandbriefen genutzt werden dürfen, die Methodik der Ermittlung des Beleihungswertes und die Trennung der Ermittlung des Beleihungswertes durch einen in den Prozess der Akquisition eines Kredits und der Entscheidung über die Gewährung des Kredits nicht eingebundenen Gutachter (§ 7 Beleihungswertverordnung) und der eigentlichen Kreditentscheidung durch das Kreditinstitut selbst bei.

Zwar sind Kreditinstitute nicht daran gehindert, Darlehen über die in § 14 PfandBG festgeschriebene 60%-Grenze zu begeben, die Refinanzierung muss dann aber über andere, meist weniger günstige Instrumente erfolgen.

### Der Beitrag der Methodik zur Ermittlung des Beleihungswertes zur Stabilität deutscher Wohnimmobilienfinanzierung

Neben der Obergrenze von 60% trägt auch die Systematik der Ermittlung des Beleihungswertes zur Stabilität durch die Bildung eines weiteren „Puffers“ bei. Wie bereits vorangehend dargestellt, wurden in den USA Kredite mit der Aussicht auf Marktpreissteigerungen gewährt, bei denen das Kreditvolumen nicht mehr durch den Wert der zur Besicherung dienenden Immobilie gedeckt war, als die Marktpreise nachgaben.

Dies ist nicht allein durch die exzessive Kreditvergabe, sondern auch durch die Bezugnahme auf aktuelle Marktwerte bei der Besicherung der Kredite begründet.

Der Marktwert wird dabei beispielsweise durch das International Valuation Standards Council definiert

als „der geschätzte Wert, für den ein Vermögenswert oder eine Verbindlichkeit am Tag der Bewertung zwischen einem jeweils voneinander unabhängigen verkaufsbereiten Verkäufer und kaufbereiten Käufer nach angemessener Vermarktung unter der Bedingung veräußert wird, das beide Seiten in voller Kenntnis, gewissenhaft und ohne Zwang übertragen wird“ (IVSC, 2013).

Während der Marktwert also einen Wert zu einem bestimmten (Bewertungs-)Stichtag darstellt, definiert § 3 BelWertV den Beleihungswert als den Wert, „der erfahrungsgemäß unabhängig von vorübergehenden, etwa konjunkturell bedingten Wertschwankungen am maßgeblichen Grundstücksmarkt und unter Ausschaltung von spekulativen Elementen während der gesamten Dauer der Beleihung bei einer Veräußerung voraussichtlich erzielt werden kann“.

Damit ist es Ziel der Ermittlung des Beleihungswertes, zum einen Schwankungen des Wertes im Zeitverlauf zu glätten und zum anderen einen Wert zu ermitteln, der über die Laufzeit des entsprechenden Darlehensvertrags bei einer Verwertung der Sicherheit erzielt werden kann. Damit ist auch entsprechend der Wertverzehr über diese Laufzeit zu antizipieren. Im Ergebnis ist davon auszugehen, dass der Beleihungswert geringer als der aktuelle Marktwert einer Immobilie ist.

Die folgenden vier Schwerpunkte des Konzepts des Beleihungswertes werden in der Literatur (Kleiber, Fischer, & Werling, 2014) genannt:

- › „organisatorische Regeln, insbesondere zur Auswahl des Gutachters und zur Trennung von Wertermittlung, Beleihungswertfestsetzung und Kreditprozess,
- › Vorgaben zur Verfahrenswahl, insbesondere das „2-Säulen-Prinzip“,
- › das Vorsichtsprinzip, meist in Form des Niederstwertprinzips: demzufolge ist beim Auseinander-

fallen von objektspezifischen, marktüblichen und nachhaltigen Werten (Miete, Instandhaltungskosten u. Ä.) immer der Ansatz zu wählen, der zum jeweils niedrigeren Ergebnis bei der Wertermittlung führt,

- › Regeln zur Wahl der Bewertungsansätze, d. h. die Vorgabe von Sicherheitsab- oder -zuschlägen sowie Grenzwerten (Minimal- oder Maximalansätze bzw. Bandbreiten)“.

Auf die Details der Ermittlung des Beleihungswertes soll hier nicht weiter eingegangen werden.

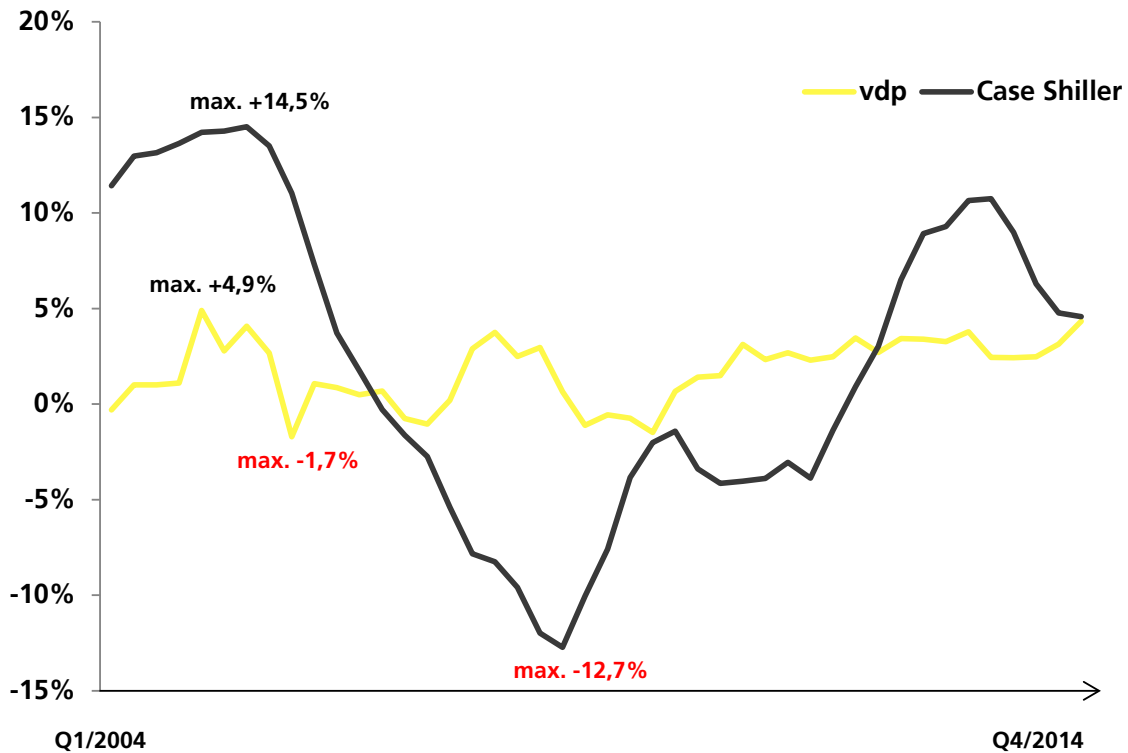
Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass zwischen dem Markt für die Finanzierung von Wohnimmobilien in Deutschland und den USA erhebliche Unterschiede in der Struktur des Wohnungsmarktes, dem Spar- und Konsumverhalten der privaten Haushalte und der Struktur der Anbieter für Wohnimmobilienfinanzierung sowie auch den Rahmenbedingungen für die Refinanzierung der entsprechenden Kredite durch die Banken mit Hilfe des Pfandbriefes bestehen.

Im Ergebnis zeichnet sich der deutsche Markt durch weniger spekulative Elemente aus als der amerikanische Markt für die Finanzierung von Wohnimmobilien, insbesondere in der Zeit der Entstehung der Subprime-Krise.

Die Volatilität der Preise für Wohnimmobilien ist entsprechend in den USA wesentlich höher, wie die nachstehende Grafik zeigt, auch wenn das gewichtete Mittel der Veränderung der jeweiligen Indizes (CAGR) mit 1,9% für Deutschland nicht so stark von dem Wert für die USA mit 2,5% abweicht.



### vdp- und Case Shiller-Preisindizes für selbst genutztes Wohneigentum Veränderung gegenüber Vorjahr (2004-2014, quartalsweise)



Quelle:

<http://us.spindices.com/index-family/real-estate/sp-case-shiller>;

[http://www.pfandbrief.de/cms/\\_internet.nsf/0/CBF7CDC0FED77889C1257EA4002F46D7/\\$FILE/vdp\\_Immobilienpreisindex-vdp\\_Property\\_Price\\_Index\\_QI2003-QII2015.xlsx?OpenElement](http://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/0/CBF7CDC0FED77889C1257EA4002F46D7/$FILE/vdp_Immobilienpreisindex-vdp_Property_Price_Index_QI2003-QII2015.xlsx?OpenElement)

abgerufen am 22. Oktober 2015, eigene Berechnung und Darstellung

Abbildung 16: Entwicklung der Preisindizes für eigen genutzten Wohnraum 2004-2014

### EXKURS: IMMOBILIENBLASEN IN DEUTSCHLAND

Betrachtet man die Subprime-Krise in den USA und die Immobilienblase in Japan Ende der 1980er Jahre, so zeigt sich als Gemeinsamkeit vor allem, dass der massive Einsatz von Krediten die Preissteigerungen befeuert hat.

Im Vergleich zu diesen beiden Krisen erscheint der Verfall der Immobilienpreise in Ostdeutschland in einem anderen Licht. Dies betrifft nicht nur die Dimension, sondern vor allem auch die Ursachen dieser Entwicklung.

Ursächlich für den Anstieg der Immobilienpreise in Ostdeutschland nach der Wiedervereinigung waren vor allem zwei Faktoren:

- a) Unrealistische Erwartungen über die ökonomische und demografische Entwicklung
- b) Ressourcenfehlallokation durch steuerliche Anreize zum Immobilienkauf

Damit lässt sich diese regional sehr begrenzte Entwicklung nicht ohne weiteres mit den beiden anderen Phänomenen vergleichen.

## **EMPFEHLUNGEN UND ANFORDERUNGEN FÜR DIE VERGABE VON WOHNIMMOBILIEN- FINANZIERUNGEN AUF INTERNATIONALER, INSBESONDERE EUROPÄISCHER EBENE**

Die Europäische Kommission hat im Jahr 2003 einen Prozess mit dem Ziel der Integration der europäischen Hypothekmärkte angestoßen. Als erstes Ergebnis wurde Ende 2007 ein Weißbuch über die Integration der Hypothekarkreditmärkte vorgestellt. Dieses Weißbuch wie auch das entsprechende vorhergehende Grünbuch aus dem Jahr 2005 basieren auf einer Studie der London Economics (Economics, August 2005).

Das Weiß- wie auch das Grünbuch sowie die zugrundeliegende Studie wurden von Vertretern der deutschen Finanzwirtschaft stark kritisiert (Stellungnahme, 2008). Hauptkritikpunkte waren dabei, dass die der Studie zugrundeliegenden Annahmen auf ausschließlich britischen Marktmechanismen beruhen und die in der Studie aufgezeigten Wachstumsimpulse für Europa gerade auf vermeintlichen Wachstumsimpulsen beruhten, die durch die Subprime-Krise ad absurdum geführt wurden.

Im Februar 2014 verabschiedeten der Europäische Rat und das Europäische Parlament die Richtlinie 2014/17/EU (EU-Richtlinie, 2014). Die Richtlinie, die bis März 2016 in nationales Recht umzusetzen ist, betrifft Verbraucherkreditverträge für Wohnimmobilien, die durch Hypotheken besichert sind. Ziel ist es:

- › die Verbraucher angemessen zu informieren,
- › dass Kreditgeber und -vermittler ein entsprechendes Wohlverhalten zeigen,
- › Koppelungsgeschäfte zu untersagen,
- › die Berechnung des effektiven Jahreszinses zu vereinheitlichen,
- › sicherzustellen, dass eine entsprechende Prüfung der Kreditwürdigkeit des Verbrauchers erfolgt,
- › dass Fremdwährungskredite unter bestimmten

Bedingungen auf Verlangen des Verbrauchers in eine alternative Währung umgestellt werden können,

- › dass vorzeitige Rückzahlungen grundsätzlich möglich sind,
- › dass die Darlehensgeber bei Zahlungsrückständen nicht unangemessene Zwangsvollstreckungsmaßnahmen einleiten,
- › dass Niederlassungs- und Dienstleistungsfreiheit für Kreditvermittler bei entsprechender Aufsicht gegeben ist.

Die Richtlinie trifft jedoch keine konkreten Maßnahmen, die die Begrenzung des Kreditvolumens an konkrete Kennzahlen bindet, lässt die Option dazu jedoch in Abschnitt 3 der Einleitung offen.

Von Verbraucherschützern ist die Richtlinie grundsätzlich begrüßt worden.

Die Bundesregierung hat am 15. Juli 2015 den entsprechenden Gesetzentwurf beschlossen.

Bereits im April 2012 hat das Financial Stability Board (FSB), das zunächst durch die G-7 und später durch die G-20-Länder eingesetzt wurde, die „FSB Principles for Sound Residential Mortgage Underwriting Practices“ (FSB, April 2012) herausgegeben. In diesen Prinzipien sind die folgenden Punkte festgehalten:

- › Effektive Verifizierung der Informationen zum Einkommen, der finanziellen Lage des Kreditnehmers,
- › Sicherstellung einer angemessenen Fähigkeit, die Schulden zu bedienen,
- › Angemessene Relation von Darlehen zum Wert der Immobilie
- › Effektiver Prozess der Besicherung, einschließlich angemessener Bewertung der Sicherheiten
- › Umsichtige Nutzung von Hypotheken-(restschuld-)versicherungen

Die European Banking Authority (EBA) hat 2013 Leitlinien sowohl zur Kreditwürdigkeitsprüfung (EBA, European Banking Authority) als auch zu Zahlungsrückständen und Zwangsvollstreckung (EBA) herausgegeben und am 1. Juni 2015 diese Leitlinien speziell hinsichtlich der Gewährung von Hypothekendarlehen in der „Opinion of the European Banking Authority on Good Practices for mortgage credit worthiness and arrears and foreclosure, including expected mortgage payment difficulties“ (EBA) angewendet.

Die Good Practice-Empfehlungen der EBA nehmen explizit auf die EU-Richtlinie 2014/17/EU, die oben angeführten Leitlinien und die Prinzipien des FSB Bezug und betonen auch, dass bei der Umsetzung aufgrund der Heterogenität der Märkte und kulturellen Unterschiede die Anwendbarkeit, Effektivität und Angemessenheit der Empfehlungen in den einzelnen Staaten variieren können.







Die ausgesprochenen Good Practice-Empfehlungen stimmen grundsätzlich mit den FSB-Prinzipien überein, setzen im Detail teilweise andere Schwerpunkte. So fordern die Good Practice-Empfehlungen hinsichtlich der Verifizierung der Informationen zur finanziellen Situation des Kreditnehmers, dass diese Informationen auch beweisbar sind und aus vom Kreditnehmer unabhängigen Quellen stammen. Diese Empfehlungen stellen beispielsweise in Deutschland keine Neuigkeit dar, da Schufa-Anfragen Standardbestandteil der Kreditprüfung sind. Neben dieser Anforderung wird explizit auf das Thema Kreditbetrug und den Umgang mit entsprechenden Anzeichen eingegangen.

Unter dem Stichwort des vernünftigen Schuldendienstdeckungsgrades wird darauf verwiesen, dass die reine Angabe des gegenwärtigen Einkommens nicht ausreichend ist für eine Beurteilung der Schul-

denstragfähigkeit auf Seiten des Verbrauchers. Vielmehr sind zusätzliche Informationen einzufordern und zukünftige Entwicklungen wie Zinssatzänderungen und die Änderung der Lebensumstände (Eintritt in die Rente) mit zu berücksichtigen. Als Good Practice werden dabei auch explizit die Bestimmung konkreter Limits und die Berücksichtigung der wahrscheinlich höchsten und nicht nur der aktuellen Belastungen des Verbrauchers genannt.

Auch zum Thema der Besicherung des Kredites werden einige konkrete Empfehlungen ausgesprochen, auch wenn darauf hingewiesen wird, dass die reine Vorgabe eines Loan-to-Value-Verhältnisses nicht ausreicht, sondern dass es darauf ankommt, zu prüfen, inwieweit der Verbraucher in der Lage ist, das Darlehen später zu bedienen. So wird unter anderem ein ausreichender eigener – nicht aus an-



deren Quellen finanziert – Beitrag beim Immobilienkauf sowie eine umfassende Betrachtung der finanziellen Situation unter Einbeziehung aller Schulden und unter robusten Annahmen bei der Bewertung der Sicherheiten ebenso angesprochen wie die Überwachung der entsprechenden Kennziffer auch nach der Vergabe des Darlehens, z. B. bei Aufnahme nachrangiger Darlehen.

Über die Vergabe des einzelnen Darlehens hinaus ist auf institutioneller Ebene die Formulierung und Überwachung einer Kreditvergabepolitik einschließlich der Identifizierung und Überwachung besonders risikobehafteter Positionen und der Prüfung der Einhaltung der entsprechenden Vorgaben und Prozesse zum Risikomanagement genannt.


Auf die Empfehlungen im Falle von Zahlungsschwierigkeiten soll hier nicht weiter eingegangen werden.

## **UMSETZBARKEIT UND UMSETZUNG DER EMPFEHLUNGEN UND VORGABEN AUF NATIONALER EBENE**

Der - inklusive Begründung und Anlagen 178-seitige - Entwurf (BMJV, 2015) zum Gesetz zur Umsetzung der Wohnimmobilienkreditrichtlinie beinhaltet Änderungen am GBG, EGBGB, der ZPO, dem KWG, drei weiteren Gesetzen sowie fünf Ordnungen und Verordnungen.

Der Entwurf soll im Herbst 2015 diskutiert werden, um die Umsetzung in das nationale Recht bis zum 21. März 2016 sicher zu stellen.

Wie bereits in der EU-Richtlinie sind keine konkreten Vorschriften zur Einhaltung definierter Kennziffern bei der Vergabe von Immobiliendarlehen enthalten. Vielmehr sollen hinsichtlich der Prüfung der Kreditwürdigkeit des Darlehensnehmers alle erforderlichen Informationen zu Einkommen, Ausgaben und den sonstigen wirtschaftlichen und finanziellen Umständen berücksichtigt werden und die Entscheidung über die Vergabe des Kredits nicht allein darauf gestützt werden, dass der Preis der Immobilie steigen wird (BMJV, 2015).



# EMPFEHLUNGEN DES AUSSCHUSSES FÜR FINANZSTABILITÄT

Wie einleitend dargestellt, hält der Ausschuss für Finanzstabilität die gegenwärtig vorhandenen makroprudenziellen Instrumente im Bereich der Finanzierung von Wohnimmobilien für nicht ausreichend, um künftige systemische Risiken in diesem Bereich wirksam abwehren zu können (Finanzstabilität, 2015).

In den Empfehlungen werden bestehende Grenzen der gegenwärtig vorhandenen Systeme aufgezeigt. Daher soll an dieser Stelle nicht mehr darauf eingegangen werden. Die Hinweise zur begrenzten Verfügbarkeit entsprechender Daten können hier auch nur bejaht werden.

Durch den Ausschuss für Finanzstabilität werden dabei Empfehlungen zunächst hinsichtlich der Vergabe des einzelnen Kredites ausgesprochen. Den Kreditinstituten soll es aber ermöglicht werden, im Rahmen eines Überschreitungskontingents auch nicht regulierungskonforme Wohnimmobiliendarlehen zu vergeben. Das kann wohl als eine Art Portfoliobetrachtung verstanden werden. Dieses Portfoliorisiko soll für alle gewerblichen Darlehensgeber gleich als Prozentsatz der neuvergebenen Darlehen berechnet werden. Dies kann durchaus kritisch diskutiert werden.

Daneben ist eine Bagatellgrenze für kleinvolumige Kredite vorgesehen.

## **ZU DEN EINZELNEN VORGESCHLAGENEN INSTRUMENTEN**

Im Anhang der Empfehlung (Finanzstabilität, 2015) wird auf die einzelnen Instrumente im Detail eingegangen, dabei werden auch bereits erste Hinweise zu Vor- und Nachteilen gegeben.

### **Loan-to-Value (LTV)**

Die Kennziffer Loan-to-Value ist in der gewerblichen Immobilienfinanzierung weit verbreitet und Bestandteil zahlreicher Covenant-Vereinbarungen. Bei dieser Größe wird das Darlehensvolumen ins Verhältnis gesetzt zum Marktwert (der als Besicherung dienenden Immobilie).

### **DARLEHENSVOLUMEN**

Hinsichtlich des heranzuziehenden Darlehensvolumens verweist bereits die Empfehlung darauf, dass es keine einheitliche Definition des entsprechenden Kreditbegriffes gibt. Die Empfehlung selbst schlägt hier auch keine konkrete Abgrenzung vor. Auch im Bereich der gewerblichen Immobilienfinanzierung ergeben sich Abgrenzungsschwierigkeiten. Diese liegen im Besonderen dann vor, wenn eine Portfolio- oder Konzernfinanzierung erfolgt.

Zwar ist es denkbar, im Wege eines debt-push-downs eine entsprechende Zuordnung von Darlehen auf einzelne Assets vorzunehmen. Allerdings ist die Entscheidung über die Zuordnung der Schulden zu Vermögenswerten mehr oder weniger willkürlich. Darüber hinaus kann auch angeführt werden, dass solch ein Vorgehen nur ungenügend berücksichtigt, dass bei einer Rückführung oder Fälligestellung der Portfolio- bzw. Konzernfinanzierung auch in der Regel keine 1:1-Zuordnung von Kredit(-tilgung oder -rückführung) und Immobilien vorliegt. Zumeist werden in entsprechenden Vereinbarungen Sicherheitenpools festgehalten, bei deren teilweiser Veräußerung oft anteilig Tilgungen zu leisten sind.

Bei der privaten Wohnimmobilienfinanzierung stellt sich insbesondere die Frage, ob nur der durch das Objekt besicherte Kredit herangezogen wird oder ob es nicht unter Risikoaspekten sinnvoller wäre, die Gesamtverschuldung des Darlehensnehmers heranzuziehen.

### **WERT DER IMMOBILIE(N)**

Im gewerblichen Bereich sind vor allem bei nach IFRS oder US GAAP bilanzierenden Unternehmen regelmäßig entsprechende Zeitwerte zu ermitteln, die der Berechnung eines LTV zugrunde gelegt werden können. Dabei werden die entsprechenden Werte zumeist auf der Basis entsprechender Standards (Red Book, etc.) ermittelt.

Auch in der deutschen Bewertungspraxis sind entsprechende Standards zur Immobilienbewertung vorhanden. Während für gewerbliche Objekte ertragswertorientierte Verfahren üblich sind, wird allerdings für die klassischen privat finanzierten Wohnimmobilien (Eigentumswohnung, Einfamilienhaus, Doppelhaushälfte) das Vergleichswertverfahren herangezogen.

Bei der Vergabe der Finanzierung wird der Kaufpreis, bei Neubauten die Baukosten ausschlaggebend sein.

Daraus ergeben sich die folgenden Probleme:

#### a) Regelmäßige Bewertung der Immobilie

Da die Laufzeit des Kreditvertrages regelmäßig längerfristig (10 Jahre und darüber hinaus) ist, ist von Wertänderungen der Immobilie auszugehen. Um den LTV daher immer korrekt zu ermitteln, wären regelmäßige interne oder externe Bewertungen erforderlich. Alternativ sind im Konzept des deutschen Beleihungswertes durch die Methodik der Bewertung entsprechende Sicherheitsabschläge vorgesehen (siehe weiter oben).

Daneben ist festzuhalten, dass gerade bei einer längeren Laufzeit des Kredits auch marktseitige Veränderungen (z. B. Mikro- oder Makrolage) gerade auch aufgrund der demografischen Entwicklung dazu führen können, dass die bei Kreditvergabe angesetzten Werte nicht mehr realistisch sind.

#### b) Bewertungsverfahren/Basis der Kreditvergabe

Bei Neubauten werden, wie oben beschrieben, die Baukosten, eventuell die Kosten für den Erwerb des Grundstücks und die entsprechenden Nebenkosten die Basis für das zu finanzierende Volumen darstellen. Der LTV zielt auch darauf ab, einzuschätzen, inwieweit der Kredit im Falle des Defaults aus der Sicherheit zurückgezahlt werden kann. Eine Aussage hierzu kann aus den Baukosten, etc. nicht getroffen werden. Daher muss in jedem Fall eine entsprechende an den Marktverhältnissen orientierte Bewertung der Immobilie erfolgen.

Beim Erwerb einer bestehenden Immobilie werden neben den reinen Kosten für den Erwerb und die entsprechenden Nebenkosten häufig auch Kosten für die Renovierung, Sanierung oder Erweiterung finanziert. Auch hier ist es erforderlich eine entsprechende Bewertung durchzuführen, um eine realistische Basis für die LTV-Berechnung zu haben.

In der Subprime-Krise hat sich allerdings auch gezeigt, dass marktorientierte Verfahren ihre Grenzen aufweisen. So sind in den Zeiten der Blasenbildung aufgrund unrealistischer Markteinschätzungen der Marktteilnehmer überhöhte Preise gezahlt worden, die dann durch das Vergleichswertverfahren Eingang in die Bewertung der bestehenden Objekte finden. Dies hat sich auch häufig bei der Bewertung nach der Investment Method gezeigt, wenn die aus aktuellen Transaktionen abgeleiteten Renditen für die Bewertung herangezogen wurden. Tendenziell wirkt dieses Verfahren prozyklisch.

c) LTV als statische Größe oder auch „Schnappschuss“

Das Verhältnis von Darlehensvolumen zu Immobilienwert ist de facto in zweifacher Hinsicht eine statische Größe. Zum einen drückt der LTV „nur“ bezogen auf einen konkreten Stichtag aus, in welchem Maße das Darlehen aus der Verwertung der Sicherheit bedient werden kann. Effekte aus der schnellen Veräußerung („fire sale“) sind dabei in der Regel noch nicht berücksichtigt.

Zum anderen kommt es darauf an, ob das Darlehen durch den Kreditnehmer unter normalen Umständen zurückgezahlt werden kann. Dies kann nur auf Basis des LTV nicht beurteilt werden. Im Rahmen der Empfehlungen (Finanzstabilität, 2015) stellt der LTV daher auch sinnvollerweise nur eine Komponente dar.

#### **Debt-to-Income (DTI)**

Dieses Instrument stellt eine Kennzahl zur Messung der dynamischen Verschuldung dar. Gemessen wird mit dieser Relation, in welcher Zeit das Darlehen durch das bestehende Einkommen bzw. den Mittelzufluss des Schuldners zumindest theoretisch getilgt werden kann.

#### **DARLEHENSVOLUMEN**

Aus den Erläuterungen in Punkt 2.d. der Empfehlungen (Finanzstabilität, 2015) geht hervor, dass hier auf die gesamte finanzielle Belastung aus der Summe aller Fremdkapitalfinanzierungen abgestellt wird. Dies ist an sich nur konsequent. Fraglich bleibt aber:

› was unter Fremdkapitalfinanzierungen verstanden werden soll, bspw. ob es hier nur auf reine Darlehen oder auch auf Schulden aus Leasingverpflichtungen, etc. geht;



- › wie die gesamte Verschuldung nachweisbar abgeleitet wird;
- › wie das Problem gelöst werden kann, wenn mehrere Darlehensgeber neue Darlehen gewähren wollen und die entsprechende Kennziffer bei Berücksichtigung beider Darlehen überschritten werden sollte. Theoretisch denkbar wäre zwar z. B. eine prozentuale Aufteilung, allerdings wohl praktisch undurchführbar.

## EINKOMMEN/MITTELZUFLUSS

Wie im Anhang der Empfehlungen schon angegeben, fehlt es an einer allgemein gültigen Definition des „Einkommens“.

Vielmehr könnte auf verschiedene Definitionen zurückgegriffen werden:

### a) Zu versteuerndes Einkommen

Vorteil der Heranziehung des zu versteuernden Einkommens wäre es, dass dieses Einkommen mit dem entsprechenden Steuerbescheid oder der Steuererklärung auf Basis des Einkommensteuergesetzes gefunden werden kann. Problematisch ist andererseits, dass das zu versteuernde Einkommen vor allem keine Aussage über das tatsächlich verfügbare Einkommen im Sinne von Einnahmen, geschweige denn über die Wahrscheinlichkeit für die Rückzahlung des Darlehens (und der Zinsen) trifft.

### b) Pfändbares Arbeitseinkommen

§§ 850 ff. der Zivilprozessordnung regeln den Pfändungsschutz für Arbeitseinkommen und damit die Berechnung des pfändbaren Einkommens. Damit



wäre ja das Einkommen ableitbar, das maximal für die Tilgung der gesamten Schulden (des Darlehensvolumens) und ggf. der Zinsen zur Verfügung steht. Problematisch ist auch hier wieder die Ermittlung dieses Betrages, da er einen recht weitgehenden Eingriff in die Privatsphäre des Kreditnehmers darstellt.

Für den Fall, dass der Darlehensnehmer keine natürliche Person ist, wird auf den Mittelzufluss des Darlehensnehmers abgestellt (Punkt 2.d. der Empfehlungen (Finanzstabilität, 2015)). Der Begriff des Mittelzuflusses wird nicht weiter erläutert. Denkbar wären auch hier wieder verschiedene Interpretationen, wie:

- › Mittelzufluss aus den als Sicherheit dienenden Immobilien,
- › Freier Cash Flow.

### **Debt-Service-to-Income/Debt-Service-Cover-Ration (DSTI/DSCR)**

Auch diese Kennzahl stellt eine Größe für den dynamischen Verschuldungsgrad dar. Im Gegensatz zur vorhergehenden Kennziffer DTI werden hier allerdings auch die Zinsen mit einbezogen, so dass bemessen wird, inwieweit Tilgung und Zinsen aus dem laufenden Einkommen bzw. Mittelzufluss geleistet werden können.

### **SUMME SCHULDENDIENST**

Statt auf das Darlehensvolumen stellt diese Kennziffer auf die regelmäßig zu leistende Summe aus Tilgungsleistungen und Zinszahlungen ab. Für endfällige Darlehen soll dabei eine regelmäßige Tilgungsleistung angenommen werden.

Für regelmäßig zu tilgende Darlehen mit Zinsfestschreibung könnten die gemäß Darlehensvertrag vereinbarten Zahlungen angesetzt werden. Bei Auslauf des Vertrages oder der Anpassung der Konditi-

onen müsste dann jeweils eine Neuberechnung vorgenommen werden. Bei variabel verzinslichen Darlehen müssten entsprechende Annahmen getroffen werden, hier besteht ein gewisser Spielraum.

Für endfällige Darlehen wären dann Annahmen zum Grad der Tilgung in der Laufzeit des entsprechenden Vertrages (Volltilgung?) zu treffen.

Im Falle von endfälligen, variabel verzinslichen Darlehen würde damit dann der größte Spielraum bei den Annahmen und damit auch bei den Ergebnissen bestehen.

## **EINKOMMEN/MITTELZUFLUSS**

Hinsichtlich Einkommen und Mittelzufluss gelten die oben bei der Kennziffer DTI beschriebenen Punkte.

### **Amortisationsanforderung**

Hier schlägt der Ausschuss für Finanzstabilität vor, entweder maximale Laufzeiten oder Dauern bis zur Erreichung bestimmter LTVs vorzugeben. Das ist sicher eine sinnvolle Ergänzung zu den vorgenannten Kennziffern, da hiermit vor allem verhindert werden kann, dass durch Streckung der Tilgungsdauern die Einhaltung von DTI oder DSTI/DSCR erreicht wird.

Im Bereich der privaten Wohnimmobilienfinanzierung kann auch das Risiko gemindert werden, dass Schulden zwischen den Generationen übertragen werden, insbesondere wenn die Nachkommen ggf. gar nicht in der Lage wären, den entsprechenden Schuldendienst zu leisten.

Wie korrekt im Anhang der Empfehlungen ausgeführt, ist die Vorgabe von Amortisationsdauern allein jedoch nur von begrenzter Wirkung.



# FAZIT

Ziel der Empfehlungen des Ausschusses für Finanzstabilität ist es, „gewerblichen Darlehensgebern [...] Beschränkungen bei der Vergabe von grundpfandlich besicherten Darlehen zum Bau oder zum Erwerb von im Inland belegenen Wohnimmobilien aufzuerlegen, wenn dies erforderlich ist, um einer drohenden Störung der Funktionsfähigkeit des Finanzsystems oder einer Gefahr für die Finanzstabilität in Deutschland entgegenzuwirken“ (Finanzstabilität, 2015). Dabei handelt es sich um eine vorbeugende Maßnahme, da der Ausschuss derzeit kein entsprechendes Risiko aus der Analyse des deutschen Marktes für Wohnimmobilien sieht.

Der Ausschuss bezieht sich hinsichtlich der Notwendigkeit dieser Maßnahmen vor allem auf die Analyse der Subprime-Krise in den USA, auch wenn er Unterschiede zum deutschen Markt herausstellt.

Die durch den Ausschuss empfohlenen Instrumente können nach Ansicht des Autors in Verbindung mit den bereits etablierten Instrumenten der Kreditwürdigkeitsprüfung einen wichtigen Beitrag dazu leisten, um Risiken für die Finanzstabilität zu begrenzen. Allerdings bestehen noch Probleme in der Bereitstellung der für die Ermittlung der entsprechenden Kennzahlen erforderlichen Daten, worauf auch der Ausschuss hinweist. Darüber hinaus ist aus Sicht des Autors noch erforderlich, die Instrumente genauer hinsichtlich ihrer Ableitung zu definieren.

# ANSPRECHPARTNER



**Wolfram Bartuschka**

Wirtschaftsprüfer, Steuerberater und Partner  
bei Ebner Stolz in München

Tel. +49 89 549018-249

[wolfram.bartuschka@ebnerstolz.de](mailto:wolfram.bartuschka@ebnerstolz.de)

# LITERATURVERZEICHNIS

Acharya, V. V., & Richardson, M. (2009). Restoring Financial Stability - How to Repair a Failed System. John Wiley & Sons, Inc.

Anthony Pennington-Cross et al., A. P.-C. (kein Datum). Loan Performance. WREC WRC.

BelWertV, Verordnung über die Ermittlung der Beleihungswerte von Grundstücken nach § 16 Abs. 1 und 2 des Pfandbriefgesetzes. (kein Datum).

Berndt, A., Hollfield, B., & Sandås, P. (Juli 2014). How Subprime Borrowers and Mortgage Brokers Shared the Pie. Sveriges Riksbank Working Paper Series No. 286.

Berndt, A., Hollifield, B., & Sandås, P. (Juli 2010). The Role of Mortgage Brokers in the Subprime Crisis. NBER Working Paper Series - Working Paper 16175.

BMJV, B. u. (7. Juli 2015). Referentenentwurf des Bundesministeriums für Justiz und Verbraucherschutz zum Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Wohnimmobilienkreditrichtlinie. Abgerufen am 22. Oktober 2015 von [http://www.bmju.de/SharedDocs/Downloads/DE/pdfs/Gesetze/RefE-Wohnimmobilienkreditrichtlinie.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](http://www.bmju.de/SharedDocs/Downloads/DE/pdfs/Gesetze/RefE-Wohnimmobilienkreditrichtlinie.pdf?__blob=publicationFile)

Bundesbank, D. (2015). MFI Zinsstatistik.

EBA, E. B. (kein Datum). Abgerufen am 4. September 2015 von [http://www.eba.europa.eu/documents/10180/1163130/EBA-GL-2015-12\\_DE\\_GL+on+arrears+and+foreclosure.pdf/de11f110-6bca-4fbf-b0fe-35244f2b4b42](http://www.eba.europa.eu/documents/10180/1163130/EBA-GL-2015-12_DE_GL+on+arrears+and+foreclosure.pdf/de11f110-6bca-4fbf-b0fe-35244f2b4b42)

EBA, E. B. (kein Datum). Abgerufen am 4. September 2015 von <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/983359/EBA-Op-2015-09+Opinion+on+good+practices+for+mortgages.pdf>

EBA, E. B. (kein Datum). European Banking Authority. Abgerufen am 4. September 2015 von [http://www.eba.europa.eu/documents/10180/1162894/EBA-GL-2015-11\\_DE\\_GL+on+creditworthiness.pdf/4db88ed9-eeb3-448c-97cb-6a6aedcde169](http://www.eba.europa.eu/documents/10180/1162894/EBA-GL-2015-11_DE_GL+on+creditworthiness.pdf/4db88ed9-eeb3-448c-97cb-6a6aedcde169)

Economics, L. (August 2005). The Costs and Benefits of Integration of EU Mortgage Markets - . London.

EU-Richtlinie, E. P. (4. Februar 2014). Richtlinie 2014/17/EU über Wohnimmobilienkreditverträge für Verbraucher.

- FCIC, N. C. (2011, 1). Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States -Official Government Edition. Retrieved 8 12, 2015, from [http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn\\_media/fcic-reports/fcic\\_final\\_report\\_full.pdf](http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-reports/fcic_final_report_full.pdf)
- Finanzstabilität, A. f. (12. August 2015). Ausschuss für Finanzstabilität - Empfehlung vom 30. Juni 2015 zu neuen Instrumenten für die Regulierung der Darlehensvergabe zum Bau oder Erwerb von Wohnimmobilien AFS 2015/1. Abgerufen am 12. August 2015 von <http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Pressemitteilungen/Finanzpolitik/2015/06/2015-06-30-P>
- FSB, F. S. (April 2012). FSB Principles for Sound Residential Mortgage Underwriting Practices.
- IVSC, I. V. (2013). International Valuation Standards 2013. London.
- Kleiber, W., Fischer, R., & Werling, U. (2014). Verkehrswertermittlung von Grundstücken - Kommentar und Handbuch zur Ermittlung von Marktwerten (Verkehrswerten) und Beleihungswerten sowie zur steuerlichen Bewertung unter Berücksichtigung der ImmoWertV. Köln: Bundesanzeiger Verlag.
- Levitin, A. J., Pavlov, A. D., & Wachter, S. M. (27. August 2009). Securitization: Cause or Remedy of the Financial Crisis. Institute for Law & Economics University of Pennsylvania Law School; Georgetown University Law Center-Business, Economics and Regulatory Working Paper Series.
- NMHC, N. M. (kein Datum). Von <http://nmhc.org/Content.aspx?id=4708> abgerufen
- Statistisches Bundesamt. (kein Datum). Von <http://de.statista.com/statistik/daten/studie/155734/umfrage/wohneigentumsquoten-in-europa/> abgerufen
- Stellungnahme, G. (2008). Gemeinsame Stellungnahme des Zentralen Kreditausschusses, des Gesamtverbandes der Deutschen Versicherungswirtschaft und des Verbandes der Privaten Bausparkassen zum Weißbuch Hypothekarkredite.

