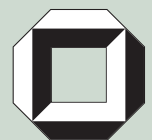


Karlsruher Schriften zur

Bau-, Wohnungs- und Immobilienwirtschaft | Band 2

Monika Bachofner

Analyse von Systemen der Wohneigentumsfinanzierung in Europa und die Beurteilung ihrer Effizienz



universitätsverlag karlsruhe

Monika Bachofner

**Analyse von Systemen der Wohneigentumsfinanzierung
in Europa und die Beurteilung ihrer Effizienz**

**Karlsruher Schriften zur
Bau-, Wohnungs- und Immobilienwirtschaft**

Band 2

Herausgeber

Universität Karlsruhe (TH)

Lehrstuhl Ökonomie und Ökologie des Wohnungsbaus

Prof. Dr.-Ing. habil. Thomas Lützkendorf

Analyse von Systemen der Wohneigentumsfinanzierung in Europa und die Beurteilung ihrer Effizienz

von
Monika Bachofner



universitätsverlag karlsruhe

Dissertation, genehmigt von der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften der
Universität Fridericiana zu Karlsruhe, 2008

Referenten: Prof. Dr. Hermann Göpl, Prof. Dr.-Ing. habil. Thomas Lützkendorf

Impressum

Universitätsverlag Karlsruhe
c/o Universitätsbibliothek
Straße am Forum 2
D-76131 Karlsruhe
www.uvka.de



Dieses Werk ist unter folgender Creative Commons-Lizenz
lizenziert: <http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/2.0/de/>

Universitätsverlag Karlsruhe 2008
Print on Demand

ISSN: 1863-8694
ISBN: 978-3-86644-255-9

Vorwort des Herausgebers

Die Reihe von Karlsruher Schriften zur Bau-, Wohnungs- und Immobilienwirtschaft wird vom Stiftungslehrstuhl Ökonomie und Ökologie des Wohnungsbaus an der wirtschaftlichen Fakultät der Universität Karlsruhe (TH) herausgegeben. Einrichtung, Aufbau und Betrieb des Lehrstuhls werden seit dem Jahr 2000 in großzügiger Weise durch die Schwäbisch-Hall-Stiftung „bauen – wohnen – leben“ unterstützt.

Die Schriftenreihe versteht sich als ein Medium zur Vorstellung von Ergebnissen der wissenschaftlichen Auseinandersetzung u.a. mit Fragen der Planung, Errichtung und Bewirtschaftung von Gebäuden, der Bewertung, Finanzierung und Versicherung von Immobilien, der dynamischen Entwicklung von Gebäudebeständen oder von Trends im Bedürfnisfeld Bauen und Wohnen.

Mit dem Band 2 wird die am Institut für Finanzwirtschaft, Banken und Versicherungen entstandene und vom Lehrstuhl Ökonomie und Ökologie des Wohnungsbaus mitbetreute Dissertationsschrift von Frau Monika Bachofner vorgestellt. Sie untersucht die Systeme für Wohneigentumsfinanzierung in Europa am Beispiel Deutschlands, Spaniens und Großbritanniens und bezieht in ihre Analyse den Stand der Entwicklung bis zum Jahr 2006 ein. Die Auswahl der Länder erfolgte aufgrund der Bedeutung der jeweiligen nationalen Hypothekmärkte, der vorherrschenden Finanzierungsart und der Zugehörigkeit zu verschiedenen Ländergruppen. Ziel der Arbeit ist die genaue Darstellung der verschiedenen Systeme der Wohneigentumsfinanzierung in Europa und die strukturierte Analyse ihrer Funktionenerfüllung. Hierfür wird ein Lösungsvorschlag erarbeitet und vorgestellt, der die Effizienz auf vier Ebenen (Produktebene, Aktivitätsebene, Institutsebene und Systemebene) bewertet. Die Bedeutung der Beobachtung und Einschätzung der internationalen Hypothekmärkte und ihrer Darlehensprodukte ist in Folge der im Sommer 2007 durch säumige Wohnungsbaukredite in den USA ausgelöste Finanzkrise zwischenzeitlich noch gewachsen. Die vorliegende Arbeit vermittelt einen grundlegenden Einblick in die Funktionsweise verschiedener europäischer Hypothekmärkte und liefert so einen aktuellen Beitrag zum Verständnis der Finanz- und Immobilienbranche.

Karlsruhe, im Juni 2008

Prof. Dr.-Ing. habil. Thomas Lützkendorf

Leiter des Lehrstuhls für Ökonomie und
Ökologie des Wohnungsbaus

Analyse von Systemen der Wohneigentumsfinanzierung in Europa und die Beurteilung ihrer Effizienz

Zur Erlangung des akademischen Grades eines
Doktors der Wirtschaftswissenschaften
(Dr. rer.pol.)
von der Fakultät für
Wirtschaftswissenschaften
der Universität Fridericiana zu Karlsruhe

genehmigte
DISSERTATION
von
Diplom-Wirtschaftsingenieur Monika Bachofner

Tag der mündlichen Prüfung: 21. Februar 2008
Referent: Prof. Dr. Hermann Göppl
Korreferent: Prof. Dr.-Ing. habil. Thomas Lützkendorf

2008 Karlsruhe

Vorwort

Die vorliegende Arbeit entstand während meiner Tätigkeit als wissenschaftliche Mitarbeiterin am Institut für Entscheidungstheorie und Unternehmensforschung bzw. Institut für Finanzwirtschaft, Banken und Versicherungen der Universität Karlsruhe (TH). Sie wurde im Februar 2008 von der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften angenommen.

Meinem Doktorvater und Institutsleiter Herrn Professor Dr. Hermann Göppl gilt mein besonderer Dank für die Aufnahme am Institut und die Betreuung meiner Dissertation. Herrn Professor Dr.-Ing. habil. Thomas Lützkendorf danke ich herzlich für die hilfreichen Anregungen, die Übernahme des Korreferats und die Möglichkeit, die Arbeit in dieser Schriftenreihe des Lehrstuhls Ökonomie und Ökologie des Wohnungsbaus zu veröffentlichen.

Für die angenehme Zusammenarbeit und das freundschaftliche Verhältnis möchte ich mich bei allen Kollegen am Institut bedanken, insbesondere bei Dr. Matthias Häußler und Martin Wilhelm. Ganz besonders herzlich war stets die Unterstützung von Frau Gerlinde Fürniss.

Meiner Familie gilt mein größter Dank. Ihr Anteil an dieser Arbeit steht zwischen den Zeilen. Meine Eltern haben mich immer großartig gefördert und mir den notwendigen Freiraum zur Erstellung der Arbeit geschaffen. Dies gilt vor allem für die Zeit nach der Geburt meiner Kinder. Meinem Ehemann danke ich für sein unendliches Verständnis und seine Ausdauer während der gesamten Zeit.

Monika Bachofner

Das Ideal

„Ja, das möchtest:

*eine Villa im Grünen mit großer Terrasse,
vorn die Ostsee, hinten die Friedrichstraße;
mit schöner Aussicht, ländlich mondän,
vom Badezimmer ist die Zugspitze zu sehen -
aber abends zum Kino hast Du´s nicht weit.*

Das ganze schlicht, voller Bescheidenheit:

*Neun Zimmer, -nein doch lieber zehn!
Ein Dachgarten, wo die Eichen drauf stehn,
Radio, Zentralheizung, Vakuum,
eine Dienerschaft, gut erzogen und stumm,
eine süße Frau voller Rasse und Verve -
(und eine fürs Wochenende, zur Reserve)-,
eine Bibliothek und drumherum
Einsamkeit und Hummelgesumm...*

Ja, das möchtest!

*Aber, wie das so ist hienieden:
manchmal scheint so, als sei es beschieden
nur pöapö, das irdische Glück.
Immer fehlt Dir irgendein Stück...“*

(Kurt Tucholsky über die Wohnwünsche des Mitteleuropäers, 1927)

Inhaltsübersicht

1	Einleitung.....	1
1.1	Problemstellung, Zielsetzung und Abgrenzung.....	3
1.2	Aufbau der Arbeit	4
2	Einführung in die Ökonomie der Wohneigentumsfinanzierung.....	7
2.1	Grundlegende Begriffe und ihre Ausprägungen.....	7
2.2	Märkte, Akteure und Produkte	16
3	Systeme der Wohneigentumsfinanzierung.....	25
3.1	Aufgaben eines Systems der Wohneigentumsfinanzierung	25
3.2	Charakteristika verschiedener Systeme der Wohneigentumsfinanzierung	36
3.3	Charakteristika der ausgewählten europäischen Länder	55
3.4	Zusammenfassung und Schlussfolgerung	142
4	Gestaltung der Wohneigentumsfinanzierung.....	145
4.1	Präferenzen der Finanzierungspartner.....	146
4.2	Produktgestaltung – Finanzkontrakte und deren Risiken.....	149
4.3	Schlussfolgerung.....	164
5.	Das Konzept der Effizienzmessung.....	167
5.1	Effizienz in der Literatur	167
5.2	Bewertungskategorien und -kriterien.....	171
5.3	Fazit.....	175
6	Vergleich der Systeme anhand des gewählten Konzepts.....	177
6.1	Analyserahmen und Datenproblematik.....	177
6.2	Produktebene	177
6.3	Aktivitätsebene	207
6.4	Institutsebene	231
6.5	Systemebene	240
7	Zusammenfassung und Ausblick.....	245
	Literaturverzeichnis.....	249

Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung.....	1
1.1	Problemstellung, Zielsetzung und Abgrenzung.....	3
1.2	Aufbau der Arbeit	4
2	Einführung in die Ökonomie der Wohneigentumsfinanzierung.....	7
2.1	Grundlegende Begriffe und ihre Ausprägungen.....	7
2.1.1	Wohneigentumsfinanzierung	7
2.1.2	Hypothekendarlehen.....	8
2.1.2.1	Klassifizierung der Hypothekendarlehen.....	8
2.1.3	Hypothekenvertrag.....	9
2.1.3.1	Zinsgestaltung	9
2.1.3.2	Tilgungsmodalitäten	10
2.1.3.3	Risiken	11
2.1.4	Beleihungswert – Beleihungsgrenze – LTV	15
2.1.4.1	Marktwert-Verkehrswert	15
2.1.4.2	Verfahren zur Ermittlung des Beleihungswertes	16
2.2	Märkte, Akteure und Produkte	16
3	Systeme der Wohneigentumsfinanzierung.....	25
3.1	Aufgaben eines Systems der Wohneigentumsfinanzierung	25
3.1.1	Aufgaben eines Finanzsystems	25
3.1.2	Die Rolle der Finanzintermediäre	30
3.1.3	Aufgaben eines Systems der Wohneigentumsfinanzierung	33
3.2	Charakteristika verschiedener Systeme der Wohneigentumsfinanzierung	36
3.2.1	Systematisierung	36
3.2.1.1	Geschlossene und offene Systeme	37
3.2.1.2	Traditionelle Systeme	39
3.2.1.3	Moderne Systeme	43
3.2.2	Einteilung europäischer Systeme	47
3.2.3	Zusammenfassung und Auswahl der Länder	52
3.3	Charakteristika der ausgewählten europäischen Länder	55
3.3.1	Deutschland	55
3.3.1.1	Historische Entwicklung.....	55
3.3.1.2	Nachfrage nach Wohneigentum und Hypothekendarlehen	58
3.3.1.3	Finanzierungspartner	62
3.3.1.4	Finanzprodukte.....	72
3.3.1.5	Gesetzliche Rahmenbedingungen	80
3.3.1.6	Refinanzierung	88
3.3.2	Spanien	95

3.3.2.1	Historische Entwicklung.....	95
3.3.2.2	Nachfrage nach Wohneigentum und Hypothekendarlehen	99
3.3.2.3	Finanzierungspartner	103
3.3.2.4	Finanzprodukte.....	105
3.3.2.5	Gesetzliche Rahmenbedingungen	110
3.3.2.6	Refinanzierung	112
3.3.3	Großbritannien	118
3.3.3.1	Historische Entwicklung.....	118
3.3.3.2	Nachfrage nach Wohneigentum und Hypothekendarlehen	123
3.3.3.3	Finanzierungspartner	126
3.3.3.4	Finanzprodukte.....	131
3.3.3.5	Rechtliche Rahmenbedingungen.....	137
3.3.3.6	Refinanzierung	138
3.4	Zusammenfassung und Schlussfolgerung	142
4	Gestaltung der Wohneigentumsfinanzierung.....	145
4.1	Präferenzen der Finanzierungspartner.....	146
4.1.1	Präferenzen der Haushalte bzw. Darlehensnehmer.....	146
4.1.2	Präferenzen der Finanzintermediäre bzw. Darlehensgeber	148
4.1.3	Zusammenfassung.....	149
4.2	Produktgestaltung – Finanzkontrakte und deren Risiken.....	149
4.2.1	Das Zinsänderungsrisiko und die Gestaltung des optimalen Hypothekendarlehens	151
4.2.2	Weitere Risiken und Vertragsvarianten.....	161
4.3	Schlussfolgerung.....	164
5	Das Konzept der Effizienzmessung.....	167
5.1	Effizienz in der Literatur	167
5.2	Bewertungskategorien und -kriterien.....	171
5.2.1	Produktebene.....	173
5.2.2	Aktivitätsebene.....	174
5.2.3	Institutsebene	175
5.2.4	Systemebene	175
5.3	Fazit.....	175
6	Vergleich der Systeme anhand des gewählten Konzepts.....	177
6.1	Analyserahmen und Datenproblematik.....	177
6.2	Produktebene	177
6.2.1	Marktzugang bzw. –ausschluss.....	178
6.2.1.1	Deutschland.....	178
6.2.1.2	Spanien.....	182
6.2.1.3	Großbritannien	184

6.2.1.4	Vergleich Marktzugang	185
6.2.2	Produktangebot	185
6.2.2.1	Deutschland.....	185
6.2.2.2	Spanien.....	187
6.2.2.3	Großbritannien	187
6.2.2.4	Vergleich - Produktangebot	188
6.2.3	Preis.....	190
6.2.3.1	Deutschland.....	190
6.2.3.2	Spanien.....	199
6.2.3.3	Großbritannien	201
6.2.3.4	Vergleich – Produktpreise.....	206
6.2.4	Ergebnis Produktebene.....	206
6.3	Aktivitätsebene	207
6.3.1	Zinsänderungsrisiko	207
6.3.1.1	Deutschland.....	208
6.3.1.2	Spanien.....	210
6.3.1.3	Großbritannien	212
6.3.1.4	Schlussfolgerung	214
6.3.2	Risiko vorzeitiger Rückzahlung (Prepayment Risk).....	216
6.3.2.1	Deutschland.....	218
6.3.2.2	Spanien.....	221
6.3.2.3	Großbritannien	221
6.3.2.4	Vergleich Allokation des Prepayment-Risikos	222
6.3.3	Ausfallrisiko (Default Risk).....	222
6.3.3.1	Deutschland.....	225
6.3.3.2	Großbritannien	226
6.3.3.3	Spanien.....	226
6.3.4	Liquiditätsrisiko	227
6.3.4.1	Deutschland.....	227
6.3.4.2	Großbritannien	228
6.3.4.3	Spanien.....	228
6.3.4.4	Zusammenfassung	228
6.3.5	Wiederanlagerisiko.....	229
6.3.5.1	Deutschland.....	229
6.3.5.2	Großbritannien	229
6.3.5.3	Spanien.....	229
6.3.6	Schlussfolgerung.....	230
6.4	Institutsebene	231
6.4.1	Gesetze und Rahmenbedingungen / Sicherungsmöglichkeiten / Kapitalmarktzugang	231
6.4.2	Hauptgeschäft der Finanzintermediäre, Marktkonzentration und Wettbewerbssituation	236

6.4.3	Schlussfolgerung	238
6.5	Systemebene	240
6.5.1	Deutschland	240
6.5.2	Großbritannien	241
6.5.3	Spanien	242
6.5.4	Schlussfolgerung	243
7	Zusammenfassung und Ausblick.....	245
	Literaturverzeichnis.....	249

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1.2-1 : Schematischer Aufbau der Arbeit	5
Abbildung 2.2-1 : Verhältnis ausstehender Hypothekendarlehen der Wohneigentumsfinanzierung zum BIP in den Jahren 1998 und 2005	16
Abbildung 2.2-2 : Eigentumsquoten in der EU im Jahr 2004, in %.....	17
Abbildung 2.2-3 : Wechselwirkungen der Märkte und deren Stellgrößen.....	18
Abbildung 2.2-4 : Hypothekendarlehen in Prozent der gesamten Bankaktiva im Jahr 2003 ...	20
Abbildung 2.2-5 : Anteile von variabler, kurzfristig fixer und langfristig fixer Verzinsung von Krediten in ausgewählten Ländern der EU.....	20
Abbildung 2.2-6 : Ausgabe von Covered Bonds in den Jahren 2004 und 2005 unterteilt nach Mortgage Bonds und Public Sector Bonds, in Mio. €.....	22
Abbildung 2.2-7 : Entwicklung des Bruttoabsatzes von Jumbo Covered Bonds zwischen 1996 und 2004, in Mrd. €.....	23
Abbildung 3.2-1 : Systematisierung der Systeme zur Wohneigentumsfinanzierung.....	36
Abbildung 3.2-2 : Hauptaufgaben der Kreditgeber bei der Hypothekenvergabe: traditionelles Modell.....	38
Abbildung 3.2-3 : Einlagensystem	40
Abbildung 3.2-4 : System der gesicherten Schuldverschreibungen.....	42
Abbildung 3.2-5 : Funktionale Trennung der Hauptaufgaben.....	42
Abbildung 3.2-6 : Moderne Systeme der Verbriefung/Securitization (direkt und über ein Sekundärinstitut oder Conduit)	44
Abbildung 3.2-7 : Refinanzierung europäischer Hypothekendarlehen im Dezember 2005.....	46
Abbildung 3.2-8 : Ausstehende Covered Bonds in Europa Ende des Jahres 2004 in Mrd. € ..	47
Abbildung 3.2-9 : Anteil einzelner europäischer Länder an der Ausgabe von RMBS im September 2006.....	48
Abbildung 3.3-1 : Entwicklung der sonstigen Kredite für den Wohnungsbau in Mrd. €	57
Abbildung 3.3-2 : Verhältnis der ausstehenden Hypothekendarlehen zum BSP in %, 1994- 2005	60
Abbildung 3.3-3 : Neugesäftsvolumina von Wohnungsbaukrediten unterschiedlicher Zinsbindung an private Haushalte in %.....	73
Abbildung 3.3-4 : Ausstehende Hypothekarkredite und sonstige Kredite (in Mio. €)	74
Abbildung 3.3-5 : Varianten für Verbriefungstransaktionen in Deutschland.....	93
Abbildung 3.3-6 : Entwicklung des Anteils von True Sale Transaktionen an allen Verbriefungen in Deutschland (2001-2006).....	94
Abbildung 3.3-7 : Verlauf der Immobilienpreise von 1987 bis 2004 (Basisindex 100 im Dezember 1990).....	99
Abbildung 3.3-8 : Jährlich gewährte Brutto-Darlehensmittel in Mio. €	100

Abbildung 3.3-9 : Verlauf der monatlichen Nettobelastung für den Erwerb von Eigentum ab 1982 bis 2006.....	101
Abbildung 3.3-10: Verlauf der Arbeitslosenquote, der Löhne, des Zinssatzes und der Immobilienpreise.....	101
Abbildung 3.3-11: Anzahl der Finanzinstitute in Spanien von Dezember 1981 bis März 2006.	103
Abbildung 3.3-12: Marktanteile der spanischen Finanzdienstleister in Prozent der gewährten Brutto-Darlehensvolumen (2005)	104
Abbildung 3.3-13: Verlauf der Referenzindizes des Hypothekenmarktes in % (1988-2006).	106
Abbildung 3.3-14: Anteil der Refinanzierung über Hypothekentitel am Gesamtvolumen der Hypothekendarlehen (2002-2006).....	112
Abbildung 3.3-15: Die Struktur der Bonos de Titulación Hipotecaria (BTH-FTH).....	117
Abbildung 3.3-16: Entwicklung der Eigentumsquote (1914-1981 England und Wales, 1991 England, 2001,2002 Großbritannien)	118
Abbildung 3.3-17: Entwicklung der Hauspreise in Großbritannien in £ (1930-2004)	123
Abbildung 3.3-18: Anteil der Hypothekendarlehen mit hohen Beleihungsgrenzen in%	124
Abbildung 3.3-19: Wert des aktuellen Wohnungsbestandes in UK, in Mio. £	125
Abbildung 3.3-20: Bruttodarlehen nach Art der Finanzdienstleister 1990-2004.....	129
Abbildung 3.3-21: Marktanteile der festverzinslichen, variabel verzinslichen und capped Hypothekendarlehen im Verlauf vom vierten Quartal des Jahres 1992 bis zum ersten Quartal 2005 in %.....	131
Abbildung 3.3-22: Marktanteil nach der Anzahl der neu vergebenden differenzierten Zinsprodukte in %, 2003.....	132
Abbildung 3.3-23: Marktanteil nach Volumen der ausstehenden Zinsprodukte in %, 1998-2003	133
Abbildung 3.3-24: Marktanteil neuer, festverzinslicher Hypothekendarlehen von 2002 bis 2004, in %	133
Abbildung 3.3-25: Refinanzierungsquellen im 3. Quartal des Jahres 2004. (UK)	139
Abbildung 4.2-1 :Die Zinsfunktion eines variablen, referenzierten Darlehensvertrags mit Ober- und Untergrenzen und die eines optimalen Vertrags.	153
Abbildung 4.2-2 : Die Steigung einer optimalen, kontinuierlichen Zinsfunktion für $\theta < \delta$..	156
Abbildung 5.2-1 : Effizienzkonzept: Analyseebenen, Kategorien und Indikatoren	171
Abbildung 6.2-1 : Alter der Haushaltsvorstände im Wohneigentum 1983, 1993 und 2003 .	179
Abbildung 6.2-2 : Erwartete kumulierte Wahrscheinlichkeit für die Bildung einer Einzelwertberichtigung nach LTV und Region	180
Abbildung 6.2-3 : Anteil der Beleihungsausläufe in Spanien (1995-005), in %	181
Abbildung 6.2-4 : Angebot typischer Beleihungsausläufe und Laufzeiten spanischer Hypothekenbanken (1995-2006).....	181

Abbildung 6.2-5 : Indikatoren für die Erschwinglichkeit der Wohnimmobilien in Spanien (1995-2006).....	182
Abbildung 6.2-6 : Hypothekarkredite an private Haushalte in % der Neugesäftsvolumina	184
Abbildung 6.2-7 : Vergleich der Produktpalette in Deutschland, Spanien und Großbritannien	187
Abbildung 6.2-8 : Zinsverläufe und Zinsdifferenz von Staatsanleihen und Hypothekendarlehen mit 10 jährigem Festzins.....	189
Abbildung 6.2-9 : Zinsverläufe und Zinsdifferenz zwischen Hypothekendarlehen mit 10 jährigem Festzins und Pfandbriefen mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren	189
Abbildung 6.2-10: Renditeverläufe variabel verzinslicher Hypothekendarlehen und einjähriger Staatsanleihen (1982-2005).....	190
Abbildung 6.2-11: Zinsverlauf variabel verzinslicher Hypothekendarlehen und die durchschnittlichen Zinskosten von Spareinlagen zwischen 3 Monaten und 4 Jahren.....	191
Abbildung 6.2-12: Zinsdifferenz zwischen auf 10 Jahre festverzinsten Hypothekendarlehen und 10 jährigen Staatsanleihen	192
Abbildung 6.2-13: Zinsdifferenz von Bauspardarlehen zu Hypothekendarlehen mit Zinsfestschreibung über 10 Jahre, die Opportunitätskosten des Bausparens und die Bausparförderung.....	196
Abbildung 6.2-14: Korrigierte Zinsdifferenz zwischen Bauspardarlehen und Bundeswertpapieren mit einer Restlaufzeit von 5 Jahren.	197
Abbildung 6.2-15: Zinsverlauf der verschiedenen Hypothekendarlehen (2003-2006), in %	198
Abbildung 6.2-16: Zinsverlauf variabel verzinsster Hypothekendarlehen, EURIBOR und Letras del Tesoro, 1996-2006, in %	198
Abbildung 6.2-17: Zinsverlauf der verschiedenen variabel verzinslichen Hypothekendarlehen in %.....	200
Abbildung 6.2-18: Zinsverlauf Gilt über ein Monat zum Tracker und deren Zinsdifferenz, in %.....	201
Abbildung 6.2-19: Zinsverlauf der verschiedenen Darlehensprodukte (1996-2006), in % ...	202
Abbildung 6.2-20: Zinsverlauf für Staatsanleihen mit 10 jähriger Laufzeit und festverzinslichen Hypothekendarlehen mit einer Zinsfestschreibung von 5 Jahren, in %.....	203
Abbildung 6.3-1 : Zinsdifferenz von variabel verzinslichen zu fest verzinslichen Hypothekendarlehen in %(1990-2003)	207
Abbildung 6.3-2 : Zinsdifferenz von variabel verzinslichen zu fest verzinslichen Hypothekendarlehen in %(2003-2006)	207
Abbildung 6.3-3 : Zinsdifferenz von variabel verzinslichen zu fest verzinslichen Hypothekendarlehen in % (2003-2006)	210

Abbildung 6.3-4 : Zinsdifferenz von variabel verzinslichen zu fest verzinslichen Hypothekendarlehen in % (1997-2006)	211
Abbildung 6.3-5 : Sensitivität der durchschnittlichen Hypothekenzinszahlungen der Haushalte auf eine Änderung der Kurzfristzinsen, 2001 (in % des BIP)	213
Abbildung 6.3-6 : Simulation: Vermögensrisiko kongruent und nicht kongruent finanzierter Darlehensgeber bei Zinsänderungen, mit und ohne Option zur vorzeitigen Rückzahlung	215
Abbildung 6.3-7 : Reagibilitätsanalyse der Schuldendienstquoten.....	221
Abbildung 6.4-1 : Konzentrationsraten der Hypothekenmärkte: CR3, CR5 und Herfindahl (2004).....	235

Tabellenverzeichnis

Tabelle 2.1-1 : Ausstehende Hypothekarkredite in der Wohneigentumsfinanzierung und Pro-Kopf-Verschuldung in Europa und den USA.....	8
Tabelle 3.1-1 : Maximale Vertragslaufzeit von Hypothekendarlehen verschiedener Länder Europas in Jahren.....	33
Tabelle 3.1-2 : Monatliche Annuitätenzahlungen abhängig von Laufzeit und Zinssatz pro 10.000 € in €. Jeweils in der zweiten Zeile ist die Gesamtsumme der Zahlungen aufgeführt.....	33
Tabelle 3.2-1 : Ausprägungen der Systeme der Wohneigentumsfinanzierung in den ausgewählten Ländern.....	53
Tabelle 3.3-1 : Ausstehende Hypothekarkredite und sonstige Kredite (Mrd. €)	61
Tabelle 3.3-2 : Verwendung der Wohnungsbaukredite.....	61
Tabelle 3.3-3 : Anteile verschiedener Institutsgruppen an den ausstehenden Wohnungsbaukrediten (inMio. € und %) jeweils im Dezember der Jahre 2002-2005.....	62
Tabelle 3.3-4 : Ausstehende Hypothekendarlehen und sonstige Kredite nach Institutsgruppe im September 2006, in Mio. €,.....	63
Tabelle 3.3-5 : Bausparkassengeschäft der Jahre 1997-2006	70
Tabelle 3.3-6 : Hypothekenforderungen der Lebensversicherungsunternehmen (Mio. €).....	71
Tabelle 3.3-7 : Ausstehende Hypothekarkredite und sonstige Kredite (in Mio. €)	74
Tabelle 3.3-8 : Standard and Poors Rating	91
Tabelle 3.3-9 : Marktanteil festverzinsten Hypothekendarlehen für die Jahre 1986, 1994, 1997 und 2002.....	107
Tabelle 3.3-10: Typischer Zinssatz für Hypothekendarlehen im Juni 2005.....	108
Tabelle 3.3-11: Überblick über die Emissionsbedingungen von Cédulas Hipotecarias	114
Tabelle 3.3-12: Ausstehende Hypothekendarlehen und jährliche Darlehensvergabe in UK (1999-2004).....	125
Tabelle 3.3-13: Die 10 größten Hypothekenanbieter Großbritanniens	126
Tabelle 3.3-14: Preise verschiedener Hypothekendarlehen – Juli 2006.....	134
Tabelle 3.3-15: RMBS Emittenten UK - Emissionsvolumen.....	139
Tabelle 3.4-1 : Überblick über die aktuelle Ausgestaltung der Hypothekensysteme in den drei Ländern	142
Tabelle 3.4-2 : Vergleich der länderspezifischen Covered-Bond-Varianten.....	143
Tabelle 5.2-1 : Kriterien zur Effizienzbewertung	172
Tabelle 6.2-1 : Beurteilung des Marktzugangs	183
Tabelle 6.2-2 : Ergebnisse der Regressionsschätzung zur Bestimmung der Zinsdifferenz zwischen Hypothekendarlehen mit 10 jähriger Festverzinsung und	

Bundeswertpapieren mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren im Zeitraum zwischen 01/1996 und 06/2006.....	193
Tabelle 6.2-3 : Ergebnisse der Regressionsschätzung zur Bestimmung der Zinsdifferenz zwischen Hypothekendarlehen mit variabler Verzinsung und Bundeswertpapieren mit verschiedenen Restlaufzeiten im Zeitraum zwischen 01/1996 und 06/2006.	194
Tabelle 6.2-4 : Preise verschiedener Hypothekendarlehen – Juli 2006.....	197
Tabelle 6.2-5 : Deskriptive Statistik der Variablen in UK	202
Tabelle 6.2-6 : Ergebnisse der Regressionsschätzung zur Bestimmung der Zinsdifferenz zwischen Hypothekendarlehen mit 10 jähriger Festverzinsung und den Renditen der 10 jährigen Staatsanleihen zwischen 01/1996 und 06/2006....	204
Tabelle 6.2-7 : Vergleich der angepassten Zinsspreads der drei Länder für den Zeitraum 1996-2006.....	204
Tabelle 6.3-1 : Allokation der Zinsänderungsrisiken	212
Tabelle 6.3-2 : Allokation des Prepayment-Risikos (PR).....	220
Tabelle 6.3-3 : Ausfallraten in Deutschland, Spanien und Großbritannien.....	222
Tabelle 6.4-1 : rechtliche Rahmenbedingungen zu Covered Bonds (gedeckte Schuldverschreibungen).....	231

Abkürzungsverzeichnis

a. M.	am Main
Abb.	Abbildung
Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AHE	Asociación Hipotecaria Española
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAKred	Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen
BelWertV	Beleihungswertermittlungsverordnung
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BH	Bonos Hipotecarios
BIS	Bank for International Settlement (Bank für internationalen Zahlungsausgleich)
bp	Basispunkte
BS	Building Society
BSpK	Bausparkasse
BSpKG	Bausparkassengesetz
BSpKVo	Bausparkassenverordnung
BTH	Bonos de Titulación Hipotecaria
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CAT	fair Charges, easy Access, decent Terms
CDS	Credit Default Swap
CDS	Credit Default Swap
CH	Cédulas Hipotecarias
CLN	Credit Linked Notes
CMBS	Commercial Mortgage Backed Securities
CML	Council of Mortgage Lenders
CRD	Capital Requirements Directive (Kapitaladäquanzrichtlinie)
d.h.	das heißt
DePfa AG	Deutsche Pfandbrief- und Hypothekenbank AG
DG	Darlehensgeber
DG Hyp	Deutsche Genossenschafts-Hypothekenbank AG
Diff.	Differenz
Diss.	Dissertation
DIW	Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung
DN	Darlehensnehmer
DTI	Debt-to-Income Ratio
DVR	Discounted Variable Rate Mortgage

ed.	Edition bzw. Auflage
EF	Establecimiento Financieros de Crédito
EssenHYP	Hypothekenbank in Essen AG
et al.	und andere
etc.	et cetera
EMF	European Mortgage Federation / Europäische Hypothekenvereinigung
EPC	Energy Performing Certificate
EU	Europäische Union
EURIBOR	European Interbank Offered Rate
EZB	Europäische Zentralbank
f.	folgend
ff.	fortfolgend
FNMA	Federal National Mortgage Association (Fannie Mae)
FRM	Fixed Rate Mortgage
FSA	Financial Service Authority
FSI	Financial Service International
FTA	Fondo de Titulación de Activos
FTH	Fondo de Titulación Hipotecaria
GPM	Graduated Payment Mortgage
GroMiKV	Groß- und Millionenkreditverordnung
HBG	Hypothekenbankgesetz
HIP	Home Information Pack
HCR	Home Condition Report
Hrsg.	Herausgeber
HVB	Hypovereinsbank
i.A.	im Allgemeinen
i.d.R.	in der Regel
i.e.S.	im engeren Sinne
INE	Instituto Nacional de Estadística
i.w.S.	im weiteren Sinne
IO	Interest-Only
IRB-Ansatz	Ansatz nach internen Ratings
Kap.	Kapitel
KFI	Key Facts Illustration
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KG	Kreditgenossenschaft
KWG	Kreditwesengesetz
LBS	Landesbausparkasse
LdG	Lettres de Gabe Hypothécaire
LIBOR	London Interbank Offered Rate
LMH	Ley del Mercado Hipotecario
Ltd.	Limited

LTV	Loan-to-Value
MBS	Mortgage Backed Securities
MCOB	Mortgage Conduct of Business
Mio.	Millionen
MOU	
Mrd.	Milliarden
No.	Número (Nummer)
o.J.	ohne Jahr
o.V.	Ohne Verfasser
OECD	Organization for Economic Cooperation and Development (Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung)
OF	Obligation Foncier
OFT	Office of Fair Trading
ÖPG	Gesetz über Pfandbriefe und verwandte Schuldverschreibungen öffentlich-rechtlicher Kreditanstalten
ORER	Office of Real Estate Research
PfandBG	Pfandbriefgesetz
PH	Participaciones Hipotecarias
PIR	Price-to-Income Ratio
PLC	Public Limited Company
PO	Principal Only
PROVIDE	Plattform der KfW zur Verbriefung von Wohnungsbaukrediten
RefiRegV	Refinanzierungsregisterverordnung
Rheinhyp AG	Rheinische Hypothekenbank AG
RICS	Royal Institute of Chartered Surveyors
RMBS	Residential Mortgage Backed Securities
RMH	Reglamento del Mercado Hipotecario
RoSCAs	Rotating Savings and Credit Associations
s.	siehe
S.	Seite
SG	Sociedad Gestora
SMBS	Spanisch Mortgage Backed Securities
sog.	sogenannte
SolvV	Solvabilitätsverordnung
SPV	Special Purpose Vehicle
SVR	Standard Variable Rate Mortgage
Tsd.	Tausend
TSI	True Sale International GmbH (deutsche Verbriefungsplattform)
u.a.	unter anderem
u.U.	unter Umständen
UK	United Kingdom
USA	United States of Amerika

VDH	Verband der deutschen Hypothekenbanken
Vdp	Verband der deutschen Pfandbriefinstitute
Vgl.	Vergleiche
Vol.	Volumen
VRM	Variable Rate Mortgage
WISU	Das Wirtschaftsstudium
z.B.	zum Beispiel
z.T.	zum Teil

Variable und Funktionen:

$v()$	Nutzenfunktion des Darlehensgebers
$u()$	Nutzenfunktion des Darlehensnehmers
L	Darlehenshöhe
$r()$	Zinsfunktion
s_t	Refinanzierungszins des Darlehensgebers in Periode t
$\sigma\theta$	Risikoaversionskoeffizient
	Diskontierungsfaktor des Darlehensnehmers
$\delta\theta$	Diskontierungsfaktor des Darlehensgebers
y_t	Einkommen des Darlehensnehmers in Periode t
$f(s)$	Dichtefunktion des Refinanzierungszinses
V_t	Wert der Immobilie zum Zeitpunkt t

1 Einleitung

Die Finanzierung von Wohneigentum zählt zu den Grundpfeilern der Kreditwirtschaft und ist weltweit ein überproportional wachsendes Geschäft. Die Höhe, Ausgestaltung und die vertraglichen Charakteristika der Wohneigentumsfinanzierung haben entscheidende Auswirkungen auf die nationalen Volkswirtschaften und auf die individuelle und soziale Wohlfahrt. Die Bildung von Wohneigentum gilt in aller Regel als lohnende Investition. In Deutschland setzen Eigenheimerwerber im Durchschnitt rund 5 Bruttojahresverdienste ein und wenden ca. 40% des monatlichen Nettohaushaltseinkommens für das Wohnen auf. Damit spielen Wohnungsinvestitionen auch in der Vermögensbilanz privater Haushalte eine überragende Rolle.¹ Ein effizient arbeitendes System der Wohneigentumsfinanzierung ist daher von entscheidendem Interesse.

Nachdem sich die Finanzmärkte auf europäischer und internationaler Ebene immer weiter angleichen und zusammenwachsen, ist es erstaunlich, dass die europäischen Märkte für Wohneigentumsfinanzierung immer noch große Unterschiede aufweisen und national beschränkt sind. Jeder Markt hat seine spezifischen Darlehensprodukte und gesetzlichen Rahmenbedingungen. Diese erschweren einerseits auf der Angebotsseite ein Zusammenwachsen der Märkte und auf der Nachfrageseite schafft die mangelnde Vergleichbarkeit und Transparenz der Produktkonditionen nur wenig Vertrauen in die Darlehensprodukte fremder Märkte. Im Laufe der Verwirklichung der Europäischen Union gab es zwar immer wieder Zeitpunkte, die vermuten ließen, dass sich neben den Güter-, Dienstleistungs- und Finanzmärkten auch die europäische Wohneigentumsfinanzierung vereinheitlichen würde; zumal sie wesentlicher Bestandteil der Finanzmärkte ist.² Doch wesentliche Unterschiede der Systeme bestehen trotz jüngster Veränderungen der einzelnen Märkte fort und sowohl Wissenschaftler wie auch Praktiker müssen ihre Vision eines einheitlichen Marktes mit einer überall gleichgestalteten *Euro-Hypothek* immer wieder aufschieben.

Diese Vorgänge innerhalb der Europäischen Union spiegeln die Komplexität der Hypothekenmärkte sowohl auf institutioneller wie auf rechtlicher Ebene wieder. Bisher hat weder das aktive Eingreifen durch Gesetzesvorlagen noch die Politik des abwartenden Laissez-faire eine Vereinheitlichung bewirkt. Allerdings stellt sich die Frage, ob ein einheitlicher Markt für Wohneigentumsfinanzierung tatsächlich wünschenswert ist und für die Kunden von Vorteil wäre. Mit dem am 3. Mai 2005 erschienenen „Grünbuch“ hat die EU-Kommission einen neuen Versuch gestartet, die Vorteile eines integrierten Hypothekenmarktes auch für die End-

¹Die Wohneigentumsfinanzierung stellt etwa 18% aller finanziellen Aktiva von Banken. In Deutschland waren es im Jahr 2003 etwa 23%. Vgl. auch Hohensee (2006), S.162, Zahlen und Fakten (2001), S. 9 und Schirmeister/Nadler (1998).

²Die sukzessive Realisierung des europäischen Binnenmarktes auch für Bankdienstleistungen, die Einführung des Europapasses mit der Zweiten Bankenrechtskoordinierungsrichtlinie und zuletzt die Währungsunion waren mögliche Wendepunkte hin zu einem einheitlichen europäischen Hypothekenmarkt. Einen Überblick über den historischen Ablauf und die Bedeutung der europäischen Verträge vermittelt Behrens (1992), S.521.

verbraucher zu analysieren.³ Bis Ende 2007⁴ ist die Veröffentlichung des dazugehörigen Weißbuchs vorgesehen, das als Gesetzesvorlage dienen soll. Hier werden konkrete Vorschläge zu Maßnahmen in den einzelnen nationalen Hypothekenmärkten erwartet, die helfen sollen, Marktzugangsschranken zu überwinden.

Zunächst scheint das Vorgehen der EU-Kommission positiv im Sinne der Aufhebung nationaler Marktzugangsbarrieren und der Intensivierung des Wettbewerbs. Allerdings ist zu befürchten, dass durch neue Regulierungen und Standardisierungen die Funktionsfähigkeit der gewachsenen Märkte beeinträchtigt wird, Vertrauen abgebaut und die existierende Produktvielfalt in Europa zulasten der Kunden eingeschränkt wird.

Die aktuellen Marktbeobachtungen der letzten Jahre zeigen, dass sich die Märkte zwar nicht hinsichtlich der angebotenen Darlehensprodukte aber doch in der Refinanzierungspraxis kontinuierlich weiterentwickeln und angleichen. In diesem Zusammenhang findet auch die Ausgabe von durch Hypothekendarlehen gesicherten Bonds, sogenannten Covered Bonds, eine große europäische und internationale Investorenbasis. Die Liquidität der Märkte wurde dadurch erheblich erhöht. Auch die Refinanzierung über sogenannte Mortgage Backed Securities hat in fast allen Ländern der europäischen Union eine rasante Entwicklung erfahren und grenzüberschreitende Investitionen angeregt. Allerdings birgt dieser sogenannte Sekundärmarkt auch hohe Risiken. Sind die Investoren nicht ausreichend aufgeklärt, können sie hohe Verluste erleiden und dadurch das Vertrauen in den Markt verlieren. Die jüngste Entwicklung der internationalen Märkte lässt erkennen, welche Auswirkungen solche Vertrauensverluste in die Liquidität der Finanzdienstleister haben können. Im Sommer 2007 sind durch notleidende amerikanische Hypothekendarlehen des sogenannten Subprime-Segments neben den amerikanischen Finanzdienstleistern auch international beteiligte Kreditinstitute, die in entsprechende Fonds investiert hatten, in Zahlungsschwierigkeiten geraten. Dadurch wurde eine Panikwelle unter den Investoren und Darlehensnehmern ausgelöst, die vor allem in Großbritannien zur Verringerung der Liquiditätsbereitstellung unter Banken und zum Run auf Sparguthaben führte.

Die Wohneigentumsfinanzierung war für die meisten Kreditgeber in Europa in den vergangenen zehn Jahren durch deutliches Wachstum der Aktiva gekennzeichnet. Die Gründe dafür lagen in den steigenden Preisen von Wohnhäusern, den fallenden Zinsen, den niedrigen Kreditausfällen, der guten Rentabilität sowie dem im allgemein freundlichen wirtschaftlichen Umfeld. Nur für deutsche Kreditgeber galt dies nicht in gleichem Maße, da sich in Deutschland das Preisniveau der Immobilien und das Vermögen der privaten Haushalte kaum veränderten. Der wirtschaftliche Druck für die Anbieter von Hypothekarkrediten ist inzwischen aber so groß wie nie. Durch den hohen nationalen Wettbewerb sind in den meisten Ländern die Zinsmargen gesunken und die stagnierende Hauspreisentwicklung kündigt eine Wende im

³ Mit dem Grünbuch wird untersucht, in welchem Bereich die Vorteile eines integrierten Marktes liegen könnten.

⁴ Die Recherche zur vorliegenden Arbeit wurde im Sommer 2007 abgeschlossen.

Kreditzyklus an. In diesem schwierigen Geschäftsumfeld ist am 1. Januar 2007 die neue Eigenkapitalrichtlinie Basel II in Kraft getreten. Die sich daraus ergebenden niedrigeren Kapitalkosten für Kreditinstitute bei der Vergabe von Hypothekendarlehen könnten weitere Senkungen der Zinsmargen nach sich ziehen.⁵

1.1 Problemstellung, Zielsetzung und Abgrenzung

Auf Grund der unterschiedlichen Ausprägungen der Wohneigentumsfinanzierungssysteme in Europa und der Bestrebungen zur Vereinheitlichung dieser Systeme stellt sich die Frage, welche der existierenden Systeme der Wohneigentumsfinanzierung am besten funktionieren. Gibt es tatsächlich den einen überlegenen Hypothekenmarkt bzw. Charakteristika, die einheitlich gelten sollten?

Wesentliche Zielsetzung der Arbeit ist die Darstellung verschiedener Systeme der Wohneigentumsfinanzierung und die strukturierte Analyse ihrer Funktionenerfüllung am Beispiel dreier Länder der Europäischen Union. Dazu wird ein Effizienzkonzept herausgearbeitet, das hilft, die einzelnen Funktionen zu analysieren, zu kategorisieren und anhand einzelner Indikatoren zu vergleichen. Die Untersuchung zielt vor allem auch darauf ab, Effizienzdefizite aufzuzeigen und hier Verbesserungsvorschläge zu liefern.

Grundlegende Aufgabe aller Systeme ist, jenen Haushalten zu Wohneigentum zu verhelfen, die dieses wünschen und das so günstig wie möglich. Dazu ist die Kenntnis der Kundenbedürfnisse unumgänglich, da nur so ein geeignetes Angebot erfolgen kann. In dieser Arbeit soll nicht untersucht werden, welche Art des Wohnkonsums besser geeignet ist das Endvermögen eines Haushaltes im Lebenszyklus zu maximieren. Es wird unterstellt, dass Wohneigentum von jedem Haushalt angestrebt wird. Das ist natürlich eine heroische Annahme, zumal dies auch für ein Funktionieren des Wohnungsmarktes nicht unbedingt ideal sein muss. Ein funktionierender Mietmarkt kann auch helfen, Probleme und Engpässe des Eigentumsmarktes abzufangen.

1.2 Aufbau der Arbeit

Die wichtigsten Begriffe der Wohneigentumsfinanzierung werden in Kapitel 2 definiert. Zusätzlich wird die Bedeutung der Märkte der Wohneigentumsfinanzierung für die Volkswirtschaften und deren Dynamik im letzten Jahrzehnt aufgezeigt, sowie deren Abhängigkeiten von der Entwicklung anderer Märkte erläutert. Die von einem System für Wohneigentumsfinanzierung zu erfüllenden Funktionen werden in Kapitel 3 herausgearbeitet. Die bestehenden Systeme werden kategorisiert und eine Auswahl der zu vergleichenden Länder getroffen. Deren spezifische Charakteristika werden im Anschluss dargestellt. Unverzichtbar für einen Vergleich der Systeme ist die Kenntnis der Präferenzen der Marktteilnehmer. Darauf wird

⁵ Low/Sebag-Montefiore (2005), S.19

in Kapitel 4 eingegangen und zusätzlich wird ein Einblick in die grundlegende Modellgestaltung optimaler Finanzprodukte gegeben. In Kapitel 5 folgt schließlich die genaue Definition des Effizienzkonzepts dieser Arbeit und die darauf basierende Aufstellung des Analyserahmens. Danach werden in Kapitel 6 die Systeme analysiert und miteinander verglichen. Die Arbeit schließt mit der Darstellung der Ergebnisse und einem Ausblick in Kapitel 7. Die folgende Abbildung fasst den schematischen Ablauf zusammen. Dabei dienen vor allem die ersten vier Kapitel dem grundsätzlichen Verständnis der Hypothekenmärkte und deren aktueller Funktionenerfüllung.

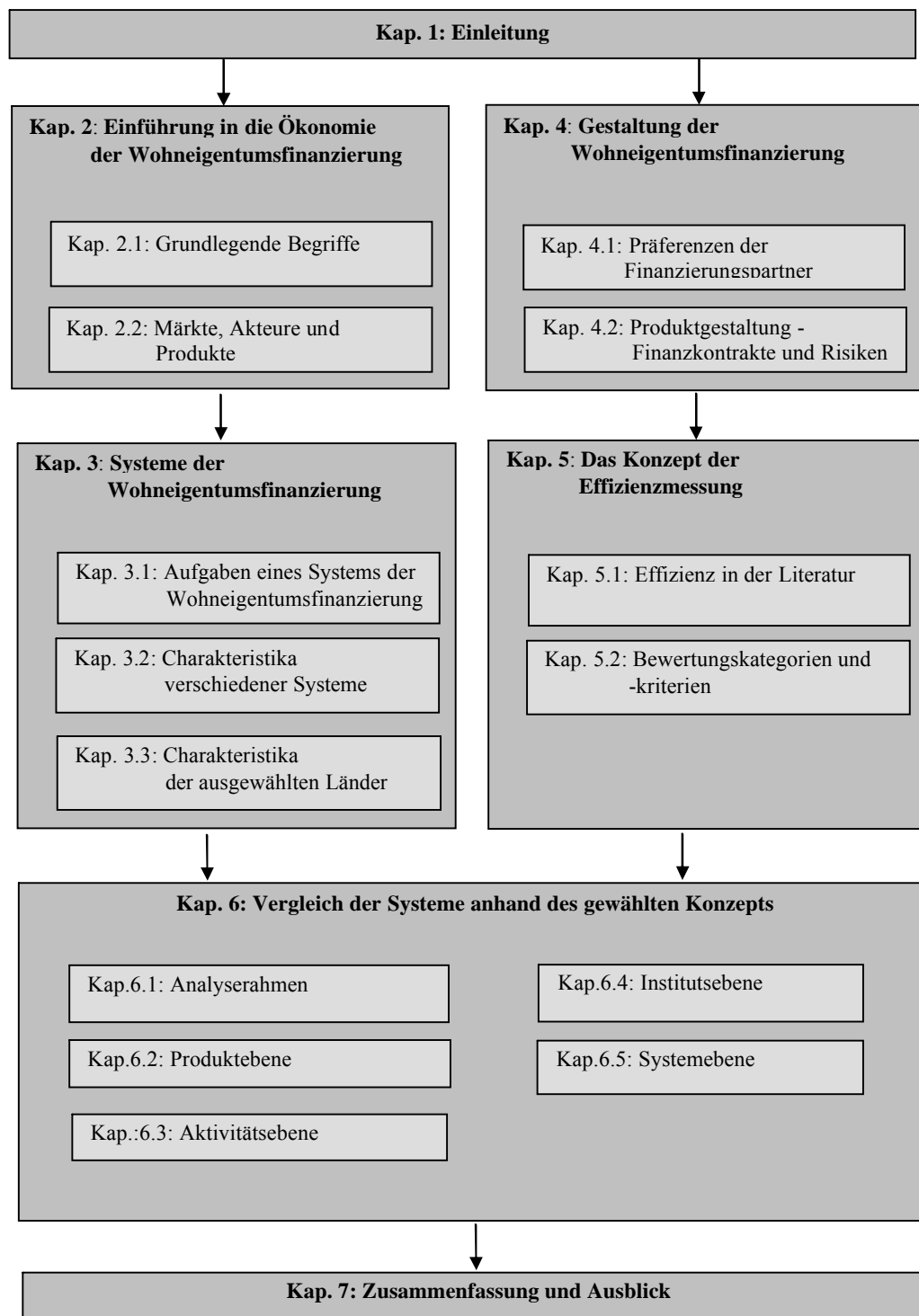


Abbildung 1.2-1: Schematischer Aufbau der Arbeit

2 Einführung in die Ökonomie der Wohneigentumsfinanzierung

Die europäischen Systeme der Wohneigentumsfinanzierung haben sich innerhalb ihrer nationalen Grenzen weitgehend eigenständig entwickelt. So haben unterschiedliche rechtliche, wirtschaftliche und historische Rahmenbedingungen zur Bildung heterogener Märkte, Produkte und Präferenzen der Marktteilnehmer geführt. Doch sind die Systeme nicht statisch, sondern befinden sich im ständigen Wandel. Im Folgenden wird nach einer kurzen Darstellung grundlegender Begriffe auf die Bedeutung der Systeme innerhalb der einzelnen Volkswirtschaften hingewiesen und deren unterschiedliche, komplexe Ausprägungen und Wirkungsmechanismen beleuchtet.

2.1 Grundlegende Begriffe und ihre Ausprägungen

Da die Systeme der Wohneigentumsfinanzierung sich weitgehend unabhängig voneinander entwickelt haben, kommt es nicht selten vor, dass sich hinter gleichen Bezeichnungen unterschiedliche Ausprägungen und Interpretationen verbergen. Für einen Vergleich der verschiedenen Systeme ist es wichtig, die Gemeinsamkeiten und Unterschiede der Begrifflichkeiten zu kennen.

2.1.1 Wohneigentumsfinanzierung

Wohneigentum hat einige einzigartige Charakteristika: es wird auf lokalen Märkten gehandelt, alle Parzellen sind differenziert und sowohl die Beständigkeit als auch die hohen Kosten erlauben und erzwingen die Notwendigkeit komplexer Finanzierungen.

Der Begriff der Wohneigentumsfinanzierung wird im Sprachgebrauch vielfach synonym zu den Begriffen „Wohnungsbaufinanzierung“ und „Wohnungsfinanzierung“ verwendet. Dabei bezeichnet die Wohnungsfinanzierung als übergeordneter Begriff „die Beschaffung, Verwendung und Rückzahlung von Kapital zum Bau, Erwerb oder zur Erhaltung eines Wohngebäudes oder eines Teils davon.“ Der Begriff Wohnungsbaufinanzierung fällt meist bei Wohnungsneubauten.¹

Die Definition der Wohneigentumsfinanzierung ist im Wesentlichen kongruent mit der Definition der Wohnungsfinanzierung. Allerdings schließt erstere kommerzielle Bauträger als Kapitalempfänger bzw. Bereitsteller von Eigenkapital aus. Es werden nur private Bauherren oder Käufer betrachtet, die die Immobilie zum Eigengebrauch nutzen.

¹ Vgl. Jokl (1998), S.13f.

2.1.2 Hypothekendarlehen

Ein wesentlicher Bestandteil der Wohnungsfinanzierung sind die sogenannten Hypothekendarlehen oder Hypothekarkredite. Sie beschreiben die Ausgabe mittel- und langfristiger Darlehen von Kreditinstituten zur Immobilienfinanzierung. Charakteristisch ist, dass die Rückzahlung des Darlehens durch die Verwertung der als Sicherheit dienenden realen Sache, der Immobilie, im Rahmen spezieller gesetzlicher und aufsichtsrechtlicher Normen garantiert wird.² Entscheidend ist die Haftung des beliehenen Grundstücks, hinter der die persönliche Zahlungsfähigkeit zurücktritt. Sollte ein Kreditnehmer also seinen Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommen oder nachkommen können, hat der Kreditgeber üblicherweise das Recht, die zugrundeliegende Immobilie zu verkaufen, um seine Ansprüche zu befriedigen. Alternativ kann die Immobilie auch direkt in den Besitz des Kreditgebers übergehen.³

Die in Deutschland üblichen Grundpfandrechte der Wohneigentumsfinanzierung sind die Hypothek und die Grundschuld. Durch sie kann ein Grundstück zugunsten eines Dritten belastet werden. Üblicherweise werden die Grundpfandrechte in einem öffentlich einseharen Grundbuch eingetragen. Da in der Europäischen Union die rechtlichen Bestimmungen für Hypothekendarlehen nicht so ausgeprägt sind wie in Deutschland, soll der Begriff in dieser Arbeit zunächst allgemein im Sinne der bis hier dargestellten Funktion gebraucht werden. Damit ist ein Hypothekendarlehen ein grundpfandrechlich gesichertes Darlehen zur Finanzierung von Immobilieninvestitionen. In der Praxis werden die Begriffe Hypothekendarlehen und Hypothek oft synonym gebraucht.

Obwohl die dingliche Besicherung bei der Vergabe von Hypothekendarlehen im Vordergrund steht, muss gewährleistet sein, dass der Kapitaldienst aus Einkommen, Gewinnen oder Mieten erbracht werden kann. Damit kommt der Bonität des Darlehensnehmers eine besondere Rolle zu. In einigen Ländern allerdings wie beispielsweise der USA ist die dingliche Besicherung ausreichend. Sollte der Wert des Hauses unter den Wert der ausstehenden Darlehenssumme sinken, kann der Darlehensnehmer hier dem Gläubigerinstitut das Eigentum überlassen, ohne weitere Verpflichtungen einzugehen. Er hält eine sogenannte Ausfalloption.

2.1.2.1 Klassifizierung der Hypothekendarlehen

Die internationalen Statistiken unterscheiden Hypothekendarlehen zunächst nach ihrem Verwendungszweck. Dazu findet eine Klassifizierung der Kredite für Wohnraum, für gewerblich und für landwirtschaftlich genutzte Immobilien statt. Weiter wird nach den verschiedenen Kreditnehmern unterschieden. So unterteilt beispielsweise die Deutsche Bundesbank die ausstehenden Kredite im Wohnungsbau nach Hypothekendarlehen an Unternehmen und Selbständige, an Privatpersonen und an Organisationen ohne Erwerbszweck. Privatpersonen nehmen dabei einen Anteil von knapp zwei Drittel der Darlehen in Anspruch. Auch in anderen

² Das Wort Hypothek stammt aus dem griechischen und bedeutet „unterlegen“ bzw. „verpfänden“.

³ Vgl. Rauch/Zimmermann (1998), S.2f. und Siebertz (2001), S.1033

Ländern der EU ist das Volumen der ausstehenden Hypothekendarlehen für die private Wohneigentumsfinanzierung sehr hoch. Tabelle 2.1-1 gibt einen Überblick der privaten Verschuldung in der Wohneigentumsfinanzierung und das Volumen der Pro-Kopf-Verschuldung in Europa und den USA.

	B	DK	D	GR	ES	FR	IR	IT	NL	P	FIN	UK	EU15	USA
Ausst. Kredite, in Mrd.€	98,1	195,8	1.163,5	45,42	475,6	503,6	99,0	243,6	487,3	79	66,0	1.414,3	5.014	7.144
Pro-Kopf-Verschuldung in Tsd. €	9,387	36,18	14,09	4,10	11,05	8,32	24,08	4,16	29,89	7,4	12,59	23,56	13,01	24,1

Tabelle 2.1-1: Ausstehende Hypothekarkredite in der Wohneigentumsfinanzierung und Pro-Kopf-Verschuldung in Europa und den USA⁴

Weiter können die Darlehen nach ihrer Herkunft und ihrem Verwendungszweck unterteilt werden. So gibt es beispielsweise Hypothekendarlehen spezieller Kreditinstitute wie Bausparkassen und Versicherungsunternehmen oder Darlehen, die explizit zur Finanzierung ökologischer Maßnahmen und Verbesserungen an Immobilien eingesetzt werden müssen, wie z.B. Hypothekendarlehen der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) in Deutschland und sogenannte „green mortgages“ in Großbritannien und den USA.

2.1.3 Hypothekenvertrag

Der Hypothekenvertrag regelt üblicherweise die Höhe und Laufzeit des Kredites, die Rückzahlungs- und Verzinsungsmodalitäten sowie die Zahlungshäufigkeit. Die vom Kreditnehmer regelmäßig zu leistenden Zahlungen aus Zins und Tilgung werden als Kapitaldienst bezeichnet. Während das Grundprinzip der Hypothekendarlehen immer das gleiche ist, scheint es unzählige Darlehensvariationen zu geben. Allein in Großbritannien zählten Tatch und Vass (2004) unter mehreren Tausend Produkten im Jahr 2003 etwa 40 unterschiedliche Typen.⁵

Aus Sicht des Darlehensnehmers lassen sich Hypothekendarlehen grundlegend hinsichtlich der Zinsgestaltung in festverzinsten oder variabel verzinsten Darlehen und hinsichtlich des Rückzahlungsmodus in Annuitäten-, Raten- oder endfälligen Darlehen unterteilen.

2.1.3.1 Zinsgestaltung

Festverzinsten Darlehen sehen die Festschreibung der Zinssätze über einen bestimmten Zeitraum vor. Die Zinsfestschreibungsfrist ist von Land zu Land unterschiedlich. Während in Spanien⁶ und den USA die Zinsen bis zum Laufzeitende des Darlehens festgeschrieben sind, genügen in Großbritannien schon kürzere Zinsbindungsfristen von über einem Jahr zur Klas-

⁴ Housing Statistics in the European Union (2004) und EMF (2005)

⁵ Vgl. Tatch/Vass (2004)

⁶ Ley 2/1994

sifizierung als festverzinsten Darlehen. In Deutschland sind Zinsbindungsfristen von 5 bis 10 Jahren üblich. Im Anschluss an diese Zeit werden die Zinskonditionen an aktuelle Marktverhältnisse angepasst bzw. neu verhandelt. Während der Zinsbindungsfrist verfügt der Schuldner über eine sichere Kalkulationsgrundlage, da der Kapitaldienst für diese Zeit festgelegt ist. Je nach gesetzlichen Rahmenbedingungen dürfen die Kredite in der Zinsfestschreibungszeit nicht gekündigt werden⁷ oder aber es werden Vorfälligkeitsentschädigungen fällig. Die Höhe der vom Kreditnehmer zu zahlenden Zinsen orientiert sich an den für das Kreditinstitut am Kapitalmarkt herrschenden Refinanzierungskonditionen.⁸

Bei *variabel verzinsten Darlehen* folgen die Zinsen entweder einem Index (z.B. Euribor), so dass Zinsanpassungen für die Darlehensnehmer nachvollziehbar sind, oder werden frei von den Darlehensgebern angepasst. Auch die Anpassungsfrequenz kann variieren. Mit einer sogenannten Cap-Klausel kann eine Zinsobergrenze vereinbart werden. Damit wird das Risiko ausgeschlossen, dass der variable Zins über diese Grenze steigt. Ein Floor grenzt entsprechend die Zinsentwicklung nach unten ein.

Oft werden Hypothekendarlehen mit einem Abschlag (Disagio oder Discount) ausgegeben.⁹ Der Kreditnehmer erhält einen geringeren Auszahlungsbetrag als den Nennbetrag des Darlehens. Die Differenz stellt im Voraus geleistete Zinszahlungen dar, so dass der Nominalzins niedriger angesetzt wird und somit über die Laufzeit geringere Zinszahlungen zu leisten sind. Allerdings muss die Tilgung dem Nennbetrag entsprechen. Ein Disagio bedeutet, dass entweder ein höheres Darlehen aufgenommen oder ein höherer Eigenanteil getragen werden muss, um den Finanzierungsbedarf zu decken.¹⁰

In der Literatur haben sich die Bezeichnungen FRM für Fixed Rate Mortgages und ARMs für Adjusted Rate Mortgages etabliert. Sie sind Ausgangspunkt zahlreicher theoretischer Überlegungen zur Produktgestaltung, zum Nachfrageverhalten oder anderen Themen des Wohnungs- und Hypothekenmarktes. ARMs sind variabel verzinsten Hypothekendarlehen, die einem bestimmten Index folgen. Da der Großteil der Untersuchungen aus den USA stammt, muss für FRMs jeweils geprüft werden, welche Annahme über die Zinsbindungsfrist getroffen wird.

2.1.3.2 Tilgungsmodalitäten

Hinsichtlich der Rückzahlungsmodalitäten ist in der Hypothekenfinanzierung am häufigsten das *Annuitätendarlehen* anzutreffen. Dabei verpflichtet sich der Darlehensnehmer zu gleichbleibenden periodischen Zahlungen. Die sogenannten Annuitäten setzen sich aus den Zins- und Tilgungsforderungen zusammen. Annuitätendarlehen können sowohl als festver-

⁷ Damit hält der Darlehensnehmer keine sog. Prepayment-Option.

⁸ Vgl. Siebertz (2001), S.1037f.

⁹ In Deutschland üblicherweise bei festverzinsten Darlehen und in Großbritannien bei variabel verzinsten. Während es in Deutschland keine offiziellen Statistiken für diese Darlehen gibt, erscheinen sie in Großbritannien regelmäßig unter dem Namen „discounted variable rate mortgages“ (DVR).

¹⁰ Vgl. Siebertz (2001), S.1037f.

zinste sowie als variabel verzinsten Darlehen vereinbart werden. Weit verbreitete Variationen des normalen Annuitätendarlehen bestehen darin, z.B. geringere Anfangszahlungen oder tilgungsfreie Zeiten zu vereinbaren, in denen entsprechend weniger gezahlt (Graduate-Payment Mortgage, GPM)) bzw. lediglich die Zinszahlungen erbracht werden.¹¹

Beim sogenannten *Festdarlehen* oder auch *endfälligen Darlehen* wird während der Laufzeit keine Tilgung vorgenommen, so dass der Kapitaldienst ausschließlich aus Zinszahlungen besteht. Die Tilgung des vollen Darlehensbetrags erfolgt am Ende der Laufzeit aus den vom Kreditnehmer über diesen Zeitraum angesparten Mitteln, welche oft aus fälligen Kapitallebensversicherungen oder zuteilungsreifen Bausparverträgen stammen.¹²

Ratendarlehen sind auch als Abzahlungsdarlehen bekannt. Die Tilgung erfolgt in konstant bleibenden Beträgen, so dass sich mit jeder Tilgung der Kapitaldienst verringert. Anfangs hat der Kreditnehmer eine hohe Belastung zu tragen. Diese Darlehen werden hauptsächlich für kurze Finanzierungslaufzeiten verwandt und in der Immobilienfinanzierung eher selten eingesetzt.¹³

2.1.3.3 Risiken

Je nach Gestaltung eines Hypothekenvertrages setzen sich die Vertragspartner verschiedenen Risiken der Finanzierung aus. Im Folgenden werden die wichtigsten kurz erläutert.

Zinsänderungsrisiko

Das Zinsänderungsrisiko beschreibt die Gefahr von Marktzinsänderungen und deren Auswirkungen auf das Kreditportfolio der Kreditinstitute, die Kapitaldienstfähigkeit der Darlehensnehmer und gegebenenfalls die Investitionen Dritter (Investoren). Je nach Darlehensart verteilt sich das Risiko unterschiedlich auf die Vertragspartner. Variabel verzinsten Verträge bieten den Darlehensnehmern zwar die Chance Zinssenkungen wahrzunehmen, allerdings erhöhen sie die Belastung des Kapitaldienstes in Phasen des Zinsanstiegs. Variabel verzinsten Verträge können aber in der Regel jederzeit vorzeitig getilgt werden, womit sich die Gefahr zum Teil reduzieren lässt. Allerdings stehen den Darlehensnehmern zum Zeitpunkt der Tilgung meist keine günstigeren Alternativen der Darlehensaufnahme zur Verfügung. Durch die Aufnahme eines festverzinsten Darlehens werden die Zinsen festgeschrieben. Der aufzubringende Kapitaldienst ist vorhersagbar, für den Darlehensnehmer entstehen keine weiteren Risiken aus Zinssteigerungen. Neben den festverzinslichen Darlehen können die Darlehensnehmer die Gefahr eines Zinsanstiegs auch durch die Aufnahme der schon erwähnten Cap-Darlehen nach oben begrenzen.

Für Finanzinstitute bedeuten Marktzinsänderungen eine Veränderung der erwarteten Zinsspanne zwischen Aktiv- und Passivgeschäft und somit Unsicherheit über die zu erzielen-

¹¹ Vgl. Siebertz (2001), S. 1037

¹² ebenda.

¹³ Vgl. Brauer (1999), S.363 und Siebertz (2001), S.1037.

den Erträge. Darüber hinaus ist die Höhe des eingegangenen Zinsänderungsrisikos abhängig von den Zinsbindungsfristen der Aktiv- und Passivseite. Werden festverzinsliche, langfristige Hypothekendarlehen mit kurzfristigen Spareinlagen refinanziert, erhöht sich das Risiko.

Im Allgemeinen erhöhen festverzinsliche Positionen das Zinsänderungsrisiko ebenso wie unterschiedliche Zinsbindungsfristen auf der Aktiv- und Passivseite (Asset-Liability Mismatch).

Ausfallrisiko und Risiko verspäteter Zahlungen (Default und Delinquency Risk)

Diese Risiken beschreiben das Ausbleiben von Zins- und Tilgungszahlungen seitens des Kreditnehmers. Der Kreditgeber wird in der Folge zunächst die Zahlungen anmahnen und nach Ablauf einer bestimmten Frist die Zwangsverwendung der als Sicherheit dienenden Immobilie veranlassen, um die eingesetzten Mittel zurück zu gewinnen. Ein Ausfall kann allerdings auch dann eintreten, wenn z.B. die Auflagen des Kreditvertrags vom Kreditnehmer verletzt wurden. Je nach Höhe der Kredite und der Besicherung laufen der Kreditgeber bzw. eventuelle dritte Investoren Gefahr, das verliehene Kapital zu verlieren. Der Kreditnehmer verliert in jedem Fall den geleisteten Eigenanteil der Finanzierung und die zur Absicherung dienende Immobilie.¹⁴ Die Einstufung als Zahlungsverzögerung oder Ausfall ist abhängig vom Kreditgeber bzw. den rechtlichen Rahmenbedingungen. Eine Zahlungsverzögerung tritt meist nach einem Zahlungsrückstand von zwei Monaten ein, der Ausfall ab drei Monaten.

Die Kreditinstitute versuchen das Ausfallrisiko gering zu halten, indem sie bei der Kreditvergabe gewissen Standards folgen. Dabei werden sowohl die Eigenschaften der Immobilie (Wert, Lage und Anzahlung) als auch die Kreditwürdigkeit des Kreditnehmers (Kredithistorie, Kontostände, Einkommen und Schulden) berücksichtigt. Des Weiteren können die Kreditinstitute von den Kreditnehmern verlangen, verschiedene Versicherungen wie z.B. gegen Überflutung oder andere Naturkatastrophen oder eine allgemeine Hypothekenversicherung abzuschließen.¹⁵

Die Faktoren, die Zahlungsverzögerungen oder einen Zahlungsausfall beeinflussen, lassen sich folgendermaßen unterteilen:¹⁶

Produktgestaltung:

- Überschreitet der Darlehensbetrag eine bestimmte Höhe, rechnen Ratingagenturen mit höheren Ausfallquoten.
- Festverzinsten Darlehen gelten als ausfallsicherer, da ein Ausfall des Kreditnehmers infolge steigender Zinssätze begrenzt ist.
- Hypothekendarlehen mit kürzerer Laufzeit sind ausfallsicherer als langfristige.
- Niedrige Kapitaldienste haben niedrigere Ausfallquoten zur Folge.

¹⁴ Vgl. Paul (1994), S.146 und The Bond Market Association (1999), S.14.

¹⁵ Vgl. Lea (2000), S.30f.

¹⁶ Vgl. Paul (1994), S.147, Dübel (2004), S.49 und Böhrer (1996), S.46f.

- Mit zunehmendem Alter der Verträge und abnehmender Restlaufzeit sinkt die Ausfallwahrscheinlichkeit. Schuldner mit niedriger Bonität fallen früher aus.

Beleihungsobjekt:

- Beleihungsgrenze:¹⁷ Höher beliehene Immobilien haben eine höhere Ausfallwahrscheinlichkeit.
- Aufgrund der persönlichen Bindung des Schuldners an das Objekt haben Ein- und Zweifamilienhäuser ein geringeres Risiko als gewerbliche Objekte. Zweitwohnungen tragen ein etwas höheres Risiko als Erstwohnungen.
- Je nach Standort des Objekts kommt es zu höheren Ausfallraten.

Schuldnerbonität:

- Eine höhere Variabilität des Haushaltseinkommens führt zu höheren Ausfallrisiken.
- Das Verhältnis von Einkommen des Darlehensnehmers zu den Zins- und Tilgungsleistungen, die sogenannte Kapaldienstfähigkeit, ist entscheidend. Ist sie zu niedrig, steigt die Ausfallwahrscheinlichkeit.

Haftet der Hypothekenschuldner bei Kreditausfall nur mit der Immobilie, wie das in den USA zum Teil der Fall ist, so kauft er mit dem Hypothekendarlehen eine sogenannte Ausfalloption. Da er diese Option jederzeit ausüben kann, wird sie in der Finanzwirtschaft als amerikanische Option bezeichnet; im Unterschied zur sogenannten europäischen Option, die nur zu bestimmten Zeitpunkten ausgeübt werden kann. Grundsätzlich werden Optionen weiter in Kaufoptionen (Calls) und Verkaufsoptionen (Puts) unterteilt. Die Ausfalloption kann sowohl als Verkaufsoption als auch als Kaufoption interpretiert werden. Wird die Option als Put-Option interpretiert, so entspricht der Kreditausfall dem Verkauf der Immobilie an den Darlehensgeber, der daraufhin dem Darlehensnehmer als Gegenwert den Darlehensbetrag erlässt. Damit erlöschen die Zahlungsansprüche. Der Ausübungspreis dieser Put-Option entspricht dem ausstehenden Kreditbetrag. Interpretiert man die Option als Call-Option, dann entspricht der Ausübungspreis dem Wert der Immobilie. Der Hypothekenschuldner kauft das Darlehen zurück, indem er dem Gläubiger die Immobilie übergibt. In jedem Fall ist die Option im Geld, falls der Wert der Immobilie unter die noch ausstehende Darlehenssumme fällt.

Die Ausübung der Option ist aber nicht zwangsläufig notwendig. Daher ist das Ausfallrisiko nicht einfach zu bewerten. Alternative Theorien versuchen ökonomische Faktoren wie die Bonität des Schuldners und nicht-ökonomische wie das Verhalten zu verbinden, um die Wahrscheinlichkeit von Ausfällen zu bestimmen.¹⁸

¹⁷ Der Begriff wird weiter unten im Kapitel noch erläutert.

¹⁸ Vgl. Böhmer (1996), S.44 f.

Risiko vorzeitiger Tilgung (Prepayment Risk)

Je nach rechtlichen Rahmenbedingungen oder vertragsrechtlicher Gestaltung ist es den Kreditnehmern erlaubt, Hypothekendarlehen vor Ablauf der Laufzeit ohne Entschädigung und Strafgebühr vollständig zu tilgen oder nicht. Wird ihnen das Recht eingeräumt, erhalten sie mit dem Darlehen eine sogenannte Prepayment-Option. Da diese Option für die Kreditgeber eine erhebliche Unsicherheit über die Höhe der zu erwartenden Zahlungseingänge und die endgültige Fälligkeit der Darlehen mit sich bringt, wird sie üblicherweise in die Zinssätze miteingerechnet.

Die Option kann als amerikanische Call-Option interpretiert werden, die jederzeit ausgeübt werden kann und den Kreditnehmer berechtigt, die Zahlungsansprüche des Kreditgebers gegen ihn zurückzukaufen. Die Option ist im Geld, wenn der Kredit zu einem günstigeren Zinssatz refinanziert werden kann, d.h. der Barwert der Einsparungen höher ist als alle mit der Umschuldung entstehenden Kosten. Die ausstehende Kreditsumme ist der Basispreis. Mit zunehmender Zinsvolatilität steigt der Wert der Call-Option für den Darlehensnehmer.

Empirische Beobachtungen lassen darauf schließen, dass das Risiko vorzeitiger Tilgungen höher ist¹⁹

- bei festverzinsten Krediten, da nach Zinssenkungen, Umfinanzierungen sinnvoll sein können,
- je älter das Darlehen ist,
- bei sinkenden Zinsen,
- je höher der vertraglich vereinbarte Kreditzinssatz ist,
- je länger die Laufzeit ist.

Darüber hinaus gibt es u.a. auch persönliche Gründe für eine vorzeitige Rückzahlung durch den Darlehensnehmer wie der Verkauf der Immobilie oder der Verlust des Arbeitsplatzes.

Wiederanlagerisiko

Das Wiederanlagerisiko entsteht für Investoren in grundpfandrechtlich gesicherte Schuldverschreibungen (Covered Bonds) oder in auf der Grundlage von Hypothekenforderungen verbriefte Titel (Mortgage Backed Securities (MBS)),²⁰ wenn Kreditnehmer ihre Darlehen vorzeitig tilgen. Die frei gewordenen Mittel können dann u.U. nur zu schlechteren Konditionen wieder angelegt werden.

Konzentrationsrisiko

Das ist ebenfalls ein Risiko, das für Kreditinstitute und Investoren relevant ist. Es entsteht, wenn ein Portfolio aus ähnlichen Krediten besteht. Beispielsweise können geographi-

¹⁹ Fabozzi/Modigliani (1992), S.197 ff. und Böhmer (1996), S.43

²⁰ Zu den beiden Begriffen siehe Kapitel 2.2, Kap. 3.2 und 3.3

sche Konzentrationen ein Kreditinstitut den allgemeinen regionalen oder branchenspezifischen wirtschaftlichen Konjunkturschwankungen aussetzen. Steigt dann die Arbeitslosigkeit, kann es zu überproportional hohen Ausfallraten kommen.

2.1.4 Beleihungswert – Beleihungsgrenze – LTV

Um den Kreditgeber vor möglichen Verlusten aus Wertminderungen der Immobilie zu schützen, wird üblicherweise nicht der geschätzte Gesamtwert der Immobilie beliehen, sondern nur bis zu einer sogenannten Beleihungsgrenze. Diese beschreibt die Höchstgrenze der Kreditvergabe, die im Rahmen der gesetzlichen, satzungsrechtlichen oder internen Vorschriften dargestellt werden darf. Der Begriff wird häufig auch mit dem Beleihungsauslauf oder –satz, im Englischen Loan-To-Value Ratio oder kurz LTV, gleichgesetzt. Er steht für das Verhältnis der grundpfandrechtlich gesicherten Forderungen zu einem festgestellten Beleihungswert der Immobilie.²¹ Dabei ist der Beleihungswert vom tatsächlichen Wert oder vom Kaufpreis der Immobilie zu unterscheiden.

Im Rahmen des neuen internationalen Eigenkapitalakkords (Basel II) ist für Kreditinstitute die Ermittlung des Beleihungswertes noch wichtiger geworden. Zur Inanspruchnahme eines begünstigten Risikogewichts der Eigenkapitalunterlegung in Höhe von 35% im Standardansatz muss sichergestellt sein, dass der „nach genauen Regeln ermittelte Wert der Sicherheit den Kreditbetrag nennenswert übersteigt“. Allerdings wird bezüglich Wohnimmobilien weder ein genau definierter Wert noch ein spezielles Bewertungsverfahren festgelegt. Allein der darüber hinausgehende Ansatz zur Ermittlung der Eigenkapitalunterlegung über interne Ratingverfahren (IRB) schreibt die Ermittlung eines Marktwertes vor. Dabei stellt der Marktwert die Obergrenze des Beleihungswertes dar.²²

2.1.4.1 Marktwert-Verkehrswert

Der Begriff Marktwert ist gleichzusetzen mit dem im deutschen Recht in §194 des Baugesetzbuches (BauGB) definierten Verkehrswert. Entsprechend den Definitionen des EU-Rates, des *International Valuation Standard Committee* (IVSC) und der European Group of Valuer's Association (TEGoVA) ist der Begriff inzwischen im neuen Pfandbriefgesetz (§16 Abs. 2 PfandBG) zu finden als „der geschätzte Betrag, für welchen ein Beleihungsobjekt am Bewertungsstichtag zwischen einem verkaufsbereiten Verkäufer und einem kaufbereiten Erwerber, nach angemessenem Vermarktungszeitraum, in einer Transaktion im gewöhnlichen Geschäftsverkehr verkauft werden könnte, wobei jede Partei mit Sachkenntnis, Umsicht und ohne Zwang handelt“.²³

²¹ Vgl. Rauch/Zimmermann (1998), S.4 und Kölsch/Zlotnik/Carron (2003), S.67

²² Vgl. Trotz/Bärwald (2006), S.33

²³ Vgl. PfandBG (2006) und Artikel 49 Abs. 2 der Richtlinie des EU-Rates.

2.1.4.2 Verfahren zur Ermittlung des Beleihungswertes

Zur Ermittlung des Marktwertes bzw. des Beleihungswertes von Immobilien wird international eine Kombination des sogenannten Sachwertverfahrens, des Ertragswertverfahrens und des Vergleichswertverfahren angewendet:²⁴

Das Sachwertverfahren (Cost Approach) basiert auf einem Substanzwert im Sinne der Ersatzkosten (fiktiver Neubauwert – in Deutschland: „Normalherstellungskosten“ §16 BelWertV). Zur Feststellung des realen Zeitwertes werden vom fiktiven Neubauwert Abschläge für die technische und wirtschaftliche Abnutzung vorgenommen. Diese richten sich im technischen Teil nach dem Alter und Bauzustand des Gebäudes und im wirtschaftlichen Teil u.a. nach dem Grad der Anpassbarkeit an verschiedene Nutzungszwecke.

Das Ertragswertverfahren (Income Capitalization Approach/Investment Method) wird vorzugsweise für Mietwohn- und Geschäftsgrundstücke, gemischt genutzte Grundstücke und Sonderimmobilien angewendet. Der Ertragswert stellt den auf den Bewertungsstichtag abgezinsten Wert der durchschnittlichen, dauerhaft erzielbaren Einnahmeüberschüsse dar. Diese entsprechen dem Reinertrag, der sich aus den Einnahmen und Ausgaben (u.a. für Verwaltung, Betrieb und Instandhaltung) ergibt. In Deutschland ist das Verfahren in den §§ 8 bis 13 der BelWertV festgelegt.

Das Vergleichswertverfahren (Sales Comparison Approach/Comparative Method) ermittelt die Marktpreise im Sinne am Markt erzielter Preise für erfolgte Transaktionen vergleichbarer Objekte. Die Methode findet insbesondere bei Wohnungen und Wohngebäuden Anwendung, da sich hier i.d.R. ausreichend vergleichbare Objekte finden lassen. (In Deutschland regelt §19 BelWertV das Vergleichswertverfahren).

2.2 Märkte, Akteure und Produkte

Die Bedeutung des Systems der Wohneigentumsfinanzierung für die gesamte Volkswirtschaft ist in den industrialisierten Ländern über die Größe ihrer Hypothekenmärkte erfassbar. Der Anteil ausstehender Hypothekendarlehen der Wohneigentumsfinanzierung am Bruttoinlandsprodukt (BIP) beträgt in Europa im Jahr 2005 durchschnittlich 48,9% (EU15) bzw. 47,5% (EU25) (siehe Abbildung 2.2-1). Auffällig ist, dass das Verhältnis in den osteuropäischen Ländern im Vergleich zur EU15 noch nicht sehr hoch ist. Die Hypothekenmärkte verzeichnen hier aber mit durchschnittlich 99,2% im Jahr 2005 die größten Wachstumsraten.

²⁴ Zu den Wertermittlungsverfahren siehe EVS (2000) und Bausparkassenfachbuch (2004/2005), S.91.

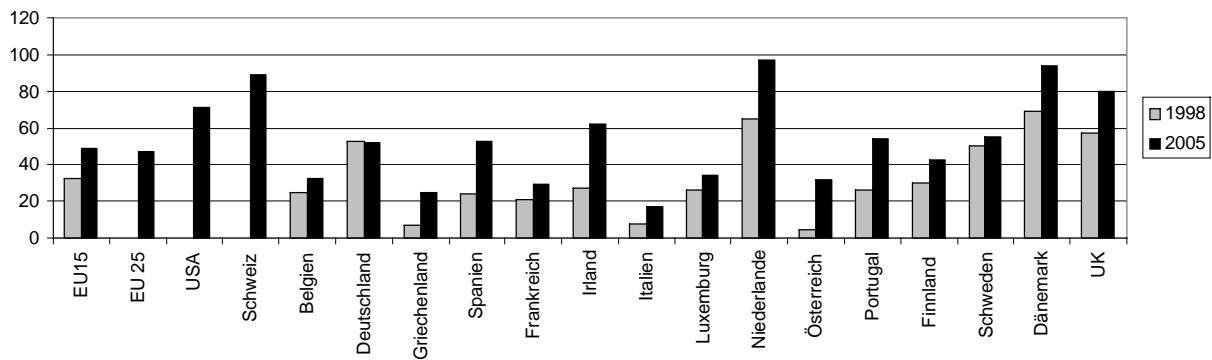


Abbildung 2.2-1 : Verhältnis ausstehender Hypothekendarlehen der Wohneigentumsfinanzierung zum BIP in den Jahren 1998 und 2005²⁵

In der Einzelbetrachtung der Länder ergibt sich aber auch für die EU15-Länder ein stark differenziertes Bild. Aufgrund ihrer Größe sind die Märkte Großbritanniens und Deutschlands schon immer die größten der EU. Mit zusammen 2,5 Bill. € repräsentieren sie über 70% der ausstehenden Hypothekendarlehen der EU15-Länder (3,7 Bill. €).²⁶ Während aber in Deutschland der Anteil im Zeitraum von 1998 bis 2005 mit etwas über 50% annähernd konstant blieb, ja sogar ein wenig abgenommen hat, ist er in Großbritannien im gleichen Zeitraum von 54,6% auf 80% gestiegen. Allerdings bleibt auch Großbritannien mit einer Wachstumsrate von 4% noch unter dem europäischen Durchschnitt von etwa 6% zurück. In Ländern wie Dänemark oder den Niederlanden nähern sich die Anteile der ausstehenden Darlehen sogar schon der 100%-Marke. Hier haben vor allem zu Beginn des Jahrzehnts rasante Anstiege von 65% auf 94% bzw. 46,4% auf 97,1% stattgefunden.

Interessant ist auch die Entwicklung in Spanien. Noch im Jahr 1994 machte der Anteil der Hypothekenschulden 15,6% des BIP aus, eine im Vergleich zu den anderen Ländern der EU relativ niedrige Zahl. Die Zahl ist umso erstaunlicher, wenn man sie zur Eigentumsquote des Landes in Relation setzt. Mit über 80% ist sie eine der höchsten Europas (siehe Abbildung 2.2-2). Im Zuge der Immobilienpreissteigerung stieg allerdings auch der Anteil der Verschuldung kontinuierlich. Im Jahr 1998 lag dieser noch bei 24% und im Jahr 2005 überschritt er mit 52,6% schon die 50%-Marke. Dagegen sind die Anteile Frankreichs, Schwedens oder Belgiens relativ konstant geblieben. Am unteren Rand der Verschuldungsskala befindet sich nach wie vor Italien mit einem Volumen von etwas über 15%.

Die Zahlen verdeutlichen zum einen wie wichtig dieser Teilbereich der Finanzmärkte für die Volkswirtschaften der EU ist und zum anderen welche unterschiedliche Dynamik er in den einzelnen Ländern mit sich bringt.

²⁵Quelle: eigene Darstellung; Daten: Housing Statistics in the European Union 2004 und EMF (2005).

²⁶ Im Vergleich belaufen sich die ausstehenden Hypothekendarlehen der USA im Jahr 2005 auf 7,14 Bill. €, das sind etwa 69% des BIP.

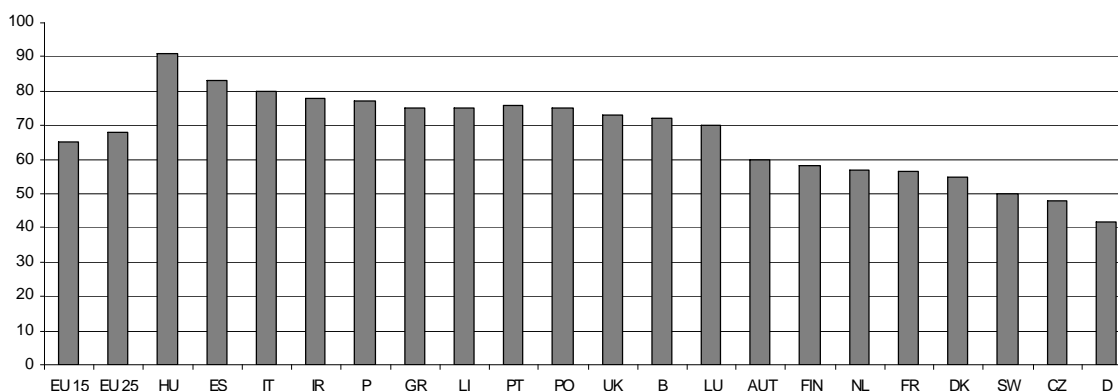


Abbildung 2.2-2 : Eigentumsquoten in der EU im Jahr 2004, in %²⁷

Trotz ihrer Größe sind die Hypothekensmärkte in der ökonomischen Analyse lange vernachlässigt worden. Erst Studien aus dem angelsächsischen Raum haben in den letzten Jahren auf die große Bedeutung sowohl für die volkswirtschaftlichen Mechanismen der Geldpolitik, für die Konjunktur und das wirtschaftliche Wachstum als auch für die Finanzwirtschaft hingewiesen.²⁸

Hauptakteure der Hypothekensmärkte sind die Darlehensnehmer und die Darlehensgeber. Aus der Sicht eines durchschnittlichen, europäischen Haushaltes stellt der Erwerb von Wohneigentum die wohl größte Investition im Lebenszyklus dar. Vor allem zu Beginn der Investitionsphase sehen sich daher die meisten nicht in der Lage, das Vorhaben voll zu finanzieren. Dies gilt insbesondere für junge Haushalte mit noch niedrigem Einkommen und wenig Erspartem. Der Zugang zum Eigentum ist für viele nur über den Hypothekensmarkt möglich. In der Regel übertrifft die Höhe des aufzunehmenden Hypothekendarlehens die Hälfte bis zwei Drittel der Gesamtkosten bzw. das Drei- bis Fünffache eines Jahresbruttogehaltes. Das Bedienen der Darlehensschuld umfasst daher auch den höchsten Anteil der monatlichen Ausgaben eines Haushaltes. Dabei hängt die Leistungsfähigkeit, die Darlehensraten zu bedienen, die sogenannte Kapitaldienstfähigkeit, in erster Linie vom Einkommen ab, das am Arbeitsmarkt erzielt wird.²⁹

²⁷ Quelle: eigene Darstellung; Daten: Housing Statistics in the European Union 2004 und EMF (2005). Es ist anzumerken, dass die Erhebung der Eigentumsquoten in den einzelnen Ländern unterschiedlich und unregelmäßig erfolgt, meist im Zuge der Volkszählung. Damit sind die Daten nur bedingt vergleichbar und schnell veraltet. Interessant ist, dass im Zusammenhang mit der Beurteilung des Entwicklungsstandes eines Landes und vor allem deren Finanzwirtschaft, oft die Eigentumsquote als erster Indikator herangezogen wird.

²⁸ Siehe hierzu für Großbritannien vor allem Miles (1994 und 2004).

²⁹ Vgl. dazu auch das Lebenszyklusmodell von Hall (1978) für die Nachfragefunktion nach spezifischen Hypothekendarlehen; oder auch Buist/Yang (2000), S.117

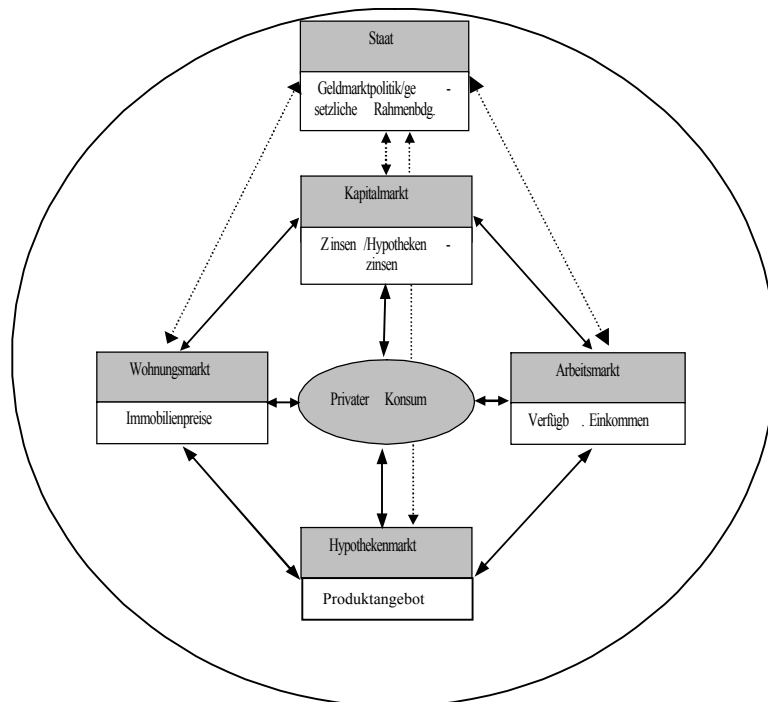


Abbildung 2.2-3: Wechselwirkungen der Märkte und deren Stellgrößen³⁰

Neben dem Einkommen der Haushalte wird die Nachfrage nach Finanzierungsmitteln von weiteren Faktoren bestimmt wie der Höhe des Wohnkonsums und des übrigen Konsumverhaltens, von den Kosten für die verschiedenen Finanzinstrumente und letztlich vom Zugang der Haushalte zum Hypothekemarkt. Hauptdeterminanten der Eigentumskosten sind die Hauspreise und Hypothekenzinsen. Veränderungen der Zinssätze, Hauspreise und Einkommen haben daher immer auch Auswirkung auf die Nachfrage nach Hypothekendarlehen.³¹

Diese Überlegungen sind Ausgangspunkt zahlreicher theoretischer und empirischer Studien zum Nachfrageverhalten von Darlehensnehmern, die die Wechselwirkungen der Märkte und ihrer Variablen herausarbeiten. So stellen neben Buist/Yang (2000) u.a. Campbell/Cocco (2003), Miles (2004, 1994), Plaut (1986), Brueckner (1994), Dokko/Edelstein (1991) ein- bzw. mehrperiodige Modelle sowohl unter Sicherheit als auch unter Unsicherheit auf, die den Nutzen der Haushalte aus Konsum und Endvermögen maximieren, d.h. den Nutzen aus Wohneigentum, alternativen Konsummöglichkeiten, Sparanlagen und Hypothekendarlehen. Vor allem die Modellierung der Hypothekennachfrage unter Unsicherheit verdeutlicht, dass die Nachfrage nach Hypothekendarlehen, deren Zeitpunkt und Höhe stark von der Entwicklung des Arbeits-, Konsumenten-, Wohnungs- und Kapitalmarktes beeinflusst wird.³²

³⁰ Quelle: eigene Darstellung

³¹ Vgl. Buist/Yang (2000), S.118.

³² Im Ergebnis lassen sich die Abhängigkeiten verschiedener Variablen wie Verschuldungsgrad, erwartetes Einkommen, erwartete Zinsentwicklung, erwartete Hauspreisentwicklung und Beleihungshöhe in der Nutzenmaximierung der Haushalte bzw. Maximierung ihres Endvermögens feststellen. Siehe dazu auch die Ergebnisse von Jones (1994) und Rothenberg (1983) für einperiodige Betrachtungen und Jones (1993,1994), Ranney (1981) und

Abbildung 2.2-3 zeigt schematisch die Wechselwirkungen der verschiedenen Märkte und deren Stellgrößen. Dabei gibt der Staat die gesetzlichen Rahmenbedingungen vor und übt zusätzlich Einfluss über die Geldmarktpolitik.³³

In jüngster Zeit haben vor allem die hohen Preissteigerungsraten auf den Wohnungsmärkten zu weiteren, eingehenden Analysen der OECD (2005) und der Europäischen Zentralbank (2006) geführt. Die steigenden Immobilienpreise, die anhaltend niedrigen Zinssätze, die geringen Kreditausfallraten sowie stabile wirtschaftliche Rahmenbedingungen haben zur Folge, dass die meisten Kreditgeber in den vergangenen zehn Jahren ein deutliches Wachstum der grundpfandrechtlich gesicherten Darlehen verzeichnen konnten. Es wird befürchtet, dass sich eine „spekulative Blase“ bildet, die mit wieder ansteigenden Zinsen platzen könnte.³⁴

Neben den Kreditnehmern sind die Anbieter von Hypothekarkrediten die Hauptakteure der Hypothekenmärkte. In Europa repräsentieren sie das gesamte Spektrum der Kreditinstitute und sonstigen Finanzintermediäre. Die Kreditinstitute haben zum Teil spezialisierte Formen entwickelt wie die deutschen Bausparkassen oder die britischen Building Societies. Die Geschäfts- oder Universalbanken halten heute aber die meisten Anteile am Markt. In den meisten Ländern Europas stellt die Finanzierung von privatem Wohneigentum etwa 20% der gesamten Aktiva der Institute (siehe Abbildung 2.2-4). Im Jahr 2003 waren es in Deutschland 23%. Weltweit zählt sie zu den bedeutendsten und überproportional wachsenden Aktivgeschäften der Kreditwirtschaft.

Miles (1994) für mehrperiodige Betrachtungen. Zur weiteren Lektüre über die Modellierung der Hypothekennachfrage siehe Ling/McGill (1998).

³³ Die Impulse kann die Zentralbank im Wesentlichen durch die Geldmengensteuerung setzen. Dazu verändert sie vornehmlich entweder den Leitzins (Diskontsatz) und damit die Refinanzierungskosten der Finanzintermediäre oder sie reguliert direkt die Liquidität der Banken durch Kauf oder Verkauf von Wertpapieren. Vgl. Jarchow (1995), S.126 f.

³⁴ So sagte der US-Ökonom Robert Shiller anlässlich der Preissteigerungen auf dem US-Markt, „die weit wichtigere Blase finden wir nicht im Internet-Geschäft, sondern im Immobilienmarkt.“ Vgl. Hohensee (2006), S.162. Die beiden erwähnten Studien führen zum Ergebnis, dass es auf den europäischen Märkten bisher noch nicht zu einer Überhitzung der Preise gekommen ist. Die Gründe sind vielfältig. Die größte Ausnahme zur allgemeinen Preisentwicklung bildet in diesem Zusammenhang Deutschland. Hier haben sich sowohl das Preisniveau als auch die Darlehensaufnahmen nur geringfügig geändert. Wie im Verlauf der Arbeit noch erläutert wird, wird meist die Ausgeglichenheit zwischen Eigentums- und Mietmarkt als Begründung herangezogen.

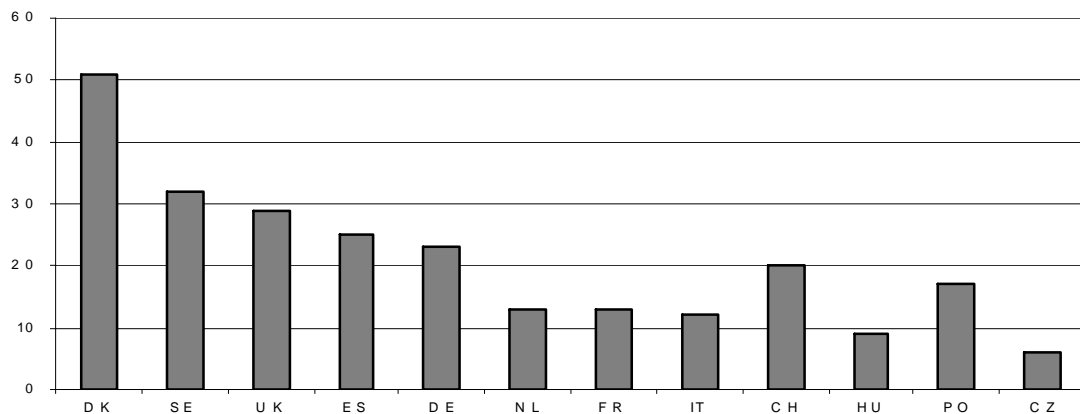


Abbildung 2.2-4: Hypothekendarlehen in Prozent der gesamten Bankaktiva im Jahr 2003³⁵

Bezüglich der Angebotsstruktur der Hypothekenprodukte hat die Dynamik der Hypothekensmärkte innerhalb der nationalen Grenzen, je nach rechtlichen Rahmenbedingungen und Wettbewerbsintensität der Märkte, im letzten Jahrzehnt zu erheblichen Veränderungen der Hypothekenlandschaft geführt. So verschwand beispielsweise in Großbritannien das bis dahin übliche *endowment mortgage*, ein endfälliges, festverzinstes Darlehen in Kombination mit einer Versicherung, fast vollständig und wurde von variabel verzinsten Darlehen ersetzt. In Ländern wie den Niederlanden, Schweden oder Dänemark wurden die Laufzeiten der Verträge erhöht und gleichzeitig die Beleihungsgrenzen heraufgesetzt, um den Darlehensnehmern den Zugang zu den Hypothekensmärkten zu gewährleisten oder ihn zu erleichtern. (Abbildung 2.2-5 zeigt beispielhaft einen Vergleich der unterschiedlichen Verzinsungsstrukturen in der EU.)

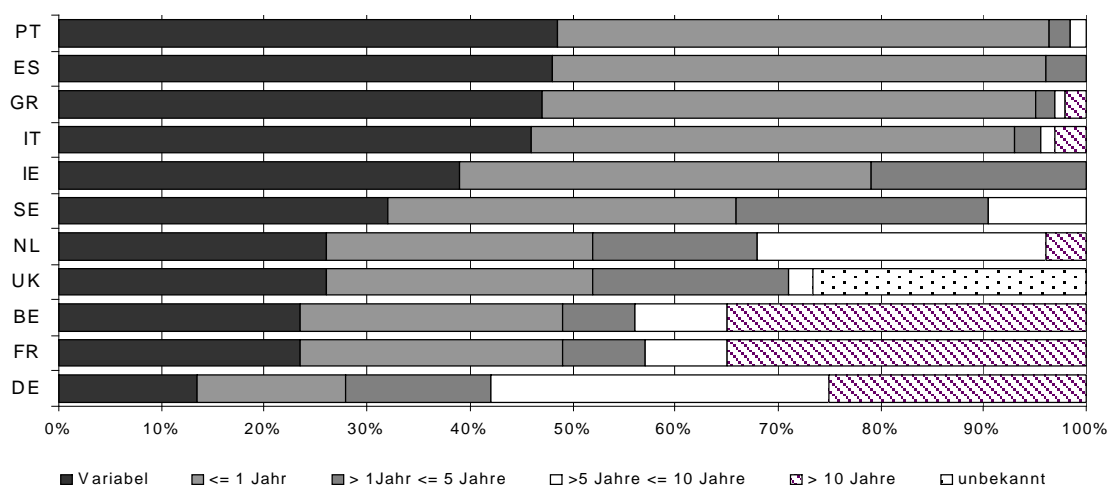


Abbildung 2.2-5: Anteile von variabler, kurzfristig fixer und langfristig fixer Verzinsung von Krediten in ausgewählten Ländern der EU³⁶

³⁵ Quelle: Low/Sebag-Montefiore (2005).

Doch haben sich auch die Struktur und die Arbeitsbedingungen der Anbieter von Hypothekendarlehen verändert. Der Wettbewerb unter den Kreditinstituten ist stärker geworden und mit dem Internet ist eine neue Geschäftsplattform hinzugekommen, die einerseits die Angebotsbreite durch neue Wettbewerber und Produkte erhöht und andererseits die Vergleichsmöglichkeiten der angebotenen Produkte erheblich verbessert. Um sich in diesem Umfeld zu behaupten, streben die eingesessenen Kreditinstitute vor allem nach langfristiger Kundenbindung, nach der Steigerung ihrer Liquidität im wachsenden Darlehensgeschäft und nach günstigen Refinanzierungsmöglichkeiten.

Die europäischen Kreditinstitute refinanzieren den größten Teil der ausgegebenen Hypothekendarlehen über ihre Spareinlagen. Weitere, günstigere Refinanzierungskonditionen werden über die Ausgabe von grundpfandrechtlich gesicherten Schuldverschreibungen oder den vollständigen Verkauf der Darlehensforderungen (Securitization) am Kapital- oder Rentenmarkt erreicht. Die bekannteste Schuldverschreibung in diesem Zusammenhang ist der deutsche Pfandbrief. Doch auch in vielen anderen europäischen Ländern sind Refinanzierungsprodukte auf der Grundlage grundpfandrechtlich gesicherter Schuldverschreibungen sogenannte *Covered Bonds* schon lange bekannt.³⁷ Sie haben aber erst aufgrund des erhöhten Liquiditätsbedarfs der Kreditinstitute und aufgrund des Erfolgs des deutschen Pfandbriefs einen erheblichen Aufschwung erfahren.³⁸ Abbildung 2.2-6 und Abbildung 2.2-7 zeigen die Ausgabe von Covered Bonds in den Jahren 2004 und 2005 unterteilt nach Schuldverschreibungen auf der Basis privater Hypothekenforderungen (Mortgage) und solche auf der Basis öffentlicher Schuldverschreibungen (Public Sector) und die Entwicklung des Bruttoabsatzes von sogenannten Jumbo Covered Bonds zwischen den Jahren 1996 und 2004.³⁹ Die Securitization oder auch Verbriefung von Hypothekenforderungen ist in Europa noch nicht sehr weit verbreitet, die Aktivität nimmt aber auch in diesem Marktsegment zu. In den USA ist die Securitization dagegen das wichtigste Refinanzierungsinstrument der Finanzintermediäre.

Zuletzt erfolgte mit der Einführung eines neuen Eigenkapitalakkords (Basel II) am 1. Januar 2007 eine erneute Veränderung für die europäischen Hypothekennmärkte, deren Auswirkungen schon im Vorfeld heftig diskutiert wurden. Der Begriff Basel II steht für die neuen Eigenkapitalvorschriften, die vom Basler Ausschluss für Bankenaufsicht vorgeschlagen wurden. Ziel dieser Vorschriften ist, wie schon zuvor bei Basel I im Jahr 1988, die Eigenkapitalausstattung der Banken zu sichern (und damit die Sicherheit der Spareinlagen und der Sparer)

³⁶ Quelle: Meister/Nehls (2006), S.7

³⁷ Der Begriff *Covered Bonds* hat sich auf terminologischer Sicht in Europa als Standard etabliert. Allerdings sind die Produkte hinsichtlich ihrer Sicherheits- und Liquiditätsstandards noch sehr unterschiedlich. Die wesentlichen Unterschiede liegen in den aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen der Kreditinstitute, den Insolvenzordnungen, den Praktiken bei der Immobilienbe- und verwertung und den Grundbuchordnungen. Vgl. Engelhard (2004), S.33 f.

³⁸ Siehe hierzu auch Kap.3.2 und Kap.3.3

³⁹ Jumbo Covered Bonds sind Covered Bonds mit einem Emissionsvolumen von mindestens 500 Mio. €. Damit ergibt sich gegenüber den traditionellen Pfandbriefen oder anderen Covered Bonds mit Volumina zwischen 5 Mio. € und 500 Mio. € eine weitaus höhere Liquidität. Bei den deutschen Jumbo-Pfandbriefen dominieren allerdings die Staatskredite mit einem Anteil von über 90%. Vgl. Arndt/Tolckmitt (2001), S.9 f.

und einheitliche Wettbewerbsbedingungen im Kreditgeschäft zu schaffen. Sie sind gemäß der EU-Richtlinie 2006/49/EG vom 14. Juni 2006 (Kapitaladäquanzrichtlinie oder auch Capital Requirements Directive, CRD) ab dem 1. Januar 2007 in allen Mitgliedsländern der Europäischen Union anzuwenden.⁴⁰ Der erste von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich verabschiedete Basel-Akkord (Basel I) wurde von den G10 Staaten bis 1993 eingeführt und ist mittlerweile in über 100 Ländern gültig. Die Eigenkapitaldeckung soll als Auffanglinie für die Risiken einzelner Forderungen (Zahlungsausfall und Zahlungsverzögerung), aber auch zur Deckung von Schäden aus Management- und Marktrisiken dienen. Aufgrund einiger Kritik am Standardansatz von Basel I wurden die Mindestanforderungen an das Eigenkapital der Kreditinstitute verändert. Wichtig sind hier vor allem das Verfahren zur Bestimmung der risikogewichteten Aktiva und insbesondere die Behandlung der Kreditrisiken. Für ihre Bewertung gibt es drei Ansätze. Den Standardansatz, der an Basel I angelehnt ist, den IRB-Basisansatz und den fortgeschrittenen IRB-Ansatz. Letztere beruhen auf internen Ratings. Im Standardansatz ist wie in Basel I die Summe der gewichteten Risikoaktiva täglich mit 8% des haftenden Eigenkapitals zu unterlegen. Allerdings sinkt die Risikogewichtung für Wohnimmobilien von 50% auf 35%. Bei den internen Ansätzen können noch keine Aussagen über die Unterlegung für Wohnimmobilien erfolgen. Je nach Risikosensitivität des gewählten Ansatzes spielen hier vor allem die Sicherheit der zugrundeliegenden Hypothekarkredite und die rechtlichen Rahmenbedingungen ihrer Ausgabe eine Rolle. Diese beziehen sich auch auf die Ausgabebedingungen der Schuldverschreibungen, die Zugriffsrechte der Gläubiger und auf die Wertstabilität der Hypothekendarlehen und damit auf die zugrundeliegende Praxis der Beleihung und Wertermittlung.⁴¹

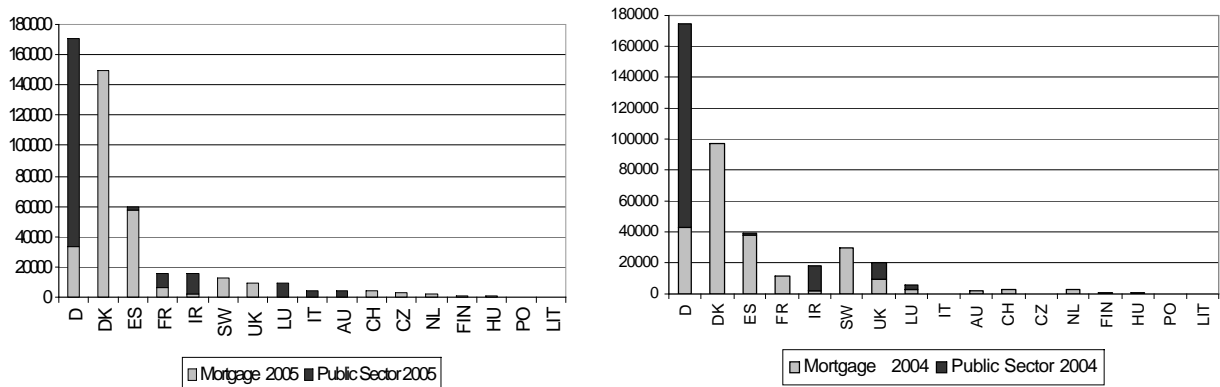


Abbildung 2.2-6: Ausgabe von Covered Bonds in den Jahren 2004 und 2005 unterteilt nach Mortgage Bonds und Public Sector Bonds, in Mio. €⁴²

⁴⁰ In Deutschland wird dafür das Kreditwesengesetz angepasst und durch die Solvabilitätsverordnung (SolvV) und die Groß- und Millionenkreditverordnung (GroMiKV) ergänzt.

⁴¹ Siehe auch Kap.3.2 und Engelhard (2004), S.28.

⁴² Quelle: eigene Darstellung; Daten: EMF/ECBC (<http://ecbc.hypo.org>)

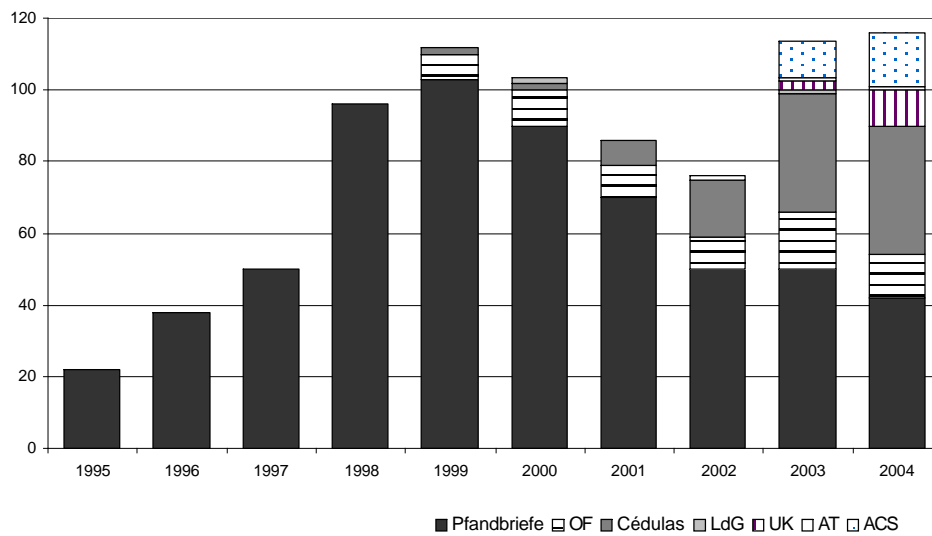


Abbildung 2.2-7: Entwicklung des Bruttoabsatzes von Jumbo Covered Bonds zwischen 1996 und 2004, in Mrd. €⁴³

⁴³ Quelle: Hagen (2005a), S.9; zu den Abkürzungen: OF: Obligation Foncier (Frankreich), UK: Structured Covered Bonds (Großbritannien), Cédulas: Cédulas Hipotecarias (Spanien), LdG: Lettres de Gabe Hypothécaire (Luxemburg)

3 Systeme der Wohneigentumsfinanzierung

Nachdem in Kapitel 2 die Bedeutung und Dynamik der europäischen Hypothekensmärkte im letzten Jahrzehnt kurz skizziert wurden, werden in diesem Kapitel die Grundlagen und spezifischen Ausprägungen für einen Vergleich der Systeme der Wohneigentumsfinanzierung herausgearbeitet. Dazu werden zunächst die grundlegenden Aufgaben dargestellt, um im Anschluss eine Einteilung der Systeme in verschiedene Grundmodelle vorzunehmen. Danach erfolgen die Auswahl der in dieser Arbeit zu untersuchenden europäischen Ausprägungen der Systeme und die Darstellung ihrer spezifischen Charakteristika. Das Kapitel endet mit einem ersten Vergleich der Systeme aus Deutschland, Spanien und Großbritannien.

3.1 Aufgaben eines Systems der Wohneigentumsfinanzierung

Grundsätzlich kann ein Haushalt den Erwerb und damit die Finanzierung von Wohneigentum über zwei Wege realisieren: Er verwendet eigenes, in der Vergangenheit bereits gebildetes Geldvermögen zur Anschaffung einer Wohnung. Übersteigt die Investitionsausgabe aber das vorhandene Anfangsvermögen des Investors¹, muss die Investitionsfinanzierung über Konsumverzicht, d.h. einem Nachsparprozess erfolgen. Das bedeutet im Regelfall, dass der Haushalt Fremdkapital von Dritten aufnehmen muss.²

In den folgenden Abschnitten wird geklärt, welche Aufgaben ein System zur Wohneigentumsfinanzierung erfüllen sollte, damit die Aufnahme von Fremdkapital auch außerhalb des Familien- und Bekanntenkreises erfolgen kann. Da das System der Wohneigentumsfinanzierung ein Teil des gesamten Finanzsystems einer Volkswirtschaft darstellt, werden zunächst die Aufgaben eines Finanzsystems dargestellt. Im Zuge der Plausibilität wird dann auf die Notwendigkeit der Existenz von Finanzintermediären hingewiesen und schließlich gefolgert, welche Funktionen ein System der Wohneigentumsfinanzierung erfüllen sollte.

3.1.1 Aufgaben eines Finanzsystems

Zu den grundlegenden Aufgaben eines Finanzsystems gehört es, Kapitalsuchende mit Kapitalanbietern zusammenzuführen bzw. die Finanzmittel der Kapitalanbieter zu den Kapitalsuchenden zu kanalisieren. Kapitalanbieter, sog. Überschusseinheiten, verfügen über Finanzmittel, die temporär nicht für den Zugriff auf realgüterwirtschaftliche Sach- und Dienstleistungen verwendet werden; Kapitalsuchende, sog. Defiziteinheiten, benötigen diese sofort.³ Die Interessen der beiden Marktseiten sind dabei entgegengesetzt. Kapitalanbieter möchten eine sichere, möglichst schnell liquidierbare, vor allem aber hochverzinsliche Anlage, Kapi-

¹ Der Begriff Investor wird im Verlauf dieser Arbeit für unterschiedliche Akteure gebraucht. In diesem Fall ist der Investor gleich dem Käufer bzw. Bauherren zu setzen, d.h. dem Erwerber des Wohneigentums.

² Vgl. Nadler (2001), S.45

³ Vgl. dazu ausführlicher Allen/Gale (2001) und Gurley/Shaw (1960)

talsuchende dagegen sind angesichts der anstehenden Sachinvestition vor allem in der Wohneigentumsfinanzierung eher an langfristigen, dabei aber möglichst niedrigverzinsten Finanzmitteln interessiert.

Folgende Probleme sind demnach zu lösen:

Das Informationsproblem:

Kapitalanbieter und -nachfrager müssen von der gegenseitigen Existenz erfahren. Ohne das Vorhandensein eines funktionierenden Finanzsystems bedeutet dies für den einzelnen zum Teil erhebliche Suchkosten. Darüber hinaus muss die Verlässlichkeit der erhaltenen Rückzahlungsversprechen bzw. die wirtschaftliche Entwicklung der Darlehensnehmer nachgewiesen werden. Das schließt im Fall der Wohneigentumsfinanzierung auch die Bewertung des Eigentums, dessen Wertentwicklung und die Regelung der Zugriffsrechte im Fall eines Darlehensausfalls mit ein.

Das Losgrößenproblem:

Meist entsprechen sich Anlage- und Finanzbedarf zweier direkt in Verbindung getretener Marktpartner nicht. Ein Vertrag kommt dann nur zustande, wenn mindestens ein Partner seine Zahlungspläne ändert oder weitere Marktpartner zur Deckung des noch offenen Anlage- oder Finanzbedarfs gesucht werden.

Das Fristenproblem:

Wie beim Losgrößenproblem entsprechen sich die Vorstellungen über Anlage- und Darlehensdauer meist nicht. Auch hier muss mindestens ein Partner seine Vorstellungen anpassen, damit ein Vertrag zustande kommt.

Das Risikoproblem:

Zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses ist nicht sicher, ob der Geldgeber die vertraglich festgelegten Rückzahlungen auch tatsächlich erhält. Andererseits ist es auch für den Darlehensnehmer nicht sicher, ob er sich nicht durch die eingegangene, langfristige Bindung schlechter stellt, als beispielsweise durch mehrere kurzfristige Verträge. Die Risiken beider Positionen hängen teilweise von den allgemeinen Marktentwicklungen ab, teilweise aber auch von der jeweiligen Informationsbereitschaft der Partner über ihre wirtschaftliche Situation. Die Finanzierungspartner gehen demnach bei Vertragsschluss folgende Risiken ein: das Kreditrisiko, das Liquiditätsrisiko, das Zinsänderungsrisiko, das Ausfallrisiko und das Risiko vorzeitiger Rückzahlung.⁴

Um die angesprochenen Probleme bewältigen zu können, muss eine geeignete Infrastruktur vorhanden sein, die den Handel erleichtert, das Poolen von Ressourcen erlaubt, Transfermechanismen anbietet und Risikomanagement betreibt. Optimaler Weise sollte das Kapital von den Überschusseinheiten dorthin gelenkt werden, wo es am produktivsten eingesetzt wird und die Risiken sollten auf jene Marktteilnehmer übertragen werden, die diese am

⁴ Siehe dazu auch Kap. 2.1.3

besten tragen können bzw. zu tragen bereit sind. Dazu muss das System sowohl räumliche als auch zeitliche Transfermechanismen zur Risiko- und Kapitalallokation anbieten. Die dezentral agierenden Wirtschaftssubjekte sollten dabei über geeignete Informationen, wie z.B. Marktpreise, koordiniert werden.⁵ Merton/Bodie (1995) umreißen die Aufgaben eines Finanzsystems dementsprechend wie folgt:⁶

1. Zunächst muss es ein funktionierendes Zahlungssystem bereitstellen, das die Verrechnung und Abrechnung von Forderungen und Verbindlichkeiten aus dem Handel von Gütern, Dienstleistungen und Vermögensgegenständen erleichtert (*Zahlungssystemfunktion*).
2. Zum zweiten muss es Kapital bündeln und zur Finanzierung über zeitliche und räumliche Distanzen bereitstellen. (*Losgrößentransformation, Transferfunktion*).
3. Die geeignete Risikoallokation sollte durch Fristen- und Risikotransformation sowie durch Hedging, Risikohandel, Diversifikation und Versicherungsverträge vorgenommen werden (*Risikoallokation und -management*).
4. Schließlich sollte ein Finanzsystem durch geeignete Finanzprodukte sowie Screening, Signalling- und Monitoring-Aktivitäten Informationsasymmetrien verringern (*Informationsfunktion, Linderung von Anreizproblemen*).

In der neoklassischen Wirtschaftstheorie werden alle beschriebenen Funktionen vom Ideal des vollkommenen Kapitalmarktes erfüllt. Dabei wird unter anderem angenommen, dass das Kapital homogen und unendlich teilbar ist, unendlich schnelle Reaktionszeiten herrschen, die Wirtschaftssubjekte zu jeder Zeit vollkommen informiert sind, keine Präferenzen haben, rational sind und es keine Transaktionskosten gibt. In einer solchen (Arrow/Debreu)⁷-Welt verhandeln Kapitalanbieter und -nachfrager direkt und solange miteinander, bis die Wirtschaft einen Zustand erreicht hat, in dem keiner seine Position verbessern kann, ohne einem anderen zu schaden. Dieser Gleichgewichtszustand der Wirtschaft ist dann pareto- bzw. allokalationseffizient.

In der Realität aber weichen der Kapitalmarkt im Allgemeinen und der Markt für Wohneigentumsfinanzierung im Besonderen von der Vorstellung des vollkommenen Marktes der neoklassischen Wirtschaftstheorie ab. Berücksichtigt man die mit der Immobilienfinanzierung verbundenen Bedürfnisse und Abhängigkeiten, erkennt man die sich daraus ergebenden

⁵ Allen, Santomero (2001), S.14, Merton/Bodie (1995), S.14

⁶ In der Literatur lässt sich häufig auch eine andere Einteilung der Aufgaben eines Finanzsystems finden. Dabei werden die Losgrößen-, Fristen- und Risikotransformation unter dem Begriff Transformationsleistung zusammengefasst, die Zahlungssystemfunktion heißt entsprechend Transaktionsabwicklung und die Funktion der Information und Linderung von Anreizproblemen wird zu Informationsverarbeitung und -umsetzung. Vgl. beispielsweise Achleitner (2002), S.23ff. oder Frei (2003), S.181f.

⁷ Die neoklassische Wirtschaftstheorie basiert auf der allgemeinen Gleichgewichtstheorie von Arrow/Debreu (1954).

Unvollkommenheiten.⁸ Die Investitionssummen, die für den Erwerb der Objekte aufgebracht werden müssen, sind sehr hoch und müssen langfristig zur Verfügung gestellt werden. Das bedeutet, dass zur optimalen Finanzierung eindeutige und vollständige Informationen sowohl über die langfristige Einkommensentwicklung der Darlehensnehmer als auch über die Entwicklung des Immobilienmarktes notwendig sind. Diese zu erhalten ist allerdings nicht möglich.⁹ Die Einkommensentwicklung wird zum einen stark von der Entwicklung anderer Märkte wie die des Arbeitsmarktes oder der verschiedenen Branchen beeinflusst, deren Prognosen nur ungenau bleiben, und zum zweiten können und möchten Darlehensnehmer Informationen zu ihrer individuellen Lebensplanung meist nicht langfristig preisgeben. Andererseits ist auch die Informationsbeschaffung über die einzelnen Objekte und damit deren Bewertung schwierig. Es besteht kein öffentlicher und regelmäßiger Handel der Immobilien, die zahlreichen Märkte sind regional verstreut, klein und in sich abgeschlossen. Darüber hinaus sind die Informationen über die betreffenden Objekte nicht allgemein zugänglich, oft unvollständig und deren Beschaffung kostenintensiv. Zusätzlich sind Immobilien äußerst heterogen und damit nur schwer vergleichbar, nur begrenzt substituierbar und nicht teilbar. Aufgrund der hohen Investitionssummen müssen außerdem oft mehrere direkte Kapitalgeber gesucht werden. Insgesamt bedeutet das sowohl von Seiten der Darlehensgeber als auch von Seiten der Darlehensnehmer einen sehr hohen Informationsaufwand, der aber immer unvollständig bleibt. Da sich die Umweltbedingungen darüber hinaus ständig ändern, müssen die Wirtschaftssubjekte permanent neue Informationen beschaffen und Entscheidungen revidieren.¹⁰ Zusammen mit den oben angesprochenen, allgemeinen Problemen eines Finanzsystems ergeben sich durch diese Unvollkommenheiten für die Marktteilnehmer hohe, zusätzliche Kosten, sogenannte Transaktionskosten. Sie verhindern eine optimale Allokation der Ressourcen bzw. des Finanzkapitals im Sinn der neoklassischen Wirtschaftstheorie, die diese Kosten nicht kennt. Eine Minderung der Kosten kann z.B. durch Unternehmen bzw. Institute erreicht werden, die u.a. durch Spezialisierung in der Informationsgewinnung und durch Bündelung von Aufträgen Skaleneffekte realisieren. Dadurch kann der Vertragsschluss für den einzelnen Kapitalanleger bzw. -suchenden billiger werden.¹¹

Die Literatur über Vergleiche verschiedener Finanzsysteme ist noch relativ jung,¹² hat dafür aber schon eine Menge Studien hervorgebracht.¹³ Um die realen Märkte beurteilen und

⁸ Siehe auch Kap. 2.2

⁹ Siehe auch Kap. 3.1.2 und vgl. dazu ausführlich die Theorie zum Grundmodell des unvollständigen Vertrages von Grossman/Hart (1986) oder Hart (1995): Sie geht davon aus, dass aufgrund der Langfristigkeit und Komplexität des vertraglich Vereinbarten im Zeitpunkt des Vertragsschlusses keine vollkommene Voraussicht herrschen kann.

¹⁰ Mit dem Begriff Umweltbedingungen sollen hier u.a. Faktoren wie die allgemeine Wirtschaftslage, die Anlegerwünsche der Sparer und die Angebote der Kapitalsuchenden zusammengefasst werden. Göppl, (1988), S.656

¹¹ siehe auch Kap. 3.1.2

¹² Vgl. Allen/Gale (2001), S.5ff. und die weiteren Literaturangaben beispielsweise Allen (1990), Allen/Gale (1995), Thakor (1996)

¹³ In jüngster Zeit beschäftigen sich die Autoren vor allem mit der Transformation der ehemaligen Ostblockstaaten Europas, der Entwicklung zur einheitlichen Europäischen Union und dem kontinuierlichen Prozess der Globalisierung der Finanzmärkte.

deren institutionelle Prozesse verstehen zu können, liefert die neoklassische Theorie zwar einen durch ihre Annahmen sehr robusten und über alle Grenzen und Zeiten hinweg gültigen Leitfaden, bleibt aber unvollständig.¹⁴ Institutionen und Strukturen sind für die neoklassische Theorie irrelevant, da Gleichgewichtspreise und Ressourcenallokation nicht durch eine spezifische, institutionelle Struktur beeinflusst werden. Coase (1937) zeigte schon sehr früh, dass in einer Welt ohne Transaktionskosten kein Unternehmen oder Vermittler existieren würde, da die einfachere neoklassische Struktur atomistischer Agenten, die direkt miteinander verhandeln, ebenso gut oder besser funktioniert.¹⁵ Auf einem solchen vollkommenen Markt wird ein Pareto-Optimum erreicht, ohne dass es zu irgendeiner Form der Intermediation kommt, die über die reine Auktionärstätigkeit hinausgeht. Daher sind hier Intermediäre höherer Ordnung, sogenannte Finanzproduzenten, überflüssig in dem Sinne, dass sie zu keinerlei Pareto-Verbesserung führen. Werden aber Transaktionskosten eingeführt bzw. berücksichtigt, ändert sich das Bild. Die organisatorische Struktur eines Marktes ist dann sehr wohl wichtig. Einige Aktivitäten werden kostengünstiger durch große, hierarchisch organisierte Unternehmen bzw. Finanzintermediäre durchgeführt, während andere besser direkt gehandelt werden.

Grundsätzlich teilt die Literatur die existierenden Finanzsysteme in zwei Klassen ein: sogenannte markt-basierte und bank-basierte Systeme. Dabei stehen für die meisten Studien vor allem zwei Untersuchungsziele im Vordergrund: Wie effizient sind die verschiedenen Finanzsysteme gemessen an den verschiedenen Funktionen und was treibt die Entwicklung der Finanzsysteme voran.¹⁶ Maßstab ist meist die neoklassische Theorie. Ein System wird als besser bzw. effizienter gewertet, wenn die gesamten Transaktionskosten sinken und damit die Marktfriktionen abnehmen. Die Studien bewerten dabei die Vielfalt der Spar- und Anlagemöglichkeiten, die Möglichkeiten der Risikoteilung und die Informationsverarbeitung. Darüber hinaus wird oft der Einfluss der gesetzlichen Rahmenbedingungen und des politischen Systems auf die Wirkungsweise der Finanzsysteme untersucht und die Stabilität der Systeme bezüglich Finanzkrisen analysiert.

Entscheidender Unterschied zwischen den Systemen ist die Rolle der Finanzintermediäre. In den bank-basierten Systemen treten die Finanzintermediäre aktiv als Finanzproduzenten auf. Mit Hilfe eigens generierter Produkte versuchen sie die oben genannten Aufgaben eines Finanzsystems der Losgrößen-, Fristen- und Risikotransformation zu lösen. Die Refinanzierung erfolgt meist bilanzintern. In den markt-basierten Systemen sind die Finanzintermediäre dagegen eher Broker. Sie versuchen ihre Produkte über den Kapitalmarkt zu refinanzieren und halten sie nicht lange in der eigenen Bilanz. Die Frage, ob markt-basierte oder bank-basierte Systeme hinsichtlich der Funktionenerfüllung effizienter sind, ist nicht geklärt. Bank-basierte Systeme scheinen, so das Ergebnis einer Studie von Allen/Santomero (2001), eher in der Lage, Risiken zeitlich oder intertemporal zu verteilen, während sich markt-basierte

¹⁴ Vgl. Merton/Bodie (1995), S.7

¹⁵ Vgl. zur Transaktionskostenökonomik von Coase (1937) ausführlich North (1992), Erlei/Leschke/Sauerland (1999).

¹⁶ Vgl. Allen/Gale (2001), S.2, Fecht (2003), S.1f., Rajan/Zingales (2003), S.23ff.

Systeme eher für die räumliche Risikoverteilung eignen. Darüber hinaus stellen Rajan/Zingales (2001) fest, dass die Art der Refinanzierung die Innovationsrate von Finanzprodukten beeinflusst und damit auch die Investitionen in neue Technologien. Das wiederum wirkt sich auf die optimale Allokation des Kapitals aus.¹⁷ Allerdings werden marktbasierende Systeme im Sinne der neoklassischen Wirtschaftstheorie meist als effizienter bewertet. Der technische Fortschritt verstärkt diesen Effekt. In jüngster Zeit hat vor allem die Verbreitung des Internets dazu geführt, dass die Transaktionskosten der Kapitalmärkte erheblich gesunken sind und diese damit ein Stück vollkommener wurden. Hinzu kamen die ständigen Verbesserungen der rechtlichen Rahmenbedingungen.¹⁸

Auch die Rolle des Staates spielt beim Vergleich der Systeme eine wichtige Rolle, da er oft selbst als Darlehensnehmer bzw. Darlehensgeber in den Markt eintritt bzw. die Geldmenge steuert. Vor allem aber stellt er die gesetzlichen Rahmenbedingungen, ohne die keine bindenden Verträge abgeschlossen werden könnten.

Ein Finanzsystem umfasst demnach die Gesamtheit von Angebot und Nachfrage bzw. die Gesamtheit der Beziehungen zwischen Anbietern und Nachfragern auf dem Markt für Finanzdienstleistungen. Dies beinhaltet das Zusammenspiel von Märkten, Instituten, Gesetzen, Regulierungen und Vorschriften, durch die Kapital gehandelt, dessen Zinsen bestimmt und Finanzdienstleistungen produziert und weltweit dargeboten werden. Ein funktionierendes Finanzsystem ist schließlich eine wichtige Voraussetzung, um Verträge zu schließen und Rechte zu gewährleisten.¹⁹

3.1.2 Die Rolle der Finanzintermediäre

Auf einem vollkommenen Markt ist jede Form der Intermediation überflüssig und schafft keinen zusätzlichen Wert. Jeder Haushalt kann sich sein gewünschtes Portfolio auf dem Kapitalmarkt selbst zusammenstellen und auch die Finanzierungsstruktur ist hier nicht von Bedeutung.²⁰ Alle wissen alles, niemand täuscht niemanden, Urteile werden in Lichtgeschwindigkeit gefällt, Verfügungsrechte sind eindeutig zugeordnet und Verträge vollkommen. Die Koordination zum Gleichgewicht findet hier auf jeden Fall direkt zwischen Anbietern und Nachfragern statt, da keine andere Form weniger als Nullkosten verursachen kann.²¹

Zur Erklärung der Existenz von Finanzintermediären werden in den verschiedenen Theorien vor allem aus dem Bereich der Neuen Institutionenökonomik die Annahmen des vollkommenen Kapitalmarktes aufgehoben und die in der Realität vorkommenden Marktfraktionen und Informationsasymmetrien explizit berücksichtigt. Zu diesen Theorien zählen die

¹⁷ Vgl. Allen/Santomero (2001), Allen/Gale (2001) und Rajan/Zingales (2003), S.13ff.

¹⁸ Im Allgemeinen können z.B. die angelsächsischen Staaten zu den eher marktbasierenden und die zentraleuropäischen Länder wie Deutschland, Frankreich etc. aber auch Japan zu den bankbasierten Systemen gezählt werden.

¹⁹ Vgl. Schmidt/Tyrell (1997), S.334f. und Rose (1994).

²⁰ Siehe auch das Modigliani/Miller-Theorem über die Irrelevanz der Finanzierungsstruktur. Modigliani/Miller (1958)

²¹ Vgl. Spars (2001), S.23ff.

Theorie der Verfügungsrechte oder die Vertragstheorie (*property-rights-theory, optimal contract theory*), die Transaktionskostenökonomie und die Agenturtheorie (*agency-theory*).²² Neuere Theorien erweitern diese um die Erklärungsansätze Risikomanagement und Partizipationskosten.²³ Demnach ist die vollständige Ausgestaltung eines Vertrags zwischen zwei Wirtschaftssubjekten, der die Nutzungs- und Veräußerungsrechte eines zu finanzierenden Gutes regelt, nicht möglich, da nicht alle möglichen, zukünftigen Umweltzustände berücksichtigt werden können.²⁴ Darüber hinaus führt der Versuch einer solchen Vertragsgestaltung zu enormen Kosten. Individuell geschlossene Verträge bergen daher meist das Problem der Bevorzugung einer Partei. Dies kann zu opportunistischem Verhalten vor bzw. nach Vertragsabschluss führen (*adverse selection* bzw. *moral hazard*) oder aber das Zustandekommen eines Vertrages verhindern. Hier können Finanzintermediäre durch die Spezialisierung auf Finanztransaktionen bzw. den Abschluss von Finanzverträgen Abhilfe schaffen. Über geeignete Maßnahmen wie z.B. die Vergabe von Sicherheiten können sie vor der Entstehung einseitiger Ausbeutungsverhältnisse schützen oder bei der Auswahl und Beurteilung der Vertragspartner ihre Erfahrungs- und Informationsvorteile einbringen.

Sowohl vor, während und nach einem Vertragsabschluss entstehen Kosten. Diese Transaktionskosten setzen sich aus Such- und Informationskosten, Verhandlungskosten sowie Abwicklungs- und Überwachungskosten zusammen. Ihre Höhe ist unter anderem von den ihr innewohnenden Unsicherheitsfaktoren abhängig, der Spezifität der Transaktion und der sozialen, kulturellen und technischen Umgebung. Je unsicherer eine Transaktion ist, desto höher sind die sich aus Kapital- und Risikoallokation ergebenden Kosten.

Die Beseitigung der Marktfraktionen bringt ökonomische Vorteile und ist demnach ein Anreiz zur Bildung von Intermediären bzw. Institutionen.²⁵ Intermediäre und hier speziell Finanzintermediäre können durch ihre Aktivitäten zur Senkung der Transaktionskosten im Kapitalaustauschprozess zwischen den Marktakteuren beitragen und das Marktergebnis verbessern. Dies können sie grundsätzlich durch die Ausübung verschiedener Rollen erfüllen, z.B. als Gutachter, Auktionator, Händler oder Produzent.²⁶

Finanzintermediäre helfen also durch die Übernahme der sogenannten Transformationsfunktionen,²⁷ die Unvollkommenheiten eines Finanzsystems zu verbessern. Sie schaffen organisierte Märkte und Zahlungssysteme, informieren über Rating- und Nachrichtenagenturen und vermitteln Transaktionen als Broker oder Investmentbanken. Sie integrieren räumliche getrennte, gleichartige Kapitalmärkte, was zu einer Senkung der anteiligen fixen Organi-

²² Spars (2001), S.28. Vgl. ausführlich zur Neuen Institutionenökonomik Erlei/Leschke/Sauerland (1999) und North (1992) und zur Vertragstheorie Grossman/Hart (1986), Hart (1995), Ewerhart/Schmitz (1997), Richter/Furubotn (1996).

²³ Vgl. Allen/Santomero (1997)

²⁴ Ewerhart/Schmitz (1997), S.57ff. und ausführlich Grossman/Hart (1986).

²⁵ Vgl. Coase (1937), S.386ff.

²⁶ Vgl. Breuer (1993), S.10ff.

²⁷ Als Transformationsfunktionen werden jene vier Aufgaben bezeichnet, die in Kap. 3.1.1 ausführlich beschrieben sind.

sationskosten führt, Information transparenter macht und Skalen- bzw. Diversifikationserlöse mit sich bringt. Ihre Delegationskosten verringern sich mit der Zeit durch Reputation und Diversifikationseffekte. Im Ergebnis führt dies zu einer Verbesserung der Effizienz im neoklassischen Sinn.²⁸

Je nach dem, ob die Intermediäre dabei selbst als Kontraktpartner auftreten oder nur zwischen den Marktteilnehmern helfend vermitteln, wird entsprechend der Einteilung in bankbasierte und marktbasierende Finanzsysteme zwischen Finanzintermediären mit und ohne Selbsteintritt unterschieden bzw. zwischen Finanzintermediären im engeren und weiteren Sinn. In der Rolle des Gutachters bzw. Auktionators vermittelt der Intermediär lediglich Informationen bzw. Preise oder beides, d.h. er unterstützt die Marktteilnehmer ohne selbst als Kapitalanbieter oder -suchender aufzutreten.²⁹

Finanzintermediäre mit Selbsteintritt³⁰ erleichtern den Kapitalaustausch, in dem sie selbst Kapital in Form von Darlehen oder Beteiligungen zur Verfügung stellen (Finanzierungsleistung, Passivgeschäft) und sich über das Angebot von Anlagemöglichkeiten über den Kapitalmarkt refinanzieren (Anlageleistung, Aktivgeschäft). Dadurch wird das ansonsten unmittelbar zwischen originärem Geldgeber und -nehmer zustandegekommene Anspruchs- und Verpflichtungsverhältnis durch zwei jeweils eigenständige Vertragsverhältnisse ersetzt, in denen der Finanzintermediär gegenüber dem originären Geldgeber die Rolle des Geldnehmers und somit des Rückzahlungsverpflichteten übernimmt und gegenüber dem originären Geldnehmer als Geldgeber auftritt und damit zugleich als Anspruchsberechtigter. In dieser Rolle üben die Intermediäre die meisten Transformationsfunktionen aus: indem sie Losgrößen und Bindungsfristen verändern und Risiken neu aufteilen, erleichtern sie die Abstimmung der Präferenzen beider Parteien. Sie sind in der Lage langfristige Beziehungen einzugehen und ermöglichen damit zusätzliche Wohlfahrtsgewinne. Beispiele für diese Art von Finanzintermediären sind insbesondere Kreditinstitute, die vor allem Darlehen vergeben und diese über Einlagen refinanzieren, aber auch Bausparkassen, Pensions- und Sterbekassen, Lebensversicherungsunternehmen, Kapitalanlagegesellschaften (Fonds), Factoring- und Leasing-Institute etc.. Sie können auch als Liquiditätslieferanten³¹ und Risikoteiler interpretiert werden.³²

Finanzintermediäre ohne Selbsteintritt hingegen ermöglichen und erleichtern den Austauschprozess zwischen Kapitalgebern und -nehmern, in dem sie Vermittlungsleistungen anbieten, ohne selbst als Kapitalgeber- oder nehmer aufzutreten. Als Beispiele können Börsen,

²⁸ Siehe Kap. 5

²⁹ Vgl. Bank (2001), S.838

³⁰ sogenannte „market maker“

³¹ Gurley/Shaw (1960) haben es wie folgt formuliert: Durch Finanzintermediation wird Kreditschöpfung möglich, d.h. die Gesamtverschuldung eines Staates steigt an und damit die Finanzierungsmöglichkeiten für die Defiziteinheiten relativ in Bezug auf ihr Einkommen und Vermögen.

³² Bank, M. (2001), S.837f.

Makler oder auch Kapitalanlagegesellschaften durch das Management von Investmentfonds genannt werden.³³

Die in der Wohneigentumsfinanzierung in Europa tätigen Finanzintermediäre sind bislang hauptsächlich Finanzintermediäre mit Selbsteintritt.³⁴ Anders stellt sich der Sachverhalt in den USA dar. Durch den großen Anteil an Verbriefungen von Hypothekenforderungen (Securitization) übernehmen die meisten Finanzinstitute³⁵ die Vermittlerfunktion zwischen Kapitalsuchenden und Kapitalanbietern. Weitere Intermediäre mit Vermittlungsfunktion übernehmen die Strukturierung, die Versicherung oder auch den Verkauf der aus den Hypothekenforderungen generierten Produkte auf dem Kapitalmarkt bzw. Sekundärmarkt.³⁶

Doch auch in Europa ist die Form der Intermediation in der Wohneigentumsfinanzierung komplexer geworden. Um sich am Markt zu behaupten, reicht es heute nicht mehr ein erstrangiges Standarddarlehen aufzulegen, das über Spareinlagen refinanziert wird und dessen geringe Risiken vom ausgebenden Kreditinstitut übernommen werden können. Moderne Finanzintermediäre haben auch hier Zugang zu einem weiten Feld an Refinanzierungsmöglichkeiten. Das ermöglicht ihnen einerseits eine größere Produktpalette an Hypothekendarlehen anzubieten ohne dadurch erhöhte Risiken einzugehen und gleichzeitig ihre Intermediationskosten zu reduzieren.

3.1.3 Aufgaben eines Systems der Wohneigentumsfinanzierung

Das wesentliche Charakteristikum der Wohneigentumsfinanzierung im Vergleich zu anderen Finanzierungsvorgängen ist, dass sie meist langfristig erfolgt und hohe Investitionsbeträge erfordert. Ziel eines Systems für Wohneigentumsfinanzierung ist daher, durch geeignete Markterschließung langfristiges Kapital anzuziehen, um es den Produzenten bzw. Käufern zur Verfügung zu stellen. Dazu muss unter den potentiellen Anlegern mit Hilfe geeigneter Strukturen Vertrauen und das Gefühl nachhaltiger Sicherheit aufgebaut werden.³⁷

Da die benötigten Darlehenssummen zum Erwerb von Wohneigentum oft das Mehrfache des Jahreseinkommens eines Haushaltes darstellen, ist eine lange Laufzeit der Darlehen wichtig, um die Belastung der Haushalte in Grenzen zu halten. Denn je länger die Laufzeit ist desto niedriger sind die monatlichen Zins- und Tilgungszahlungen. Dies gilt umso mehr, je niedriger die Zinssätze sind. Doch werden selbst in hochindustrialisierten Ländern Europas wie beispielsweise Frankreich heute noch Hypothekendarlehen mit einer Laufzeit von nur 5 bis 10 Jahren ausgegeben. Tabelle 3.1-1 zeigt die durchschnittlichen Amortisationszeiten für Hypothekendarlehen verschiedener Länder. Um einen Eindruck der monatlichen Belastung

³³ Ebenda.

³⁴ Siehe auch Kap. 3.3

³⁵ In diesem Zusammenhang werden sie auch als Originatoren bezeichnet.

³⁶ Der Begriff „Sekundärmarkt“ bezeichnet in der Literatur zur Wohnungsbaufinanzierung bzw. zur Securitization in den USA jenen Markt, auf dem die verbrieften Forderungen verkauft werden. Siehe auch Kap. 3.2. Zur Securitization siehe Fabozzi/Modigliani (1992), Böhmer (1996), Sengera (2001), Buerger/Iseley (1989) und Bryan (1987 und 1989)

³⁷ Vgl. Schönmann (1993), S.825. und Lea (2001), S.1f.

eines Haushaltes zu bekommen, sind in Tabelle 3.1-2 die monatlichen Annuitätenzahlungen pro 10.000 € Darlehensschulden in Abhängigkeit der Vertragslaufzeit und des Zinssatzes wiedergegeben. Gerade in Zeiten niedriger Zinssätze wirkt sich die Vertragslaufzeit extrem auf die monatlichen Zahlungen aus. Geht man beispielsweise von einem Zinssatz von 4% aus, so beträgt die Differenz der monatlichen Annuitätenzahlungen zwischen einer Laufzeit von 10 Jahren und einer Laufzeit von 30 Jahren über 53,5 €.

	B	DK	De	Gr	Sp	Fr	It	Lux	Nl	P	Fin	UK
Max. Vertragslaufzeit in Jahren	20	30	30	15-20	15-40	5-10	10-25	20-25	10	25-30	15-20	5-25

Tabelle 3.1-1: Maximale Vertragslaufzeit von Hypothekendarlehen verschiedener Länder Europas in Jahren.³⁸

Laufzeit in Jahren Zinssatz (%)	Laufzeit in Jahren					
	10	20	30	40	50	60
monatlich 2	92,0	50,6	37,0	30,3	26,4	23,9
gesamt	11040,0	12144,0	13320,0	14544,0	15840,0	17208,0
4	101,2	60,6	47,7	41,8	38,6	36,7
	12144,0	14544,0	17172,0	20064,0	23160,0	26424,0
6	111,0	71,6	60,0	55,0	52,6	51,4
	13320,0	17184,0	21600,0	26400,0	31560,0	37008,0
8	121,3	83,6	73,4	69,5	67,9	67,2
	14556,0	20064,0	26424,0	33360,0	40740,0	48384,0
10	132,2	96,5	87,8	84,9	83,9	83,5
	15864,0	23160,0	31608,0	40752,0	50340,0	60120,0
12	143,5	110,1	102,9	100,8	100,3	100,1
	17220,0	26424,0	37044,0	48384,0	60180,0	72072,0
14	155,3	124,4	118,5	117,1	116,8	116,7
	18636,0	29856,0	42660,0	56208,0	70080,0	84024,0
16	167,5	139,1	134,5	133,5	133,4	133,3
	20100,0	33384,0	48420,0	64080,0	80040,0	95976,0
18	180,2	154,3	150,7	150,1	150,0	150,0
	21624,0	37032,0	54252,0	72048,0	90000,0	108000,0
20	193,3	169,9	197,1	166,7	166,7	166,7
	23196,0	40776,0	70956,0	80016,0	100020,0	120024,0

Tabelle 3.1-2: Monatliche Annuitätenzahlungen abhängig von Laufzeit und Zinssatz pro 10.000 € in € Jeweils in der zweiten Zeile ist die Gesamtsumme der Zahlungen aufgeführt.

Die Refinanzierung über Spareinlagen ist heute noch die weit verbreitetste Refinanzierungsmethode für Hypothekendarlehen in Europa.³⁹ Allerdings erhalten die Finanzinstitute ihre Spareinlagen in den meisten Fällen nur kurzfristig. Die Fristentransformation – flankiert

³⁸ Quelle: European Central Bank (2003), S.50f.

³⁹ Der Hauptgrund hierfür ist die große Verbreitung der Einlageninstitute und deren Kundennähe.

von der Risiko-, Losgrößen- und Informationstransformation – stellt daher für diese Institute ein großes Problem dar. Um die Problematik zu erläutern, sei auf den Zinsanstieg zwischen den Jahren 1966 bis 1982 in fast allen OECD-Ländern verwiesen. Die Inflation war sehr volatil. Bei der Ausgabe von langfristigen Hypothekenkrediten mit festem Zinssatz bedeutete das für die Finanzinstitute, dass der reale Wert der Zins- und Tilgungszahlungen mit der Zeit erheblich abnahm (sog. *Front-Loading* oder *Tilt-Problem*), das Ausmaß aber nicht vorhersehbar war. Eine Lösung für solche Probleme bieten Refinanzierungsinstrumente, die eine Übertragung dieser Risiken auf geeignete Investoren oder auch auf die Darlehensnehmer vorsehen.⁴⁰

Zusammenfassend ist es die grundlegende Aufgabe eines Systems der Wohneigentumsfinanzierung, den Marktteilnehmern ausreichend Liquidität und Rechtssicherheit zu gewährleisten.

In diesem Sinne müssen die Systeme der Wohneigentumsfinanzierung dafür sorgen, dass

1. Immobiliendarlehen in ausreichender Menge *bereitgestellt werden*. Das beinhaltet auch das Angebot möglichst vieler, verschiedenartiger Produkte, um die Präferenzen der Darlehensnehmer zu treffen.
2. die *Serviceaufgaben* rund um das Darlehen eingehalten werden. Die monatlichen Zins- und Tilgungszahlungen der Darlehensnehmer und die Auszahlungen der entsprechenden Summen an eventuelle Gläubiger müssen erfolgen.
3. die ausgegebenen Darlehen *verwaltet* werden, d.h. Mechanismen zur Übernahme der in Kapitel 3.1 angesprochenen Probleme durch geeignete Wirtschaftsakteure bereitgestellt werden. Risiken wie das Kreditrisiko, das Liquiditätsrisiko, das Zinsänderungsrisiko und das Risiko der vorzeitigen Rückzahlung sollten optimaler Weise von jenen getragen werden, die dafür am geeignetsten sind.
4. Rechtssicherheit geschaffen wird. Dies gilt einerseits für die vielfältigen Finanzprodukte und Refinanzierungstechniken (Verbriefung, Pfandbriefe, Bonds etc.),⁴¹ andererseits aber auch für den Zugriff auf die der Finanzierung zugrundeliegenden, sichernden Immobilie, die geschätzt und regelmäßig überprüft werden muss.⁴²

⁴⁰ Vgl. Boleat (1980), S.1ff., siehe auch Kap. 4.2

⁴¹ Hier spielt auch die Rechtssicherheit der nachgelagerten Akteure bzw. Investoren eine entscheidende Rolle. Entscheidend sind hier auch die Regelungen von Basel II zu beachten. Siehe Kap. 3.2.

⁴² Beispielsweise müssen Mechanismen zur Durchführung von Zwangsversteigerungen bereitgestellt werden.

3.2 Charakteristika verschiedener Systeme der Wohneigentumsfinanzierung

Die Systeme der Wohneigentumsfinanzierung lassen sich im internationalen Vergleich grundlegend durch die Art und Weise unterscheiden, wie sie die zur Investition notwendigen Finanzmittel mobilisieren und diese wiederum jenen, die Wohneigentum anstreben, zur Verfügung stellen. Die Systemunterschiede lassen sich dabei an den Finanzierungsquellen der Eigentümererwerber oder der Intermediäre festmachen oder auch an den angebotenen Finanzprodukten. Darüber hinaus unterscheiden sich auch die Rechtsprechung und die Wohnungspolitik der Systeme. So schreiben die gesetzlichen Rahmenbedingungen einiger Länder unter anderem vor, wie viel Darlehen die Finanzinstitute für die Immobilienfinanzierung ausgeben und wie sie sich refinanzieren dürfen, welche Finanzprodukte zugelassen und wie diese ausgestattet sind.⁴⁵

3.2.1 Systematisierung

Bei der Klassifizierung der Systeme kommt der Beurteilung der Intermediationsleistung eine zentrale Rolle zu. Dabei wird im Sinne der neoklassischen Wirtschaftstheorie die Form bzw. der Prozess der Kapitalvermittlung zwischen Investor und Kreditnehmer auch als eine vom Finanzsystem erreichte Entwicklungsstufe interpretiert. Je stärker die Finanzierung über den Kapitalmarkt erfolgt desto höher entwickelt ist demnach ein System und desto stärker ist es im Kapitalmarkt integriert.⁴⁶ In diesem Sinne erfolgt in Abbildung 3.2-1 eine schematische Einteilung der Systeme. Eher links finden sich hier jene Systeme, deren Refinanzierung nicht bzw. nicht sehr stark vom Kapitalmarkt abhängig ist. Je weiter rechts sich die Systeme in diesem Schema befinden, desto höher ist entsprechend der Einfluss des Kapitalmarkts.

⁴⁵ Vgl. Boleat (2003), S.4; Stephens (2000), S.32, European Central Bank (2003), S.41ff. und von Köller (1993), S.760

⁴⁶ Vgl. auch Kap.3.1

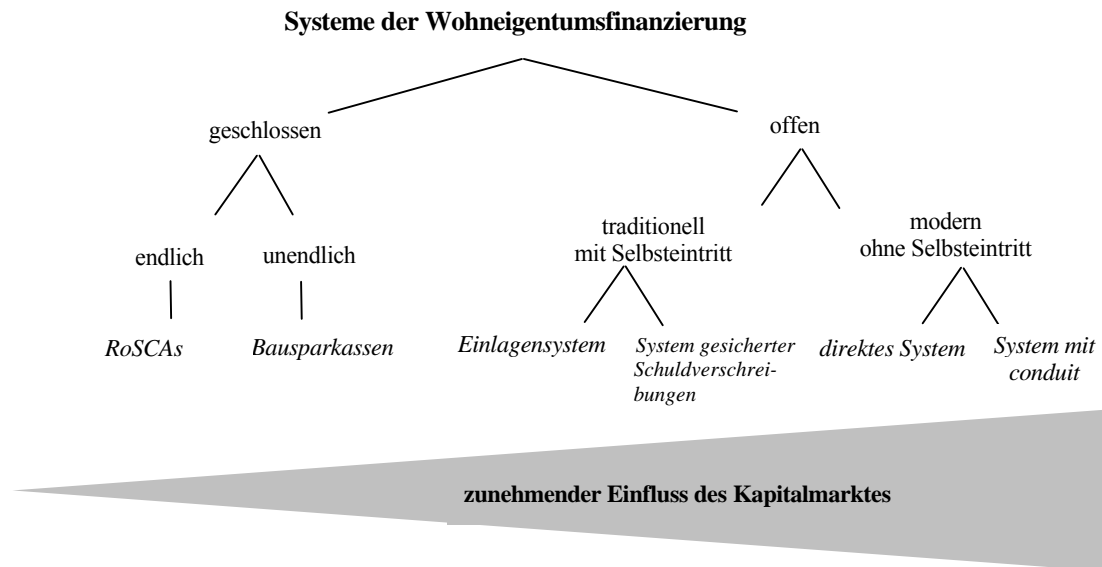


Abbildung 3.2-1: Systematisierung der Systeme zur Wohneigentumsfinanzierung⁴⁷

3.2.1.1 Geschlossene und offene Systeme

Grundsätzlich können zunächst geschlossene und offene Systeme unterschieden werden. Dabei agieren die geschlossenen Systeme unabhängig vom Kapitalmarkt, während die offenen Systeme den Kapitalmarkt nutzen und damit auch von dessen Entwicklungen abhängig sind.

Geschlossene Systeme

Geschlossene Systeme zeichnen sich dadurch aus, dass die Finanzierung weitgehend unabhängig vom Kapitalmarkt ist, vor allem da die Darlehensnehmer gleichzeitig auch die Kapitalanbieter sind. Beispiele für solche Systeme sind die vor allem in Entwicklungsländern verbreiteten Rotating Savings and Credit Associations (RoSCAs) und die hauptsächlich in Deutschland und Österreich operierenden Bausparkassen deutscher Prägung.

Bei den RoSCAs schließt sich zur Finanzierung des individuellen Wohnungsbedarfs eine Gruppe von Personen zusammen, um gemeinsam zu sparen (Kollektivfinanzierung oder kollektives Zwecksparen). Jede Person zahlt dafür regelmäßig einen vorher festgelegten Betrag in einen gemeinsamen Fonds ein. Die erste Auszahlung aus dem Fond erfolgt, sobald der Betrag für die Finanzierung des ersten Investitionsvorhabens erreicht ist. Das Los entscheidet, wer die Auszahlung erhält. Die Mitglieder der Zweckgemeinschaft zahlen solange in den Fonds ein, bis der letzte Teilnehmer sein Vorhaben realisiert hat. Im Vergleich zum individuellen Zwecksparen stellt sich kein Mitglied schlechter, aber alle – außer dem letzten Empfänger der Finanzmittel – besser, weil sie ihre Investitionsvorhaben früher realisieren können. RoSCAs gehören nicht dem offiziellen Bankensystem an und bestehen nur solange, bis das

⁴⁷ Quelle: Eigene Darstellung

letzte Mitglied ein Mal Mittel aus dem Fonds erhalten hat und alle Kredite untereinander getilgt sind. Alle Funktionen der Intermediation werden von der sozialen Gruppe übernommen.⁴⁸

Geringe Ausfallkosten, keine administrativen Kosten sowie die Fähigkeit, sich schnell an unvorhergesehene Ereignisse anpassen zu können, sind die Garantien der Funktionsfähigkeit dieser einfachen Intermediation. Die Gemeinschaften sind von den Kapitalmärkten abgekoppelt und können Darlehen zinsfrei oder zu einem sehr geringen Zinssatz vergeben. Allerdings begrenzen die Abgeschlossenheit der Gruppe und deren zeitliche Befristung die Menge an mobilisierbarem Kapital und dessen effizienteste Allokation. Daher bleiben Zahl und Umfang der realisierbaren Vorhaben beschränkt.⁴⁹

Im Gegensatz dazu sind die Bausparkassen deutscher Prägung auf Dauer ausgelegt und offen für neue Mitglieder. Bausparkassen können als Weiterentwicklung der RoSCAs interpretiert werden. Gemeinsam ist beiden, dass vor der Darlehensaufnahme das Ansparen steht. Bausparkassen sind aber im Gegensatz zu den RoSCAs staatlich anerkannte und zumindest im deutschen und österreichischen Bankensystem verankerte, kommerzielle Zwecksparinstitute. Auch für sie besteht zumindest keine direkte Abhängigkeit von der Zinsentwicklung am Kapitalmarkt. Allerdings sind sie zur Finanzierung des Darlehensgeschäfts vom Neuzugang der Kunden abhängig und damit auch konjunkturellen Schwankungen unterworfen. Die Vorzüge für den einzelnen Bausparer aus der Idee des kollektiven Zwecksparens bleiben aber erhalten. Die von allen Bausparern angesammelten Bausparmittel setzen sich aus Spargeldern und Tilgungsrückflüssen zusammen. Sie dienen dazu, dem einzelnen Bausparer nach Zuteilung seines Bausparvertrags die vertraglich vereinbarte Bausparsumme zur Verfügung zu stellen. Diese setzt sich zusammen aus dem angesparten Bausparguthaben und einem Bauspardarlehen, dessen Zinssatz zu Beginn des Vertrages festgesetzt worden war. Da der Zuteilungszeitpunkt aber vom unsicheren Neugeschäft abhängig ist, dürfen die Bausparkassen keine Zuteilungstermine versprechen. Die Zuteilungsreife eines Vertrags wird aus einer Bewertungszahl ersichtlich. Diese ist abhängig von der Höhe und der Dauer der Sparleistungen bzw. der vereinfachten Formel „Zeit mal Geld“.⁵⁰

Offene Systeme

In *offenen Systemen* müssen potentielle Wohnungskäufer keine Ansparleistungen aufbringen, um sich für einen Kredit zu qualifizieren. Die Personalunion von Sparer und Darlehensnehmer aus den Kollektiven ist aufgehoben. Die wesentlichen Unterschiede der offenen Systeme untereinander bestehen in der Art der Refinanzierung ihrer Finanzintermediäre. Entsprechend der Wahrnehmung der von diesen zu erfüllenden Funktionen (siehe Abbildung 3.2-2) werden Systeme unterschieden, deren Kreditinstitute die Hauptaufgaben der Hypothe-

⁴⁸ Vgl. Schirmeister/Nadler (1998 & 2002), S.81

⁴⁹ Ebenda.

⁵⁰ Vgl. Bausparkassenfachbuch (2004/2005), S.29 und Kap.3.3

kenvergabe selbst übernehmen und als Vertragspartner mit Selbsteintritt auftreten (traditionelle Systeme) (siehe Abbildung 3.2-2), und Systeme, in denen eine funktionale Trennung der Aufgaben stattfindet (moderne Systeme) (siehe Abbildung 3.2-5). Hier treten die Kreditinstitute meist nur als Anlaufstelle der Kunden auf, vermitteln Darlehen, nehmen Zins- und Tilgungszahlungen entgegen und leiten sie an meist spezialisierte Intermediäre weiter.

3.2.1.2 Traditionelle Systeme

Im traditionellen Modell der Wohnungsfinanzierung sind die Finanzintermediäre üblicherweise Kreditinstitute, die alle Funktionen der Hypothekenfinanzierung übernehmen.⁵¹ Der wesentliche Unterschied der verschiedenen Institute liegt in der Art ihrer Refinanzierung. Diese erfolgt entweder über Spareinlagen im Einlagensystem oder über die Ausgabe von Bonds bzw. Pfandbriefen im System gesicherter Schuldverschreibungen.

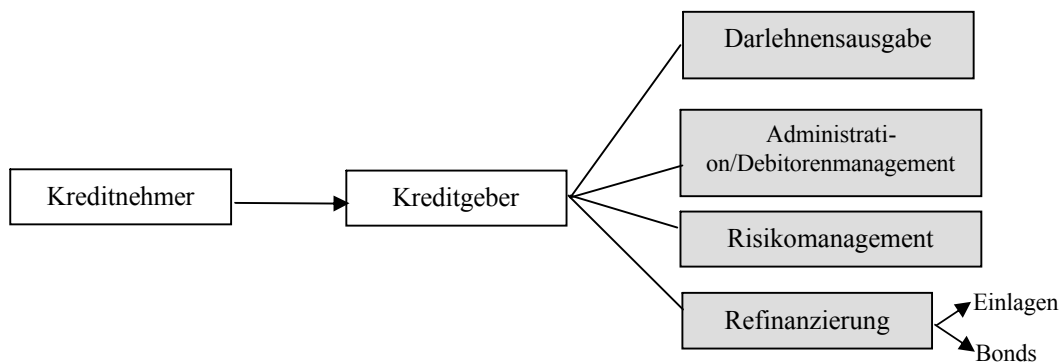


Abbildung 3.2-2: Hauptaufgaben der Kreditgeber bei der Hypothekengabe: traditionelles Modell⁵²

Einlagensystem

Die Refinanzierung der ausgegebenen Darlehen erfolgt über das Einlagengeschäft. In den meisten Industrieländern verfügen vor allem die Sparkassen und Genossenschaftsbanken über eine große Filialdichte, die es ihnen erlaubt, der Mobilisierung von Kapital besonders effektiv nachzukommen. Aber auch Geschäftsbanken oder andere spezialisierte Darlehensinstitute⁵³ erhalten dadurch das meiste Kapital. Die Sparer sind nicht zwangsläufig die künftigen Darlehensnehmer, sondern Finanzinvestoren, die eine marktkonforme, variable Verzinsung suchen (siehe Abbildung 3.2-3). Die von den Instituten⁵⁴ angebotene Guthabensverzinsung

⁵¹ Siehe auch Kap.3.1.3. Es werden zwar auch Dienstleistungen von Dritten in Anspruch genommen, wie z.B. Hypothekenversicherung oder Immobilienbewertung, aber die Hauptaufgaben übernimmt ein Kreditinstitut.

⁵² Quelle: Darstellung nach Lea (2001), S.10

⁵³ Beispielsweise die Building Societies in UK oder die Savings and Loan Associations in den USA.

⁵⁴ In Deutschland sind es meist Genossenschaftsinstitute und Sparkassen, die die ausgegebenen Darlehen mittels volumenmäßig großer, kurzfristig liquidierbarer Spareinlagen finanzieren.

folgt dem Verlauf der Geldmarktzinsen.⁵⁵ Da die Institute nur kurzfristige Spareinlagen erhalten, aber langfristige Darlehen ausgeben wollen, müssen sie vor allem einen Weg zur Lösung des Fristenproblems finden.⁵⁶

In einigen Ländern hat sich aber auch in diesen offenen Sparsystemen eine Art personenbezogene Vorsparmöglichkeit durchgesetzt bzw. erhalten. So kann z.B. in Frankreich durch das *Epargne-Logement* oder in Spanien mit dem Wohneigentumskonto (*Cuenta Vivienda*) im Vorfeld des Eigentumserwerbs Geld für eine bestimmte Dauer angespart werden. Die Verzinsung liegt üblicherweise unter dem vergleichbaren Marktzins gleicher Laufzeit. In einigen Fällen genießen solche Sparer besondere Förderungen, wie z.B. Steuerbegünstigungen. Allerdings dürfen die angesparten Mittel nach der Zuteilung nur zur Finanzierung oder Renovierung von Wohneigentum verwendet werden. Zusätzlich besteht nach der Ansparphase die Option, aber nicht das Recht auf ein zinsvergünstigtes Darlehen. Zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses ist aber nicht sicher, zu welchen Konditionen das Darlehen ausgegeben wird. Oft ist nur der Zeitpunkt der Ausgabe festgelegt. Die Darlehenshöhe und die dafür erhobenen Zinsen werden über einen Multiplikator an die variablen Haben- und Sollzinsen gebunden. Die *Epargne-Logements* und die *Cuentas Vivienda* werden von Universalbanken bzw. Sparkassen angeboten.

Im Gegensatz dazu hat sich in Ländern wie England oder den USA die Öffnung des Systems innerhalb der Zwecksparinstitute selbst vollzogen. So bieten die britischen *Building Societies* bzw. die amerikanischen *Savings & Loan Associations* zwar individualisiertes Zwecksparen an. Die Refinanzierung der günstigeren Kredite erfolgt aber nicht aus einem Kollektivvermögen, sondern aus der Gesamtheit der Passivgeschäfte der Institute.

⁵⁵ Zusätzlich zur großen Kundennähe bieten die Institute in vielen Fällen auch Allfinanzprodukte an (u.U. mit Hilfe der genossenschaftlichen Partner oder im Konzern) und binden die Kunden dadurch langfristig an ihr Institut. Das bedeutet aber auch, dass die Immobilienkredite mit anderen Darlehen konkurrieren.

⁵⁶ Zusätzlich übernehmen sie die Losgrößentransformation, da die Anlagebeträge oft klein sind, die benötigten Immobiliendarlehen aber in den meisten Fällen große Beträge darstellen. Darüber hinaus übernehmen sie die Informationstransformation, indem sie Kapitalanbieter und -suchende zusammenbringen, und die Risikotransformation, die diese nicht kongruente Refinanzierungsweise mit sich bringt.

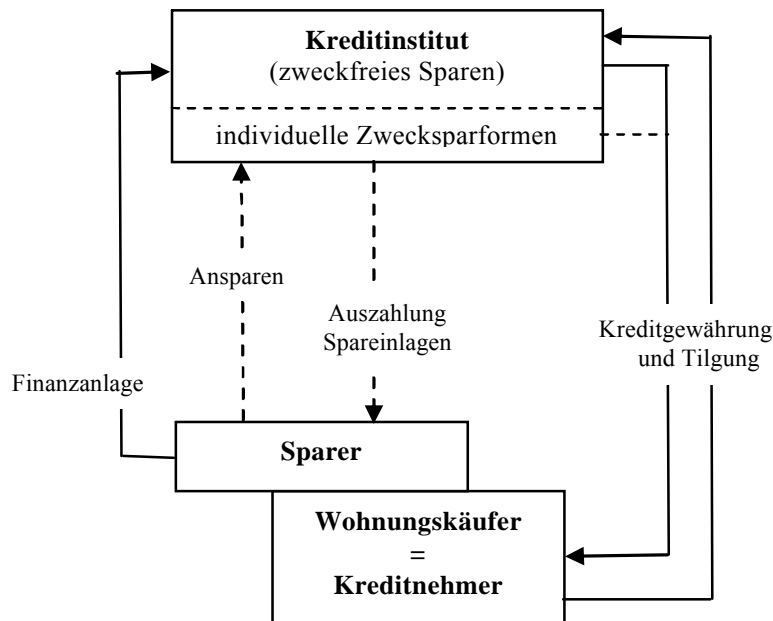


Abbildung 3.2-3: Einlagensystem⁵⁷

System gesicherter Schuldverschreibungen oder Covered Bonds⁵⁸

In diesen Systemen refinanzieren die Finanzinstitute Hypothekendarlehen hauptsächlich über die Ausgabe von speziellen, gesicherten Schuldverschreibungen am Kapital- oder Rentenmarkt (siehe Abbildung 3.2-4). Die Hauptaufgaben bleiben weiterhin beim Kreditgeber. Durch die Emission der Schuldverschreibungen versucht er allerdings seine Refinanzierungskosten zu reduzieren und Liquidität zu sichern.

In den verschiedenen europäischen Ländern haben sich jeweils spezifische Namen und Ausprägungsvarianten für diese Art der Refinanzierung etabliert.⁵⁹ Durchgesetzt hat sich für alle der Sammelbegriff Covered Bonds. Aufgrund der Marktdurchdringung ist der deutsche Pfandbrief international am bekanntesten.⁶⁰ Ein wesentliches Charakteristikum des Pfandbriefes ist, dass er dem Kongruenzprinzip genügt, d.h. die Konditionen der Kapitalherkunft und –verwendung aufeinander abgestimmt sind. Das bedeutet, dass die Laufzeiten, die Zinssätze und gegebenenfalls auch die Währungen im Aktiv- und Passivgeschäft übereinstimmen müs-

⁵⁷ Quelle: Schirmeister/Nadler (2002), S.83

⁵⁸ Das System findet sich auch unter dem Namen Hypothekensystem oder *mortgage bank system*, da die Ausgabe von gesicherten Schuldverschreibungen wie dem Pfandbrief hauptsächlich durch Hypothekensbanken bzw. *mortgage banks* erfolgt.

⁵⁹ Beispielsweise werden in Spanien zur Refinanzierung *cedulas hipotecarias* eingesetzt, in Dänemark heißen sie *Realkreditobligation*, in Frankreich *obligations foncières* und in Österreich und der Schweiz ebenfalls Pfandbriefe. Vor allem die Staaten Osteuropas zeigen ein großes Interesse an diesem System und haben sich schon früh um die Erfüllung rechtlicher Standards zur Einführung von Hypothekenschuldverschreibungen bemüht. (Vgl. ausführlich zu den europäischen Märkten Moore (2000), S.95ff.)

⁶⁰ Vgl. Engelhard (2004), S.33 und Hagen (2003), S.30. Mit dem Begriff Pfandbrief werden aber implizit auch alle rechtlichen Rahmenbedingungen verknüpft, so dass zur theoretischen Klassifizierung der Systeme hier nicht von einem Pfandbriefsystem gesprochen werden sollte.

sen.

In der ursprünglichen Form der Refinanzierung über hypothekarisch unterlegte Schuldverschreibungen wie sie früher in den Landschaften⁶¹ praktiziert wurde und heute noch in Dänemark üblich ist, entsprechen die Konditionen einer ausgegebenen Realkreditobligation exakt dem jeweils zugrundeliegenden Darlehen. Die Verzinsung ist demnach auch gleich hoch. Das ausgebende Kreditinstitut verlangt für die Vermittlung allerdings eine Verwaltungsgebühr. Die Fristen-, Losgrößen- und Risikotransformation reduzieren sich bzw. entfallen ganz.

Das System der Covered Bonds hat in Europa eine lange Tradition und ist in vielen Ländern verankert. Allerdings herrscht statt dem soeben beschriebenen strengen Kongruenzprinzip das Deckungsprinzip vor. Das bedeutet, dass das Volumen der Hypothekendarlehen dem Volumen der ausgegebenen Covered Bonds entsprechen und die Verzinsung mindestens gleich hoch sein muss. Im Insolvenzfall sind die Gläubiger privilegiert, d.h. die Deckungsmasse ist dem Zugriff anderer Gläubiger der Bank entzogen.

Kernelemente der Refinanzierung über Covered Bonds sind, dass⁶²

- gesetzliche Vorgaben für die Emittenten bezüglich der Auswahl, Deckung, Bewertung und Überdeckung der zugrundeliegenden Aktiva gelten und diese überwacht werden,
- die Investoren einen dualen Anspruch auf die emittierende Bank sowie auf die Cash-Flows der Deckungswerte haben,
- die Cash-Flows aus den Aktiva vor einer Insolvenz des Emissionsinstituts geschützt sind und
- im Gegensatz zu den modernen Systemen die Aktiva oder Forderungen in der Bilanz der Emissionsbank verbleiben.

⁶¹ Zu dem Begriff siehe Kap.3.3.1

⁶² Vgl. Engelhard (2004), S.32.

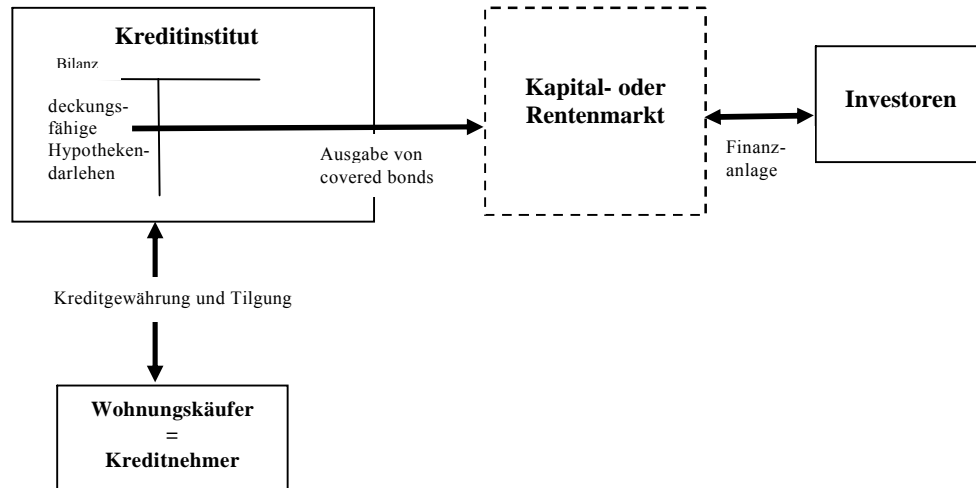


Abbildung 3.2-4: System der gesicherten Schuldverschreibungen⁶³

3.2.1.3 Moderne Systeme

Weltweit ist innerhalb der Wohneigentumsfinanzierung ein Trend hin zur Deregulierung bzw. der Disintermediation⁶⁴ erkennbar. Zunehmend übernehmen spezialisierte Institute die Funktionen der Darlehensverwaltung, des Risikomanagements und der Refinanzierung (siehe dazu das Schema in Abbildung 3.2-5). Hauptgründe dieser Entwicklung liegen vor allem im wachsenden Interesse der Geschäftsbanken am Hypothekenmarkt und die zum Teil schlechte Performance der Einlagensysteme in den vergangenen Jahrzehnten.

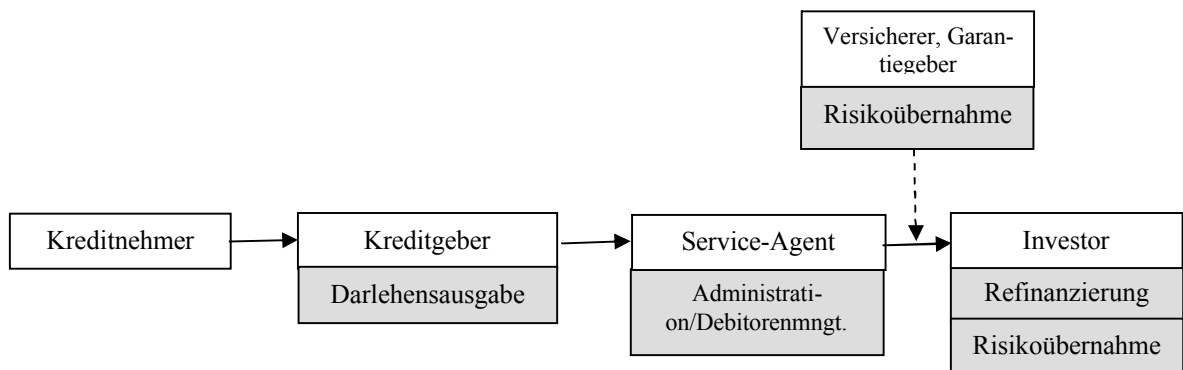


Abbildung 3.2-5: Funktionale Trennung der Hauptaufgaben⁶⁵

⁶³ Quelle: eigene Darstellung;

⁶⁴ Der Begriff der Disintermediation bezeichnet „den Ersatz der Transformationsfunktion von Finanzintermediären durch direkte Finanzbeziehungen zwischen letztendlichen Darlehensnehmern und Darlehensgebern.“ (Hies (1996), S.86f.). Vgl. weiter z.B. Paul (1994), S.9ff. und Baxmann (1993), S.114ff.

⁶⁵ Quelle: eigene Darstellung, vgl. Lea (1999) Fg.3

Die modernen Systeme basieren vor allem auf der Verbriefung (Securitization) von Forderungsbeständen, d.h. der Umwandlung von illiquiden, nicht-handelbaren Forderungsbeständen in liquide, handelbare Wertpapiere. Dabei werden typischerweise die Hypothekendarlehensforderungen von ihrem „Besitzer“ an eine getrennte Einheit (Zweckgesellschaft) oder Special Purpose Vehicle (SPV) übertragen und von der Bilanz gelöst. Im Unterschied zum Pfandbriefsystem erhalten die Finanzdienstleister mit der Loslösung der Darlehensforderungen aus ihrer Bilanz Liquidität zurück und geben auch die mit der Darlehensvergabe verbundenen Risiken, wie das Ausfallrisiko oder das Risiko vorzeitiger Tilgung, weiter. Darin liegt die Innovation dieser Finanzierungsart.⁶⁶ Risiken werden begrenzt und neu aufgeteilt und gleichzeitig Forderungsbestände freigesetzt. Der Verkauf der verbrieften Forderungen oder auch Mortgage Backed Securities (MBS) über sogenannte Sekundärinstitute oder Sekundärmärkte am Kapitalmarkt bedeutet eine sofortige Liquiditätszunahme für das verkaufende primäre Kreditinstitut, da es den Verkaufserlös sofort (anstatt eines zeitlich gestreckten Cashflows aus einzelnen Forderungen) erhält und gesetzlich gebundene Eigenkapitalreserven zur Unterlegung der Kredite freigesetzt werden können.⁶⁷ Durch die damit erhaltene Liquidität ist der Primärintermediär erneut in der Lage, Kredite zu vergeben. Damit wächst das ausgelegte Kreditvolumen insgesamt.

Mortgage Backed Securities aus der Wohnungsfinanzierung werden auch Residential Mortgage Backed Securities genannt (RMBS).

⁶⁶ Zur Einordnung der Securitization als Finanzinnovation vgl. Schenker/Colletta (1991), S.1370ff., Tebroke (2001), S.811f. und Paul (1994), S.227ff. Greenbaum/Thakor (1987) warnten vor möglichen Problemen der Securitization in der nationalen Geldpolitik. Geldmengensteuerungskonzepte (z.B. Einlageverpflichtungen) basieren auf der Annahme, dass Kredite durch Einlagen refinanziert werden. Durch die Verbriefung der Kredite falle aber gemäß Greenbaum/Thakor der Einlagenaspekt heraus, so dass Auswirkungen auf die Geldmenge zu befürchten seien. Vgl. Greenbaum/Thakor (1987), S.380ff.

⁶⁷ Vgl. Arbeitskreis Finanzierung (1992), S.496

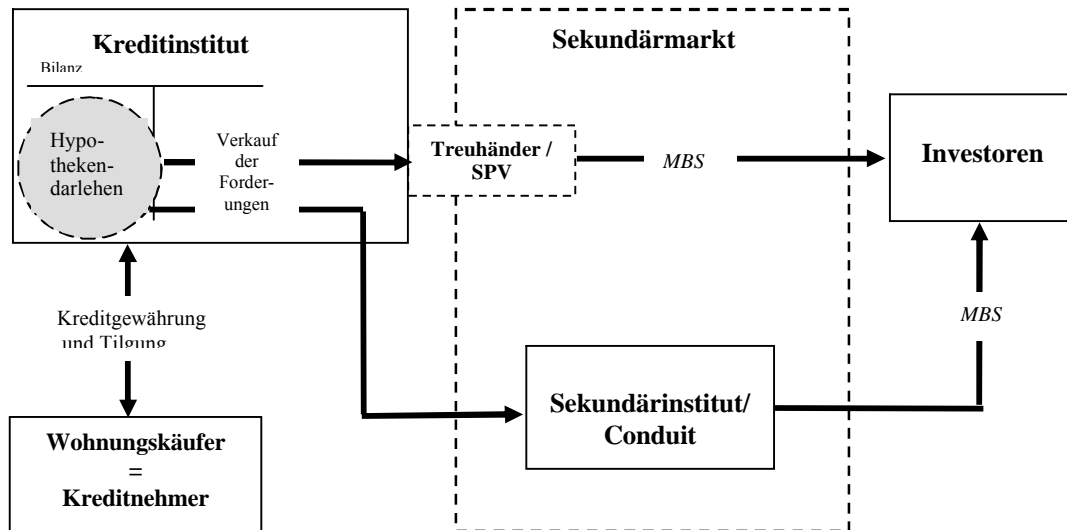


Abbildung 3.2-6: Moderne Systeme der Verbriefung/Securitization (direkt und über ein Sekundärinstitut oder Conduit)⁶⁸

Unter den modernen Systemen der Hypothekenverbriefung unterscheidet Lea (1999) zwischen direkten Systemen und solchen, die die Verbriefung mit Hilfe sogenannter Conduits vornehmen (siehe Abbildung 3.2-6).

Direktes System

Im direkten System verbrieft das Kreditinstitut bzw. das primäre Finanzinstitut die von ihm vereinten Darlehensforderungen typischerweise selbst mit Hilfe eines Treuhänders oder auch (Ein-)Zweckgesellschaft bzw. auch Special Purpose Vehicle (SPV) genannt. SPVs werden von den Primärintituten speziell für die Ausgabe von MBS gegründet. Sie sind rechtlich selbständig und gehen in der Regel keine weiteren Verbindlichkeiten ein. Das SPV ist vom Primärintitut sowohl konzern- und gesellschaftsrechtlich als auch kapitalmäßig und personell zu unterscheiden, d.h. es muss über eigene Büroräume, Buchführung und Finanzreports verfügen. Üblicherweise ist ein SPV mit keinem oder wenig Eigenkapital ausgestattet und verfügt über keine Angestellten, da deren Ansprüche im Konkursfall höher als die der Investoren bewertet werden könnten.⁶⁹ Die Kreditsicherung, das sogenannte Credit Enhancement, wird von einer dritten Partei übernommen, üblicherweise ist dies eine staatliche Organisation (wie z.B. Ginnie Mae in den USA oder die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) in Deutschland) oder ein Versicherungsunternehmen. Sie kann aber auch durch entsprechende Strukturierung der MBS vorgenommen werden. Die meisten bisher in Europa gehandelten MBS wurden direkt von den ausgebenden Kreditinstituten begeben.

⁶⁸ Quelle: eigene Darstellung

⁶⁹ Vgl. Arbeitskreis Finanzierung (1992), S.505, Bär (1998), S.111f. und Paul (1994), S.131.

System mit Conduits

Conduits sind auf die Emission von MBS spezialisierte Unternehmen. Sie kaufen Forderungen von einer Vielzahl verschiedener Primärinstitute, nehmen die Poolbildung vor und verkaufen die Wertpapiere an Investoren. Diese Conduits sind besonders wertvoll für Kreditinstitute, die nicht über die erforderliche Menge von Forderungen verfügen, um selbst ausreichend große Forderungspools zur Verbriefung zusammenzustellen. Als Mindestsumme für eine lohnende Transaktion wird in der Literatur ein Betrag von \$100 Mio. genannt.⁷⁰ Das Credit Enhancement kann wie im direkten System erfolgen oder durch die Conduits selbst (beispielsweise Fannie Mae und Freddie Mac in den USA). Die Conduits können staatlich unterstützt oder aber private Unternehmen sein.

Für die Securitization selbst sind vor allem zwei Grundformen aus dem angelsächsischen Bereich verbreitet: Die nicht-aktiv gemanagten Strukturen (*Pass-Throughs*), bei denen Investoren Anteile aller Cashflows erhalten, und die aktiv gemanagten Strukturen (*Pay-Throughs*), welche die Cashflows auf verschiedene Wertpapierklassen umverteilen. Dadurch kann das Risiko vorzeitiger Tilgungen und das Zinsänderungsrisiko effizienter verteilt werden.⁷¹ Pass-Throughs folgen im Wesentlichen dem Fondszertifikatkonzept. Dabei stellen die Anleihen einen anteiligen Besitz an den Finanzaktiva des Emittenten sowie an eventuell gewährten Sicherheiten dar. Diese Variante lässt sich relativ einfach, oft auch ohne SPV, verwirklichen, so dass nur ein Treuhänder vorhanden sein muss. Pay-Throughs folgen dem Anleihekonzep. Dabei wird für die Emission der Anleihen ein spezielles Finanzvehikel, das Special Purpose Vehicle, gegründet oder ein auf diesen Zweck spezialisiertes Unternehmen genutzt. Diese Gesellschaft begibt die Anleihen und refinanziert aus dem Erlös den Kauf des Forderungspools. Die Struktur mit SPV erlaubt sowohl die Verwirklichung von Pass-Throughs als auch von Pay-Throughs. Bei den Pass-Throughs werden Zahlungen der Kreditnehmer (Zins und Tilgung) vom Service-Agenten (eventuell über einen Treuhänder) anteilmäßig an die Investoren weitergeleitet (abzüglich Gebühren für die Kreditadministration, Versicherungen sog. Credit Enhancement, etc.). Es findet also kein Zahlungsstrommanagement statt, daher können die von den Investoren erhaltenen Zahlungen zeitlich und betragsmäßig erheblich schwanken, je nach Anteil der vorzeitigen Tilgungen, verspäteter Zahlungen und Ausfälle. Pass-Throughs werden oft von Treuhandgesellschaften (Grantor Trusts) ausgegeben, welche vom Emittenten gegründet wurden. Diese Gesellschaften unterliegen einer vorteilhaften Besteuerung, müssen in ihrer Geschäftstätigkeit aber sehr passiv bleiben, um nicht als Unternehmen eingestuft und entsprechend besteuert zu werden. Die Pools, auf denen die Anleihen basieren, werden vom Emittenten zusammengestellt und an den Trust verkauft. Dieser refinanziert den Kauf durch die Emission der Anleihen. Die Pass-Throughs verbrieften Anteile am Forderungspool, so dass die Investoren Eigentumsrechte am Pool und den daraus re-

⁷⁰ Vgl. Pavel (1989), S.24, Reich/Sewright (1989), S.397, Bär (1998),S.30ff. und Kroll (1993), S.763.

⁷¹ Vgl. Carron (1992), S.25 und Van Order (2001), S.21

sultierenden Zahlungen erwerben.⁷²

3.2.2 Einteilung europäischer Systeme

Die Finanzierung über Spareinlagen (retail-funding) ist in Europa mit über 60% der Hypothekendarlehen in 11 der 15 „alten“ EU-Mitgliedsstaaten vorherrschend. Sie erfolgt in Ländern wie Deutschland, Frankreich, den Niederlanden und Spanien hauptsächlich über Genossenschaftsbanken und Sparkassen, die zum Teil auch staatliche Garantien zur Sicherung ihrer Liquidität genießen.⁷³ In Portugal, Belgien und den Niederlanden übernehmen aber auch Geschäftsbanken die Einlagen-Finanzierung. In Großbritannien und Irland waren es bis vor kurzem vorwiegend die Building Societies, die dieses System zur Wohneigentumsfinanzierung nutzten. Aufgrund der Öffnung der Wohneigentumsfinanzierung für Geschäftsbanken in Großbritannien und Irland und der Umwandlung vieler Building Societies in Geschäftsbanken (Demutualization) sind es heute überwiegend Geschäftsbanken. Abbildung 3.2-7 zeigt den Anteil der jeweiligen Refinanzierungsart in den 25 Mitgliedsländern Europas im Jahr 2005.

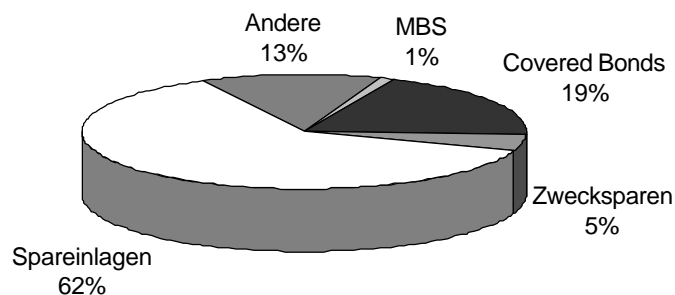


Abbildung 3.2-7: Refinanzierung europäischer Hypothekendarlehen im Dezember 2005⁷⁴

Die Finanzierung von Hypothekendarlehen über die Ausgabe von Covered Bonds ist inzwischen in ganz Europa vertreten. Vor allem der Erfolg des Pfandbriefes und die neuen Eigenkapitalrichtlinien nach Basel II scheinen Katalysatoren für eine europäische Bewegung in diese Richtung zu sein. In Anlehnung an das deutsche Hypothekendarlehensgesetz bzw. das heutige Pfandbriefgesetz wurden in 21 Ländern vergleichbare Gesetze und Produkte geschaffen, reaktiviert oder modernisiert.⁷⁵ In Ländern wie Dänemark und Schweden ist der Covered

⁷² Vgl. Kunz (1989), S.214 und Federal Reserve Board (2001), S.1

⁷³ In Frankreich übernimmt das Hauptgeschäft die Crédit Agricole, in den Niederlanden die Rabobank, in Deutschland die Sparkassen und die DG-Bank und in Spanien die Cajas de Ahorro. Vgl. hierzu auch Stephens (2000a), S.35ff.

⁷⁴ Quelle: European Mortgage Federation, www.hypo.org; Stand: Dezember 2005.

⁷⁵ Großbritannien und die Niederlande geben sogenannte Structured Covered Bonds heraus (siehe auch Kapitel 3.3.3). Dafür haben sie kein spezielles Recht geschaffen. Es gelten die vertraglich geregelten Einzelheiten (und

Bond zur Refinanzierung von Darlehen im Bereich der Wohneigentumsfinanzierung vorherrschend. Das größte internationale Marktvolumen haben allerdings die deutschen Pfandbriefe (Jumbo-Pfandbriefe), dicht gefolgt von den dänischen. Den dritten Platz nehmen die Bonds aus Spanien ein, gefolgt von jenen aus Schweden und Frankreich (Abbildung 3.2-8).⁷⁶

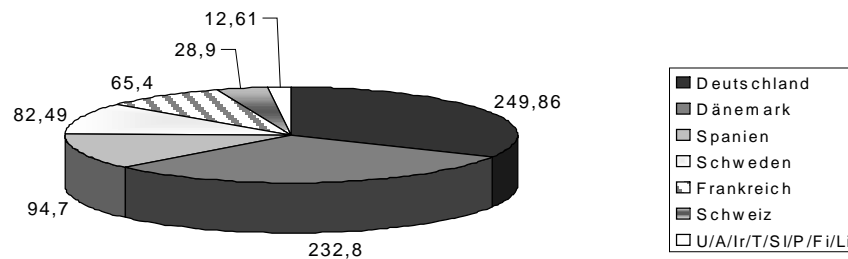


Abbildung 3.2-8: Ausstehende Covered Bonds in Europa Ende des Jahres 2004 in Mrd. €⁷⁷

Basel II hat das Interesse an der Refinanzierung über Covered Bonds geschürt, da die Anforderungen an die Eigenkapitalunterlegung je nach Risikosensitivität des gewählten Bewertungsansatzes extrem sinken können. Damit steigt vor allem die Liquidität der Institute zur Vergabe weiterer Darlehen. Im Standardansatz sinkt die Eigenkapitalunterlegung für Wohnimmobilien von 4% auf 2,8%.⁷⁸ Im Basisansatz des Internen Ratings rechnen deutsche Pfandbriefbanken mit Werten von 1,2% und im fortgeschrittenen Ansatz sogar mit 0,56%.⁷⁹ Damit sinkt der Vorteil der außerbilanziellen Refinanzierung über MBS (die Liquiditätssteigerung) und die Vorteile der Refinanzierung über Covered Bonds gewinnen an Bedeutung (Senkung der Refinanzierungskosten).⁸⁰

Die neue Eigenkapitalrichtlinie der EU (Capital Requirements Directive – CRD), die Basel II in europäisches Recht transformiert, definiert zum ersten Mal den Begriff Covered Bond in einem gesetzlichen, europäischen Rahmen. Insbesondere werden die deckungsfähigen Sicherheiten für die Ausgabe von Covered Bonds aufgezählt; darunter auch Hypothekendarlehen der Wohneigentumsfinanzierung. Demnach sind nur Hypothekendarlehen aufnahmefähig, die 80% des geschätzten Objektwertes nicht überschreiten.

in UK das auf der Common Law beruhende allgemeine Gesetz).

⁷⁶ Vgl. Engelhard (2004), S.31 und Hagen (2003), 30f.. Zählt man die Öffentlichen Pfandbriefe dazu, ist Deutschland mit einem Volumen von rd. 1 Billion € führend. Der deutsche Marktanteil der Hypothekenspfandbriefe in Europa ist 32,6% und der der Öffentlichen Pfandbriefe ist 89,5%. Vgl. Stöcker (2006), S.5

⁷⁷ Quelle: eigene Darstellung entsprechend ECEB (2006), Stand 12. Dezember 2006; Die Entwicklung einzelner Daten deutet auf einen weiter stark anwachsenden Markt: So ist Investitionsvolumen in Covered Bonds in Spanien bis April 2006 auf 259 Mrd.€ angestiegen. (www.aiaf.es; www.bde.es ; Stand: 12.12.2006). Siehe auch Kap.3.3.2.6

⁷⁸ Entsprechend: Risikogewicht von 50% für 8% EK-Unterlegung nach Basel I und 35% Risikogewicht im Standardansatz für 8% EK-Unterlegung nach Basel II.

⁷⁹ Angenommene Risikogewichtung von 15% bzw. 7% im fortgeschrittenen Ansatz.

⁸⁰ Vgl. Engelhard (2006), S.28ff.

Im Vergleich zum Ausgabevolumen der Covered Bonds sind die Verbriefungsaktionen in der Wohnungsfinanzierung (RMBS) im europäischen Raum mit insgesamt 150,6 Mrd. € im September 2006 noch gering. Allerdings hat sich auch dieser Markt in den letzten Jahren rapide entwickelt. In den Jahren 2000 bis 2002 wurden noch 35,8 Mrd. € bzw. 52,8 Mrd. € verbrieft. Doch schon bis Ende des Jahres 2003 verdoppelte sich der Wert auf 107,3 Mrd. € und stieg bis heute kontinuierlich an. Hauptakteur in diesem Bereich ist Großbritannien. Dort werden 53% aller in Europa emittierten RMBS verbrieft. Weit dahinter mit 14% liegt Spanien, dann die Niederlande, Italien und Deutschland (siehe Abbildung 3.2-9).

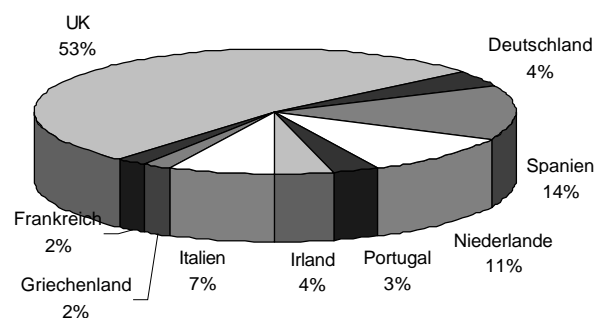


Abbildung 3.2-9: Anteil einzelner europäischer Länder an der Ausgabe von RMBS im September 2006⁸¹

Neben den Refinanzierungsarten lassen sich weitere Unterschiede der europäischen Systeme in der Zinsgestaltung der Hypothekenprodukte, in der Höhe der Beleihung (LTV) und in den verwendeten Bewertungsmethoden finden. Dabei unterscheiden sich die Länder vor allem auch hinsichtlich der Regelungstiefe. Beispielsweise gibt es in einigen Ländern Richtlinien mit Gesetzescharakter, die Beleihungen begrenzen oder die Zinsgestaltung beeinflussen und in anderen nicht.

Schließlich beeinflussen auch das wirtschaftliche Umfeld und die regional differierenden Präferenzen der Darlehensnehmer die Ausprägung der Systeme erheblich. Beispielsweise ziehen die Engländer im Laufe ihres Lebens öfters um, so dass ein hoher Umsatz an Wohneigentum stattfindet. Die Gestaltung der Immobilienpreise bleibt dadurch transparent und Darlehensangebote erfolgen in einem solchen Umfeld eher offensiv. In Frankreich oder Deutschland dagegen ist der Erwerb einer Immobilie meist ein einmaliger Vorgang und auf Dauer ausgerichtet. Die Gestaltung der Immobilienpreise und der Hypothekenverträge ist dadurch intransparent.

⁸¹ Quelle: Watson (2006), S.5

Ausgehend von den unterschiedlichen makro- und mikroökonomischen sowie sozialen Folgen der verschiedenen Systeme fasst Stephens (2000) für Europa drei grundlegende Gruppen zusammen:⁸²

- das südeuropäische Modell (the Southern European Model)
 - das Eigentümermodell (the Home-Owner Model)
- und
- das ausgewogene Modell (the Balanced Tenure Model)

Das südeuropäische Modell

Charakteristisch für Länder des südeuropäischen Modells ist, so Stephens (2000), eine hohe Eigentumsquote. In Italien wohnen etwa 68% der Bevölkerung in Eigentum, in Spanien fast 80%. Allerdings sind die hohen Eigentumsquoten meist nicht einem gut funktionierenden Wohnungsfinanzierungssystem zu verdanken, sondern eher das Erbe eines nicht vorhandenen Mietmarktes. Der private Mietmarkt wurde oft über Jahrzehnte durch strenge Mietkontrollen geschwächt. Verschlimmert wurde dies durch Zeitabschnitte hoher Inflationsraten, die die Nachfrage nach beständigen Anlageformen wie Wohneigentum verstärkten. Darüber hinaus fehlt es an sozialen Mietwohnungen. Vielmehr werden durch die staatlichen Wohnungsbauprogramme auch sozial schwache Familien in Eigentum gebracht.

Allerdings hemmten meist schwache Bestimmungen über die Verwertung des Eigentums bei Zwangsversteigerungen die Finanzinstitute, Darlehen mit hohen Beleihungswerten oder langen Laufzeiten auszugeben. Durchschnittlich betragen die Beleihungsgrenze 40-50% und die Laufzeiten 15-20 Jahre. Das hatte wiederum zur Folge, dass der Anteil der Hypothekendarlehen sehr gering war bzw. immer noch ist. In Italien beträgt er beispielsweise nur 10% des BIP.

Die Konsequenzen dieses Systems sind sozial und wirtschaftlich brisant. Da der Zugang zu Hypothekendarlehen begrenzt ist und ein Mietmarkt praktisch nicht existiert, musste die informelle Darlehensvergabe, vor allem innerhalb der Familie, den Bedarf decken. Obwohl sich in jüngster Zeit aufgrund der Liberalisierung der Gesetzgebung die Situation geändert hat, ist die Unterstützung durch die Familie weiterhin wesentlicher Bestandteil der südeuropäischen Länder.

Das Eigentümer-Modell

Dieses Modell findet sich hauptsächlich in angelsächsischen Ländern wieder. Wohneigentum ist hier historisch ein Statussymbol, daher liegen die Eigentumsquoten zwischen 65 und 70%. In Großbritannien sprechen manche Politiker sogar von der „property-owning democracy“. Allerdings kann dies nicht der alleinige Grund für die hohen Eigentumsquoten

⁸² Vgl. dazu auch Kap.3.3. Zu den folgenden Ausführungen vgl. auch Stephens (2000).

sein. In Großbritannien war der Mietmarkt bis in die jüngste Vergangenheit sehr reguliert, wodurch sich der private Mietmarkt nur wenig entwickeln konnte. Darüber hinaus wurden Wohneigentümer bzw. Darlehensnehmer steuerlich begünstigt, was zusätzlichen Anreiz zum Eigentumserwerb gab. In den letzten 20 Jahren wurden in Großbritannien zusätzlich große Anteile staatlicher Wohnungen privatisiert. Insgesamt kamen etwa 2 Millionen Wohnungen zum Immobilienstock dazu. Die meisten von ihnen wurden sehr günstig angeboten.

Charakteristisch für dieses Modell sind auch hohe Beleihungsgrenzen (LTV über 80%), die den Darlehensnehmern den Zugang zum Hypothekenmarkt erleichtern. In den meisten Fällen sind sie das Ergebnis einer prosperierenden Wirtschaft, gesetzlicher Rahmenbedingungen für Zugriffsrechte bei Zwangsversteigerungen oder guter privater sowie öffentlicher Sicherungsinstrumente der Hypothekenprodukte.⁸³

Das ausgewogene Modell der Besitzverhältnisse

In einigen europäischen Ländern wie Deutschland, der Schweiz oder Frankreich entsprechen sich die Quoten an Eigentümern und Mietern. Charakteristisch für diese Systeme ist, dass die Eigentumsquote insgesamt niedriger ist als in den anderen industrialisierten Ländern. In Deutschland liegt sie bei Werten um die 40-45%. Das bedeutet, dass der Mietmarkt und hier im speziellen der private Mietmarkt etwa die gleichen Werte aufweist. Gründe liegen vor allem in der Geschichte und Wohnungspolitik der Länder. In Deutschland gab es beispielsweise vergünstigte Darlehen für den sozialen Mietwohnungsbau, der aber schon nach kurzer Mietzeit aus der sozialen Bindung entlassen werden konnte. So erhielt der Bauherr günstige Darlehenszinsen und konnte nach einer bestimmten Zeit der Mietbindung die Wohnung frei vermieten.

Oft wird die Verantwortung für die niedrigen Wohneigentumsquoten in Deutschland der restriktiven Ausgabe von Hypothekendarlehen zugeschrieben. Günstige, sogenannte erst-rangige Hypothekendarlehen werden bis zu einer LTV von 60% angeboten. Dabei wird die Immobilienbewertung selbst sehr konservativ vorgenommen, so dass mit einem Wertabschlag von 15-20% des aktuellen Verkehrs- oder Marktwertes gerechnet werden kann.

Auch die geringe Inflationsrate dieser Länder in der Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg hat unter Umständen geringe Anreize zur Bildung von Wohneigentum geschaffen. Obwohl aber dieses Modell die Nachfrage nach Wohneigentum begrenzt bzw. unterdrückt, wird der gesamte Wohnungsmarkt in diesen Ländern als stabil bewertet.⁸⁴

⁸³ In Großbritannien werden Kredite, die über 75% des LTV hinausgehen, über sogenannte „mortgage indemnity guarantees“ abgesichert. Der Darlehensnehmer zahlt eine Prämie zum Schutz des Kapitalgebers vor Ausfall bzw. Zwangsversteigerung.

Zu den Problemen des Systems siehe die Ausführungen in Kap.3.3.3

⁸⁴ MacLennan/Muellbauer/Stephens (1998), S.75f.

3.2.3 Zusammenfassung und Auswahl der Länder

Um verschiedene Systeme der Wohneigentumsfinanzierung miteinander vergleichen zu können, müssen die unterschiedlichen Charakteristika zunächst beschrieben und kategorisiert werden. Als grundlegendes Kriterium zur Systematisierung kann der Einfluss des Kapitalmarktes und die Rolle der Finanzintermediäre herangezogen werden. So können grundsätzlich geschlossene und offene Systeme unterschieden werden, die sich in weitgehend kapitalmarktunabhängige Systeme unterteilen wie RoSCAs- und Bausparkassensysteme, traditionelle Systeme wie Einlagensysteme und Systeme gesicherter Schuldverschreibungen, und schließlich moderne Systeme, deren Refinanzierung über spezialisierte Unternehmen direkt am Kapitalmarkt erfolgt. Weiter können die Systeme hinsichtlich ihres Produktangebots (Zinssätze, LTV), der kulturellen Präferenzen (Mobilität) und der historischen, wirtschaftlichen oder rechtlichen Einflüsse (Inflation, Zwangsversteigerung) beurteilt werden. Allerdings bedarf es für eine Beschreibung der nationalen, europäischen Finanzierungssysteme nicht nur jeweils eines der beschriebenen Kriterien, sondern es müssen pro Kategorie meist mehrere gleichzeitig berücksichtigt werden. Dabei sind die Systeme keineswegs statisch, sondern befinden sich im ständigen Wandel.

Um eine Auswahl der zu untersuchenden Länder und Systeme zu treffen, wurde einerseits die Bedeutung der nationalen Hypothekenmärkte bewertet und zum anderen die oben genannte kapitalmarktbezogene Kategorisierung bzw. die von Stephens (2000) vorgestellte Unterteilung der EU15-Länder in drei Gruppen berücksichtigt. Wie in Kapitel 2 schon dargestellt, zählen Großbritannien und Deutschland zu den größten Hypothekenmärkten der EU. Dagegen ist die Bedeutung des spanischen Hypothekenmarktes in der EU noch nicht so hoch (siehe Tabelle 2.1-1), nimmt aber rasant zu. Obwohl vor allem externe Beobachter aufgrund der seit Ende der 90er Jahre ständig wachsenden Immobilienpreise eine spekulative Blase auf dem spanischen Hypothekenmarkt befürchten, hält der Anstieg und die zunehmende Verschuldung der spanischen Bevölkerung an. Es stellt sich daher die Frage, ob das dort vorhandene System die notwendigen Finanzierungsmittel in ausreichender Form bereitstellen kann und stabil genug aufgestellt ist.

Auch in Großbritannien stiegen die Immobilienpreise Ende der 90er Jahre an, die Entwicklung flachte aber im Jahr 2004 wieder ab. Großbritannien hat aber Ende der 80er Jahre schon eine Finanzkrise durchlebt, die durch Immobilienpreisspekulationen ausgelöst wurde. Damals verschwanden viele Finanzdienstleister vom Markt und viele Eigentümer wurden in den Ruin getrieben.⁸⁵ Das einzige europäische Land, das keine überdimensional ansteigenden Immobilienpreise und auch kein Wachstum der grundpfandrechtl. gesicherten Darlehen seit Ende der 90er Jahre zu verzeichnen hat, ist Deutschland. Daher stellt sich die Frage, ob das hier anzutreffende Finanzierungssystem diese Entwicklung begünstigt, die Akteure vor Schaden bewahrt oder aber aufgrund mangelnder Anpassungsfähigkeit Wachstum verhindert.

⁸⁵ siehe auch Kap.3.3.3

Auf den ersten Blick scheint Großbritannien das transparenteste System der Wohneigentumsfinanzierung innerhalb Europas zu haben. Die hohe Eigentumsquote und ein für europäische Verhältnisse überdurchschnittlicher Eigentumswechsel drängt nach der Frage, ob der Wohnungs- und der Hypothekenmarkt dort transparenter sind und damit ein Wohnungswechsel kostengünstiger durchzuführen ist als in anderen Ländern. Die Verzinsung der angebotenen Produkte ist hauptsächlich variabel und die Refinanzierung der Finanzdienstleister erfolgt traditionell vor allem über Spareinlagen. Für die restliche Refinanzierung über den Kapitalmarkt werden vor allem Mortgage Backed Securities verbrieft. Gesicherte Schuldverschreibungen nehmen hier bisher nur einen verschwindend geringen Anteil der Refinanzierungspraxis ein. Erst seit kurzem wird versucht, mit Hilfe von sogenannten Structured Covered Bonds, Marktanteile zu gewinnen.⁸⁶

Ein fast gegenteiliges Bild dazu bietet das deutsche System. Mit 40-45% gehört Deutschland zu den Ländern mit den niedrigsten Eigentumsquoten Europas.⁸⁷ Die Verzinsung der angebotenen Produkte ist hauptsächlich fest. Allerdings erfolgt auch hier die Refinanzierung der Finanzdienstleister traditionell über Spareinlagen. Doch der Anteil der Refinanzierung über Pfandbriefe nimmt immer weiter zu. Im europäischen Vergleich erreichen Pfandbriefe den höchsten Anteil aller ausstehenden Covered Bonds. Allerdings stellt sich mit der Änderung des Pfandbriefgesetzes die Frage nach der Zukunft des Pfandbriefes und des deutschen Finanzierungssystems neu. Im Jahr 2005 wurde das Spezialbankprinzip für Hypothekenbanken zur Ausgabe von Pfandbriefen und damit eine wesentliche Sicherheitssäule des Pfandbriefsystems in der Vergangenheit abgeschafft. Werden die Pfandbriefemissionen weiter an Gewicht gewinnen? Bleibt die Stabilität des deutschen Systems der Wohneigentumsfinanzierung erhalten? Eine weitere Besonderheit der Wohneigentumsfinanzierung in Deutschland ist die Existenz der Bausparkassen. Sie bestehen neben den Universalbanken weiter fort, während in Großbritannien die meisten Building Societies inzwischen zu Universalbanken umgewandelt oder in diese integriert wurden. Und das obwohl sie entsprechend der Kategorisierung in Abbildung 3.2-1 nicht den geschlossenen Systemen der Finanzierung angehören. Da Deutschland neben Österreich das einzige europäische Land ist, in dem ein geschlossenes System weiterhin existiert, ist es von Interesse dessen Einfluss auf das deutsche Gesamtsystem der Wohneigentumsfinanzierung zu betrachten.

In Spanien dagegen ist vor allem die große Bandbreite an angewandten Refinanzierungsoptionen interessant. Zunächst wird im Wesentlichen wie in anderen etablierten europäischen Ländern auch über Spareinlagen refinanziert, aber die Anteile gesicherter Schuldverschreibungen sind schon sehr hoch und liegen im europäischen Vergleich hinter Deutschland und Dänemark an dritter Stelle. Weiter werden auch sogenannte Spanish Mortgage Backed Securities ausgegeben, eine „Hybridkonstruktion“ zwischen Cédulas Hipotecarias und Mortgage Backed Securities. Darüber hinaus bieten spanische Finanzdienstleister auchbauspar-

⁸⁶ siehe auch Kap.3.3.3

⁸⁷ siehe Tabelle 2.2-2

ähnliche Produkte. Diese befinden sich aber nicht innerhalb eines geschlossenen Systems.

Tabelle 3.2-1 fasst die Ausprägungen der Finanzierungssysteme in den drei zur Untersuchung ausgewählten Länder noch mal im Überblick zusammen.

	Deutschland	Spanien	Großbritannien
geschlossen	- Bausparkassen	_____	_____
offen / mit Selbsteintritt	- Einlagen	- Einlagen	- Einlagen
	- gesicherte Schuldver- schreibungen (Pfandbriefe)	- gesicherte Schuldver- schreibungen (Cedulas Hipotecarias)	_____
offen / ohne Selbsteintritt	_____	- direkt	- direkt (MBS)
		- mit Conduit (Spanish MBS)	- mit Conduit (MBS)
nach Stephens (2000)	<i>Ausgewogenes Modell</i>	<i>Südeuropäisches Modell</i>	<i>Transparentes Eigentü- mermodell</i>

Tabelle 3.2-1: Ausprägungen der Systeme der Wohneigentumsfinanzierung in den ausgewählten Ländern

3.3 Charakteristika der ausgewählten europäischen Länder

Die folgenden Abschnitte geben einen genauen Einblick in die Systeme der Wohneigentumsfinanzierung der drei ausgewählten europäischen Länder Deutschland, Spanien und Großbritannien. Da der historische Hintergrund eine wesentliche Rolle in den nationalen Besonderheiten der europäischen Systeme spielt, wird zunächst dieser näher beleuchtet. Damit eng verbunden ist auch die kulturelle Prägung der Wohnpräferenzen und folglich auch die Nachfrage nach Wohneigentum und Hypothekendarlehen. Im Anschluss werden die Finanzdienstleister und die angebotenen Produkte vorgestellt, deren Refinanzierung und die aktuellen gesetzlichen Rahmenbedingungen. Am Ende des Kapitels erfolgt ein erster Systemvergleich.

3.3.1 Deutschland

3.3.1.1 Historische Entwicklung

In Deutschland wurde schon im 18. und 19. Jahrhundert der Weg zur Entwicklung eines Systems der Wohneigentumsfinanzierung nach heutiger Art geschaffen. Wichtig waren vor allem die Gründung institutioneller Kreditgeber wie Sparkassen und Hypothekenbanken und die Einführung von Kataster, Grundbuch und Hypothek zur Absicherung der Grundstückskredite. Die sogenannten Landesgesetze vom 17. bis 19. Jahrhundert schufen die rechtlichen Grundlagen für die heutige Form der Hypothekarkreditvergabe. Sie passten die Darlehensvergabe des römischen Reiches den deutschen Rechtsvorstellungen an. Im preußischen Landrecht des Jahres 1620 wurden erstmals die Grundsätze zur Eintragungspflicht, zur Rangstellung und Spezialität für Hypothekenverträge aufgestellt. Im Jahr 1794 wurde das Prinzip des öffentlichen Glaubens des Grundbuchs geschaffen und die Zubehörhaftung geregelt.⁸⁷

Bis zum ersten Weltkrieg wurde die Finanzierung im Wesentlichen von institutionellen Kreditgebern wie Banken und Sparkassen übernommen. Sie finanzierten bis zu 60% der gesamten Kosten über den sogenannten „organisierten Realkredit“, d.h. über erststellige Darlehen. Weitere 20% finanzierten private Kapitalgeber über nachstellige Kredite. Die Zinssätze dieser Darlehen lagen allerdings um etwa ein Prozent höher als die der Kreditinstitute. Der Rest wurde durch eigene Mittel finanziert.⁸⁸

Allerdings führten der Zusammenbruch des Wirtschaftssystems nach dem Ersten Weltkrieg und die allgemeine Weltwirtschaftskrise Ende der 20er Jahre zum Verschwinden der nachstelligen Hypothekenvergabe. Aber auch die erststellige Hypothekenvergabe ging infolge der Inflation und reduzierter Beleihungswerte in dieser Zeit bis auf 20% der Kosten zurück.

⁸⁷ Vgl. Jokl (1998), S.16, Schönmann (1993), S.827 und Kühne-Büning (1994), S.404.

⁸⁸ Vgl. Jokl (1998), S.17

Darüber hinaus waren die Zinssätze für erststellige Hypothekendarlehen doppelt so hoch wie vor dem Krieg. Um die Finanzierungslücke zu schließen, mussten erhebliche öffentliche Mittel bereitgestellt werden. In dieser Zeit entstanden die privaten Bausparkassen, die im Sinne der Kollektivfinanzierung zunächst Vollfinanzierungen im erst- und zweitstelligen Beleihungsraum unabhängig vom Kapitalmarkt anboten, sich aber bald auf die Finanzierung im nachstelligen Beleihungsraum beschränkten. Die Arbeitsteilung zwischen den Hypothekenbanken und Bausparkassen ergab sich auch durch die Einführung des Hypothekenbankgesetzes im Jahre 1900 und das damit in Deutschland etablierte Spezialbankenprinzip.⁸⁹ Mit Hilfe öffentlicher Bürgschaften, sogenannter Reichsbürgschaften, gelang es den erststelligem Kreditgebern wieder, Kredite bis zu 60% der Gesamtkosten zu vergeben (Ib-Hypothek). Diese öffentlichen Bürgschaftsverfahren werden heute noch von Bund und Ländern praktiziert.⁹⁰

Die Arbeitsteilung in der Wohnungsfinanzierung zwischen Banken und Sparkassen für die erststellige Finanzierung und den Bausparkassen für die zweit- oder nachstellige Finanzierung und den öffentlichen Bürgschaften zeigte Wirkung. Ende der 30er Jahre wurden fast 300.000 Wohnungen pro Jahr errichtet. Trotzdem blieb bis zu Beginn des Zweiten Weltkrieges ein Fehlbestand von rund einer Million Wohnungen.⁹¹

Um die Einstellung der deutschen Bevölkerung zum Wohnen und speziell zum Wohneigentum als Konsum- und Investitionsgut zu verstehen, ist die Kenntnis der Wohnungssituation und -politik nach dem Zweiten Weltkrieg von grundlegender Bedeutung. Die Wohnsubstanz war in weiten Teilen Deutschlands zerstört. Über ein Fünftel des Bestandes war vollkommen weggefallen, etwa ein Viertel beschädigt. Es erforderte ein entschlossenes Engagement der öffentlichen Hand, um die Wohnraumversorgung der Bevölkerung mindestens notdürftig sicherzustellen.⁹² Trotz eines grundsätzlich marktwirtschaftlich ausgerichteten deutschen Wirtschaftssystems erfolgten daher mit Hilfe der sogenannten „Wohnungszwangswirtschaft“ grundlegende Eingriffe auf dem Wohnungsmarkt. Hauptziel der Wohnungspolitik der Bundesrepublik war, die Produktion von Wohnungen zu stimulieren. Die Auswirkungen dieser Interventionen sind bis heute erkennbar. Im Ersten Wohnungsbaugesetz aus dem Jahr 1950 wurde die grundsätzliche Zielsetzung der staatlichen Hilfestellung beschrieben: „...Bund, Länder und Gemeinden ...haben den Wohnungsbau ... für breite Schichten des Vol-

⁸⁹ Neben den Bausparkassen waren die Hypothekenbanken bis zur Ablösung des Hypothekenbankgesetzes durch das Pfandbriefgesetz im Jahr 2005 die größte Gruppe der Spezialkreditinstitute. Siehe dazu auch Kap.3.3.1.3. Die Gründung von Hypothekenbanken in Deutschland geht auf den im französischen Dekret SCF vom 28. Februar 1852 niedergeschriebenen Gedanken zurück, privatrechtliche Bodenkreditinstitute zuzulassen. Als erste reine Hypothekenbank wurde am 8. Dezember 1862 die heute noch bestehende Frankfurter Hypothekenbank gegründet. Bald wurden weitere 12, heute noch bestehende Hypothekenbanken gegründet. Das deutsche Hypothekenbankgesetz vom 1. Januar 1900 entwickelte sich dann aus mehreren Normativbestimmungen und regionalen Gesetzen. Vgl. auch Bellinger (2001), S.124

⁹⁰ Vgl. Jokl (1998), S.17f., 74f. und Schönmann (1993), S.849 f.

⁹¹ Vgl. Jokl (1998), S.19 und Schönmann (1993), S.855, 871f.

⁹² Ende der 40er Jahre wurden etwa 10 Mio. Flüchtlinge erwartet. Der Alliierten-Kontrollrat ergriff daher Notmaßnahmen: Die Mieten wurden auf das Niveau von 1936 festgesetzt und die Möglichkeiten zur Kündigung beschränkt. Erst Anfang der 50er Jahre trat eine Normalisierung des Wohnungsmarktes ein. Seit 1950 gibt es für den freien Wohnungsmarkt keine Mietpreisbindung mehr. Vgl. Behring/Helbrecht (2001), S.160.

kes ... (sozialer Wohnungsbau)...als vordringliche Aufgabe zu fördern“. Aus diesem Grund und auch auf Grund des allgemeinen Kapitalmangels wurden die neuen Förderinstrumente allen Bauherren und Investoren zugänglich gemacht. Solange die Bedingungen der zulässigen Wohnungsgröße und –ausstattung eingehalten wurden und die Wohnungen ausschließlich von Berechtigten genutzt wurden, wurden Darlehen vergeben. Der berechtigte Nachfragerkreis umfasste weit mehr als die Hälfte der Bevölkerung. Wohnungen wurden steuerlich vorwiegend als Investitionsgut betrachtet, deren Abnutzung man abschreiben und Zinsen als Kosten „absetzen“ konnte.⁹³ Zwischen 1949 und 1954 wurden in Folge ca. 2,5 Mio. und bis 1956 etwa 4 Mio. Wohnungen errichtet. Dies legte den Grundstein für die heutige, in Deutschland vorherrschende Wohn- bzw. Mietkultur.⁹⁴

Bereits mit dem Zweiten Wohnungsbaugesetz aus dem Jahr 1956 wurde ein neues Ziel definiert. Weite Teile der Bevölkerung sollten Eigentum erwerben. Das Wohnungswesen sollte zur Marktwirtschaft übergehen und dadurch das weiterhin bestehende Wohnungsdefizit abgebaut werden. Das staatliche Förderinstrumentarium stellte dabei das eigene Haus an oberste Stelle, danach die Eigentums- dann erst die Mietwohnung. Gleichzeitig sorgte der *Lücke-Plan von 1960*, ein Gesetz über den Abbau der Wohnungszwangswirtschaft, für die Liberalisierung der bis dahin bestehenden Mietbindung. Um den Übergang des Wohnungswesens zur Marktwirtschaft sozial abzufedern, wurde in den 60er und 70er Jahren das sogenannte Wohngeld, ein Miet- und Lastenzuschuss in Abhängigkeit vom Einkommen, eingeführt. Damit verlagerte sich der wohnungspolitische Schwerpunkt von der Subjektförderung auf die Objektförderung. Allerdings verringerte sich das Wohnungsdefizit durch diese Pläne langsamer als erwartet. Erst in den 80er Jahren war der Wohnungsbedarf der Bevölkerung weitgehend gedeckt. Die Bevölkerungszahl stabilisierte sich und der Bund konnte die Intensität der Förderung zurücknehmen. Der Wohnungsneubau wurde im Wesentlichen privaten Trägern überlassen, der Sozialwohnungsbau zurückgefahren. Heute werden öffentliche Fördermittel nur noch für den Erwerb oder die Instandhaltung selbstgenutzten Eigentums zur Verfügung gestellt. Seit der Einführung des Eigenheimzulagengesetzes im Jahr 1996 erfolgt die Förderung allerdings für jeden Haushalt nur noch einmal.⁹⁵

Die auf dem Hypothekenmarkt agierenden Finanzinstitute vergaben bis Anfang der 70er Jahre üblicherweise Hypothekendarlehen mit sehr langen Zinsfestschreibungsfristen. Die bis dahin klassische Pfandbriefhypothek der Hypothekenbanken hatte eine Zinsfestschreibung von 30 bis 40 Jahren. Entsprechend lange war auch die Laufzeit der Pfandbriefe zur Refinanzierung der ausgegebenen Hypothekendarlehen. Als Folge gestiegener Zinsen und Inflationsraten wurde ab 1968 auf die sogenannte Abschnittsfinanzierung umgestellt, bei denen Darlehen zwar über eine Laufzeit von 25 bis 30 Jahren gewährt, die Zinssätze aber nur noch für 5,

⁹³ Die steuerlichen Anreize des Gesetzgebers waren vor allem eine erhöhte AfA für Eigenheim und Eigentumswohnungen, die gewinnmindernde Absetzung unverzinslicher nachrangiger Darlehen, die Grunderwerbsteuerbefreiung und die Grundsteuerbefreiung für die Dauer von 10 Jahren. Schönmann (1993), S.872.

⁹⁴ Vgl. Schönmann (1993), S.872 und Donner (2001), S.169f.

⁹⁵ Vgl. www.lbs.de vom 05.10.2004; Donner (2001), S.169f. und Behring/Helbrecht (2002), S.166

10 und 15 Jahre festgeschrieben werden. Dadurch entstand ein großer Markt für Umschuldungen und Anschlussfinanzierungen, in den alle auf dem Finanzmarkt tätigen Finanzinstitute hineindrängten. Auch die bis dahin von den Instituten relativ streng eingehaltenen Beleihungsgrenzen und die daraus resultierende Arbeitsteilung - Hypothekenbanken bis 60%, Bausparkassen bis 80% - verwischten immer mehr, weil auch Personalkredite für die Wohneigentumsfinanzierung zunehmend an Bedeutung gewannen.⁹⁶ Der Anteil der „sonstigen Kredite für den Wohnungsbau“ an allen Wohnungsbaukrediten, unter denen die Statistik der Deutschen Bundesbank vor allem Personalkredite zusammenfasst, hat sich in den letzten 30 Jahren verfünffacht (siehe Abbildung 3.3-1).

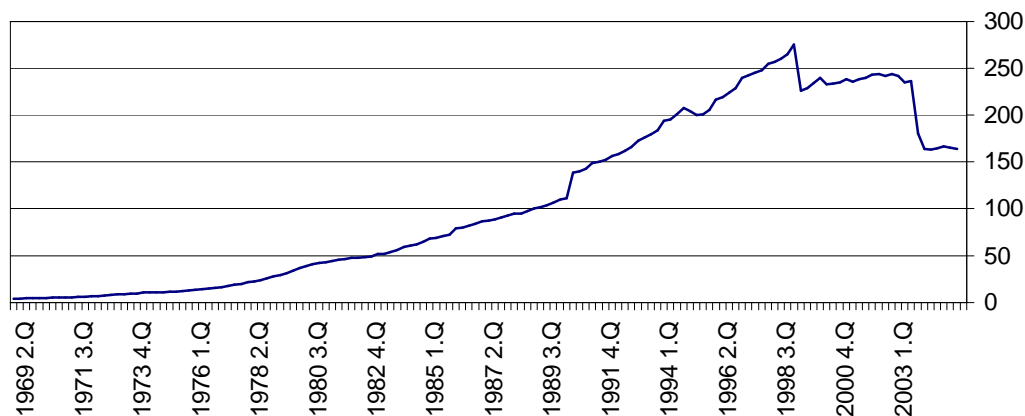


Abbildung 3.3-1: Entwicklung der sonstigen Kredite für den Wohnungsbau in Mrd. €⁹⁷

3.3.1.2 Nachfrage nach Wohneigentum und Hypothekendarlehen

„Der Profi mietet“ – bezugnehmend auf die Situation am deutschen Wohnungsmarkt sind Behring/Helbrecht (2001) in ihrer Studie über die Ursachen unterschiedlicher Wohneigentumsquoten in westeuropäischen Ländern oft auf solche oder ähnliche Aussagen gestoßen. Obwohl aber Umfragen zufolge in Deutschland über 80% der Haushalte von einem eigenen Haus träumen, wollen die meisten „lieber kein Haus als ein einfaches“. Folglich besteht zwischen kleinen ländlichen Gemeinden und großen Städten ein erhebliches Gefälle der Eigentumsquoten. In Gemeinden unter 5.000 Einwohnern leben über 60% der Haushalte in Eigentum, wohingegen in Städten mit über 50.000 Einwohnern unter 50% der Haushalte Eigentum besitzen. Dies deutet auch darauf hin, dass vor allem Etagenwohnungen als Eigentum weniger akzeptiert werden. Ihr Anteil liegt bei etwa ein Fünftel des gesamten Wohneigentums. Andererseits besteht in Deutschland ein großes Angebot an Etagenwohnungen, wofür auch der intensive, industriell geprägte Wohnungsbau der großen Wohnungsbaugesellschaft

⁹⁶ Vgl. dazu ausführlich Schönmann (1993), S.886ff. und Donner (2001), S.171f.

⁹⁷ Quelle: Eigene Darstellung, vgl. Daten von www.bundesbank.de, Stand: 24.07.2005 und Kap.3.3.1.2

ten in den Jahren 1949 bis 1978 mitverantwortlich ist. Ca. 50% des deutschen Wohnungsbestandes entspricht diesem Bild.⁹⁸

Laut Meldungen des Statistischen Bundesamtes vom Jahr 2002 wohnen insgesamt nur 42,3% aller deutschen Haushalte in Eigentum.⁹⁹ Zusammen mit der Schweiz ist das die niedrigste Quote Europas. Da die vorhandenen Mehrgeschossbauten nicht den allgemeinen Wohnwünschen der Bevölkerung entsprechen und somit auch nur schwer in Eigentum umgewandelt werden können, kann davon ausgegangen werden, dass sich die Eigentumsquote auch nicht so schnell ändern wird. Im April 2002 lebten mehr als 53% der Haushalte in Gebäuden mit drei und mehr Wohnungen, rund 18% in Zweifamilien- und knapp 29% in Einfamilienhäusern.

Trotzdem lassen die Untersuchung von Behring/Helbrecht (2001) und andere Umfragen erkennen, dass die Wohnzufriedenheit der deutschen Haushalte hoch ist. Im Gegensatz zu anderen westeuropäischen Ländern der Nachkriegszeit, wo sich die Eigentümerquote sehr dynamisch entwickelt hat und der Eigentumserwerb damit ein wichtiger Motor zur Erhöhung der Wohnzufriedenheit zu sein schien, hat sich die Quote in Deutschland nur zögerlich verändert. Seit 1950 ist sie von 39,1% (alte Bundesländer) auf 44,6% (alte Bundesländer) bzw. 42,6% (alte und neue Bundesländer) im Jahr 2002 gestiegen.¹⁰⁰ Doch ist nicht in allen Altersgruppen eine Zunahme zu beobachten. Bei den Haushalten der 30- bis 40- Jährigen entwickelt sich die Wohneigentumsquote seit geraumer Zeit sogar rückläufig. Innerhalb von nur 14 Jahren sank sie von 35 auf 29% (2002).¹⁰¹

Aus den Umfragen zur Wohnsituation und dem Zufriedenheitsgrad der Bevölkerung folgern Ökonomen, dass Wohneigentum in Deutschland im Vergleich zum Anmieten einer Wohnung zu teuer ist.¹⁰² Dieser Schlussfolgerung ist die Tatsache immanent, dass sowohl im Eigentums- als auch im Mietwohnungssegment bedingt durch die Wohnungspolitik der Nachkriegszeit die Wohnbedingungen hervorragend sind. Damit fällt ein wesentlicher, wenn nicht sogar der wichtigste Grund für die Anschaffung von Wohneigentum, die Verbesserung

⁹⁸ Vgl. Behring/Helbrecht (2002), S. 167f., Donner (2000), S.197 und Statistisches Bundesamt (2000).

⁹⁹ Vgl. www.destatis.de, (Daten des statistischen Bundesamtes). In den alten Bundesländern lag die Quote mit 44,2% höher als in den neuen Bundesländern mit 34,2%.

¹⁰⁰ Vgl. Mikrozensuszahlen von 1998 und Mikrozensuszahlen von 2002 zur Wohneigentumsquote.

www.bbr.bund.de/veroeffentlichungen/berichte/band10.htm (Version: 08.01.2004)

Das Bundesministerium für Bau geht in einer Trendanalyse allerdings davon aus, dass sich die Eigentümerquote in Westdeutschland bis 2010 verstärken wird und sich dann aus demografischen Gründen gemäßigt fortsetzen wird. Demnach werden insgesamt deutlich mehr Ein- und Zweifamilienhäuser errichtet werden. Die Neubauzahlen im Geschosswohnungsbau werden insgesamt auf sehr niedrigem Niveau liegen. In Ostdeutschland wird die Nachfrage nach Wohneigentum weiterhin auf stabilem Niveau bleiben.

¹⁰¹ Dies ist umso bemerkenswerter, als in den letzten Jahren gerade in Deutschland die Immobilie in der politischen Diskussion immer gerne als Instrument der Altersvorsorge für die junge Generation herangezogen wurde. Tatsächlich muss die heute arbeitende Generation im Alter mit größeren Versorgungslücken aus dem staatlichen Rentensystem rechnen, und Wohneigentum könnte für sie eine wichtige Säule der privaten Altersvorsorge darstellen.

¹⁰² In der Literatur lassen sich für die negative Entwicklung bzw. Einstellung gegenüber Wohneigentum Erklärungsansätze aus verschiedenen Fachbereichen finden. Es sei hier kurz angedeutet, dass im Gegensatz zu den Ökonomen die Soziologen das Verhalten der deutschen Bevölkerung als soziales Selektionsverhalten interpretieren und Psychologen darin eine kognitive Dissonanz zwischen Wünschbarem und Erreichbarem erkennen.

der Wohnsituation, weg. Darüber hinaus schneidet das Wohnen zur Miete kurzfristig auf Grund niedrigerer laufender Kosten zu Beginn der Haushaltsgründung finanziell besser ab.¹⁰³ Langfristig hinkt der Vergleich, wobei an dieser Stelle keine Aussage darüber getroffen werden soll, ob sich Wohneigentum positiver auf die langfristige Vermögensentwicklung auswirkt als das Anmieten einer Wohnung. Zusammenfassend bemerken Faller et al. (2002) in ihrer Studie über die Hemmnisse der Wohneigentumsbildung in Deutschland, dass die Auswahl an Wohneigentum in Deutschland für viele Mieterhaushalte unattraktiv ist, die Kosten zu hoch und die Wohneigentumsmärkte zu unflexibel sind. Beispielsweise ist im Vergleich zu anderen europäischen Ländern die Wiederverkaufsrate von Häusern und Wohnungen sehr gering und wenig transparent.¹⁰⁴

Eine kurze Trendwende in Richtung Eigenheimerwerb konnte auf Grund anhaltend sinkender Zinsen und günstiger Baukosten zwischen 1995 und 1999 verzeichnet werden. Die Nachfrage nach Wohneigentum expandierte für deutsche Verhältnisse erheblich. Ab dem Jahr 1999 brach die Nachfrage aber wieder ein und blieb bis heute fallend. Auslöser des Einbruchs war ein deutlicher Zinsanstieg (um 1,7 Prozentpunkte), der Mitte 1999 einsetzte und bis zur Jahresmitte 2000 anhielt. Seither fiel der Zins zwar wieder, aber die Einkommensperspektiven wurden mit der allgemein einsetzenden konjunkturellen Abschwächung zunehmend unsicherer. Bau- und Kaufinteressenten verhalten sich seitdem abwartend und scheinen angesichts des strikten Rationalisierungskurses großer Unternehmen und angekündigter Streichungen von etlichen tausend Stellen hohe langfristige Verpflichtungen zu scheuen.¹⁰⁵

Trotz der niedrigen Wohneigentumsquote liegt Deutschland hinsichtlich der ausstehenden Hypothekarkredite im europäischen Vergleich mit einem Volumen von 1.163,5 Mrd. € hinter Großbritannien an zweiter Stelle der EU-Länder. Vergleicht man aber die Verhältnisse der ausstehenden Hypothekendarlehen zum Bruttoinlandsprodukt so rangiert Deutschland mit ca. 50% weit hinter den Niederlanden mit 97%, Dänemark mit 94% und Großbritannien mit 80%. Interessant ist dabei die Veränderung des Verschuldungsgrades zwischen den Jahren 1996 und 2005. Wie man in Abbildung 3.3-2 erkennen kann, hat diese sich in Deutschland im Vergleich zu den genannten Ländern nur marginal verändert.¹⁰⁶

¹⁰³ Siehe dazu ausführlich Faller et al. (2001) oder auch Behring/Helbrecht (2002), S.158

¹⁰⁴ Faller et al. (2001) ziehen daher den Schluss, dass es vorrangiges Ziel der Wohnungspolitik sein sollte, Wohneigentum in einer breiteren Palette unterschiedlicher Angebote innerstädtisch und am Stadtrand für verschiedene Bevölkerungs- und Altersgruppen anzubieten. Dies könnte den potentiellen Erwerberkreis vergrößern und einen Zuwachs der Wiederverkaufsrate mit sich bringen. Faller et al. (2001), S.69 f. Mit einer Erhöhung der Wiederverkaufsrate könnte sich die Transparenz der Finanzierungs- und Transaktionskosten erhöhen und aufgrund des damit erhöhten Preiskampfes die gesamte Wohneigentumsfinanzierung günstiger werden. Damit würde auch die Mobilität der Wohnungseigentümer erhöht.

¹⁰⁵ Vgl. Bartholamai (2002), S.3

¹⁰⁶ Im Vergleich zu 1998 hat sie sogar um 2% abgenommen. Im Jahr 1998 lag der Verschuldungsgrad in Deutschland bei 53%, Vgl. Housing Statistics in the European Union (2004), S.72

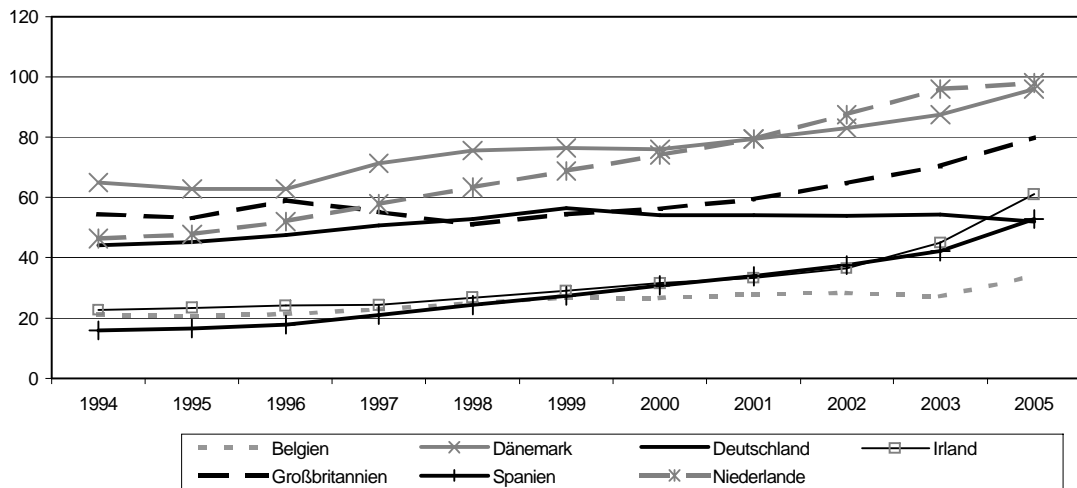


Abbildung 3.3-2: Verhältnis der ausstehenden Hypothekendarlehen zum BSP in %, 1994-2005¹⁰⁷

Auch wenn die Entwicklung der letzten Jahre nicht so dynamisch war, lassen die Zahlen doch den Schluss zu, dass die Deutschen zur Finanzierung von Wohneigentum die Angebote des Finanzsystems in hohem Maße nutzen.

Die privaten Haushalte sind seit jeher die größte Investorengruppe und damit auch die größte Nachfragergruppe für Finanzmittel im Wohnungsbau. Auf sie entfallen in Westdeutschland seit Kriegsende durchgängig etwa 60% aller neugebauten Wohnungen. Im Dezember 2004 standen Kredite von insgesamt 999,4 Mrd. € im privaten Bereich aus, 762,4 Mrd. € davon waren Wohnungsbaukredite, das sind etwa 76%. Die Gesamtsumme der ausstehenden Darlehen für den Wohnungsbau hat von 666,6 Mrd. € im Jahr 1995 um 63% auf 1.086,3 Mrd. € im Jahr 2004 zugenommen. (siehe Tabelle 3.3-1) Das sind etwa 49% der gesamten ausstehenden Kredite und 51% des Bruttoinlandsproduktes. Die Zahlen belegen die Bedeutung des Hypothekarkredites in der deutschen Finanzwirtschaft deutlich.

Jahr	Ausstehende Kredite an Privatpersonen ¹⁰⁸		Gesamtsumme der ausstehenden Kredite für Wohnungsbau					
	Insgesamt	davon für den Wohnungsbau	Zusammen	davon Hypothekarkredite		davon sonstige Kredite für den Wohnungsbau		
1995			666,6	413,1	62,0%	253,6	38,0%	
1996			733,0	453,6	61,9%	279,4	38,1%	
1997			789,4	495,1	62,7%	294,3	37,3%	
1998			846,1	532,2	62,9%	313,9	37,1%	
1999			991,3	691,5	69,8%	299,9	30,2%	
2000			1.030,8	737,6	71,6%	293,2	28,4%	
2001	926,7	704,3	76,0%	1.053,9	757,7	71,9%	296,2	28,1%

¹⁰⁷ Quelle: eigene Darstellung; vgl. Housing Statistics in the European Union (2004), S.72 und EMF (2005).

¹⁰⁸ Die genaue Bezeichnung dieser Kategorie lautet: „Kredite an wirtschaftlich unselbständige und sonstige Privatpersonen“. Vgl. Deutsche Bundesbank (2005), S.33

2002	949,5	725,1	76,3%	1.068,7	776,3	72,7%	292,4	27,3%
2003	975,6	744,7	76,3%	1.083,2	857,1	73,7%	216,2	26,3%
2004	999,4	762,4	76,3%	1.086,0	869,7	74,8%	216,3	25,2%

Tabelle 3.3-1: Ausstehende Hypothekarkredite und sonstige Kredite (Mrd. €) ¹⁰⁹

Der Großteil der aufgenommenen Mittel wird in den Neubau und den Kauf von Wohnungen investiert. Geringere Anteile werden für Modernisierungsmaßnahmen und Instandhaltung sowie zur Ablösung bestehender Darlehen genutzt (Tabelle 3.3-2).¹¹⁰

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Wohnungsneubau	41,0%	40,0%	36,4%	33,4%	35,0%	35,6%	35,4%
Modernisierung, Instandsetzung	17,9%	17,2%	17,7%	17,8%	17,5%	22,3%	24,4%
Kauf von Gebäuden und Wohnungen	31,5%	32,9%	35,3%	36,9%	35,5%	31,3%	29,6%
Ablösung von Krediten	9,6%	10,0%	10,5%	11,9%	12,0%	10,7%	10,6%

Tabelle 3.3-2: Verwendung der Wohnungsbaukredite¹¹¹

3.3.1.3 Finanzierungspartner

Institutionelle Hypothekarkreditgeber sind in Deutschland Kreditinstitute und Lebensversicherungsunternehmen. Ein Kreditinstitut gilt als solches, falls es die in §1 Absatz 1(1) des Kreditwesengesetzes (KWG) definierten Geschäftsarten gewerbsmäßig ausübt: Das Einlagen-, Pfandbrief-, Kredit-, Diskont-, Finanzkommissions-, Depot-, Investment-, Garantie-, Giro-, Emissions- und E-Geld-Geschäft.¹¹²

Die Kreditinstitute des deutschen Finanzsystems stammen aus dem privaten Bankensektor, dem genossenschaftlichen Sektor sowie dem öffentlich-rechtlichen Sektor. Kennzeichnend für alle drei Sektoren ist das Universalbankensystem. Trotz grundlegender Veränderungen in jüngster Zeit gilt das Universalbankprinzip nicht ausnahmslos. Es gibt auch Spezialinstitute.

Zu den *Universalbanken* zählen

- die privatwirtschaftlichen Kreditbanken (das sind Großbanken, Regionalbanken, Zweigstellen ausländischer Banken und Privatbankiers),
- die Pfandbriefbanken (ehemals Hypothekenbanken und Schiffsbanken)¹¹³
- die Genossenschaftsbanken,
- die Sparkassen und Girozentralen und

¹⁰⁹ Quelle: Deutsche Bundesbank (2005), S.32f.

¹¹⁰ Allerdings setzt sich der abnehmende Trend in der Bautätigkeit seit Mitte der 90er Jahre fort. Im Jahr 2001 wurden 286.000 Wohnungsneubauten genehmigt, im Jahr 2000 noch 340.000. Bartholmai (2002b), S.572f.

¹¹¹ Quelle: Eigene Berechnungen, Bartholamai (2002b), S.574.

¹¹² Vgl. KWG (2007), Rauch/Zimmermann (1998), S.16 und Jenkis (1995), S.14.

¹¹³ Mit der Ablösung des Hypothekbankgesetzes und des Schiffsbankgesetzes durch das Pfandbriefgesetz am 19. Juli 2005 gilt für sie nicht mehr das Spezialbankprinzip.

- die öffentlich-rechtlichen Grundkreditanstalten¹¹⁴ und Landesbanken.

Spezialkreditinstitute sind

- die Bausparkassen und
- die Kreditinstitute mit Sonderaufgaben (z.B. die Deutsche Ausgleichsbank).¹¹⁵

Tabelle 3.3-3 zeigt die Anteile der verschiedenen Institutsgruppen an den ausstehenden Darlehen für Wohnungsbauzwecke. Den größten Anteil haben demnach die Sparkassen, gefolgt von den Pfandbriefbanken. In Tabelle 3.3-4 ist genauer aufgeschlüsselt, welche Anteile die einzelnen Institute an der gesamten Kreditvergabe in der Wohnungsbaufinanzierung haben (ohne Versicherungsunternehmen). Es wird deutlich, dass die klassischen Universalbanken hohe Anteile sonstiger, nicht hypothekarisch gesicherter Kredite für den Wohnungsbau vergeben, während für die ehemals dem Spezialbankprinzip zugeordneten Hypothekenbanken der Anteil der Hypothekendarlehen sehr hoch ausfällt. Allerdings haben die Hypothekenbanken im Gegensatz zu den anderen Instituten Marktanteile eingebüßt (Tabelle 3.3-3).

	2002	Anteil	2003	Anteil	2004	Anteil	2005	Anteil
Sparkassen	289.951	25,44%	296.267	25,62%	297.308	25,70%	303.289	26,09%
Hypothekenbanken	233.370	20,47%	228.682	19,78%	145.227	12,55%	141.533	12,17%
Kreditgenossenschaften	164.531	14,43%	169.609	14,67%	176.404	15,25%	182.447	15,69%
Kreditbanken	155.824	13,67%	159.510	13,79%	243.888	21,08%	248.428	21,37%
Bausparkassen	105.100	9,22%	107.177	9,27%	105.558	9,12%	102.013	8,77%
Landesbanken	84.267	7,39%	83.987	7,26%	62.528	5,40%	62.708	5,39%
Versicherer	71.143	6,24%	73.067	6,32%	71.052	6,14%	69.299	5,96%
Banken mit Sonderaufgaben	34.527	3,03%	37.198	3,22%	54.304	4,69%	52.263	4,50%
Genossenschaftliche Zentralbanken	1.117	0,10%	844	0,07%	751	0,06%	608	0,05%
<i>Kredite für Wohnungsbau - Gesamt</i>	<i>1.139.830</i>	<i>100,00%</i>	<i>1.156.341</i>	<i>100,00%</i>	<i>1.157.020</i>	<i>100,00%</i>	<i>1.162.588</i>	<i>100,00%</i>

Tabelle 3.3-3: Anteile verschiedener Institutsgruppen an den ausstehenden Wohnungsbaukrediten (in Mio. € und %) jeweils im Dezember der Jahre 2002-2005¹¹⁶

¹¹⁴ Mit der Ablösung des Öffentlichen Pfandbriefgesetzes durch das Pfandbriefgesetz am 19. Juli 2005 gilt für sie nicht mehr das Spezialbankprinzip.

¹¹⁵ Die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) gilt nach §2 Abs.1 ausdrücklich nicht als Kreditinstitut. Das KWG gilt trotzdem zum Teil.

¹¹⁶ Quelle: Deutsche Bundesbank (2003a, 2004a, 2005a und 2006a), S.36 ff., Deutsche Bundesbank (2003b, 2004b, 2005b und 2006b), S.61 und Verband deutscher Hypothekenbanken (2003), S.34. Die Bundesbankstatistik erfasst die ausstehenden Kreditsummen, nicht die ausgezahlten Mittel. Es muss bei den Marktanteilen berücksichtigt werden, dass die von den unterschiedlichen Instituten vergebenen Darlehen über unterschiedliche Laufzeiten verfügen. Daher wird der Anteil der Bausparkassen beispielsweise unterschätzt, denn die Bauspardarlehen verbleiben wesentlich kürzer in den Bilanzen der Institute.

	Ausstehende Kredite für Wohnungsbau	Hypothekarkredite		Sonstige Kredite	
			Anteil in %		Anteil in %
Sparkassen	306.690	253.260	82,58%	53.430	17,42%
Hypothekenbanken	133.291	126.725	95,07%	6.566	4,93%
Kreditgenossenschaften	188.042	156.821	83,40%	31.221	16,60%
Kreditbanken	255.522	197.085	77,13%	58.437	22,87%
Bausparkassen	101.814	78.536	77,14%	23.278	22,86%
Landesbanken	61.404	49.877	81,23%	11.527	18,77%
Banken mit Sonderaufgaben	67.321	59.072	87,75%	8.249	12,25%
Genossenschaftliche Zentralbanken	568	16	2,82%	552	97,18%
<i>Gesamt</i>	<i>1.114.652</i>	<i>921.392</i>	<i>82,66%</i>	<i>193.260</i>	<i>17,34%</i>

Tabelle 3.3-4: Ausstehende Hypothekardarlehen und sonstige Kredite nach Institutsgruppe im September 2006, in Mio. €¹¹⁷

Die Anbieter von Wohnungsbaufinanzierungen in Deutschland sind fast ausschließlich deutsche Institute. Auf Grund der hohen Wettbewerbsintensität ist es für ausländische Wettbewerber äußerst schwierig, Fuß zu fassen, zumal in Deutschland sogenannte Verbundfinanzierungen¹¹⁸ üblich sind. Sie entstanden gegen Ende der 60er Jahre auf Wunsch der Kunden, in der Wohnungsfinanzierung mit nur einem Finanzierungspartner zu arbeiten. Die unterschiedlichen Beleihungsräume werden aber meist von verschiedenen Anbietern wie den Pfandbriefbanken, den Bausparkassen, den Sparkassen oder den Lebensversicherungen bedient. Daher übernimmt bei der sogenannten Finanzierung aus einer Hand eines der beteiligten Institute die Leitung und damit die Vertragsbildung, das Zahlungsmanagement und den Kontakt zum Kreditnehmer. Durch die Verflechtungen innerhalb der Finanzbranche sind Kooperationen mit fremden Instituten selten notwendig. Meist übernehmen Pfandbriefbanken als Tochterunternehmen großer Universalbanken die Leitung der Gesamtfinanzierung.¹¹⁹

In den folgenden Abschnitten werden die verschiedenen, in Deutschland tätigen Institutsgruppen etwas genauer vorgestellt.

a) Universalbanken

Universalbanken dürfen die gesamte Bandbreite der in §1 Absatz 1 KWG genannten Bankdienstleistungen anbieten. Sie können ihre Geschäftsfelder frei wählen. Üblicherweise streben sie zur Ertragssteigerung und Risikostreuung nach einem möglichst breiten Angebot,

¹¹⁷ Quelle: Eigene Berechnungen, Deutsche Bundesbank (2006a), S.36 ff. Versicherungsunternehmen sind nicht enthalten, da in der Bundesbankstatistik für diese nur „Anlagen in Hypotheken-, Grundschuld- und Rentenforderungen“ aufführt, sonstige Kredite für den Wohnungsbau aber nicht ausgewiesen werden. Unter der Rubrik „sonstige Kredite“ fasst die Bundesbank vor allem gedeckte Personalkredite zusammen, deren Anteil am Wohnungsbau sich in den letzten 30 Jahren verfünffacht hat.

¹¹⁸ Auch als Allfinanzprodukte oder „Finanzierungen aus einer Hand“ bekannt.

¹¹⁹ Vgl. Schulte et al. (2000), S.491, Jenkis (1994), S.17 f., Pauluhn (2002), S.93 ff. Auch eigenständige Hypothekenbanken arbeiten eng mit anderen Finanzinstituten zusammen, wie z.B. die Eurohypo mit der Commerzbank und der Allianz. Vgl. o.V. (2002), S.15.

einschließlich verschiedener Möglichkeiten der Baufinanzierung. Dies bedeutet aber nicht, dass Geschäftsbanken, Sparkassen, Volksbanken und Landesbanken immer alle Bankgeschäfte betreiben. Die Funktionen werden beispielsweise im mehrstufigen genossenschaftlichen Sektor (Volksbanken, Genossenschaftszentralbanken, Deutsche Genossenschaftsbank) und im Sparkassensektor (Sparkassen, Girozentralen/Landesbanken, Deutsche Girozentrale) auf die verschiedenen Institutsgruppen verteilt. Innerhalb dieses mehrstufigen Systems steht bei den regionalen Instituten das Einlagengeschäft, bei den überregional tätigen Banken die Wertpapieremission im Vordergrund.¹²⁰ Daneben gibt es die Hypothekenbanken bzw. Pfandbriefbanken, die bis zum 19. Juli 2005 dem Spezialbankprinzip unterlagen und daher hauptsächlich das Hypothekarkreditgeschäft betreiben.

Kreditbanken

Die Bankenstatistik der deutschen Bundesbank zählt vier Großbanken, 231 Regionalbanken und sonstige Banken sowie 121 Niederlassungen ausländischer Kreditinstitute zu den Kreditbanken.¹²¹ Im Dezember 2005 verfügten die Kreditbanken über einen Marktanteil von 21,4% an den ausstehenden Wohnungsbaukrediten, welche zu etwa drei Viertel hypothekarisch abgesichert waren.¹²² Die ausgegebenen Darlehen sind zum großen Teil variabel verzinst, da sich die Kreditbanken hauptsächlich über Spareinlagen refinanzieren und so versuchen das Zinsänderungsrisiko gering zu halten. Mit der Einführung des neuen Pfandbriefgesetzes haben allerdings alle Kreditinstitute das Recht, sich für eine Pfandbrieflizenz zu qualifizieren und sich so, durch die Ausgabe von Pfandbriefen, langfristig und günstig über den Kapitalmarkt zu refinanzieren. In der Vergangenheit bestand die Möglichkeit einer langfristigen Refinanzierung für die Kreditbanken nur über die Ausgabe von Bankschuldverschreibungen. Für die Kreditnehmer war es daher oft günstiger, die erstrangigen, festverzinslichen Darlehen von Tochterunternehmen der Großbanken, d.h. Hypothekenbanken oder Tauchsparparkassen, aufzunehmen und die Kreditbank für den nachrangigen Finanzierungsraum¹²³ in Anspruch zu nehmen.¹²⁴

Sparkassen, Landesbanken, Girozentralen und Genossenschaftsbanken

Die *Sparkassenorganisation* umfasst 489 Sparkassen in öffentlich-rechtlicher Trägerschaft, acht freie Sparkassen, 10 Landesbanken sowie die Zentralbank der Sparkassenorganisation, die DGZ•DekaBank. Mit ihrem großen Filialnetz sind sie vor allem im regionalen Bereich für die Finanzierung von Wohneigentum bedeutend. Wie man in Tabelle 3.3-3 erkennen kann, tragen sie den höchsten Anteil aller ausstehenden Darlehen für Wohnungsbauzwecke.¹²⁵

¹²⁰ Vgl. Bellinger (2001b), S.126 f., Jenkis (1995), S.14 f. und Brauer (1999), S.355

¹²¹ Vgl. Deutsche Bundesbank (2005), Stand Dez. 2003.

¹²² Siehe Tabelle 3.3-3 und Tabelle 3.3-4

¹²³ D.h. gedeckte Personalkredite über 60% bzw. 80% des Beleihungswertes hinaus.

¹²⁴ Vgl. Deutsch/Tomann (1995), S. 448f. und Diamond/Lea (1992), S. 89

¹²⁵ Vgl. Deutsche Bundesbank (2005), Stand: Dez. 2003.

Sparkassen sind gemeinnützige Kreditinstitute und unterliegen einem gesetzlich festgelegten, öffentlichen Auftrag, der sie verpflichtet, breiten Bevölkerungsschichten Bankdienstleistungen zur Verfügung zu stellen und die Vermögensbildung zu fördern. Sie sind daher auch in kleinen Städten anzutreffen, wo Großbanken keine Filialen unterhalten (Regionalprinzip), und verfügen damit über enge Kontakte zu den örtlichen Darlehensnehmern. Dies hat sich vor allem in der Bonitätsbeurteilung als Vorteil erwiesen und ermöglicht bei sich abzeichnenden Problemen ein schnelles Eingreifen.¹²⁶

Sparkassen gewähren Hypothekendarlehen vor allem im erststelligen Beleihungsraum. Als Beleihungsgrenze ist eine Grenze von 60% des Beleihungswertes festgesetzt. Sie kann aber im Einzelfall auch überschritten werden. Wie alle Banken unterliegen die Sparkassen dem Grundsatz I bzw. der neuen Solvabilitätsverordnung (SolvV) über angemessene Eigenmittelausstattung.¹²⁷

Die Refinanzierung der vergebenen Darlehen erfolgt hauptsächlich durch Spareinlagen. Das weitverbreitete Filialnetz der Sparkassen mit über 18.000 Geschäftsstellen erlaubt ihnen die Ansammlung erheblicher Sparbeträge. Um das Zinsänderungsrisiko zu beschränken, haben die Sparkassen daher in der Vergangenheit vorwiegend variabel verzinsliche Darlehen vergeben. Das hat sich geändert. Nach der für die Sparkassen geltenden Mustersatzung dürfen die hypothekarisch gesicherten Darlehen gegen Hypotheken-, Grund- und Rentenschulden nicht mehr als 50% der Spareinlagen ausmachen. Da davon ausgegangen werden kann, dass dieser Teil der Spareinlagen als *Bodensatz* weniger mobil ist, d.h. nicht jederzeit abgerufen wird, und somit unbedenklich in langfristige Darlehen angelegt werden kann, sind die Sparkassen in den letzten Jahren dem allgemeinen Trend hin zur Gewährung von Hypothekarkrediten mit einer Zinsfestschreibung von mindestens 10 Jahren gefolgt und haben die Vergabe variabel verzinslicher Wohnungskredite zurückgefahren. Bis zur Einführung des Pfandbriefgesetzes konnten sich die meisten Sparkassen allerdings nur indirekt über den Kapitalmarkt refinanzieren. Dafür nahmen die Landesbanken Sparkassenbriefe in ihre Deckungsmassen auf und gaben Öffentliche Pfandbriefe aus.¹²⁸

Durch die Kooperation der Sparkassen mit den Landesbanken, den sparkasseneigenen Versicherungen und den Bausparkassen besteht für ihre Kunden eine Vielzahl von Kombinationsmöglichkeiten der Hypothekendarlehen. Für den erstrangigen Beleihungsraum kann etwa zwischen variabel verzinslichen und festverzinslichen Hypothekendarlehen mit verschiedenen Zinsbindungsfristen oder endfälligen Versicherungshypotheken mit Prämienzahlungen gewählt werden. Für den nachrangigen Beleihungsraum besteht die Auswahl zwischen Bauspardarlehen der jeweiligen Landesbausparkasse und langfristigen Personenkrediten, deren Konditionen denen des erstrangigen Darlehens angepasst werden können.¹²⁹

¹²⁶ Vgl. Bellinger/Reif(1994), Büschgen (1991), S. 45f. und Jenkis (1995), S. 25f.

¹²⁷ Siehe dazu auch Kap. 3.3.1.5

¹²⁸ Vgl. (1995), S.26 und Diamond/Lea (1992), S.96. und Hagen (2005a), S.28.

¹²⁹ Vgl. Pauluhn (2001), S.94 und Kreutzfeld (1992), S.37.

Zu den Besonderheiten der Sparkassenorganisation zählte die bis Mitte 2005 geltende Anstaltslast und Gewährträgerhaftung.^{130T} Sie stammte noch aus der Zeit, in der die Sparkassen unselbständige Einrichtungen der Amtskörperschaft waren und wurde als Ausgleich des öffentlichen Auftrags gewährt. Gegenstand der Gewährträgerhaftung war die unbeschränkte, wenn auch subsidiäre Haftung der Körperschaften, die Träger der jeweiligen Sparkasse sind. Da in Europa alle wettbewerbsverzerrender Beihilfen beseitigt werden sollen, musste die Gewährträgerhaftung bis 2005 abgeschafft und die Anstaltslast durch normale Eigentümerverhältnisse ersetzt werden. Entsprechend den Haftungsmechanismen privater Banken, soll nur noch das Vermögen des jeweiligen Institutes als Haftungsmasse dienen. Dadurch werden auch die Anleihen der öffentlich-rechtlichen Institute denen der privatrechtlichen Banken gleichgestellt.^{131T}

Die *Landesbanken/Girozentralen* fungieren als Zentralbanken der Sparkassen. Darüber hinaus dienen die Landesbanken den jeweiligen Ländern als Hausbank, tätigen deren Bankgeschäfte und sollen die jeweilige Wirtschaft bedienen. Außerdem üben sie auch alle Aufgaben einer Universalbank aus.

Auch der Großteil der *Kreditgenossenschaften* ist in einen Verbund aus Hypothekenbanken, Bausparkassen und Versicherungen eingebunden, so dass auch sie Finanzierungen aus einer Hand anbieten. Auf der Aktivseite ähnelt das Angebot dem der Sparkassen (variabel verzinsliche Darlehen und Kredite mit Zinsbindungsfrist). Ähnlich wie die Landesbanken hatten die genossenschaftlichen Zentralbanken über die Ausgabe von Pfandbriefen schon immer Zugang zum Kapitalmarkt und konnten so Kredite an die einzelnen Institute refinanzieren. In der Bankenstatistik sind 1.619 Kreditgenossenschaften sowie zwei genossenschaftliche Zentralbanken erfasst. Sie sind in Eigentümerschaft ihrer Mitglieder und beschränken sich ähnlich den Sparkassen in ihrer Geschäftstätigkeit auf bestimmte Regionen.^{132T}

Hypothekenbanken bzw. Pfandbriefbanken

Seit der Abschaffung des Hypothekenbankgesetzes am 19. Juli 2005 hat der Begriff „Hypothekenbank“ keine rechtliche Grundlage mehr. Bis dahin unterlagen Hypothekenbanken dem Spezialbankprinzip und beschränkten ihre Hauptgeschäftstätigkeit gemäß §1 und §5 Absatz 1 und Absatz 2a des Hypothekenbankgesetzes (HBG) darauf, in- und ausländische Grundstücke zu beleihen und auf Grund der erworbenen Hypotheken bzw. Grundschulden Hypothekendarlehen auszugeben. Zu den Pfandbriefemittentem gehörten bis dahin private Hypothekenbanken, Schiffbanken und öffentlich-rechtliche Grundkreditanstalten.^{133T} Nach

¹³⁰ Auch die drei öffentlich-rechtlichen Grundkreditanstalten fielen darunter.

^{131T} Vgl. Hagen (2004), S.13 ff., Bellinger/Reif (1994), S. 431 f., Arndt/Tolckmitt (2001), S.19 und Bundesverband deutscher Banken (2002), S.55 ff.

¹³² Vgl. Deutsche Bundesbank (2005).

¹³³ Vgl. Hagen (2004), S.13. Zu den öffentlich-rechtlichen Instituten zählen drei Grundkreditanstalten. Sie nehmen neben der Finanzierung von Immobilien auch Sonderaufgaben der Länder und des Bundes wahr. Unter den öffentlich-rechtlichen Instituten gab es auch 5 Sparkassen und 10 Landesbanken plus die DekaBank. Die Landesbanken sind weitgehend universell tätige Institute. Die DekaBank hat ihre Geschäftsschwerpunkte im T

dem HBG, dem Schiffbankgesetz und dem Öffentlichen Pfandbriefgesetz sollten sich die Realkreditinstitute auf diese besonders risikoarmen Kreditgeschäfte beschränken. Außerdem unterlagen sie verschiedenen Kongruenzprinzipien. So wurde sichergestellt, dass die Pfandbriefinvestoren keine zusätzlichen Risiken als die dem Hypothekar- und Staatskreditgeschäft anhaftenden zu tragen hatten.¹³⁴

Der Begriff „*Pfandbrief*“ ist bis heute geschützt. Allerdings ist mit der Einführung des neuen Pfandbriefgesetzes (PfandBG) im Juli 2005 das Privileg der Ausgabe von Pfandbriefen für Hypothekenbanken, Schiffsbanken und öffentlich-rechtliche Kreditanstalten entfallen. §1 Absatz 1 PfandBG definiert den neuen Begriff „Pfandbriefbanken“ als Kreditinstitute, deren Geschäftsbetrieb das unter §1 und §5 Abs. 1 und Abs. 2a HBG beschriebene Pfandbriefgeschäft umfasst, aber nicht darauf beschränkt ist.¹³⁵

Für die Sicherheit der Pfandbriefinhaber musste nach dem Wegfall des Spezialbankprinzips als Qualitätsmerkmal ein Ausgleich durch andere Sicherungsmaßnahmen erfolgen. Um die zur Ausgabe von Pfandbriefen notwendige Pfandbrieflizenz von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zu erhalten, müssen Institute, die neu ins Pfandbriefgeschäft einsteigen wollen, daher bestimmte Mindestanforderungen regulatorischer und operativer Art und bzgl. der Deckungswerte erfüllen. Darüber hinaus unterliegt das Pfandbriefgeschäft weiterhin einer besonderen Aufsicht durch die BaFin.¹³⁶

Die regulatorischen Anforderungen sind in §2 des Pfandbriefgesetzes (PfandBG) geregelt. Sollte ein Kreditinstitut nicht bereits vor Inkrafttreten des PfandBG Pfandbriefe emittiert haben, muss es demnach im Wesentlichen¹³⁷

- über eine Erlaubnis für das Kreditgeschäft verfügen,
- nachweisen, das Pfandbriefgeschäft regelmäßig und nachhaltig betreiben zu wollen,
- ein auf die gesonderte Abbildung und Steuerung der Risiken der Deckungsmassen ausgerichtetes Risikomanagement betreiben und
- über ein Kernkapital von mindestens 25 Mio. € verfügen.

Die von den Pfandbriefbanken vergebenen Hypothekendarlehen dürfen gemäß §14 Abs.1 PfandBG nur erstrangig sein, d.h. 60% des nach §16 Abs. 4 PfandBG ermittelten Beleihungswertes nicht überschreiten.¹³⁸ Sie sind hauptsächlich festverzinslicher Art.

Staatskreditgeschäft, Geldhandel, Wertpapiergeschäft, im Emissionsbereich und Asset Management. Die Träger der Landesbanken sind in den meisten Fällen die regionalen Verbände der Sparkassen gemeinsam mit dem jeweiligen Bundesland. Bis Juli 2005 galt noch das Prinzip der Gewährträgerhaftung und der Anstaltslast für Landesbanken, d.h. das jeweilige Bundesland und die regionale Sparkassen hafteten für Verbindlichkeiten einer Landesbank bzw. mussten das Institut lebensfähig halten. Der Wegfall der Gewährträgerhaftung war Anlass für die Neuregelung des Pfandbriefprivilegs.

¹³⁴ Vgl. Schmidt (1993), S.1045. siehe auch Kap. 3.3.1.5

¹³⁵ Vgl. vdp (2006), S.4

¹³⁶ Vgl. Hagen (2004), S.14 f. und VdH (2005).

¹³⁷ Vgl. vdp (2006), S.4

Bis zum Jahr 2005 gab es Deutschland 40 Institute, die berechtigt waren, Pfandbriefe zu emittieren. Das waren im Wesentlichen 20 private Hypothekenbanken, 18 öffentlich-rechtliche Institute und zwei Schiffsbanken. Bis Mitte des Jahres 2006 waren es schon 62 Pfandbriefbanken. Es kann davon ausgegangen werden, dass die Gruppe der Pfandbriefemittenten weiter wächst, aber auf Grund der strengen Anforderungen überschaubar bleibt. Vor allem Landesbanken und Sparkassen zeigen großes Interesse an der Pfandbriefemission. Als erste Geschäftsbank hat im Jahr 2005 die SEB AG eine Lizenz der BaFin zur Emission von Pfandbriefen erhalten. Die ehemaligen Hypothekenbanken haben ihr Geschäftsmodell als überwiegend spezialisierte Immobilien- und Staatsfinanzierer meist beibehalten. Einige werden wohl mit ihren Muttergesellschaften verschmelzen.¹³⁹

Die Beschränkung der Geschäftstätigkeit durch das Spezialbankprinzip war überwiegend das Ergebnis staatlicher Reglementierung. Eine klare Beschreibung der Geschäftsfelder der Institute sollte Bankenrisiken verhindern. In jüngster Zeit aber war die traditionelle Arbeitsteilung zwischen den Universal- und Spezialbanken aufgeweicht worden. Die Spezialbanken überschritten die Grenzen ihrer ursprünglichen Geschäftsfelder und umgekehrt drangen gerade in der Wohnungsfinanzierung die Universalbanken in die Geschäftsbereiche der Spezialbanken ein. So war früher beispielsweise klar, dass Bausparkassen und Sparkassen für die Finanzierung von selbstgenutztem Wohneigentum zuständig waren und Pfandbriefinstitute eher für die gewerbliche Wohnungswirtschaft und den Mietwohnungsbau. Solche Formen der Spezialisierung wurden aber nicht zuletzt durch die Einbindung der einzelnen Institutsgruppen in Konzern- und Gruppenstrukturen verwässert. Gerade Großbanken hatten ihre eigenen Hypothekenbanken und Bausparkassen als Tochterunternehmen gegründet oder bestehende eingekauft.¹⁴⁰

b) *Spezialkreditinstitute - Bausparkassen*

Die Bausparkassen sind Kreditinstitute, die ausschließlich Wohnungsfinanzierung betreiben und somit zu den Spezialbanken gehören. Gemäß §1 Abs. 1 des Bausparkassengesetzes (BSpkG) ist ihr Geschäftsbetrieb darauf gerichtet, Einlagen von Bausparern entgegen zu nehmen und den Bausparern aus den angelegten Beträgen Gelddarlehen für wohnungswirtschaftliche Maßnahmen zu gewähren.¹⁴¹

Die geschlossene Form der Bausparfinanzierung entwickelte sich zu einem Markenzeichen deutscher Prägung. Im Jahr 1924 bzw. 1925 gründete Georg Kropp in Wüstenrot bei Heilbronn die „Gemeinschaft der Freunde, GdF“, eine Selbsthilfegruppe zur Finanzierung von Wohneigentum. Es war die erste Bausparkasse moderner Prägung. Es folgten 1928 die

¹³⁸ Die Bestimmung des Beleihungswerts wird entsprechend §16(4) PfandBG nach der Beleihungswertverordnung (BelWertV) vorgenommen. Vgl. vdp (2006), S.11 und 38ff.

¹³⁹ Stand Mai 2006. Vgl. auch vdp (2006a), S.29 und die Homepage der SEB AG (www.seb.de). Im übrigen hat die überwiegende Zahl der reinen Hypothekenbanken Geschäftsbanken und/oder Versicherungen als Großaktionäre. Vgl. Arndt/Tolckmitt (2001), S.17 f. und Jokl (1996), S.78.

¹⁴⁰ Vgl. Hagen (2005a), S.24., Jenkis (1995), S.14 f. und Jokl (1996), S.74.

¹⁴¹ Vgl. Bausparkassenfachbuch (2004/2005), S.42 und auch Kap. 3.2

„Deutsche Bund- und Siedlungsgemeinschaft, DBS“ und 1928 die „Beamtensparkasse, Heimstättengesellschaft der deutschen Beamten“ oder auch „Beamtenheimstättenwerk, BHW“. Alle arbeiteten nach dem Kollektivprinzip und den drei Phasen *Ansparung, Zuteilung und Darlehen*. Die Bausparkassen verbreiteten sich schnell und nach anfänglichem Zögern der Sparkassen und Girozentralen etablierten sich ab 1929 mit den sogenannten Landesbausparkassen (LBS) auch öffentliche Bausparkassen. In den 30er Jahren wurden etwa 300 Landes- und private Bausparkassen gegründet. In den meisten Fällen übernahmen sie die komplette Finanzierung von Wohnungskäufen oder –bauten, da nach dem Ersten Weltkrieg und der großen Inflation noch kein funktionsfähiger Kapitalmarkt vorhanden war. Die Vollfinanzierung führte allerdings zu hohen finanziellen Anforderungen für die Darlehensnehmer, da sie, um angemessene Wartezeiten zu erreichen, sehr hohe Anspar- und Tilgungsleistungen zu leisten hatten.¹⁴²

Im Jahr 1938 setzte in Folge der Weltwirtschaftskrise und der zutage getretenen Mängel des damaligen Bausparsystems, insbesondere der Überforderung durch die Vollfinanzierung, eine Sanierungs- und Konsolidierungsphase ein. Von den 300 Bausparkassen blieben nur 38 übrig. Die in diesen Jahren durchgeführte Bausparkassenreform erwirkte, dass sich das Bausparkassengeschäft ausschließlich auf den nachstelligen, zweiten Beleihungsraum konzentrierte und begründete damit die heute noch vielerorts praktizierte Arbeitsteilung zwischen den Bausparkassen und den Kapitalmarktinstituten. Dieses Modell bescherte den Bausparkassen nach dem Zweiten Weltkrieg einen enormen Aufschwung.¹⁴³

Heute gibt es 15 private und 11 öffentlich-rechtliche Bausparkassen. Während die öffentlich-rechtlichen Bausparkassen normalerweise im Eigentum des jeweiligen Bundeslandes oder der Sparkassenorganisation im jeweiligen Bundesland stehen, sind an den privaten vor allem Versicherungsunternehmen und Großbanken beteiligt. Die Bausparkassen sind damit ebenso wie die Hypothekenbanken eng mit anderen Kreditinstituten, Sparkassen oder Genossenschaftsbanken verflochten.

¹⁴² Vgl. Berndt et al. (1994) und S.15 f., Jenkis (1995), S.22

¹⁴³ Vgl. ebenda

Jahr	Baudarlehen insg.	Bauspar- darlehen	Vor- und Zwischenfi- nanz.	Sonstige Darlehen	Bauspar- einlagen	Anzahl der Verträge (Tsd)	Bauspar- summe
1997	95.649	49.097	37.499	9.053	89.148	33.184	638.439
1998	98.810	48.077	41.288	9.445	91.064	33.409	648.375
1999	94.890	43.937	46.316	5.177	94.841	33.371	654.684
2000	98.516	42.649	50.107	5.760	95.144	32.811	656.323
2001	101.355	41.669	53.528	6.158	96.122	32.510	663.132
2002	104.453	39.799	57.818	6.836	100.265	32.341	674.729
2003	106.521	36.369	62.810	7.342	106.215	32.920	700.048
2004	105.049	33.713	63.282	8.054	112.735	33.027	718.518
2005	101.687	29.198	64.046	8.443	119.589	32.558	725.913
10/2006	101.735	27.220	65.617	8.898	120.625	32.031	733.117

Tabelle 3.3-5: Bausparkassengeschäft der Jahre 1997-2006 ¹⁴⁴

In Tabelle 3.3-5 ist zu erkennen, dass sich das Geschäft der Bausparkassen in den letzten Jahren gewandelt hat. Neben Bauspardarlehen wurden vor allem immer öfter Vor- und Zwischenkredite gewährt, die dem eigentlichen Bauspargeschäft vorausgehen. Die Anzahl der Bausparverträge ist leicht schwankend. Nach einem Rückgang hatte sie im Jahr 2004 zunächst den Stand von 1997 wieder erreicht, ist im Oktober 2006 aber auf einem vorläufigen Tiefstand. Obwohl aber das Volumen der Bauspareinlagen gestiegen ist, kann das nicht automatisch auch für die Bauspardarlehen gefolgert werden. Bausparen wurde demnach in den vergangenen zinsschwachen Jahren, oft auch als günstige Anlageform benutzt. Die Option, nach Ablauf der Ansparphase ein Darlehen mit feststehendem Zins zu erhalten, konnte auf Grund der niedrigen Zinsen am Kapitalmarkt und den damit verbundenen niedrigen Darlehenszinsen der sonstigen Finanzinstitute in vielen Fällen uneingelöst verfallen. Statistische Erhebungen aus dem Jahr 2001 zeigen, dass im Jahr 1998 knapp 44% aller Haushalte in den alten Bundesländern über einen oder mehrere Bausparverträge verfügten.¹⁴⁵

c) *Versicherungsgesellschaften*

Traditionell treten auch Versicherungsunternehmen als Kreditgeber in der Immobilienfinanzierung auf. In den meisten Fällen sind dies Lebensversicherungen. Ihr Geschäftsmodell ist für die Wohnungsfinanzierung attraktiv, da sie über große Mengen langfristig angelegter Spargelder verfügen und damit in der Lage sind, langfristige Darlehen zinsgünstig auszugeben. Diese werden in der Regel festverzinst. Die meisten Lebensversicherer bieten ein Kombinationsprodukt aus endfälligem Hypothekendarlehen und kapitalbildender Lebensversicherung an. Letztere wird zum Schutz der Darlehensnehmer im Todesfall in Höhe der Kreditsumme abgeschlossen. Bei Vertragsauslauf oder im Todesfall, wird die Versicherungsprämie zur Ablösung des Hypothekendarlehens benutzt. Insgesamt sind in Deutschland 639 Versicherer tätig, darunter 122 Lebensversicherungsunternehmen. Laut Versicherungsaufsichtge-

¹⁴⁴ Quelle: Deutsche Bundesbank (2006a), S.102 f., Deutsche Bundesbank (2004a), S.102 f. und Deutsche Bundesbank (2003a), S.102 f.. Die Angaben beziehen sich jeweils auf den Monat Dezember, außer im Jahr 2006. Hier beziehen sich die Angaben auf den Monat Oktober, so dass der angegebene Wert als zu gering angesehen werden kann.

¹⁴⁵ Vgl. LBS (2001), S.52.

setz sind sie dazu verpflichtet, größtmögliche Sicherheit und Rentabilität bei jederzeit sicher gestellter Liquidität zu erzielen. Zusätzlich sollen die Anlagegeschäfte ausreichend diversifiziert sein. Daher beschränken sich die Versicherer auf den erststelligen Beleihungsraum. Forderungen aus Hypotheken-, Grund- und Rentenschulden nehmen etwa 10% aller von den Lebensversicherungen angelegten Mittel ein (Tabelle 3.3-6). Andere Versicherungsunternehmen sind zwar auch im Wohnungsbaukredit aktiv, aber nur mit sehr geringen Anteilen.¹⁴⁶

Jahr	Einlagen und Vermögensanlagen	Hypotheken-, Grundschul- und Rentenschuldforderungen	
2004	626.409	64.774	10,34%
2005	648.697	63.054	9,72%

Tabelle 3.3-6: Hypothekendarlehen der Lebensversicherungsunternehmen (Mio. €)¹⁴⁷

Insgesamt kann heute für alle Anbieter von Hypothekendarlehen nicht mehr davon ausgegangen werden, dass sie sich ausschließlich auf den erst- oder zweitstelligen Raum konzentrieren. Nach Wegfall des Spezialbankprinzips bieten auch die Sparkassen, Genossenschaftsbanken und Kreditbanken immer mehr Hypothekendarlehen im erstrangigen Beleihungsraum an und legen auch die Verzinsung über längere Perioden fest.

3.3.1.4 Finanzprodukte

In diesem Abschnitt werden die in Deutschland von den Kreditinstituten standardmäßig angebotenen Produkte vorgestellt. Durch die Beschränkung auf bestimmte Finanzierungsräume und eine vorsichtige Bewertungspraxis gilt die Wohneigentumsfinanzierung in Deutschland für die meisten Finanzinstitute als besonders risikoarm.

a) *Konditionen*

Die deutschen Finanzintermediäre bieten in der Wohneigentumsfinanzierung hauptsächlich Darlehensprodukte mit einer anfänglichen Zinsfestschreibung von 5, 10 bis maximal 15 Jahre.¹⁴⁸ Die Laufzeit der Kredite bis zur vollständigen Amortisation beträgt in der Regel 25 bis 30 Jahre. Nach Ablauf der Zinsfestschreibung müssen die Vertragspartner neu über den Zinssatz verhandeln. Daher findet sich auch die Bezeichnung Abschnittsfinanzierung. Neben den festverzinslichen Darlehen werden in geringerem Umfang auch variabel verzinsliche Darlehen angeboten.

¹⁴⁶ Vgl. Bellinger et al. et al. (1994), S.437, Rode (1993), S.90. Im Dezember 2005 haben Lebensversicherungen einen Anteil von 91% an den Forderungen aus Hypotheken-, Grundschul- und Rentenforderungen aller Versicherungsunternehmen. Pensions- und Sterbekassen (2,6%), Krankenversicherungsunternehmen (3,84%), Schadens- und Unfallversicherungen (2,5%), Rückversicherungen (0,02%). Quelle: Deutsche Bundesbank (2006b), S.61.

¹⁴⁷ Quelle: Deutsche Bundesbank (2005b), S. 62.

¹⁴⁸ Einige Finanzinstitute locken zurzeit auch mit sog. *Vollzeithypotheken* wie sie Anfang der 70er Jahre üblich waren. Der Zins wird für die gesamte Laufzeit des Hypothekendarlehens (meist 25 Jahre) festgeschrieben. In den meisten Fällen sind diese Finanzprodukte Kombinationen aus Bauspar- und Hypothekendarlehen.

Bis zur Realkreditreform Anfang der 70er Jahre wurden Hypothekendarlehen zu festen Konditionen über die gesamte Laufzeit von 30 bis 40 Jahren gewährt. Für die Darlehensnehmer bedeutete dies einerseits ein hohes Maß an Sicherheit. Sie konnten langfristig mit konstanten Kapitalkosten rechnen. Allerdings waren die bis zu diesem Zeitpunkt für die Vergabe von Wohnungsdarlehen hauptsächlich zuständigen Hypothekenbanken zur kongruenten Refinanzierung verpflichtet, so dass andererseits die Pfandbriefgläubiger in inflationären Zeiten nicht an den Zinserhöhungen des Kapitalmarktes partizipieren konnten. Um die Interessen zwischen den Kapitalgebern und –nehmern auszugleichen, ging man daher zur sogenannten Abschnittsfinanzierung über. Heute werden die Zinskonditionen nur noch für kürzere Zeiträume (5, 10 oder 15 Jahre) festgeschrieben und nach deren Ablauf neu festgesetzt. Für die Kreditnehmer aber bedeutet die Verkürzung der Festschreibungsfristen, dass sie dem Zinsänderungsrisiko des Marktes stärker ausgesetzt sind.¹⁴⁹

Der Marktanteil variabel verzinslicher Darlehen in der privaten Wohneigentumsfinanzierung liegt in Deutschland mit 12% des Neugeschäftsvolumens nicht sehr hoch (siehe Abbildung 3.3-3). Die Zinsanpassung der Darlehen erfolgt entweder nach freiem Ermessen der Kreditinstitute oder es wird der aktuelle Geldmarktzinssatz EURIBOR als Anpassungsindex gewählt.¹⁵⁰ Es gibt keine offiziellen Regeln oder gesetzlichen Vorschriften. Meist erfolgt die Anpassung in bestimmten vorher festgelegten oder zumindest rechtzeitig kommunizierten Zeitabschnitten. Um sich gegen zu große Zinserhöhungen zu schützen, können die Darlehensnehmer Zinsobergrenzen vereinbaren, sog. Caps bzw. Cap-Darlehen. Allerdings müssen sie dafür eine Cap-Prämie, d.h. eine Zinsbegrenzungsprämie, zahlen. Die Höhe der Prämie richtet sich nach der Laufzeit des Kredits und der anfänglichen Differenz zwischen dem variablen Satz und dem Cap-Satz.¹⁵¹ Zwar sind variabel verzinsliche Darlehen traditionell in Deutschland nicht so weit verbreitet, bieten aber einige Vorteile gegenüber den festverzinslichen Krediten. So können sie mit einer Kündigungsfrist von drei Monaten vorzeitig getilgt werden, ohne dass eine Vorfälligkeitsentschädigung an das Finanzinstitut zu entrichten ist.

Die offizielle Bankenstatistik der Deutschen Bundesbank lässt keine langfristigen, historischen Aussagen über die Entwicklung der Marktanteile der angebotenen Finanzprodukte in der Wohnungsfinanzierung zu. Da zudem die Universalbanken heute ebenfalls festverzinsliche Hypothekendarlehen anbieten, kann auch anhand der Statistik über die Marktanteile der einzelnen Bankengruppen am Hypothekenmarkt keine Aussage über die Marktanteile der Zinsprodukte getroffen werden. Seit dem Jahr 2003 ist die Bankenstatistik aber dazu übergegangen die Neugeschäftsvolumina der Wohnungsbaukredite an private Haushalte nach ihrer Zinsbindungsfrist zu unterscheiden. Abbildung 3.3-3 zeigt die Entwicklung der Darlehen mit variablen Zinsen oder einer anfänglichen Zinsbindung bis zu einem Jahr, Darlehen mit einer

¹⁴⁹ Vgl. Schönmann (1993), S. 892 und Jenkis (1995), S.48f.

¹⁵⁰ EURIBOR ist der offizielle Zinssatz, zu dem sich große Banken untereinander Geld leihen. Er orientiert sich am Leitzinssatz der Europäischen Zentralbank und wird jeden Tag in der Zeitung veröffentlicht, so dass auch die halbjährlichen Zinsanpassungen nachvollziehbar sind.

¹⁵¹ Vgl. Jenkis (1995), S.49

Zinsbindung über ein bis fünf Jahre, über fünf bis 10 Jahre und solche über 10 Jahre ab dem Jahr 2003 bis Mitte des Jahres 2006. In diesem Zeitabschnitt allgemein niedriger Zinssätze, hatten Kredite mit einer anfänglichen Zinsbindung von fünf bis 10 Jahren den größten Marktanteil. Weiter ist zu erkennen, dass bis zum Jahr 2004 Darlehen mit einer Zinsbindung über 10 Jahren einen Marktanteil von 20 bis 25% hatten, ähnlich wie Darlehen mit Zinsbindungsfristen von einem bis zu 10 Jahren. Mit dem beginnenden Anstieg der Leitzinsen ab Ende des Jahres 2004 änderte sich das Bild. Kredite mit Zinsfestschreibungsfristen über 10 Jahren gewannen wieder an Boden und stiegen auf einen Marktanteil von über 30%, während die anderen auf jeweils unter 15% fielen.

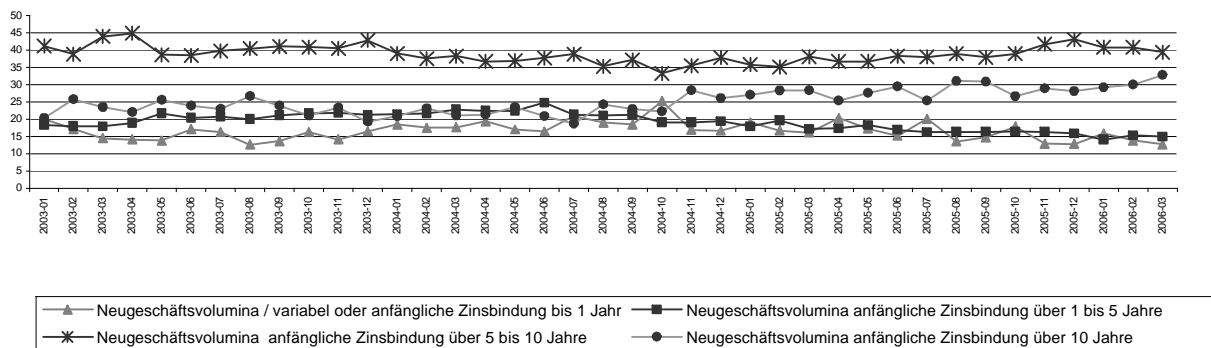


Abbildung 3.3-3: Neugesäftsvolumina von Wohnungsbaukrediten unterschiedlicher Zinsbindung an private Haushalte in %¹⁵²

b) Finanzierungsräume

Wie bereits erläutert hat sich in Deutschland ein durch verschiedene Finanzierungsräume gekennzeichnetes Finanzierungssystem herausgebildet. Darüber können grundsätzlich zwei Arten von Darlehen unterschieden werden: die hypothekarisch oder grundschuldrechtlich gesicherten Kredite und die gedeckten Personalkredite. Tabelle 3.3-7 zeigt den Anteil beider Darlehenskategorien an der Gesamtsumme ausstehender Darlehen. Hypothekarkredite schließen dabei alle erstrangigen, aber auch die nachrangig grundpfandrechtlich abgesicherten Darlehen mit ein, d.h. es sind Darlehen bis zur Beleihungsgrenze von 80% enthalten. Die sonstigen Kredite umfassen alle anderen Darlehen zum Zweck des Wohnungsbaus oder –kaufs, aber auch für Modernisierungen und Umschuldungen. In den Jahren 1999 und 2003 lassen sich deutliche Anstiege der vergebenen Hypothekarkredite von knapp 63% auf 70% bzw. 72% auf 80% der ausstehenden Wohnungskredite feststellen und gleichzeitig eine Abnahme der sonstigen Kredite für den Wohnungsbau. In Summe sind die ausstehenden Kredite für den Wohnungsbau aber im üblichen Rahmen der Vorjahre gestiegen. Ob die für das Jahr 2004 angekündigte Kürzung der Eigenheimzulage eine Rolle spielte, lässt sich hier nur ver-

¹⁵² Quelle: eigene Darstellung; Deutsche Bundesbank, Bankenstatistik vom 05.05.2006 (www.bundesbank.de)

muten. Obwohl die hypothekarisch abgesicherten Kredite mit über 80% in den letzten Jahren überwiegen, ist dennoch ein hoher Anteil von knapp unter 20% durch andere Sicherheiten unterlegt bzw. von der persönlichen Bonität des Schuldners abhängig.

Jahr	Ausstehende Kredite für Wohnungsbau	Hypothekarkredite		Sonstige Kredite für den Wohnungsbau	
1995	666.627	413.040	62,0%	253.587	38,0%
1996	733.016	453.578	61,9%	279.438	38,1%
1997	789.386	495.055	62,7%	294.330	37,3%
1998	846.122	532.190	62,9%	313.932	37,1%
1999	991.345	691.467	69,8%	299.878	30,2%
2000	1.030.786	737.559	71,6%	293.227	28,4%
2001	1.053.923	757.719	71,9%	296.204	28,1%
2002	1.068.687	776.261	72,6%	292.426	27,4%
2003	1.083.305	867.059	80,0%	216.246	20,0%
2004	1.085.968	869.675	80,0%	216.293	20,0%
2005	1.093.289	895.926	81,9%	197.363	18,1%
2006	1.114.652	921.392	82,7%	193.260	17,3%

Tabelle 3.3-7: Ausstehende Hypothekarkredite und sonstige Kredite (in Mio. €)¹⁵³

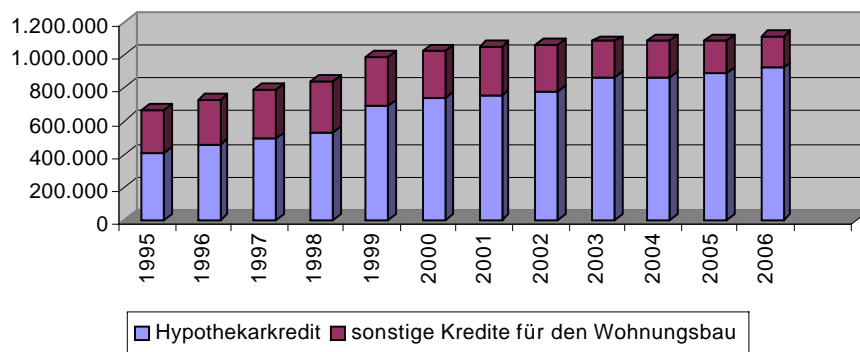


Abbildung 3.3-4: Ausstehende Hypothekarkredite und sonstige Kredite (in Mio. €)

Üblicherweise wird bei der Vergabe von Hypothekendarlehen zwischen drei Finanzierungsräumen unterschieden. Die erststellige Hypothek (*erstrangiges* Darlehen) kann bis zu 60% des Immobilienwertes betragen. Bleibt der Kreditbetrag innerhalb dieser Grenze (*erstrangiger Beleihungsraum*) und genügt die Ermittlung des Beleihungswertes gewissen Anforderungen, ist er nach den Vorgaben des Kreditwesengesetzes (KWG) für einen Realkredit qualifiziert. Die Beschränkung auf die ersten 60% des Immobilienwertes sichert den Instituten ausreichend Reserven, um Schwankungen des Immobilienwertes auszugleichen. Die vorsichtige Wertermittlung führt zusätzlich dazu, dass der Darlehensbetrag nicht mehr als 50-55% des aktuellen Kaufpreises der Immobilie beträgt. So können die Realkreditgeber selbst bei großen Wertschwankungen davon ausgehen, dass die zugrundegelegte Sicherheit (das be-

¹⁵³ Quelle: Deutsche Bundesbank (2006a), S. 34. Die Werte sind jeweils bezogen auf den Monat Dezember, außer im Jahr 2006. Hier sind es Werte vom Monat September.

liehene Objekt) ausreicht, um bei Ausfall des Kreditnehmers im Zuge einer Zwangsversteigerung den Kreditbetrag wiederzuerlangen, ohne auf persönliche Sicherheiten des Schuldners zurückgreifen zu müssen.

Weitere 20-25% des Immobilienwertes können durch eine *zweitstellige* Hypothek von Sparkassen, Genossenschaftsbanken, Kreditinstituten oder Bausparkassen abgedeckt werden (nachrangiger Finanzierungsraum). Allerdings vergeben auch diese Kreditgeber heute mehr und mehr Darlehen zur Finanzierung des ersten Beleihungsraums. Darlehen, die die 60%-Grenze überschreiten und durch eine zweitrangige Hypothek gesichert sind, werden auch als objektgesicherte Personenkredite bezeichnet. Sind die Darlehen nicht durch die Immobilie gesichert, spricht man von ungedeckten Personenkrediten. Die Sicherheit dieser Kredite beruht vor allem auf der Bonität des Schuldners. Nicht alle Kreditnehmer nutzen die Möglichkeit der zweiten Hypothek, so dass der nachrangige Beleihungsraum oft durch Personenkredite finanziert wird. Die nachrangigen Darlehen und die unbesicherten Kredite sind auf Grund der geringeren Sicherheit entsprechend teurer.¹⁵⁴

Die Finanzierung der verbleibenden Kaufpreissumme stammt üblicherweise aus Eigenmitteln des Kreditnehmers oder teilweise aus weiteren Personenkrediten. In der Praxis werden von den Kreditgebern allerdings gerne höhere Eigenkapitalanteile gesehen, speziell von Kreditnehmern mit geringeren Einkommen. Als Anhaltspunkt für eine solide Finanzierung gilt oft ein Anteil von mindestens einem Drittel des Immobilienwertes. Dies erfordert aber von den Wohnungsbauern bzw. -käufern in den meisten Fällen eine hohe und langfristige Sparbereitschaft im Vorfeld des eigentlichen Kaufs oder Bauvorhabens oder aber große handwerkliche Eigenleistung. Nur Kreditnehmer mit ausgezeichneter Bonität (z.B. hohes Einkommen) erhalten günstige Finanzierungen mit geringen Eigenkapitalanteilen.¹⁵⁵

c) Kombinationsprodukte

Oft wird ein endfälliges Hypothekendarlehen mit einer kapitalbildenden Lebensversicherung gleicher Höhe und Laufzeit kombiniert. Der Versicherte zahlt anstelle der Kredittilgungen die Prämien der Versicherung. Sollte der Versicherte vor Ende der Laufzeit versterben, ist die Rückzahlung des Darlehens durch die Versicherungsprämie garantiert und eventuelle Erben können die Immobilie schuldenfrei übernehmen. Ansonsten wird die fällige Versicherung am Laufzeitende zur Tilgung des Darlehens verwandt. Die von Versicherungen vergebenen Darlehen sind oft zinsgünstig, da die Prämienzahlungen zum laufenden Geschäft gehören und die Gesellschaften somit keine Refinanzierungskosten einkalkulieren müssen.¹⁵⁶

Dem Vorteil günstiger Verzinsungen stehen aber auch Nachteile gegenüber. Da der Kapitaldienst bei solchen Produkten ausschließlich aus Zins und Prämienzahlungen besteht, also keine Tilgung vorgenommen wird, verringert sich die ausstehende Kreditsumme nicht. Die

¹⁵⁴ Vgl. Jenkis (1995), S. 7 und S. 17.

¹⁵⁵ Vgl. Bellinger et al. (1994), S. 404f., Rode (1993), S. 87ff. und Schulte et al. (2000), S. 490.

¹⁵⁶ Vgl. Schulte et al. (2000), S. 497f. und Jenkis (1995), S. 28.

Zinszahlungen erfolgen immer auf den gesamten Kreditbetrag. Im Vergleich zu Annuitätendarlehen ergibt sich damit über die Laufzeit eine entsprechend höhere Gesamtsumme an Zinszahlungen. Gerade wenn bei Vertragsabschluss Zinsanpassungen vereinbart wurden, kann solch ein Kredit bei ansteigenden Zinsen zu einer unerwartet hohen Belastung des Kreditnehmers führen, weil der neue Zinssatz auf die volle Darlehenssumme berechnet wird. Auch wird eine Kündigung zu den Zinsanpassungszeitpunkten erheblich erschwert, da der Kreditnehmer mit dem Versicherungsvertrag neben dem Hypothekendarlehen eine weitere Bindung eingegangen ist. Eine Kündigung kann unter Umständen dazu führen, dass nicht einmal die eingezahlten Prämien zurückgezahlt werden. Dadurch steigen die Kosten einer Umschuldung und kompensieren eventuelle Finanzierungsnachteile anderer Kreditanbieter.¹⁵⁷

d) Bauspardarlehen

In der Regel werden die Darlehen der Bausparkassen wie bereits erwähnt durch ein zweitrangiges Grundpfandrecht abgesichert. Gemäß §7 Abs. 1(3) des Bausparkassengesetzes bzw. §7 Abs.2 der Allgemeinen Bausparbedingungen der Bausparkassen sind die Bauspardarlehen zusammen mit vor- und gleichrangigen Belastungen auf 80% des Beleihungswertes beschränkt.¹⁵⁸ Durch die Kombination von Realkredit und Bauspardarlehen kann der Kreditnehmer demnach die günstigste Form der Beleihung von bis zu 80% des ermittelten Beleihungswertes erreichen. Auf Grund der Praxis der vorsichtigen Beleihungswertermittlung sind das sind in der Regel 65 bis 70% des aktuellen Verkehrswertes einer Immobilie. Die absolute Höhe des Darlehens richtet sich nach der vom Bausparer bei Vertragsabschluss festgelegten Bausparsumme.

Der Erhalt des Darlehens kann in drei Phasen eingeteilt werden. Kennzeichnend für die der *Ansparphase* ist, dass der Bausparer mit der Bausparkasse eine bestimmte, feste Vertragssumme – die Bausparsumme – vereinbart und diese regelmäßig oder auch durch Sonderzahlungen bespart. Dies erfolgt mindestens solange, bis die ebenfalls vertraglich vereinbarte Mindestsparsumme erreicht ist. Üblicherweise liegt der Guthabenzins auf die eingezahlten Beträge unter dem allgemeinen Marktzinsniveau. Während der Ansparzeit erwirbt der Bausparer einen Rechtsanspruch auf die Zuteilung der Bausparsumme. Diese setzt sich zusammen aus der vom Sparer erbrachten Sparsumme sowie dem Bauspardarlehen. Um auf Dauer gleichmäßige, möglichst kurze Zuteilungsfristen zu gewährleisten, haben alle Bausparkassen in ihren Allgemeinen Bausparbedingungen bestimmte Mindestvoraussetzungen für eine Zuteilung festgelegt. Dies sind i.d.R. eine Mindestansparzeit (z.B. 18 Monate ab Vertragsbeginn), eine Mindestansparung (z.B. 40% oder 50% der Bausparsumme) und eine Mindestbewertungszahl. Da die verfügbaren Zuteilungsmittel in der Regel nicht ausreichen, um Bausparverträge schon bei Erfüllung dieser Mindestvoraussetzungen zuzuteilen, entscheidet ein anderes Kriterium über den Zeitpunkt der Zuteilung, die sogenannte Bewertungszahl. Sie er-

¹⁵⁷ Vgl. Jenkis (1995), 57f.

¹⁵⁸ Vgl. Bausparkassen-Fachbuch (2004/2005), S.74 und S.142

rechnet sich für jeden Sparer aus der Laufzeit und der Höhe der Sparleistungen, dem *Zeit-Mal-Geld-Prinzip*. Der Sparverdienst wird umso höher bewertet, je länger und – bezogen auf die Bausparsumme – je mehr Sparmittel der Bausparer dem Bausparkollektiv zur Verfügung gestellt hat. Die Mindestbewertungszahl darf auch in Zeiten starken Geldeingangs nicht unterschritten werden. So kann das Kollektiv einen Ausgleich zwischen Zeiten günstiger und ungünstiger Geschäfte herstellen. Sind die vorgeschriebenen Ziele erreicht und die Bewertungszahl hoch genug, geht die Sparphase in die Zuteilungsphase über. Der Sparer kann nun über das Sparguthaben und nach Einbringung ausreichender Sicherheiten auch über die Darlehenssumme verfügen. Anschließend folgt die eigentliche Darlehensphase, in der der Bausparer und nun auch Darlehensnehmer Zins- und Tilgungszahlungen zu leisten hat. Bausparkredite werden mit einem festen Zinssatz vergeben und üblicherweise sehr schnell getilgt (i.d.R. beträgt der Tilgungsbeitrag zwischen 3 und 8 Promille der Bausparsumme mit einer maximalen Laufzeit von ca. 12 Jahren). Dabei wird von der Bausparkasse ein Kreditzins gewährt, der bei Vertragsabschluss, d.h. noch vor Beginn der Sparphase, festgelegt wird. Die im Rahmen des Bausparvertrags angesparten Mittel zählen bei der Kreditvergabeentscheidung als Eigenkapital des Kreditnehmers (Zwecksparprinzip). Dadurch wird die Eigenkapitalbasis der Immobilienkäufer gestärkt und Ausfälle auf Grund nicht tragbarer Kapitaldienste reduziert.¹⁵⁹

Bausparen wird staatlich gefördert. Bestimmte Einkommensgruppen erhalten eine 10-prozentige Wohnungsbauprämie auf ihre Spareinlagen, welche betragsmäßig allerdings begrenzt ist. Die Prämien werden voll auf die zu erbringende Sparleistung angerechnet. Zudem qualifizieren sich Bausparverträge für die staatlich geförderten vermögenswirksamen Leistungen.¹⁶⁰

Der wesentliche Unterschied des Bausparproduktes gegenüber den Darlehen der anderen Kreditinstitute ist, dass die Konditionen der Bausparkassen relativ unabhängig von der Entwicklung der Zinsen am Kapitalmarkt sind. Sparer und Kreditnehmer bleiben in einem geschlossenen Kreislauf. Mit den Einlagen der Bausparer, die meist unterhalb der Marktkonditionen verzinst werden, werden die Darlehen der Kreditnehmer finanziert, welche ebenfalls zu unter dem Marktzins liegenden Konditionen angeboten werden. Dadurch tragen sowohl Bausparkassen als auch Bausparer bzw. Darlehensnehmer zunächst scheinbar keine Zinsänderungsrisiken. Für die Kreditnehmer kann es allerdings zu Wartezeiten bei der Kreditvergabe kommen, wenn beispielsweise die erreichte Bewertungszahl nicht für die Zuteilung eines Darlehens ausreicht. Für diesen Fall bieten die Bausparkassen Vor- und Zwischenkredite zu Marktkonditionen an, welche durch die später zuteilungsreifen Bauspardarlehen abgelöst werden. Für die Dauer der Laufzeit dieser Darlehen ist der Vertragszins konstant. Die Darlehen werden in den meisten Fällen über den Kapitalmarkt refinanziert. Folgerichtig tragen die Bausparkassen für diese Darlehen das Zinsänderungsrisiko.

¹⁵⁹ Vgl. Bausparkassen-Fachbuch (2004/2005), S. 34, Brauer (1999), S. 355f. und Jenkis (1995), S.58ff. und S.66

¹⁶⁰ Vgl. Klug (1994), S. 34.

Bausparkassen bieten ihre Bausparprodukte in verschiedenen Tarifgruppen an. In Abhängigkeit von Anspar- und Tilgungszeit kann sich der potentielle Bausparer verschiedene Zinssätze auf Einlagen und Darlehen sichern. Bis Ende der 70er Jahre beschränkte sich das Angebot der Bausparkassen auf einen Standardtarif, der die Verzinsung (Guthaben und Darlehen), das Mindestsparguthaben, die Höhe der monatlichen Regelsparbeiträge und Tilgungszahlungen regelte. Mit den sich verschlechternden gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen und der Abnahme staatlicher Unterstützung sahen sich die Bausparkassen gezwungen, eine zielgruppengerechtere Aufspaltung ihrer Tarife vorzunehmen, so dass dem Bausparer heute eine Vielzahl unterschiedlicher Angebote mit unterschiedlichen Zielsetzungen zur Verfügung stehen.¹⁶¹

Guthabenzinsen liegen heute je nach gewähltem Tarif zwischen 2,5 und 4%, während die Kreditzinsen zwischen 3,25% und 5,5% liegen. Einzelne Kassen bieten aber auch Darlehenszinsen unter 2% an.¹⁶² Öffentlich-rechtliche Bausparkassen sind wie die Sparkassen dem Regionalprinzip verpflichtet, d.h. sie bieten ihre Produkte nur für Kunden in ihrem Geschäftsbereich an. Bei den öffentlich-rechtlichen Bausparkassen können sich die zur Zuteilung qualifizierenden Bewertungszahlen je nach Region unterscheiden. Private Bausparkassen bieten ihre Tarife bundesweit an und die qualifizierenden Bewertungszahlen sind bundesweit gleich.¹⁶³

Ein wesentlicher Vorteil des Bausparens für die Bausparer ist neben der staatlichen Förderung und der Erhöhung der Eigenkapitalbasis die Zusicherung eines Kredits zu festen Konditionen lange vor der Inanspruchnahme des Darlehens. Allerdings kann es bei der Zuteilung des Kredites zu den erwähnten Wartezeiten kommen, so dass eine gewisse Unsicherheit über den tatsächlichen Zeitpunkt der Mittelbereitstellung herrscht.

Obwohl die Anzahl abgeschlossener Bausparverträge in den letzten Jahren leicht abgenommen hat, ist die gesamte Bausparsumme der Bausparkassen angestiegen. Parallel ist auch die Summe der Bauspareinlagen gewachsen. Auch die insgesamt von den Bausparkassen vergebenen Baudarlehen haben sich vermehrt. Allerdings ist hier vor allem das Volumen an Vor- und Zwischenkrediten erheblich gewachsen, während die Bauspardarlehen abnahmen (Tabelle 3.3-5). Insgesamt verfügten im Jahr 2003 etwa 25 Mio. Bundesbürger über mindestens einen Bausparvertrag. Der Bestand an Bausparverträgen lag bei ca. 33 Mio.¹⁶⁴

¹⁶¹ Vgl. dazu ausführlich die Tarifgruppen aller Bausparkassen in Bausparkassen-Fachbuch (2004/2005), S.665ff. Vgl. auch Büschgen (1991), S.308 und 347 und Klug (1994), S.44f.

¹⁶² z.B. 1,95% im Februar 2007 von der Bausparkasse Schwäbisch Hall

¹⁶³ Vgl. Bausparkassen-Fachbuch (2004/2005), S.665ff., Jokl (1994), S.426 und Jenkis (1995), S.60ff.

¹⁶⁴ Quelle: Bausparkassen-Fachbuch (2004/2005), S.52.

3.3.1.5 Gesetzliche Rahmenbedingungen

a) *Allgemeingültige Gesetze und Verordnungen*

Ausgewählte gesetzliche Grundlagen für das Geschäft mit Hypothekendarlehen sind das Kreditwesengesetz (KWG), die Sparkassenverordnung (SpkV), das Pfandbriefgesetz (PfandBG), das Bausparkassengesetz (BspkG), Grundsatz I (Eigenkapitalgrundsatz) bzw. die neue Solvabilitätsverordnung (SolvV) und Grundsatz II (Liquiditätsgrundsatz) der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und das Verbraucherkreditgesetz.

Das Kreditwesengesetz (KWG) vom 15. Juli 1961 in der aktuellen Fassung vom 9. September 1998¹⁶⁵ ist die gesetzliche Grundlage für das gesamte deutsche Bankensystem. Es folgt historisch dem Reichsgesetz über das Kreditwesen vom 5. Dezember 1934 und dem Reichsgesetz vom 25. September 1939. Zusätzlich gibt es noch weitere Bestimmungen, die teils in Rechtsverordnungen und teils in Verwaltungsvorschriften enthalten sind. Neben dem KWG ist das Gesetz über die Deutsche Bundesbank vom 26. Juli 1957 von Bedeutung. Der Bundesbank wird dadurch in erster Linie die Aufgabe zugewiesen, den Geldumlauf und die Kreditversorgung der Wirtschaft zu regeln. Zur Erfüllung dieser Aufgabe vollzieht die Bundesbank die Diskont-, Kredit-, Offenmarkt- und Mindestreservenpolitik. Das gesamte Bankensystem unterliegt einer umfangreichen staatlichen Einflussnahme und Kontrolle durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, kurz BaFin.¹⁶⁶

Zur Sicherung eines stabilen Finanzsystems müssen die Kreditinstitute für risikobehaftete Aktiva Eigenmittel vorhalten, um bei Ausfall dieser Aktiva eine Insolvenz zu vermeiden. Die in Kapitel 2 vorgestellten Baseler Eigenkapitalvereinbarungen (Basel I bzw. II) und die EU-Richtlinie „Capital Requirements Directive“ (CRD) werden für Deutschland im Kreditwesengesetz (KWG) umgesetzt und durch den Grundsatz I bzw. die Solvabilitätsverordnung (SolvV) der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) präzisiert.¹⁶⁷ Obwohl das geänderte KWG und die SolvV seit dem 1. Januar 2007 gelten,¹⁶⁸ darf Grundsatz I (Basel I) noch bis Ende des Jahres 2007 fortgeführt werden. Sowohl Basel I als auch die neuere Vereinbarung Basel II regeln die Minimalforderungen der Eigenkapitalunterlegung für Kredit-, Markt- und operationelle Risiken der Kreditinstitute. Demnach sind die risikogewichteten Aktiva täglich mit 8% Eigenkapital zu unterlegen (Solvabilitätskoeffizient). Gemäß Grundsatz I werden erstrangig gesicherte Hypothekarkredite mit 50%, nachrangig gesicherte Darlehen und Außerdeckungsgeschäfte mit 100% gewichtet. Die neue SolvV sieht zur Risi-

¹⁶⁵ Zuletzt geändert durch Artikel 8 des Gesetzes vom 5. Januar 2007 (BGBl. S.10). Änderungen sind zurzeit vor allem notwendig, um die Regelungen des neuen Eigenkapital-Akkords (Basel II) einzuarbeiten.

¹⁶⁶ Vgl. Klein (1998), S.62 und Jenkis (1995), S.13 f.

¹⁶⁷ Vor dem Jahr 2002 war es noch das Bundesaufsichtsamt für Kreditwesen (BAKred). Die Bundesaufsichtsämter für das Kreditwesen (BAKred), das Versicherungswesen (BAV) und den Wertpapierhandel (BAWe) wurden im Mai 2002 unter dem Dach der neugegründeten Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zusammengeführt.

¹⁶⁸ Ebenso gilt die Groß- und Millionenkreditverordnung (GroMiKV). Diese Gesetze und Verordnungen setzen Basel II und CRD in deutsches Recht um.

kogewichtung der Mindesteigenkapitalanforderungen für Kredite zwei Alternativen vor: den Standardansatz (Kreditrisiko-Standardansatz, KSA) und den auf internen Ratings basierenden Ansatz (Internal Ratings Based Approach, IRBA). Im Kreditrisiko-Standardansatz gemäß §35 Abs.1(1) SolvV wird die Gewichtung für erstrangig besicherte Hypothekendarlehen im Vergleich zu Grundsatz I auf 35% verringert.¹⁶⁹ Die nachrangig besicherten Darlehen stellen für die Institute ein höheres Risiko dar und werden voraussichtlich weiterhin mit 8% Eigenkapital (100% Gewichtung) zu unterlegen sein. Im internen Rating-Ansatz wird die Eigenkapitalunterlegung der Hypothekarkredite im Wesentlichen über die Ausfallwahrscheinlichkeit der Kreditnehmer (PD) und die Verlustquote bei Ausfall der Kreditnehmer (LGD) berechnet.¹⁷⁰ Da die Verlustquoten der Finanzierung von Wohnimmobilien im Privatkundengeschäft im Regelfall unter 10% liegen, könnte für diesen Bereich sogar ein Risikogewicht von unter 35% erreicht werden. Die Praxis wird zeigen, welchen der beiden Ansätze die Finanzinstitute in Zukunft wählen. Fest steht, dass ab dem Jahr 2008 alle Institute die neuen Ansätze zur Ermittlung der Kapitalanforderungen anwenden müssen.¹⁷¹

Für die Refinanzierung der Kreditinstitute über Pfandbriefe oder Verbriefungen ist auch das am 18. Dezember 2006 eingeführte Refinanzierungsregister gemäß § 22a-o KWG von großer Bedeutung. Die Refinanzierungsregisterverordnung (RefiRegV) regelt nunmehr die Begründung einer Pfandbriefbank bzw. einer insolvenzfesten Rechtsposition der Zweckgesellschaft ohne Übertragung der Refinanzierungsgegenstände. Die Eintragung der Forderungen oder Sicherheiten, auf die ein Anspruch besteht, reicht aus. Damit wird die zeit- und kostenintensive Änderung der Grundbucheintragungen vermieden. Die Refinanzierungsregister sind von den Kreditinstituten oder der Kreditanstalt für Wiederaufbau zu führen. Ordnungsgemäß eingetragene Grundschulden werden im Fall einer Insolvenz nicht zur Insolvenzmasse des registerführenden Instituts gezählt. Die Pfandbriefbank bzw. das emittierende Institut haben in diesem Fall ein sogenanntes Aussonderungsrecht. Es wird erwartet, dass vor allem kleinere Institute von der Kostenreduktion profitieren.¹⁷²

Die Einteilung der Hypothekenvergabe in verschiedene Ränge geschieht im Grundbuch. Das Grundbuch ist ein amtliches Register, das Auskunft über Eigentümer, Lasten und Beschränkungen der Grundstücke gibt. Es genießt öffentlichen Glauben und ist von jedermann einsehbar. Das Grundbuch für Wohneigentum ist das Wohnungsgrundbuch. Abteilung drei des Grundbuchs erfasst die Grundpfandrechte (Grundschuld, Hypothek oder Rentenschuld), die Höhe des Darlehens, die Art der Verzinsung und den Berechtigten. Auf Grund der hier eingetragenen Grundpfandrechte kann der Gläubiger Zahlungen aus dem Grundstück

¹⁶⁹ Für die Bewertung der Immobiliensicherheiten verweisen sowohl das KWG wie die SolvV auf die Vorschriften des Pfandbriefgesetzes (insbesondere §16 Abs. 2(1-3) PfandBG). Vgl. auch SolvV (2006), S.2945 und Crimmann (2006), S.4

¹⁷⁰ „Possibility of Default“ (PD) und „Loss Given Default“ (LGD).

¹⁷¹ Vgl. SolvV (2006), S.2945; Rittgen (2006), S.6; Trotz/Bärwald (2006), S.31; BCBS (2006), S.12; Kälberer (2006), S.2 f. und Lorenz (2006), S.51 f.

¹⁷² Vgl. www.frei.bundesgesetzblatt.de, Deutsche Bundesbank (2006), S.38 ff. und Obermüller (2005), S.1079 ff.

verlangen. § 873 BGB regelt das Entstehen eines Grundpfandrechtes durch die Einigung über das Recht und die Eintragung im Grundbuch. Die Rangfolge der Eintragung in Abteilung drei des Grundbuchs entscheidet über die Zugriffsrechte im Falle einer Zwangsversteigerung. Dabei muss das Recht des ranghöheren Eintrags zuerst befriedigt werden.¹⁷³

Zur Ermittlung der Beleihungswerte der als Sicherheit dienenden Wohnimmobilien folgen die Kreditgeber bestimmten Richtlinien, die je nach Kreditgebergruppe anders benannt werden. Sparkassen halten sich an ihre *Beleihungsgrundsätze* und Kreditinstitute und Genossenschaftsbanken an bestimmte *Beleihungsrichtlinien*. Für alle Pfandbriefemittenten regelt gemäß § 20 Abs. 5(1) KWG bzw. §16 PfandBG Abs. 4 die am 1. August 2006 in Kraft getretene Beleihungswertermittlungsverordnung (BelWertV) einheitlich die Anforderungen an die Qualität und Methodik der Beleihungswertermittlung.¹⁷⁴ In jedem Fall dient eine sorgfältige Wertermittlung, die von Institutsangehörigen oder öffentlich bestellten Sachverständigen nach bestimmten Verfahren durchgeführt wird, als Grundlage für die Berechnung des Beleihungswertes. Die jeweiligen Verfahrensgrundsätze müssen von der BaFin genehmigt werden. Die Bewertung muss dokumentiert werden, und es besteht die Pflicht zur regelmäßigen Überwachung der Wertentwicklung (Monitoring) und der Wertprüfung. Für Wohnimmobilien schreibt §20 KWG mindestens alle drei Jahre eine Prüfung vor. Sie sollte häufiger stattfinden, wenn allgemein starke Wertschwankungen herrschen.¹⁷⁵

b) Pfandbriefgesetz

Das neue Pfandbriefgesetz (PfandBG) ist am 19. Juli 2005 in Kraft getreten und hat die bis dahin gültigen Gesetze für Pfandbriefemittenten, das Hypothekendarlehenbankgesetz (HBG), das Gesetz über Pfandbriefe und verwandte Schuldverschreibungen öffentlich-rechtlicher Kreditinstitute (Öffentliches Pfandbriefgesetz, ÖPG) und das Schiffbankgesetz, abgelöst. Die Einführung eines neuen Gesetzes wurde nicht zuletzt durch die Abschaffung der staatlichen Garantien für die öffentlich-rechtlichen Kreditinstitute notwendig. Mit der Ablösung fiel auch das Spezialbankprinzip der Pfandbriefemittenten. Das Pfandbriefgeschäft wurde als eigenständiges Bankgeschäft in das KWG (§1 Abs. 1(1a)) aufgenommen und ist damit für alle Kreditinstitute gültig. Die Bezugnahmen des KWG auf das HBG wurden durch das PfandBG ersetzt.¹⁷⁶ Nach §1 Abs. 1 PfandBG umfasst das Pfandbriefgeschäft, „die Ausgabe gedeckter Schuldverschreibungen auf Grund erworbener Hypotheken unter der Bezeichnung Pfandbriefe oder Hypothekendarlehenpfandbriefe, die Ausgabe gedeckter Schuldverschreibungen auf Grund erworbener Forderungen gegen staatliche Stellen unter der Bezeichnung Kommunalschuldverschreibungen oder Öffentliche Pfandbriefe und die Ausgabe gedeckter Schuldverschrei-

¹⁷³ Vgl. Jenkis (1995), S.11 ff.

¹⁷⁴ Vgl. PfandBG (2006), S.12

¹⁷⁵ Vgl. auch Holter (2006), S.478, Troitz/Bärwald (2006), S.36 f. und Bausparkassen-Fachbuch (2004/2005), S.91

¹⁷⁶ Vgl. KWG (2007), Crimmann (2006), S.4 und Hagen (2005), S.14ff.

bungen auf Grund erworbener Schiffshypotheken unter der Bezeichnung Schiffspfandbriefe.¹⁷⁷

Ziel des Pfandbriefgesetzes ist es wie auch schon zuvor Ziel des HBGs und des Spezialbankprinzips, den Pfandbrief- und Obligationen gläubigern einen besonders hohen Sicherheitsstandard zu gewährleisten. Daher baut das PfandBG auf den Qualitätsstandards der erst im April 2004 erarbeiteten HBG-Novelle auf. Die Prinzipien über die zulässigen Deckungswerte, deren Kongruenz, den Beleihungswert, die spezielle Aufsicht, die Deckungsrechnung, den Treuhänder und die Insolvenzregelungen wurden übernommen. Zusätzliche Qualitätssicherungsmaßnahmen zu aufsichtsrechtlichen und operativen Anforderungen und Anforderungen an die Deckungswerte ergänzen die Prinzipien.¹⁷⁸

- Aufsichtsrechtliche Anforderungen:

In § 2 PfandBG sind die speziellen Voraussetzungen genannt, die zur schriftlichen Genehmigung einer Pfandbrieflizenz durch die BaFin gefordert sind. Zunächst dürfen sich nur inländische Kreditinstitute bewerben, da nur diese dem nationalen Aufsichtsrecht unterstehen. Um opportunistische Handlungen auszuschließen, müssen die Antragsteller nachweisen, dass sie vorhaben, das Pfandbriefgeschäft regelmäßig und nachhaltig zu betreiben. Die Nachhaltigkeit soll u.a. mit einem Kernkapital von 25 Mio. € nachgewiesen werden. Darüber hinaus müssen die Kreditinstitute über geeignete Regelungen zur Steuerung, Überwachung und Kontrolle der Risiken für die Deckungsmassen und das Emissionsgeschäft verfügen. Insbesondere müssen die Risiken gesondert abgebildet und gesteuert werden. Die Emissionsvoraussetzungen stellen sicher, dass die Kreditinstitute in der Lage sind, die Qualität der Deckungsmassen zu gewährleisten. Zusätzlich muss die BaFin bei allen Pfandbriefinstituten regelmäßige Deckungsprüfungen vornehmen.¹⁷⁹

Die BaFin darf die Emissionserlaubnis wieder aufheben, wenn die Lizenzvoraussetzungen nicht mehr erfüllt sind oder zwei Jahre keine Pfandbriefe mehr emittiert wurden und dies auch für die nächsten sechs Monate nicht zu erwarten ist. Zum Schutz der Gläubiger darf die BaFin dann einen Sachverwalter vor Gericht beantragen, der die gleichen Rechte hat wie ein Insolvenzverwalter des Emittenten.¹⁸⁰

- operative Anforderungen:

Zu den operativen Anforderungen nach §§ 27 und 28 PfandBG zählen das Vorhandensein eines geeigneten Risikomanagementsystems¹⁸¹ und die Transparenz der Pfandbriefgeschäfte. Entsprechend müssen alle Risiken des Pfandbriefgeschäftes gesondert identifiziert, beurteilt, überwacht und gesteuert werden. Das gilt insbesondere für die

¹⁷⁷ PfandBG (2006), S.4

¹⁷⁸ Vgl. Hagen (2004), S.16f. und Hagen (2005), S.15

¹⁷⁹ Vgl. PfandBG (2006), S.4 ff.; Hagen (2004), S.16f. und Hagen (2005), S.15f.

¹⁸⁰ ebenda.

¹⁸¹ So wird es auch in § 25a KWG von allen Kreditinstituten gefordert. KWG (2007)

Risiken der Deckungsmassen, d.h. die Kredit-, Konzentrations-, Markt- und Liquiditätsrisiken. Darauf beruhen die Bonität des Pfandbriefs und die Sicherheit der Anleger. Darüber hinaus müssen für jedes neue Geschäft Erfahrungswerte gesichert sein, die mindestens über zwei Jahre andauern. Für die Aufnahme in die Deckungsmassen sind Grundpfandrechte qualifiziert, die in den EU- und EWR-Staaten sowie der Schweiz bestehen. Mit der Auflage des Pfandbriefgesetzes sind mit den USA, Kanada und Japan drei weitere Länder hinzugekommen (§13 Abs. 1 PfandBG).¹⁸²

Als komplementäre Maßnahmen können die Anforderungen an Transparenz und Vergleichbarkeit (§ 28 PfandBG) angesehen werden. Insbesondere sollen Investoren durch die Offenlegung der Deckungsmassen in die Lage versetzt werden, deren Qualität hinsichtlich der Kreditqualität, der Regionalität und der Größenklassen selbst zu bestimmen. Die Angaben müssen quartalsweise und im Jahresabschluss veröffentlicht werden.¹⁸³

- Anforderungen an die Deckungswerte:

Die Anforderungen an die Deckungswerte beziehen sich zum einen auf jene Prinzipien der Deckung und Kongruenz, die aus dem HBG übernommen wurden und im Besonderen auf die Definition und Methodik der Beleihungswertermittlung.

In § 16 PfandBG wird die Funktion und Bedeutung der Beleihungswertermittlung für die Qualität des Hypothekenpfandbriefes deutlich. Demnach darf der Beleihungswert den Marktwert nicht übersteigen und seine Bestimmung muss nach vorsichtiger und transparenter Bewertung des Objektes erfolgen unter Berücksichtigung langfristiger und nachhaltiger Merkmale. Spekulative Elemente werden ausgeschlossen. Darüber hinaus sind vom Bundesministerium für Finanzen bzw. der in ihrem Auftrag handelnden BaFin durch Rechtsverordnung einheitliche Standards zu bestimmen. Entsprechend gilt für die Pfandbriefemittenten einheitlich die Beleihungswertverordnung (BelWertV).¹⁸⁴ Zur Ermittlung des Beleihungswertes sind in § 4 BelWertV gemäß dem Zwei-Säulen-Prinzip in getrennten Verfahren der Sachwert (§§ 8-13 BelWertV) und der Ertragswert (§§14-18 BelWertV) zu bestimmen. Der Sachwert dient dabei als Kontrollwert der Nachhaltigkeit. Bei Ein- und Zweifamilienhäusern sowie Eigentumswohnungen darf der nach § 19 BelWertV ermittelte Vergleichswert den Sachwert ersetzen. Niemals aber darf der Beleihungswert den Verkehrswert oder Marktwert übersteigen. Für Kleinkreditdarlehen bis zu 400.000 €, die überwiegend zur Finanzierung von Wohnobjekten genutzt werden, dürfen Erleichterungen bezüglich des Umfangs der Wertgutachten und der Qualifizierung der Gutachter vorgenommen werden.¹⁸⁵

¹⁸² Vgl. PfandBG (2006), S.10 und 19 f.; Hagen (2004), S.16 f. und Hagen (2005), S.16f.

¹⁸³ Vgl. PfandBG (2006), S.20; Hagen (2004), S.17 und Hagen (2005), S.16f.

¹⁸⁴ Vgl. ebenda und PfandBG (2006), S.11 f.

¹⁸⁵ Vgl. Trotz/Bärwald (2006), S.33ff., Holter (2006), S.479 und o.V. (2006), S.2f.

Neben der qualitativen Beschränkung der Deckungsfähigkeit eines Grundpfandrechts durch den Beleihungswert, wird es auch quantitativ durch die Vorgabe von Beleihungsgrenzen beschränkt. Demnach darf die Beleihung die ersten 60% des Beleihungswertes nicht übersteigen (§ 14 PfandBG).

Gemäß dem Deckungsprinzip dürfen die Pfandbriefbanken Pfandbriefe nur in der Höhe ausgeben, in der das Institut Hypothekendarlehen bzw. Kommunalschuldverschreibungen als Deckungsmasse bereithält. Der Gesamtbetrag der im Umlauf befindlichen Pfandbriefe einer Gattung muss in Höhe des Nennwertes jederzeit durch Hypothekendarlehen von mindestens gleicher Höhe und mindestens gleichem Zinsertrag gedeckt sein (ordentliche Deckung). Dadurch wird gewährleistet, dass die Gläubiger im Falle einer Insolvenz auf Seiten der Hypothekenbank aus der Deckungsmasse befriedigt werden können. Für Hypotheken- und Kommunaldarlehen sind zwei getrennte Deckungsmassen zu halten. Zur Sicherstellung der Barwertdeckung muss der Barwert der eingetragenen Deckungswerte den Gesamtbetrag der zu deckenden Verbindlichkeiten um zwei Prozent übersteigen (sichernde Überdeckung).¹⁸⁶

Das Kongruenzprinzip unterteilt sich in drei verschiedene Kongruenzrechte, nämlich die Refinanzierungskongruenz (Liquiditätssicherung), die Laufzeitkongruenz und die Währungskongruenz. Die Refinanzierungskongruenz besagt, dass ein Kreditinstitut Geld nicht längerfristiger ausleihen darf, als es ihr zur Verfügung steht. Die Zahlungsbereitschaft muss jederzeit gewährleistet sein (§11 KWG). Insbesondere wird den Pfandbriefgläubigern kein Kündigungsrecht eingeräumt. (§6 PfandBG). Dagegen kann der Darlehensnehmer gemäß § 609a Abs.1 BGB nach Ablauf von zehn Jahren mit sechsmonatiger Frist das Darlehen kündigen. Der Erhalt der Liquidität ist den Kreditinstituten nur möglich, wenn die Laufzeiten des Aktiv- und Passivgeschäftes kongruent sind. Auf Grund unterschiedlicher Zahlungsströme bei Krediten und Pfandbriefen kann allerdings nie eine exakte Kongruenz zwischen Aktiv- und Passivgeschäft herrschen. Während Pfandbriefe zu einem bestimmten Stichtag getilgt werden, also ihrer Struktur nach Bullets (festverzinsliche endfällige Anleihen) sind, werden die durch sie refinanzierten Darlehen durch permanente Tilgungszahlungen im Laufe der Zeit amortisiert. Eine einmalig höhere Tilgung des Darlehens durch den Schuldner darf nur zur Verkürzung der Tilgungsdauer verwendet werden, d.h. die vereinbarten Zins- und Tilgungszahlungen bleiben gleich. Sofern die Sondertilgung allerdings über 10% der Restschuld beträgt, darf die jährliche Gesamttilgungsleistung für die ursprüngliche Tilgungsdauer herabgesetzt werden. Dennoch können die Hypothekenbanken durch die Kongruenz bezüglich Laufzeit und Verzinsung Zinsänderungsrisiken weitestgehend ausschließen.¹⁸⁷

¹⁸⁶ Vgl. PfandBG (2006) und Munsberg (1997), S.92

¹⁸⁷ Vgl. PfandBG (2006), Picherer (2001), S. 12 und Jenkis (1995), S. 38 ff.

c) **Bausparkassengesetz und Bausparkassenverordnung**

Neben den für alle Kreditinstitute geltenden Regeln und Gesetze gibt es weitere, extra für die Spezialinstitute eingeführte Gesetze. Entsprechend gilt gemäß §1 des Bausparkassengesetzes (BSpKG), dass das Bauspargeschäft nur von den Bausparkassen betrieben werden darf. Der Gesetzgeber hat sich damit für die Beibehaltung des Spezialbankprinzips entschieden, obwohl auch über den Erlass eines Bauspargesetzes im Gegensatz zum Bausparkassengesetz diskutiert wurde. Damit wäre es allen Kreditinstituten möglich gewesen, das Bauspargeschäft zu betreiben.

Das BSpKG legt den Verwendungszweck der Bausparmittel fest. Haupttätigkeitsfeld der Bausparkassen ist demnach das kollektive Bausparen und das Finanzieren der wohnungswirtschaftlichen Maßnahmen durch Bauspardarlehen. §7 Abs.1(3) BSpKG regelt, dass die Beleihung ohne ausreichende zusätzliche Sicherheit die ersten vier Fünftel des Beleihungswertes des Pfandobjektes nicht übersteigen darf. Werden noch ausreichend zusätzliche Sicherheiten gestellt, darf die Beleihung über die Beleihungsgrenze von 80% hinausgehen, ist aber auf 100% des Verkehrswertes beschränkt (§7 Abs. 7 BSpKG).¹⁸⁸

Die sich aus dem deutschen System ergebende Arbeitsteilung der Kreditinstitute bei der Vergabe von Hypothekendarlehen bedeutet aber nicht, dass die Bausparkassen auf ihr Haupttätigkeitsfeld beschränkt sind. Als Nebengeschäfte sind den Bausparkassen auch dem Bauspargeschäft dienliche oder mit ihm in Zusammenhang stehende Geschäfte gestattet. Sie sind in §4 BSpkG aufgeführt. An erster Stelle stehen die Vor- und Zwischenfinanzierungen und die Vergabe von Sofortdarlehen. Die Refinanzierung der Nebengeschäfte darf allerdings nicht mit Darlehen aus dem Bauspargeschäft erfolgen, sondern über die Aufnahme von Fremdmitteln anderer Kreditinstitute und sonstiger Kapitalsammelstellen. Die Bausparkassenverordnung (BSpKVO) beschränkt die Vor- und Zwischenfinanzierung allerdings auf 70% der für die Zuteilung angesammelten und bereits zugeteilten, aber von den Bausparern noch nicht abgerufenen Beträge (§1 Abs.1 BSpKVO). Die Darlehen dürfen eine maximale Laufzeit von 48 Monaten haben. Darlehen mit einer Laufzeit von mehr als 36 Monaten dürfen 25% des Kontingents nicht überschreiten. Auch der Abschluss von Großbausparverträgen über Bausparsummen von mehr als 225.000 € ist begrenzt, ebenso wie Schnellverträge und die Finanzierung gewerblicher Objekte.¹⁸⁹

Für die Eigenkapitalunterlegung gibt die neue SolvV im Kreditrisiko-Standardansatz (KSA) ein Risikogewicht von 50% (sog. „Mischsatz“) für Bauspardarlehen aus Zuteilungen,

¹⁸⁸ Vgl. Bausparkassengesetz im Bausparkassen-Fachbuch (2004/2005), S.42ff. und S.74f. Zu den Richtlinien der Beleihungswertermittlung siehe Bausparkassen-Fachbuch (2004/2005), S.91.

¹⁸⁹ Vgl. BSpKG und BSpKV im Bausparkassen-Fachbuch (2004/2005), S.117 ff. und 129 sowie Berndt et al. (1994), S.26 f.

aber auch für Vor- und Zwischenkredite vor, wenn mindestens 60% der Darlehen grundpfandrechtlich gesichert sind und vier Fünftel des Beleihungswertes nicht übersteigen.¹⁹⁰

Die aus den Zuteilungsmitteln gewährten Bauspardarlehen setzen sich gemäß der Bausparkassenverordnung (BspKVO) aus¹⁹¹

- den Bauspareinlagen der Bausparer,
- den Tilgungsleistungen auf Bauspardarlehen,
- der Fremdfinanzierung der Bausparkassen durch Kreditaufnahme bei Kreditinstituten und Kapitalsammelstellen, Krediten von sonstigen Gläubigern und der Ausgabe von Schuldverschreibungen (§4 Abs.1(5) BspKVO),
- der Veräußerung, Beleihung oder Verpfändung von Forderungen aus Bauspardarlehen (§6 Abs.2 BSpKVO) und aus Vor- und Zwischendarlehen und
- den Mitteln aus dem Fonds zur bauspartechnischen Absicherung (§6 Abs.2(2) und §9 BSpKVO)

zusammen.

Die Zuteilungsmittel dürfen verwendet werden

- zur Gewährung von Bauspardarlehen
- zur Tilgung von Fremdmitteln, die in die Zuteilungsmasse geflossen sind¹⁹², und
- zur Vor- und Zwischenfinanzierung von Bauspardarlehen.

Verfügbare Kollektivmittel, die in Zeiten hohen Neukundengeschäfts auf Grund der tariflichen Mindestbewertungszahlen vorübergehend nicht zugeteilt werden können, sind von den Bausparkassen zu thesaurieren und verzinslich auf dem Geld- bzw. Kapitalmarkt anzulegen. Es sollen möglichst große Mehrerträge gegenüber der Anlage dieser Mittel in Bauspardarlehen erzielt werden. Die erzielbaren Mehrerträge dürfen jedoch nicht unternehmerischer Ertrag der Bausparkassen werden, sondern sind in einen zuteilungssichernden Reserveposten, den sogenannten Fonds zur bauspartechnischen Absicherung einzustellen. Die Mittel dieses Postens sind dazu bestimmt, in Zeiten des Rückgangs des Bauspargeschäftes gravierende Wartezeitenverlängerungen für die Bausparer zu umgehen, indem der Zuteilungsmasse

¹⁹⁰ Vgl. SolvV (2006), S.2945. Damit wurde die Regelung nach Grundsatz I für Bausparkassen fortgeführt, die der Verfahrenserleichterung dient und gleichzeitig die bisherige Risikogewichtung von 70% auf 50% vermindert. Grundlage sind die niedrigeren Risikogewichte der neu gefassten Bankenrichtlinie. Siehe SolvV-Begründung (2007), S.25.

¹⁹¹ Vgl. Vgl. BSpKG und BSpKVO im Bausparkassen-Fachbuch (2004/2005), S.126 ff. sowie Göppl.(2003), S.78

¹⁹² Es dürfen nur die Fremdmittel, die in die Zuteilungsmasse für Bauspardarlehen geflossen sind oder zur Vor- und Zwischenfinanzierung dienen aus den Zuteilungsmitteln getilgt werden.

Fremdgelder zugeführt werden. Solchen Fonds gehören die Landesbausparkassen seit 1990 und die privaten Bausparkassen wie z.B. die Schwäbisch Hall seit 1993 an.¹⁹³

Für jede Bausparkasse stellt die BaFin einen Vertrauensmann. Seine Aufgabe ist unter anderem die ordnungsgemäße Durchführung der Zuteilung zu überwachen (§12 BSpKG).¹⁹⁴

3.3.1.6 Refinanzierung

Insgesamt lassen sich vier Refinanzierungsarten für Darlehen der Wohneigentumsfinanzierung unterscheiden, die von den verschiedenen Kreditgebergruppen abhängen:

- Pfandbriefbanken refinanzieren festverzinsliche Hypothekenkredite hauptsächlich durch die Emission von Pfandbriefen. Sie können allerdings auch zu einem gewissen Grad Einlagen annehmen und sonstige Schuldverschreibungen emittieren, um so Darlehen, die über die 60% Beleihungsgrenze hinausgehen oder die nationalen Grenzen überschreiten zu vergeben.
- Bausparkassen nutzen zur Refinanzierung das kollektive Sparsystem der vergebenen Kredite. Die von den Sparern erbrachten Sparleistungen dienen als Mittel zur Vergabe der Kredite. Damit entsteht ein geschlossener Kreislauf.
- Sparkassen, Genossenschaftsbanken und andere Kreditinstitute refinanzieren die vergebenen Kredite hauptsächlich über Spar- und Termineinlagen sowie durch die Ausgabe sonstiger Bankschuldverschreibungen.
- Für Versicherungsunternehmen ist die Vergabe von langfristigen, festverzinsten Hypothekendarlehen eher eine Investition der von den Versicherten bereitgestellten Mittel.

Da das Pfandbriefsystem eine deutsche Besonderheit ist, wird es im Folgenden genauer beleuchtet.¹⁹⁵

a) Pfandbriefe

Pfandbriefe sind Anleihen, die entsprechend dem Pfandbriefgesetz (PfandG) nach bestimmten Grundsätzen von lizenzierten Kreditinstituten emittiert werden dürfen.¹⁹⁶ Die Entwicklung der Pfandbriefe reicht zurück bis ins Jahr 1767, in ihrer heutigen Form bestehen sie seit der Einführung des Hypothekendarlehensgesetzes im Jahr 1900. Bis zum Jahr 2005 hatten Hypothekendarlehenbanken, öffentlich-rechtliche Grundkreditanstalten und Landesbanken das Pfand-

¹⁹³ Vgl. Berndt et al. (1994), S. 64

¹⁹⁴ Vgl. Bausparkassen-Fachbuch(2004/2005), S. 105

¹⁹⁵ In anderen Ländern existieren ähnliche Produkte, wie die Cedula Hipotecarias in Spanien oder Mortgage Backed Bonds in den USA. Allerdings ist meist der rechtliche Hintergrund ein anderer.

¹⁹⁶ Hypothekendarlehenbanken dürfen allerdings weiterhin ohne eine gesonderte Pfandbrieflizenz Pfandbriefe ausgeben. Gleiches gilt auch für die öffentlich-rechtlichen Emittenten, falls sie schon vor Einführung des PfandG Pfandbriefe emittiert haben.

briefprivileg. Mit dem Wegfall der Anstaltslast und Gewährträgerhaftung der öffentlich-rechtlichen Kreditanstalten wies das Öffentliche Pfandbriefgesetz aber gegenüber dem Hypothekbankgesetz einige Schwächen für die Emission von Pfandbriefen aus. Nach Wegfall der Haftungsmechanismen hätte der auf Basis des ÖPG emittierte Pfandbrief von den Märkten unter Umständen schlechter beurteilt werden können, so dass ein neues Gesetz zur Qualitätssicherung der Pfandbriefe gefunden werden musste.¹⁹⁷

Die Charakteristika der Pfandbriefe sind eng mit den regulatorischen und gesetzlichen Vorgaben der Emittenten verknüpft. Erlöse aus der Emission von Hypothekpfandbriefen dürfen ausschließlich zur Refinanzierung von Darlehen für die Wohneigentumsfinanzierung eingesetzt werden. Es wird allerdings nicht zwischen Darlehen für private und gewerbliche Bauvorhaben unterschieden. Daneben gibt es auch sogenannte Kommunalobligationen (bei öffentlich-rechtlichen Emittenten) bzw. öffentliche Pfandbriefe, die zur Refinanzierung von Krediten an Kommunen und öffentlich-rechtliche Gebietskörperschaften (Staatskredite) eingesetzt werden.

Die Emissionsvolumina von traditionellen Pfandbriefen liegen üblicherweise zwischen 5 und 500 Mio. €, mit einem durchschnittlichen Volumen von 150 Mio. €. Solche Schwankungen bergen die Gefahr der Illiquidität. Daher werden seit 1995 zunehmend so genannte Jumbo-Pfandbriefe mit einem Mindestvolumen von 500 Mio. emittiert. Das durchschnittliche Volumen liegt bei 1,3 Mrd. € und deutet somit auf einen wesentlich liquideren Markt hin. Allerdings dominieren im Jumbo-Segment die Staatskredite mit einem Anteil von über 90%, weil die erforderlichen Mindestvolumina mit diesen oft großvolumigen Darlehen wesentlich einfacher zu erreichen sind. Jumbos sind stets „Plain Vanilla“ Papiere, also endfällige Bonds mit fixer Kuponausstattung. Auch die traditionellen Pfandbriefe werden in den meisten Fällen als endfällige Bonds emittiert. Es existieren aber auch strukturierte Papiere, die verschiedenen Rendite- und Laufzeitvorstellungen der Investoren angepasst werden können. Dadurch erhalten die Emittenten einerseits zwar die Möglichkeit zusätzliche Margen zu erwirtschaften, senken aber andererseits dadurch die Liquidität der Standardpapiere, da die Anzahl der Investoren abnimmt.¹⁹⁸

Ein weiterer Spezialfall der Pfandbriefe sind die so genannten Global-Pfandbriefe. Diese wenden sich gezielt an internationale und vor allem US-amerikanische Investoren. Durch die Einhaltung bestimmter Emissionsregeln der amerikanischen SEC (Securities and Exchange Commission) sind diese Papiere von den umfangreichen Registrierungs- und Berichtspflichten befreit, können allerdings nur von Großinvestoren mit einem bestimmten Mindestportfolio erworben werden.¹⁹⁹

¹⁹⁷ Vgl. Hagen (2004), S.15ff.

¹⁹⁸ Vgl. Arndt und Tolckmitt (2001), S.9f., Mastroeni (2001), S.52 f., Verband deutscher Hypothekbanken (2002), S.21 und Damerow (2000), S.29.

¹⁹⁹ Vgl. Arndt/Tolckmitt (2001), S.11 und von Köller (2001), S.1030.

Die Laufzeiten der Papiere betragen zwischen einem und 10 Jahren, der Großteil hat Laufzeiten zwischen 5 und 7 Jahren.²⁰⁰

Da von den Pfandbriefemittenten die Kongruenzregeln zwischen Aktiv- und Passivgeschäft eingehalten werden müssen, bieten sie den Darlehnsnehmern auf der Aktivseite die so genannte Abschnittsfinanzierung an. Dabei verpflichten sie sich, nach Ablauf der Zinsfestschreibungsfrist die Anschlussfinanzierung zu übernehmen. Die Pfandbriefe werden mit einer Laufzeit vergeben, die dieser Frist entspricht. Danach werden die Kreditkonditionen angepasst (meist nur der Zinssatz, während die Tilgung gleich bleibt) und ein neuer Darlehensvertrag geschlossen. Die neuen Kredite werden wiederum über neue Pfandbriefe refinanziert. Für den Kreditgeber besteht ein weitestgehendes Kündigungsverbot (§6 PfandBG), während der Schuldner unter Einhaltung bestimmter Fristen zu den Festzinsabschnitten kündigen darf (§ 609a Abs.1 BGB). Für die Pfandbriefemittenten bedeutet die Abschnittsfinanzierung einen hohen Verwaltungs- und Beratungsaufwand. Darlehen mit ähnlichen Laufzeiten werden aber auch von anderen Kreditgebern angeboten.²⁰¹

Die Pfandbriefe unterliegen nicht nur der Sicherung durch die grundpfandrechlich gesicherten Grundstücke, sondern auch durch die emittierenden Kreditinstitute. Im Konkursfall des Instituts haben zum einen nur die Pfandbriefhalter Anspruch auf die Deckungsmasse der Pfandbriefe, so dass diese auf jeden Fall bedient werden können. Zum anderen haften die Pfandbriefemittenten zusätzlich auch mit anderen Aktiva, d.h. die Bonität der Emittenten ist ebenfalls ausschlaggebend für die Bonität der Wertpapiere.²⁰²

Hypothekenbanken waren durch das Spezialitätsprinzip auf risikoarme Geschäfte beschränkt und genossen daher eine ausgezeichnete Bonität. Daher wurden auch die emittierten Pfandbriefe hoch bewertet. Auf Grund der hohen Anforderungen des neuen PfandG bezüglich des Aufsichtsrechts, der operativen Durchführung und der Deckungswerte wird sichergestellt, dass die Pfandbriefemissionen der heutigen Pfandbriefbanken ebenfalls ausgezeichnete Bonitäten erreichen.²⁰³ Andererseits bieten Pfandbriefemissionen geringere Renditen als risikoreichere Anlagen. Im Durchschnitt liegen die Spreads zwischen Bundesanleihen und Hypothekpfandbriefen über die letzten 10 Jahre bei 13 Basispunkten (im Jahr 2005 bei 20 BP), zwischen Bundesanleihen und öffentlichen Pfandbriefen bei 9, aber zwischen Bundesanleihen und Industrieobligationen bei knapp 54 Basispunkten.²⁰⁴

Seit den 90er Jahren nimmt die Anlage in Pfandbriefen vor allem bei ausländischen Investoren zu. Das kann auf verschiedene Gründe zurückgeführt werden. Zu einen ist die steigende Anzahl von Jumbo-Emissionen verantwortlich, da internationale Anleger die höhere Liquidität dieser Papiere bevorzugen. Auch die Emissionen von Global-Pfandbriefen tragen

²⁰⁰ Vgl. Arndt/Tolckmitt (2001), S.12 und Jacobi (1988), S.13 ff.

²⁰¹ Vgl. PfandBG (2006), Jacobi (1988), S.17 ff. und Kölln (1994), S.603f.

²⁰² Vgl. Picherer (2001), S.14

²⁰³ Vgl. Hagen (2004), S.16.f

²⁰⁴ Quelle: eigene Berechnungen, Daten der Zeitreihenstatistik der Deutschen Bundesbank, Berechnungszeitraum Januar 1995 bis August 2005.

deutlich zur Steigerung der Bekanntheit und Attraktivität deutscher Pfandbriefe auf den internationalen Kapitalmärkten bei. Des Weiteren sorgt die Verbreiterung der Angebotspalette durch die bereits erwähnten strukturierten Emissionen, die auf die Risiko-Rendite-Präferenzen der Investoren zugeschnitten werden können, für eine Vergrößerung der Investorenbasis. Zusätzlich führte die Entwicklung von Pfandbriefindizes in den letzten Jahren zu einer Erhöhung der Markttransparenz und damit ebenfalls zu einer verbesserten Akzeptanz. Auch die Aufnahme in verschiedene elektronische Handelssysteme trug zur Zunahme der Handelsaktivitäten bei.²⁰⁵

Auf Grund ihrer langen Geschichte und der lange gezeigten Zuverlässigkeit wurde die Notwendigkeit externer Ratings lange Zeit unterdrückt. So konnten die Emittenten die mit den Ratings einhergehenden Kosten vermeiden. Erst Mitte der 90er Jahre, mit zunehmenden internationalen Aktivitäten der Hypothekenbanken (Absatz der Pfandbriefe auf internationalen Kapitalmärkten, Emissionen von durch ausländische Immobilien gedeckte Papiere) wurden Ratings gebräuchlich, um ausländische Investoren von der Sicherheit der Pfandbriefe zu überzeugen. Die erreichten Bewertungen der Papiere untermauern die hohe Qualität der Pfandbriefe. Dabei fällt die Bewertung der Pfandbriefe meist höher aus als das des emittierenden Institutes. Hypothekendarlehen erreichen durchweg Bewertungen in der AAA und AA Kategorie, öffentliche Pfandbriefe sogar ausschließlich AAA Bewertungen. Im Jahr 2006 wurden zwar einige Pfandbriefe in ihrer Bewertung herabgestuft, allerdings ist dies auf die Bindung der Pfandbrief-Ratings an die Bonität der Emittenten zurückzuführen. Hier ging der Automatismus sogar noch eine Stufe weiter, denn die Herabstufung der Mutterbanken führte zu einer niedrigeren Bewertung der Hypothekenbanken (der Tochterunternehmen), was wiederum die Neubewertung der Pfandbriefe nach sich zog. Tabelle 3.3-8 zeigt beispielhaft die Bewertungen der Rating-Agentur Standard & Poor's für die von dieser Agentur beurteilten Pfandbriefemittenten und deren Pfandbriefe.²⁰⁶

Bank	Institutsrating	Hypotheken-Pfandbriefe	Öffentliche Pfandbriefe
Aareal Bank	BBB+	AAA	AAA
Allgemeine Hypothekenbank Rheinboden AG	BB+	AAA	AAA
Deutsche Genossenschafts Hypothekenbank AG	A	AAA	AAA
Deutsche Hypo			AAA
Dexia Hypothekenbank Berlin AG			AAA
Düsseldorfer Hypothekenbank			AAA
Eurohypo AG	A-	AAA	AAA
HSA Nordbank	A1		Aaa
Helaba	A		AAA
Hypo Real Estate	BBB+	Aa3	AAA
Hypo Real Estate International	A-	AAA	AAA

²⁰⁵ Vgl. Arndt/Tolckmitt (2001), S. 15, Mastroeni (2001), S. 52 und von Köller (2001), S. 1030.

²⁰⁶ Vgl. Lorenz (2006), S.55, Arndt/Tolckmitt (2001), S.16 f., Verband deutscher Hypothekenbanken (2002), S.23 und Munsberg (1997), S.76 f. Es muss zwischen dem Emittenten-Rating und dem Emissions-Rating unterschieden werden. Auf Grund der speziellen Sicherheiten können Pfandbriefe mit höheren Ratings als die emittierenden Banken bewertet werden.

HypoVereinsbank	A		AAA
Kreissparkasse Köln	A1	Aaa	
Landesbank Baden-Württemberg		AA+	AAA
Münchener Hypothekenbank AG	Aa3	Aaa	Aaa
SEB Hypothekenbank AG			AAA
Westdeutsche Hypothekenbank AG	BBB+	AAA	AAA
West LB	A-		AAA
WLBank	A	AAA	AAA
Wüstenrot Bank AG Pfandbriefbank	A-		AAA

Tabelle 3.3-8: Standard and Poors Rating²⁰⁷

b) *Mortgage Backed Securities und Synthetische Verbriefung*

Neben der Refinanzierung über Pfandbriefe gibt es auch in Deutschland weitere Ansätze zu Verbriefungen über Mortgage Backed Securities oder sogenannte synthetische Verbriefungen. Allerdings ist die Anzahl dieser Transaktionen noch sehr gering und der Anteil der Verbriefungen von Hypothekendarlehen aus Wohnungsfinanzierungen ist klein. Im ersten Halbjahr des Jahres 2006 waren es nur 4,4% der gesamten, getätigten Transaktionen.²⁰⁸ Die erste mit Hypothekendarlehen unterlegte Transaktion wurde 1995 durchgeführt (GEMS-Rheinische Hypothekenbank). 1998 folgte die Deutsche Bank mit einem rein aus Wohnungsbaudarlehen bestehenden Portfolio (HAUS-1). Seitdem hat sich der RMBS-Markt (Residential Mortgage Backed Securities) zwar weiter entwickelt, die Anzahl der Transaktionen blieb aber gering.

Die langsame Entwicklung der Refinanzierung über MBS in Deutschland ist vor allem auf die zögerliche Etablierung von verbindlichen Richtlinien zu ihrer regulatorischen Behandlung zurückzuführen. Erst mit einem im Jahr 1997 verfassten Rundschreiben des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen (BAKred)²⁰⁹ wurde die notwendige Rechtssicherheit für die Verbriefung von Forderungen jeglicher Art geschaffen.²¹⁰ Darüber hinaus stand den deutschen Banken bis vor kurzem vor allem die Besteuerung des SPV (Special Purpose Vehicle)²¹¹ nach dem Gewerbesteuerrecht entgegen. Die Verbriefungsgesellschaft wurde durch Hinzurechnen der hälftigen Dauerschuldzinsen belastet, was die Verbriefung in Deutschland verteuerte und die meisten Kreditinstitute dazu veranlasste die SPVs im Ausland zu gründen.²¹²

Zu einer erhöhten Standardisierung und damit zu Kostenreduktionen hat im Rahmen der Verbriefung von privaten Wohnungsbaudarlehen vor allem die seit Oktober 2001 von der KfW-Bank mit PROVIDE zur Verfügung gestellte Plattform geführt. Sie bietet den Kreditin-

²⁰⁷ Vgl. vdp (2006b)

²⁰⁸ Vgl. KfW (2006). Die größte Gruppe mit 47,6% sind die CMBS (Commercial Mortgage Backed Securities), d.h. verbriefte gewerbliche Immobilienkredite, dann 34,8% die CDOs (Collateralized Debt Obligations), zu welchen auch verbriefte Mittelstandskreditportfolien gehören, und mit 13 % die ABS (Asset Backed Securities), insb. verbriefte Pensionsansprüche, Leasingforderungen und Forderungen aus Automobilkrediten.

²⁰⁹ Heute ist dies die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

²¹⁰ Vgl. Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen (1997)

²¹¹ siehe Kap. 3.2.1.3

²¹² O.V. (2002), S.31

stituten eine standardisierte Infrastruktur für die Verbriefung der Kredite an. Allerdings ist diese vor allem für synthetische Verbriefungen vorgesehen, bei denen lediglich die Ausfallrisiken durch den Einsatz von Kreditderivaten wie Kreditausfall-Swaps (Credit Default Swaps) oder Credit Linked Notes (einer Kombination aus Anleihe und Kreditderivat) auf die Investoren (Swap Counter-Parties) übertragen wird. Liquide Mittel gehen dem Kreditinstitut damit nicht direkt zu, da es sich nicht um bilanzwirksame Verkäufe der Forderungen (*true sales*) handelt. Durch die Abtretung der Ausfallrisiken können die Institute aber eine Reduktion der bankaufsichtsrechtlichen Eigenkapitalanforderungen erreichen und so ebenfalls liquide Mittel freisetzen.²¹³ Die Plattform wird vor allem zur Verbriefung des kleinteiligen Privatkundengeschäfts genutzt. Allerdings sank die Aktivität im Laufe des Jahres 2006 von über 70% des Marktanteils an KfW-Verbiefungen auf unter 29%.²¹⁴

Im Wesentlichen lassen sich die eingesetzten Derivate synthetischer Verbiefungen nach dem Zahlungszeitpunkt möglicher Kreditausfälle unterscheiden. Bei sogenannten unfinanzierten (*unfunded*) Instrumenten wie dem Credit Default Swap ersetzt der Sicherungsverkäufer Verluste erst nach Eintreten eines Ausfalls. Bei finanzierten Instrumenten (*funded*) wie den Credit Linked Notes tätigt der Sicherungsgeber die Ausgleichszahlung im Voraus und bekommt sie bei Nichteintreten der Credit Events am Laufzeitende zurück. Es erfolgen demnach wie bei Anleihen üblich, regelmäßige Zinszahlungen, die an einen Zinsindex gebunden sind, und die um die aufgetretenen Verluste des Referenzportfolios reduzierte Tilgungszahlung am Laufzeitende durch den Sicherungsnehmer. Teilweise finanzierte Strukturen (*partially funded*) kombinieren beide Elemente miteinander. Der Vorteil der Absicherung von Ausfallrisiken über Kreditderivate gegenüber individuell abgeschlossenen Garantien oder Versicherungen liegt in der höheren Kosteneffizienz auf Grund der Standardisierung der Vertragsbedingungen und der breiten Investorenbasis. Darüber hinaus erreicht der Sicherungsnehmer eine erhebliche Reduktion der Risikogewichtung seiner so unterlegten Aktiva. Beispielsweise wird durch die Unterlegung eines Risikoaktivums mit einem CDS dieses beim Sicherungsnehmer mit dem Bonitätsgewicht des Sicherungsgebers gewichtet. Für ein nachrangiges Hypothekendarlehen, das durch ein CDS eines Kreditinstitutes im Gebiet der OECD²¹⁵ abgesichert wird, bedeutete das bis zur Einführung von Basel II, eine Reduktion des Gewichts von 100% auf 20%. Übernimmt die KfW-Bank die Swaps tritt eine vollständige Kapitalentlastung ein, da sie mit 0% gewichtet wird. Der Sicherungsgeber muss die übernommene Absicherung als außerbilanzielles Geschäft mit 100% gewichten. Durch die Unterlegung eines Risikoaktivums mit CLNs wird eine Risikogewichtung von 0% erreicht, da die Vorauszahlung des Sicherungsgebers als eine Barunterlegung möglicher Ausfälle gewertet wird. Die Gewichtung beim Sicherungsgeber ist abhängig von der Bonität des Sicherungsnehmers und der Bonität der zugrundeliegenden Forderungen im Sicherungspool. Dabei wird die höhere der beiden

²¹³ Dieser Hintergrund verliert mit der Einführung von Basel II an Bedeutung, da Darlehensforderungen zur Wohneigentumsfinanzierung nur noch mit 35% des haftenden Eigenkapitals gewichtet werden statt bisher 50%.

²¹⁴ Vgl. Barbour (2002), S.87 und Lorenz (2006), S.45 f.

²¹⁵ OECD: Organisation for Economic Cooperation and Development.

Gewichtungen veranschlagt. Für Verbriefungen nachrangiger Hypothekendarlehen bedeutet dies eine Gewichtung von 100%, für erstrangige Darlehen nach dem Standardansatz des CRD 35%.²¹⁶ Abbildung 3.3-5 zeigt die verschiedenen Varianten der Verbriefungsstrukturen in Deutschland.

Mit dem Rückgang der synthetischen Verbriefungen stiegen die MBS-Verbriefungen mit „wahrem“ Forderungsverkauf (True Sale Verbriefungen) an (siehe auch Abbildung 3.3-6). Das ist vor allem der Gründung der True Sale Initiative²¹⁷ im Frühjahr 2003 durch die KfW-Bank bzw. der anschließenden Gründung der True Sale International GmbH (TSI),²¹⁸ einer neuen Verbriefungsplattform in Deutschland, zu verdanken und der von ihr getätigten Vorarbeiten. Als weiterer Faktor der erhöhten Aktivität kann die Beseitigung der gewerbesteuerlichen Belastung der Verbriefungsgesellschaften angesehen werden. Die Abwicklung der Transaktionen über ein im Ausland zu gründendes SPV ist seit dem nicht mehr notwendig. Die TSI einigte sich darüber hinaus mit der BaFin über die zulässigen Aktivitäten eines SPVs, ohne dass es zum Kreditinstitut wird.²¹⁹

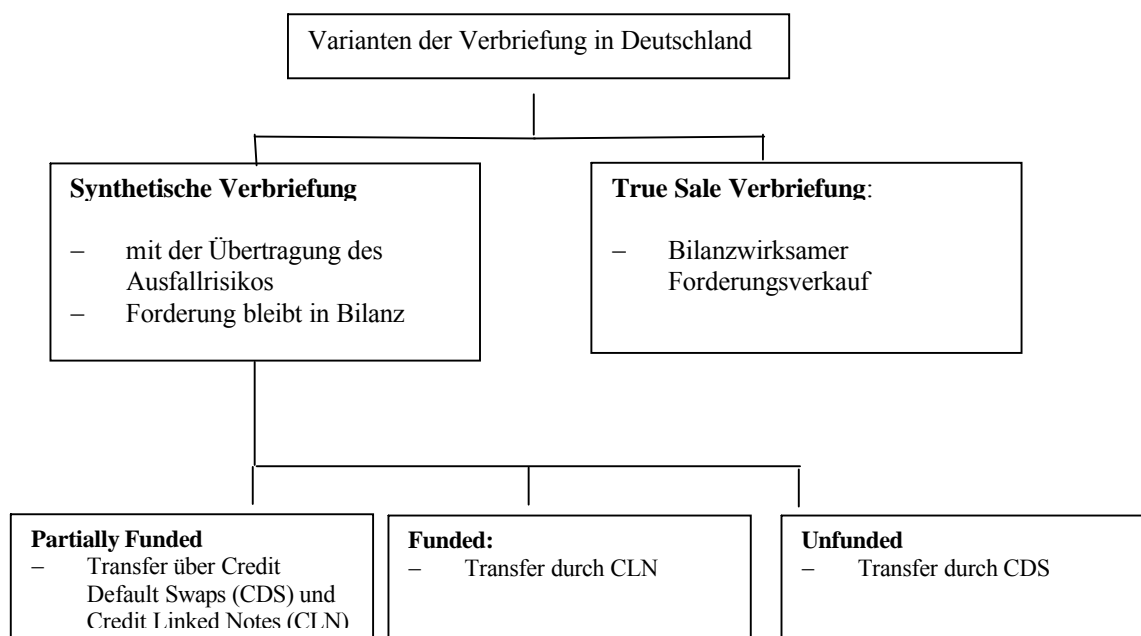


Abbildung 3.3-5: Varianten für Verbriefungstransaktionen in Deutschland²²⁰

²¹⁶ Vgl. BAKred (1999), Abschnitt IV.2.

²¹⁷ Die True Sale Initiative ist hervorgegangen aus einem Zusammenschluss von 13 nationalen und internationalen Banken mit dem Ziel, die Aktivität des deutschen MBS-Marktes anzustoßen.

²¹⁸ Die TSI GmbH wurde im Jahr 2004 von 13 nationalen und internationalen Banken gegründet. (Bayern LB, citigroup, Commerzbank, DekaBank, Deutsche Bank, Dresdner Bank, DZ Bank, EuroHypo, Helabank, HSH Nordbank, HVB Group, West LB und die KfW-Bankengruppe.

²¹⁹ www.tsi.de

²²⁰ Quelle: Lorenz (2006), S.49;

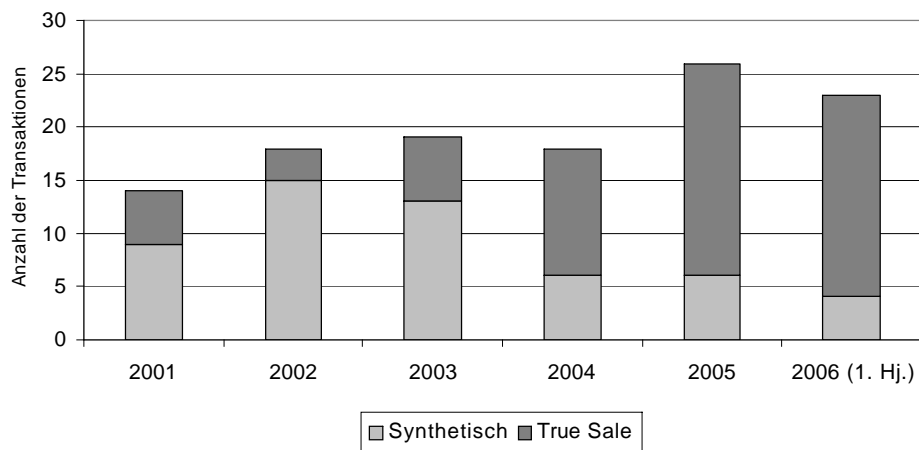


Abbildung 3.3-6: Entwicklung des Anteils von True Sale Transaktionen an allen Verbriefungen in Deutschland (2001-2006)²²¹

3.3.2 Spanien

Der spanische Hypothekenmarkt hat in den letzten 20 Jahren eine besonders rasante Entwicklung erfahren. Für ein besseres Verständnis seiner heutigen Funktionsweise und Ausprägungen ist gerade für dieses Land die Kenntnis der historischen Entwicklung besonders wichtig. Daher werden im Anschluss neben der Darstellung der institutionellen und politischen Rahmenbedingungen auch die Geschichte und die Zeit der sogenannten *Transición*²²² näher beleuchtet.

3.3.2.1 Historische Entwicklung

Seit der Ära Francos ist Wohneigentum für Spanier beides, eine Investition und ein Recht. Die soziale Verbundenheit mit dem Wohneigentum hat in Spanien zu einer der höchsten Eigentumsquoten Europas geführt. Im Jahr 2001 lebten 82% der Haushalte in den eigenen vier Wänden.²²³ Selbst in Millionenstädten wie Madrid und Barcelona wohnen über 65% der Bevölkerung in Eigentum, hauptsächlich in Geschosswohnungen.²²⁴ Doch auch im übrigen Spanien wurde und wird bis heute Wohneigentum überwiegend als Geschosseigentum im Hochhausbau realisiert.²²⁵

²²¹ Quelle: KfW-Bankengruppe (Deutscher Verbriefungsmarkt 2006)

²²² Die *Transición* beschreibt die Zeit nach Francos Tod im Jahr 1975 bis heute.

²²³ INE (2001).

²²⁴ In den deutschsprachigen Ländern (Schweiz, Österreich, Deutschland) ist der Urbanisierungsgrad negativ mit der Eigentümerquote korreliert

²²⁵ In den 50er und 60er Jahren erfolgten in Spanien umfangreiche interne Wanderbewegungen. Rund 4,5 Mio. Menschen aus den überwiegend ländlichen Gebieten drangen in die größeren Städte. Um den hohen Strom von Zuwanderern zu bewältigen, wurde in den 60er Jahren in den Städten eine sehr hohe Einwohnerdichte von etwa 500 Ew./ha vorgeschrieben. Durch einen hohen Anteil an Geschosswohnungsbauten konnte die Bevölkerung so

Unter dem totalitären Regime Francos (1939-1975) setzte eine schnelle Industrialisierung und Urbanisierung des Landes ein. Wohnungspolitik spielte dabei als strukturierendes Prinzip für Wirtschaft und Gesellschaft eine wichtige Rolle. Mit der Förderung des Wohneigentums verfolgte der General vor allem machtpolitische Ziele. Die Bevölkerung sollte durch Wohneigentum lokalisierbar, kontrollierbar und durch die Aufnahme langfristiger Kredite abhängig gemacht werden. Darüber hinaus sollte das eigene Heim aber auch für sozialen Frieden sorgen und die Familie in den Mittelpunkt der Gesellschaft rücken.²²⁶

Bis in die 50er Jahre war der Anteil an Mietwohnungen noch deutlich höher als jener der Eigentumswohnungen. Allerdings machten die hohen Auflagen des Mieterschutzes das Angebot von Mietwohnungen unrentabel.²²⁷ In den 40er und 50er Jahren begann die Regierung, die Errichtung von Eigentumswohnungen staatlich zu fördern. So regte z.B. das nationale Wohninstitut (INV – *Instituto Nacional de la Vivienda*) die Finanzierung neuen Wohneigentums an. Angeboten wurde sie von den Sparkassen (*Cajas de Ahorro*) und der spanischen Hypothekenbank, (*Banco Hipotecario de España*). Dies sollte einerseits das geringe Angebot an Wohnungen ausgleichen und andererseits die Konjunktur anregen. Die Förderung richtete sich vor allem an Bauträger.

Allerdings waren die *Cajas de Ahorro* und die spanische Hypothekenbank in jenen Jahren auch die einzigen Finanzvermittler auf dem Hypothekenmarkt. Die *Cajas de Ahorro* waren außerdem gesetzlich dazu verpflichtet einen Teil ihrer Kredite Bauträgern zur Finanzierung von gefördertem Wohneigentum bereitzustellen.²²⁸

Die 60er Jahre brachten die erste längere Periode wirtschaftlichen Wachstums und Stabilität nach dem Bürgerkrieg. Mit dem wirtschaftlichen Boom stiegen die Gehälter und damit die Konsummöglichkeiten der meisten sozialen Schichten erheblich. Das regte auch die Nachfrage nach Wohneigentum an, was wiederum den Neubau ankurbelte, aber auch spekulative Käufe mit sich brachte. Ein niedriges Niveau von Transaktionskosten und Steuern sowie eine staatliche Gewinnlimitierung der Finanzintermediäre verstärkten diesen Prozess. Der noch wenig entwickelte Finanzmarkt bot zu den Immobilien fast keine Investitionsalternativen. Allerdings war das Volumen der auszugebenden Hypothekendarlehen stark beschränkt und die Zinsen reguliert. Die Wohneigentumsfinanzierung stützte sich vor allem auf die Erfüllung der nationalen Wohnungsbauprogramme und die Kanalisierung der Mittel über die *Cajas de A-*

schnell mit Wohnungen versorgt werden und jeder Haushalt konnte trotz oft unzureichender Verkehrsinfrastruktur in der Nähe von Schulen, Geschäften und Arbeitsplätzen wohnen.

²²⁶ Vgl. Behring/Helbrecht (2002), S. 150.

²²⁷ Im Jahr 1920 wurde erstmals eine strikte Mietgesetzgebung eingeführt, die das Mietniveau beschränkte, Vererbung von Mietverträgen über mehrere Generationen zuließ und die Umlegung von Modernisierungskosten auf die Mieten verhinderte. Diese Mietgesetzgebung hielt sich über viele Jahrzehnte. Zwischen 1964 und 1985 waren Mieterhöhungen fast unmöglich. Vgl. Pareja/San Martin (1999), S.705.

²²⁸ Die Wohnungen, sogenannte VPOs (*Vivienda de Protección Oficial*), mussten einige Auflagen erfüllen einerseits bezüglich der Größe und Raumaufteilung und andererseits bezüglich des Einkommens der Erwerber. Außerdem mussten sie Hauptwohnsitz der Erwerber sein.

horro. In dieser Periode war der Hypothekenmarkt vor allem durch den Mangel an Darlehen bestimmt.

Mitte der 70er Jahre veränderte sich das Bild schlagartig. Der Wohnungsmarkt kam auf Grund einer politischen und wirtschaftlichen Krise des Landes in Schwierigkeiten.²²⁹ Diese hatte ihren Ursprung sowohl auf der Angebots- als auch auf der Nachfrageseite und wirkte sich vor allem auf den freien Wohnungsmarkt aus. Die Arbeitslosigkeit nahm stark zu und die Gehälter sanken. Im Jahr 1977, zwei Jahre nach Francos Tod, begann mit der Demokratisierung des Landes auch die Liberalisierung des spanischen Finanzmarktes.²³⁰ In den sogenannten *Pactos de la Moncloa* im Oktober 1977 einigten sich alle neugewählten politischen Parteien auf eine zügige Reform der Boden- und Wohnungspolitik, um alle juristischen und administrativen Hindernisse zur Etablierung eines freieren und dynamischeren Hypothekenmarktes zu überwinden. Damit entfiel unter anderem die Verpflichtung der *Cajas de Ahorro*, einen Teil der Kredite für den geförderten Wohneigentumsmarkt bereit zu halten. Die Kredite für geförderte Eigentumswohnungen, sogenannte *Viviendas de Protección Oficial (VPO)*, nahmen daraufhin ab, und die *Cajas de Ahorro* konzentrierten sich auf den freien Markt. Allerdings konnte sich nur ein kleiner Teil der Bevölkerung frei finanzierte Wohnungen leisten, so dass dieser Prozess wiederum zu einem Mangel an Finanzierungsmitteln auf dem geförderten Eigentumsmarkt führte.²³¹ Die Refinanzierung der *Cajas* erfolgte hauptsächlich über Spareinlagen. Um das eigene Risiko zu beschränken, boten sie auf dem freien Markt nur Kredite mit kurzen Laufzeiten und sehr hohen Zinsen an. Für die potentiellen Wohnungskäufer allerdings bedeuteten diese Darlehensprodukte ein zu hohes Risiko während der herrschenden unsicheren, wirtschaftlichen Zeiten. Selbst spekulative Käufe wurden auf Grund der anhaltenden Mietregulierung und den steigenden Steuern unrentabel. Bis in die 80er Jahre entwickelte das spanische Finanzsystem nur langsam die notwendigen Strukturen, um die Zugangsbedingungen des Darlehensmarktes zu verbessern.²³²

²²⁹ Ab 1961 legte die Regierung große Wohnungsbauprogramme (*Planes de Vivienda*) auf, die mit einer Periode wirtschaftlichen Wachstums und Stabilität zusammenfielen. Durch rasch steigende Inflationsraten kam es Mitte der 70er Jahre aber zu Schwierigkeiten für das bis dahin aufgebaute Fördersystem des Wohnungsbaus. Mit dem Beginn der Demokratie im Jahr 1976 gingen darüber hinaus die staatlichen Fördermaßnahmen von den Bauträgern im Wesentlichen auf die Haushalte über. Zusätzlich übertrug die Zentralregierung die Verantwortung für die Wohnungsbauprogramme den autonomen Regionen. Allerdings wurde diese Übertragung nicht richtig geplant, so dass sich durch unregelmäßige Zuständigkeiten und Umstellungsprobleme bis 1985 ein administratives Vakuum bildete. Zu weiteren Ausführung der Wohnungspolitik zwischen 1945 und 1990 siehe Donner (2000), S. 235ff. und Nogueras (1996), S.1ff.

²³⁰ Das Kreditwesengesetz vom 14. April 1962 (*Ley de Ordenación del Crédito y de la Banca*) legte die Grundlagen für das moderne spanische Finanzsystem. Aber erst mit der Demokratisierung Ende der 70er Jahre und dem Beitritt zur Europäischen Gemeinschaft am 1. Januar 1986 fielen die wichtigsten Entscheidungen auf dem Weg zu einem „international wettbewerbsfähigen Universalbankensystem“. Klein (1998), S.224.

²³¹ Vgl. Donner (2000), S. 235ff., Nogueras (1996), S.1ff., Klein (1998), S.224f.

²³² Ende der 70er und Anfang der 80er wurden noch einige, wenn auch weniger Pläne zu Finanzierung von gefördertem Wohneigentum (*Planes de Vivienda*) aufgestellt: es wurden Abkommen mit den Finanzintermediären geschlossen, die einen Teil des Kreditvolumens dem öffentlich, geförderten Wohneigentum zu verbilligten Darlehenszinsen zur Verfügung stellten; das Wohnungsbauministerium beteiligte sich an der Werbung für öffentlich gefördertes Wohneigentum; es wurde ein Basiszins zum Erwerb geförderter Eigentumswohnungen eingeführt, der zwischen 1981 und 1983 bei 11% lag und zwischen 1984 und 1987 bei 6, 8 und 11% (je nach Einkommen

Mitte bis Ende der 80er Jahre erholte sich die allgemeine wirtschaftliche Konjunktur des Landes, die Gehälter stiegen wieder und die Finanzierungsmöglichkeiten verbesserten sich erheblich.²³³ Dadurch stieg auch die Nachfrage nach Wohneigentum wieder und in Folge auch dessen Preise.²³⁴ Mit der Anhebung der Zinsen im Jahr 1990 durch die spanische Zentralbank endete diese Phase allerdings. Da das allgemeine Preisniveau für Wohneigentum auf gleich hohem Niveau blieb, erhöhte sich der Aufwand für eine Familie, Wohneigentum zu erwerben, erheblich.²³⁵ Das von den Finanzinstituten ausgegebene Volumen für Hypothekendarlehen stieg in dieser Zeit (1990-1993) weiter an.

In den 80er Jahren nahm die Bedeutung der geförderten Finanzierung immer mehr ab.²³⁶ Der Wettbewerb auf dem spanischen Finanzmarkt verstärkte sich und die privaten Banken wurden nun nicht mehr von der Wohneigentumsfinanzierung ausgeschlossen. Die Darlehensvergabe erweiterte sich damit auf Geschäftsbanken und Kreditgenossenschaften.²³⁷ Auch die Beleihungsgrenze wurde allgemein auf 80% des Immobilienwertes erhöht und die Finanzierung auf Laufzeiten von 10 bis 15 Jahren ausgedehnt.²³⁸ Die Institute boten jetzt meist Produkte mit variablen Darlehenszinsen an. Durch die Kombination von Passiva mit äußerst fluktuierenden Zinsen und langfristig ausgegebenen Aktiva sahen sie eine Möglichkeit, ihre Risiken zu reduzieren. Damit ergaben sich erhebliche Verbesserungen bei den angebotenen Darlehensprodukten für den freien, nicht geförderten Eigentumserwerb, womit der Zugang für alle Bevölkerungsschichten erleichtert wurde.²³⁹

Weitere Maßnahmen Anfang der 80er zielten auf die Liquiditätssteigerung des Hypothekenmarktes. Die meisten Institute durften Hypothekendarlehen (*Bonos Hipotecarios, BH*), Hypothekenanteile (*Participaciones Hipotecarias, PH*) und *Cedulas Hipotecarias (CH)*, eine Art Pfandbrief, auf dem Kapitalmarkt emittieren und sich zum Teil dadurch refinanzieren.²⁴⁰ Der Großteil der Refinanzierung erfolgte allerdings über Spareinlagen und Interbanken-Darlehen. Als Konsequenz dieser Maßnahmen stieg das Volumen der Hypothekendarlehen in den

des Käufers). Im Vergleich lag das Marktzinsniveau für Hypothekendarlehen in diesen Zeiten bei 14-15,5% bzw. 15-16,8%.

²³³ Dies wurde auch begleitet durch den Eintritt die eine Europäische Gemeinschaft und Jahre mit gesteigertem Tourismus.

²³⁴ Dabei muss berücksichtigt werden, dass auf eine gesteigerte Nachfrage erst mit einer Zeitverzögerung von zwei bis drei Jahren eine Steigerung des Angebots folgt.

²³⁵ Der Aufwand wird als Verhältnis zwischen den jährlichen Kosten für den Erwerb von Wohneigentum und dem jährlichen Gehalt einer Familie gemessen. Die jährlichen Kosten sollen hier die Annuitäten für das Hypothekendarlehen darstellen. Nogueras (1996) gibt an, dass diese von 36,2% von 1985 auf 59,1% im Jahr 1991 stiegen und dann bis 1993 auf 51,55% fielen. Dabei wurde angenommen, dass nur ein Familienmitglied Gehalt bezieht.

²³⁶ Auf Grund der „Pactos de la Moncloa“ im Jahr 1977 wurde die „Reforma Fuentes Quintana“ auf den Weg gebracht, die u.a. auch zum Ziel hatte, die staatliche Intervention in das Finanzsystem zu senken, den Wettbewerb zu stärken und die Zinsen zu Liberalisieren.

²³⁷ 1981 kam das Gesetz zur Regulierung des Hypothekenmarktes (Ley del Mercado Hipotecario) LMH 2/1981 heraus.

²³⁸ Damit lagen sie trotzdem noch weit unter dem europäischen Durchschnitt und waren für eine langfristige Finanzierung zu kurz.

²³⁹ Vgl. Nogueras (1996). S.5f.

²⁴⁰ Siehe auch Kap.3.3.1.6

Jahren 1982-1990 um mehr als das 4,5fache, während das Volumen der restlichen Darlehen nur um das 2,2fache anstieg.²⁴¹

Ende der 80er und Anfang der 90er Jahre erfolgten einige normative Veränderungen, um den bis dahin eingeschränkten Hypothekenmarkt zu reformieren. Diese Veränderungen hatten vor allem Auswirkungen auf die Emission der *CHs* und *BHs*, auf die Regulierung des Marktes im Allgemeinen und auf das Steuer- und Versicherungssystem. Die Laufzeit der *CHs* konnte nach der Reform frei gewählt werden und die erforderliche Deckungssumme durch Hypothekendarlehen wurde erheblich gesenkt. Nun durften auch private Banken und Darlehensinstitute *CHs* herausgeben. Darüber hinaus erlaubten neue Regelungen den Darlehensinstituten, Hypothekendarlehen von der Bilanz zu lösen und als Wertpapiere, sogenannte *Bonos de Titulación Hipotecaria* oder auch *Spanish Mortgage Backed Securities*, zu emittieren. Dabei konnten unterschiedliche Wertpapiere aus einem Hypothekendarlehen begeben werden. Dies alles durfte auch ohne Kenntnis und Zustimmung des Schuldners erfolgen.²⁴²

Die Kontrolle der Darlehensgeber hatte von nun an die spanische Zentralbank, *Banco de España*, während das Wirtschaftsministerium die Organisation und Überwachung des Sekundärmarktes für hypothekarisch unterlegte Wertpapiere übernahm. Auch die Bewertungsverfahren wurden gesetzlich geregelt und der Erwerb von Wohneigentum damit sicherer und transparenter.

Die *Banco de España* definierte in dieser Zeit Referenzindizes zur Festlegung variabler Zinsen für Hypothekendarlehen. Diese Maßnahme verstärkte die Etablierung variabel verzinster Darlehen als Mittel der Wahl, da Zinsänderungen für die Kunden damit nachvollziehbar waren und die Kommunikationskosten zwischen Darlehensgebern und -nehmern reduzierten.

Dank des allgemeinen wirtschaftlichen Aufwärtstrends, der Preisstabilität auf dem Wohnungsmarkt und des stetigen Rückgangs der Darlehenszinsen stabilisierte sich der Hypothekenmarkt Anfang der 90er Jahre. Auf Grund der positiven Wirtschafts- und Arbeitsbedingungen konnte die Distanz zu den reichsten Ländern Europas auch im Bereich der von den Banken angebotenen Darlehenshöhen geschlossen werden. Hier liegt Spanien heute leicht über dem Durchschnitt der Euro-Zone.²⁴³

3.3.2.2 Nachfrage nach Wohneigentum und Hypothekendarlehen

Der Besitz einer Wohnung ist in Spanien für die soziale Sicherung der Familie von zentraler Bedeutung. Spanien ist historisch kein ausgesprochener Sozialstaat. Auch bei der Versorgung der Bevölkerung mit Wohnraum, hat der Staat auf die preiswerte Förderung privater Bauträger gesetzt, die diesen Wohnraum dann an die Bevölkerung veräußern. Die soziale Absicherung geschieht traditionell über die Familie und obwohl sich auch die spanische

²⁴¹ Vgl. Nogueras (1996), S.5f.

²⁴² Vgl. Pareja/Eastaway (1999), S.700f. und Nogueras (1996), S.5f. Siehe auch Kap.3.3.2.6

²⁴³ Vgl. San Martin (1998)

Gesellschaft den Auswirkungen moderner Entwicklungen wie sinkende Geburtsraten und Haushaltsgrößen nicht entziehen kann, ist die Familie immer noch ordnungsgebendes Prinzip der Wirtschaft und Lebensweise. Nur 15% der Haushalte sind im Jahr 2001 Einpersonenhaushalte, im Vergleich dazu sind es in Großbritannien 29%, in Österreich 31% und in Deutschland 35%. Die Kinder eines Haushaltes ziehen im Durchschnitt erst sehr spät, etwa mit 32 Jahren aus.²⁴⁴ Es besteht gesellschaftlicher Konsens, dass die Bildung von Wohneigentum ein gutes Investment ist. Vor allem die Erfahrung des kontinuierlichen Preisanstiegs von Wohnraum seit 1993 ist dafür prägend (siehe Abbildung 3.3-7). Wohneigentum soll den Familien u.a. finanzielle Sicherheit und soziale Stabilität geben, den Fortbestand der Familie sichern und eine Rückversicherung in Krisenzeiten sein. Das spanische Leben ist um das Dreiecksgespann Familie, Wohnung und Stadtteil zentriert und sichert so das Funktionieren der spanischen Gesellschaft.²⁴⁵

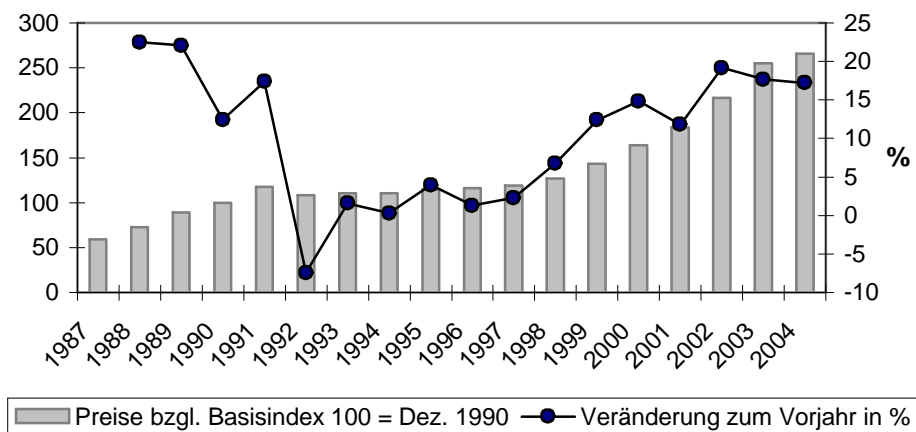


Abbildung 3.3-7: Verlauf der Immobilienpreise von 1987 bis 2004 (Basisindex 100 im Dezember 1990)²⁴⁶

Obwohl das soziodemografische Wachstum der spanischen Bevölkerung im Vergleich zu den 70er Jahren im letzten Jahrzehnt um etwa 80% zurückgegangen ist, entwickelt sich die Nachfrage nach Wohneigentum völlig entgegengesetzt. Die seit Mitte der 70er Jahre auch in Spanien sinkende Geburtenrate hat sich in diesem Bereich noch nicht ausgewirkt,²⁴⁷ da die geburtenstarken Jahrgänge der frühen 70er Jahre, die heute 30-40 jährigen, noch für eine starke Nachfrage sorgen. Dies kann sich bald ändern.

²⁴⁴ Meist fällt der erste Wohnungserwerb mit der Heirat zusammen. Voreheliche Lebensgemeinschaften existieren fast nicht. Üblicherweise befindet sich die neue Wohnung im Viertel der Brautmutter. So können die Kinder von den Großeltern versorgt werden, während die Mütter arbeiten. Die Frauenerwerbsquote hat sich in Spanien drastisch erhöht.

²⁴⁵ Vgl. Behring/Helbrecht (2002), S. 152 f.

²⁴⁶ Quelle: eigene Darstellung; Daten vom Ministerio de Vivienda (Anuario 2003-04) und Banco de España (2005) www.bde.es; Stand 10.01.2005;

²⁴⁷ Konnten im Jahr 1995 noch 3,2 Mitglieder pro Familie gezählt werden, waren es im Jahr 2004 nur noch 2,9. Vgl. AHE (2006). S.4.

Die Reform des Hypothekenmarktes in den 80er Jahren zusammen mit der prosperierenden Wirtschaft, der Erhöhung von Beleihungsquoten, der Verlängerung von Amortisationszeiten (von 10 Jahren im Jahr 1981 auf 30 Jahre im Jahr 2005)²⁴⁸ und den sinkenden Zinsen (von 18% im Jahr 1981 auf 3% im Jahr 2005)²⁴⁹ eröffnete für eine große Bevölkerungsschicht den Zugang zu Hypothekendarlehen, die davor insolvent oder zumindest mit ihrem Wohnstatus unzufrieden war. Dazu kam noch die günstige Entwicklung der Wohnungspreise. Besonders rasant ist die Entwicklung seit 1995. Der Wert einer Wohnung im Jahr 2004 ist im Vergleich zu 1995 um über 200% gestiegen (Abbildung 3.3-7).²⁵⁰ Die jährlich zur Verfügung gestellten Brutto-Darlehensmittel zur Finanzierung von Wohneigentum sind seit 1995 um das 9,4 fache gestiegen, von 26,6 Mrd. € auf 250 Mrd. € (siehe Abbildung 3.3-8). Die Anzahl der jährlich ausgegebenen Darlehen hat sich verdreifacht. Das bedeutet, dass jährlich etwa 10% mehr Hypothekendarlehen vergeben werden. Gleichzeitig ist die monatliche Belastung der Haushalte aber erheblich zurückgegangen (siehe Abbildung 3.3-9).

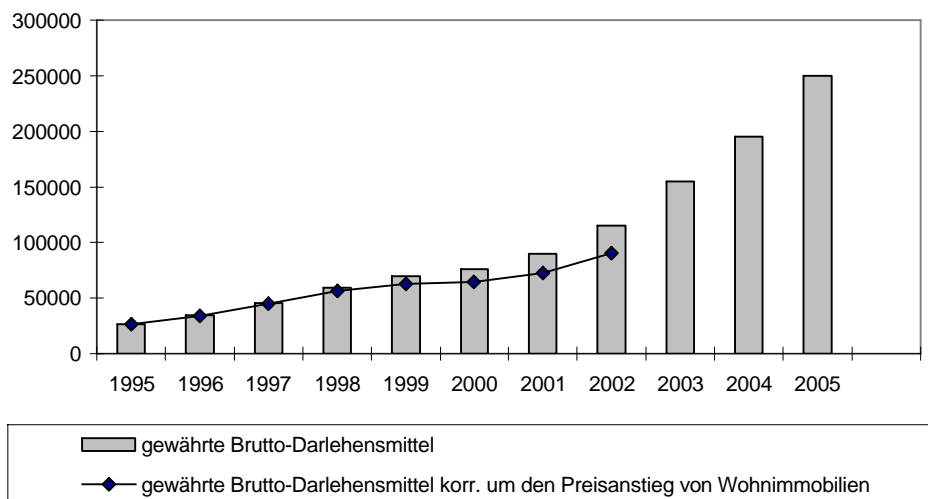


Abbildung 3.3-8: Jährlich gewährte Brutto-Darlehensmittel in Mio. €²⁵¹

²⁴⁸ Auf Grund der stetig steigenden Immobilienpreise bieten die meisten Kreditinstitute jungen Kunden im Jahr 2006 auch Darlehen mit einer Laufzeit von bis zu 50 Jahren an.

²⁴⁹ Jeweils Mitte der Jahre 2003, 2004 und 2005 erreichte der Referenzzins EURIBOR (Zwölfmonatswert) seinen absoluten Tiefstand bei 2,2%. Seitdem ist er kontinuierlich gestiegen bis auf einen Wert von 3,72% im September 2006. Der durchschnittliche Aufschlag für Hypothekenzinsen beträgt für variabel verzinsten Darlehen 65 Basispunkte, so dass sich ein durchschnittlicher Hypothekenzins im September 2006 von 4,3% ergibt. Vgl. dazu auch AHE (2006), S.8 und die Datenstatistik der Banco de España <http://www.bde.es/infoest/a1801.pdf>.

²⁵⁰ Vgl. González (2005), S. 4. Die verstärkte Nachfrage hat auf dem Wohnungsmarkt eine Preisinflation ausgelöst.

²⁵¹ eigene Darstellung; Daten vom *Instituto Nacional de Estadística (INE)* www.ine.es; Stand 12.01.2006

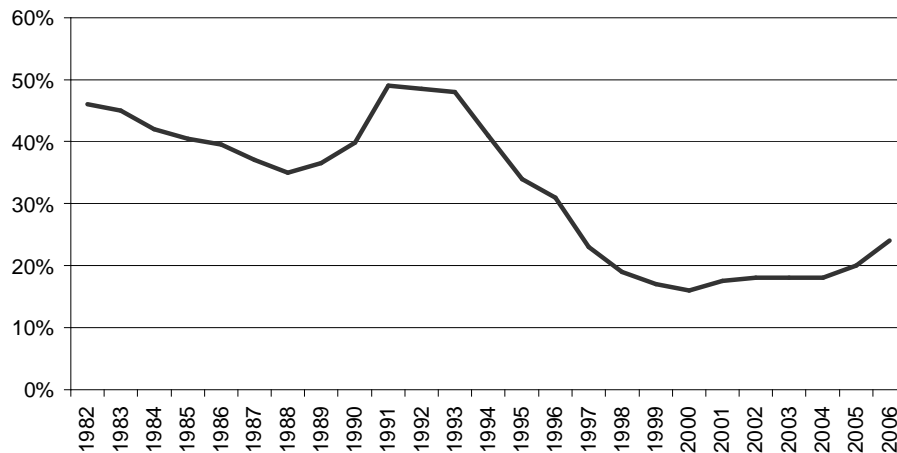


Abbildung 3.3-9: Verlauf der monatlichen Nettobelastung für den Erwerb von Eigentum ab 1982 bis 2006.²⁵²

Gleichzeitig wurden zwischen den Jahren 1995 und 2004 etwa 5 Millionen Arbeitsplätze geschaffen²⁵³ und 2,4 Millionen Wohnungen gebaut. Die mittleren Einkommen erhöhten sich um 32,7%. 3 Millionen Ausländer wurden eingebürgert²⁵⁴ und 2 Millionen Ausländer meldeten in Spanien ihren Zweitwohnsitz an.²⁵⁵

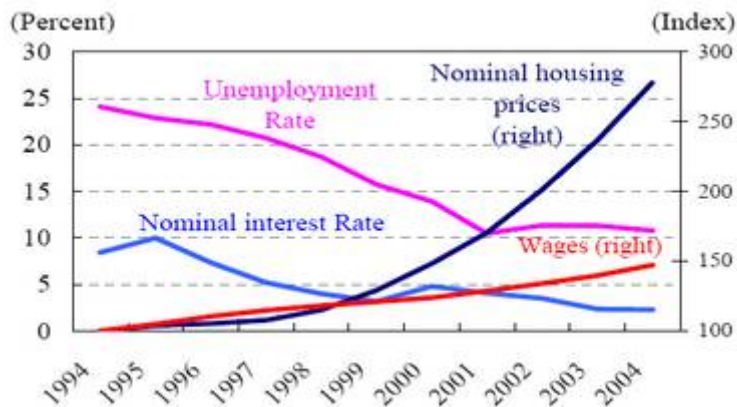


Abbildung 3.3-10: Verlauf der Arbeitslosenquote, der Löhne, des Zinssatzes und der Immobilienpreise²⁵⁶

Im Zuge der allgemein positiven wirtschaftlichen Entwicklung (siehe Abbildung 3.3-10) und des erhöhten Wettbewerbsdrucks haben die Finanzinstitute ihre Risikobereitschaft angepasst. Die Finanzierung über die 80%-Marke des Beleihungswertes hinaus stieg von 2,7% im Jahr 1995 auf 19,7% im Jahr 2004 und die vertragliche Laufzeit von knapp über 10 Jahren auf fast 30 Jahre. Damit tragen die Institute der erhöhten Nachfrage Rechnung und

²⁵² Quelle: eigene Darstellung; Daten vom *Instituto Nacional de Estadística (INE)* www.ine.es und dem *Ministerio de Fomento* www.mfom.es; Stand: 12.06.2006.

²⁵³ Die Arbeitslosenquote sank damit von 24% auf 11%.

²⁵⁴ Damit hat sich die Zahl der in Spanien lebenden Ausländer seit dem Jahr 1990 vervierfacht.

²⁵⁵ Vgl. González (2005), S.11..

²⁵⁶ Quelle: AHE (2006)

ermöglichen der Bevölkerung den Einstieg in das sehr stark verteuerte Wohneigentum.²⁵⁷ Obwohl in anderen europäischen Ländern wie Großbritannien eine solche Vorgehensweise in ähnlich boomenden Zeiten zu einem Desaster sowohl für Darlehensnehmer als auch für die Kreditinstitute führte, als die Immobilienblase platzte,²⁵⁸ bewerten die Experten die Vorzeichen in diesem Fall anders.²⁵⁹ Bisher gab ihnen die Entwicklung Recht. Der Zahlungsrückstand der Darlehensnehmer ist trotz der erhöhten Beleihungsquoten auf einem historischen Tiefstand und sinkt tendenziell weiter²⁶⁰ und der Verschuldungsgrad pro Familie bezogen auf das zur Verfügung stehende Einkommen ist konstant um die 35%.²⁶¹ Während in anderen europäischen Ländern wie in England und Deutschland der Immobilienboom längst wieder abgeflacht ist und die Immobilienpreise sinken, hält der Anstieg in Spanien, wenn auch gedämpft, an. Allerdings lassen die seit dem Jahr 2005 anhaltenden Zinserhöhungen erahnen, dass sich die Amortisationsraten bzw. Schuldenkosten der Darlehensnehmer noch weiter erhöhen werden. Für die verbreiteten Annuitätendarlehen ergeben sich daraus proportional zur Laufzeit zum Teil erhebliche Anstiege der monatlichen Tilgungsleistungen. Da sowohl die Laufzeiten als auch die Beleihungsgrenzen der aktuellen Verträge erheblich erweitert wurden, könnten sich hier in Zukunft erhebliche Probleme ergeben.²⁶²

Schließlich darf eine äußerst wichtige Zuführergruppe der Hypothekenanbieter in diesem Abschnitt über das Nachfrageverhalten nicht unerwähnt bleiben, die Bauträger, die sogenannten *promotores*. Sie finanzieren große Komplexe von Eigentumswohnungen mit Hilfe von Hypothekendarlehen vor und übertragen diese im Anschluss normalerweise auf die einzelnen Wohnungskäufer als Endfinanzierung. Viele Kreditgeber verzichten hierbei auf eine erneute Kreditprüfung.²⁶³

3.3.2.3 Finanzierungspartner

Finanzierungspartner für Hypothekendarlehen sind Geschäfts- oder Universalbanken, Sparkassen (*Cajas de Ahorro*), Genossenschaftsbanken und Spezialkreditinstitute (*Establecimientos Financieros de Crédito, EFC*). Die *EFC* wurden auf Grund des Gesetzes 3/1994 aus verschiedenen Darlehensgesellschaften zusammengeschlossen. Ähnlich wie ihre ursprünglichen Gesellschaften dürfen sie Hypothekarkredite und Kreditkarten ausgeben, Factoring und Leasing betreiben. Allerdings haben sie nur restriktiv Zugang zum Geld- und Kapitalmarkt und dürfen sich auch nicht über Einlagen refinanzieren. Die Spanische Hypothekenbank, *Banco Hipotecario de España*, repräsentierte bis ins Jahr 1991 den einflussreichen öffentli-

²⁵⁷ Vgl. Gonzalez (2005), S.12.;

²⁵⁸ Siehe dazu auch Kapitel 3.3.3.

²⁵⁹ Vgl. Ergebnisse der Studie der OECD (2005) und der Europäischen Zentralbank (2006).

²⁶⁰ Im Jahr 2000 lag die Saumseligkeit von Hypothekendarlehen bei 0,7, im Jahr 2006 bei 0,3. Gonzalez (2005), S.14 und AHE (2006), S.12.

²⁶¹ Vgl. AHE (2006), S.9. Die Daten basieren auf einer empirischen Studie von über 700 000 Hypothekendarlehen aus dem Jahr 2005 durchgeführt von Genworth.

²⁶² Vgl. AHE (2006a), S.8 und Kapitel 6 zur weiterführenden Behandlung dieser Thematik.

²⁶³ Vgl. von Köller (2001), S. 811

chen Sektor. Danach wurde sie privatisiert und ging in die Kreditholding *Argentaria* ein, die heute Teil der *BBVA*-Gruppe ist.²⁶⁴ Auch ausländische Banken wie die Barclays Bank, die Citibank, die Deutsche Bank und die Halifax bieten in Spanien ihre Hypothekenprodukte an. Seit ihrer Zulassung im Jahr 1978 haben sie den Wettbewerb wesentlich verstärkt. Insgesamt sind heute 65 ausländische Banken in Spanien tätig, die sich mit ihrem Angebot aber hauptsächlich an Geschäftskunden richten. Abbildung 3.3-11 zeigt die Anzahl der verschiedenen Finanzinstitute, die von 1981 bis 2006 auf dem spanischen Markt vorzufinden war. Trotz der relativ großen Vielfalt an Darlehensanbietern war vor allem in den 90er Jahren auf dem spanischen Hypothekenmarkt keine große Produktvielfalt vorzufinden. Die Gründe liegen hauptsächlich in den regulatorischen Rahmenbedingungen und den Vorteilen, die einige Darlehensgeber wie die *Cajas de Ahorro* noch genossen.²⁶⁵ Vor allem seit dem Jahr 2000 verstärken die spanischen Finanzdienstleister ihre Kundenwerbung mit einer größeren Angebotspalette an Hypothekenprodukten.

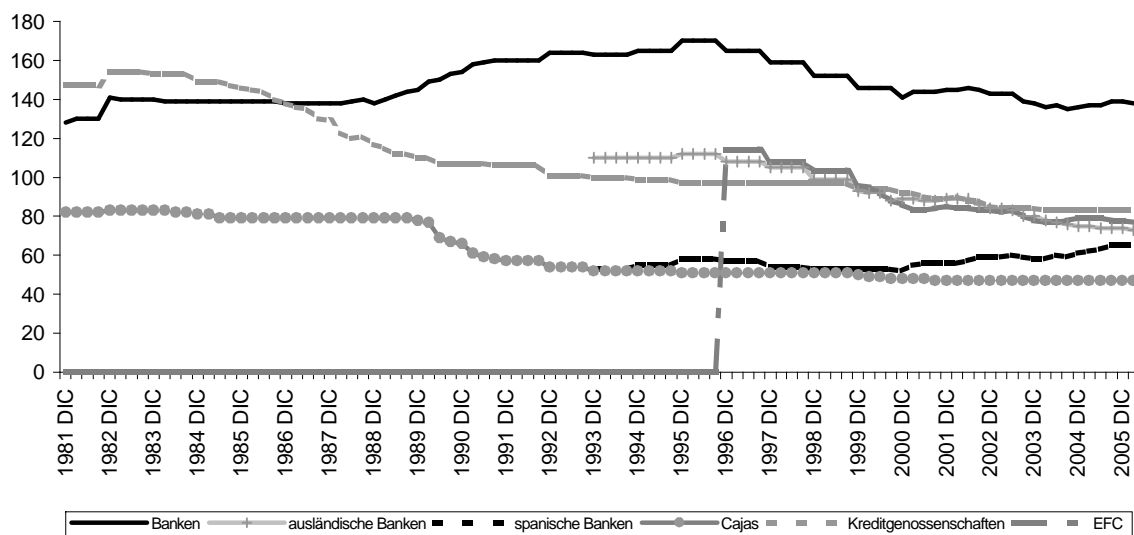


Abbildung 3.3-11: Anzahl der Finanzinstitute in Spanien von Dezember 1981 bis März 2006.²⁶⁶

Die *Cajas de Ahorro* sind die führenden Anbieter von Hypothekendarlehen. Im Jahr 2006 setzt sich die Gruppe aus 47 verschiedenen Sparkassen zusammen.²⁶⁷ Bis 1981 profitierten sie von den gesetzlichen Rahmenbedingungen, die den Geschäftsbanken untersagte Hypothekendarlehen auszugeben. Auf Grund der Loyalität ihrer Kunden genießen sie noch heute

²⁶⁴ Unter dem Dach der staatlichen *Argentaria* (hervorgegangen aus der früheren halbstaatlichen Außenhandelsbank Banco Exterior de España (BEX)) wurden 1992 bzw. 1998 ein Duzend staatliche und halbstaatliche Kreditinstitute sowie etwa 60 Finanzdienstleister zu einem Bankkonzern zusammengefasst. Dazu gehören u.a. die Postbank (*Caja Postal*) und Spezialkreditinstitute wie die spanische Hypothekenbank (*Banco Hipotecario*), *Banco de Crédito Local* und *Banco de Crédito Agrícola*. Seit 1994 sind in der Gruppe der Banken nicht nur private Institute, sondern auch die früheren offiziellen Kreditinstitute vertreten, deren Eigenkapitalanteile nicht mehr beim staatlichen *Instituto de Crédito Oficial*, sondern bei der – inzwischen vollständig privatisierten- Kreditholding *Argentaria* liegen. 1999 fusionierten Spaniens bis dahin zweitgrößte Bank *BBV* (*Banco Bilbao Vizcaya*) und *Argentaria* zur *BBVA*. Vgl. Klein, 1998 S.224 und www.BBVA.es.

²⁶⁵ Vgl. Batchvarov (2002), S.4

²⁶⁶ eigene Darstellung; Daten: www.bde.es, Stand: 21.09.2006.

²⁶⁷ www.bde.es/estadistica, Stand: 21.09.2006

die Auswirkungen dieser Vormachtsstellung. Im Jahr 2005 wurden fast 55% der Hypothekendarlehen von den *Cajas de Ahorro* ausgegeben. Zwar haben Universal- bzw. Geschäftsbanken durch aggressive Marketingstrategien und Niedrigpreispolitik ihre Darlehensvolumen in absoluten Zahlen wesentlich erhöht, Marktanteile konnten sie aber nicht hinzugewinnen. Die Kreditgenossenschaften arbeiten vor allem außerhalb der großen Städte, sind eher klein und konzentrieren sich auf spezifische Regionen. Abbildung 3.3-12 zeigt die Marktanteile der spanischen Finanzdienstleister in Prozent der gewährten Brutto-Darlehensvolumen im Jahr 2005.

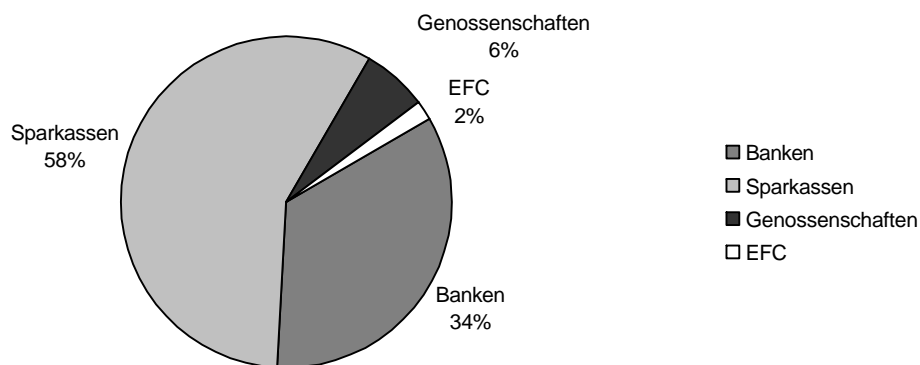


Abbildung 3.3-12: Marktanteile der spanischen Finanzdienstleister in Prozent der gewährten Brutto-Darlehensvolumen (2005)²⁶⁸

3.3.2.4 Finanzprodukte

Die spanischen Finanzintermediäre geben heute zur Wohneigentumsfinanzierung hauptsächlich Darlehen mit indexgebundenen Zinsen aus, die halbjährlich an einen Referenzsatz angepasst werden. Wesentliche Gründe dafür liegen in der Entwicklung der europäischen und spanischen Wirtschaft ab Mitte der 70er Jahre. Vor der Ölkrise 1973 befand sich die spanische Wirtschaft in einer stabilen, vom Staat kontrollierten Lage. Es gab keine großen Veränderungen und im Wesentlichen auch keine Inflation. Die Finanzintermediäre vergaben auf Grund der staatlichen Kontrolle und Sicherheit Festzinsdarlehen mit periodischer Rückzahlung und konnten sich selbst auch sicher und langfristig refinanzieren. Mit der Ölkrise aber wurden die Märkte instabil und volatil. Diese neue Situation führte in Spanien wie in den meisten westeuropäischen Ländern zu einer Liberalisierung der Finanzmärkte. Der Staat zog sich in Konsequenz aus der Kontrolle der Zinsen zurück und überließ den einzelnen Finanzintermediären die Festsetzung ihrer Darlehenszinsen. Diese standen vor einer neuen Situation. Mit kurzfristigen Passiva, deren Zinsentwicklung äußerst unsicher war, sollten sie langfristige Hypothekendarlehen mit festen Zinsen refinanzieren. Um dem Risiko zu entsprechen, erhöh-

²⁶⁸ eigene Darstellung, Daten AHE (2005), S.5f.

ten sie die Zinsen erheblich, was für die Darlehensnehmer zu extrem hohen Belastungen führte. Eine Lösung ergab sich durch die Einführung indexierter, variabel verzinsster Darlehen.²⁶⁹

Bei den Darlehensprodukten auf dem frei finanzierten Hypothekenmarkt handelt es sich heute fast ausschließlich um Darlehen mit Referenzzinsen.²⁷⁰ Folgende Referenzindizes hat die spanische Zentralbank, *Banco de España*, für variabel verzinsliche Hypothekendarlehen empfohlen:²⁷¹

- Durchschnittszins aller Hypothekendarlehen des aktuellen Monats, die von den Privatbanken in der freien Wohneigentumsfinanzierung mit einer Laufzeit von über drei Jahren begeben werden.
- Durchschnittswert aller aktuellen Hypothekendarlehen der Sparkassen in der freien Wohneigentumsfinanzierung mit einer Laufzeit von über drei Jahren.
- Durchschnittswert der beiden oben genannten.
- Durchschnittswert der Jahreszinsen für Hypothekendarlehen und persönlichen Darlehen der Sparkassen gemäß CECA.²⁷²
- Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von 2 bis 6 Jahren.²⁷³
- Monatlicher Durchschnittswert des EURIBOR mit einer einjährigen Laufzeit.²⁷⁴

Auf Grund der gesetzlichen Vorgaben über die Transparenz der Darlehensbedingungen ist die spanische Zentralbank dazu verpflichtet, offizielle Referenzindizes zu definieren und zu publizieren. Deren Gebrauch durch die Finanzinstitute ist freiwillig, allerdings müssen sie bei Nichtanwendung eines offiziellen Index dem Kunden die Veränderungen der von ihnen gebrauchten Indizes individuell mitteilen. Das ist mit höheren Kosten verbunden. Der benutzte Referenzindex und die Revisionsabstände werden im Darlehensvertrag festgeschrieben.²⁷⁵

Der CECA-Index ist ein „privater“ Index, der 1988 definiert wurde und auf Grund der Bedeutung der *Cajas de Ahorro* eine starke Verbreitung erfuhr. Den EURIBOR als Index zu

²⁶⁹ Vgl. San Martín (1998), S.14f und Nogueras (1996), S.25ff. Ein weiterer Grund für die Vormachtstellung variabel verzinsster Darlehen ist, die Öffnung des spanischen Marktes für ausländische Banken und Finanzintermediäre im Jahr 1978 (Königliches Dekret 1978). Allerdings durften diese auf dem spanischen Kapitalmarkt nur begrenzt Mittel aufnehmen und hatten im Übrigen nur die Möglichkeit, sich auf dem Interbanken-Markt zu refinanzieren. (Sie durften nur bis zu 40% der eigenen Investition und Kredite über den Kapitalmarkt refinanzieren.) Dies bedeutete gegenüber den spanischen Wettbewerbern ein erhöhtes Risiko, so dass die ausländischen Banken schon bald nur noch Darlehen mit variablen Referenzzinsen ausgaben. Die Zinsen wurden laufend an den Interbanken-Zins angepasst. Vgl. Jiménez (1995), S. 245, und San Martín (1999), S.13

²⁷⁰ Nur ein geringer Teil der freien Wohnungsbaufinanzierung erfolgt mit Festzinsdarlehen. Anders sieht es bei der Finanzierung des geförderten Wohnungsmarktes aus. Hier kommen fast ausschließlich Festzinsdarlehen zum Einsatz.

²⁷¹ Resolution der *Dirección General del Tesoro y Política Financiera* am 4. Februar 1991; BdE (1993), S.10f.

²⁷² CECA, die *Confederación Española de Cajas de Ahorro*, ist der wichtigste Verband der *Cajas de Ahorro*. Er vertritt die Sparkassen gegenüber den öffentlichen Verwaltungen und im Ausland und leistet den Mitgliedern technische Hilfe.

²⁷³ Dieser Referenzindex wird nicht so oft genutzt.

²⁷⁴ Dieser Index wird seit der Währungsunion 1999 am häufigsten gebraucht. Davor war es der MIBOR.

²⁷⁵ Vgl. Díaz/Costa/Llorente (1997), S.27f.

definieren zeigt die Bedeutung des Interbanken-Marktes als Standardreferenz und Refinanzierungsort vieler Institute. Die übrigen Indizes wurden durch Erlasse der Generaldirektion für Finanzpolitik in den Jahren 1989 und 1991 festgelegt. In Abbildung 3.3-13 kann der Verlauf der Indizes verglichen werden.

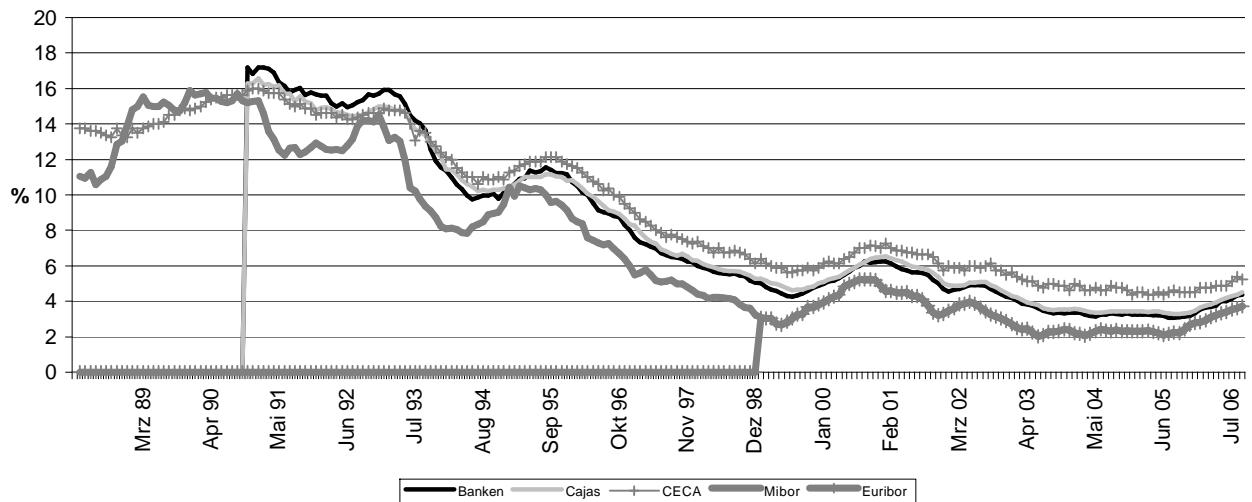


Abbildung 3.3-13: Verlauf der Referenzindizes des Hypothekenmarktes in % (1988-2006).²⁷⁶

Die Laufzeiten der Darlehen sind auf Grund der Reform des Hypothekenmarktes in den 80er Jahren und des gesteigerten Wettbewerbs unter den Darlehensgebern von durchschnittlich 8 Jahren auf aktuell 20 bis 25 Jahre gestiegen. Am häufigsten findet man heute allerdings Darlehen mit einer Laufzeit von 10, 12 und 15 Jahren. Angeboten werden Darlehen bis zu einer Laufzeit von 35 Jahren. Sind die Darlehensnehmer noch jung, werden auch Darlehen mit einer Laufzeit von 50 Jahren angeboten. Die tatsächliche mittlere Laufzeit beläuft sich nach Schätzungen der Kreditinstitute auf 7 bis 8 Jahre.²⁷⁷ Die Zins- und Tilgungszahlungen werden meist monatlich, vierteljährlich oder halbjährlich vereinbart.

Neben den variabel verzinslichen Hypothekendarlehen werden folgende Darlehensprodukte von den Finanzintermediären angeboten:²⁷⁸

- Darlehen mit festem Zinssatz
- Darlehen mit festem anfänglichen Zinssatz
- Darlehen mit variablem Zinssatz und konstanten Annuitäten
- Darlehen, die während der Laufzeit nur Zinszahlungen erfordern. Die Amortisation erfolgt am Ende der Laufzeit. (sog. *Interest-Only* oder auch *IO-Darlehen*)
- Cuenta Vivienda

²⁷⁶ Quelle: eigene Darstellung; Daten von www.bde.es, Stand: Juli 2006.

²⁷⁷ Vgl. BBVA(2006), S.14

²⁷⁸ Vgl. Batcharov/Collins (2002), S.7

In Spanien haben Darlehen mit einer Zinsfestschreibung von über 10 Jahren im Vergleich zu den variabel verzinslichen nur einen geringen Marktanteil von 0,62% (siehe Tabelle 3.3-9).²⁷⁹ Die gesetzlichen Bestimmungen über vorzeitige Rückzahlungen von Hypothekendarlehen gelten auch für die Festzinsdarlehen. Das heißt, dass die Vorfälligkeitsentschädigungen ebenfalls eine Obergrenze aufweisen und die Darlehensnehmer seit der Einführung des Gesetzes 2/1994 das Recht haben, die Hypothek einseitig zu kündigen. Allerdings ist die Obergrenze für Festzinsdarlehen nicht gesetzlich festgelegt, sie kann frei von den Instituten gewählt werden. Bisher wurden aber 4% nie überschritten. Die noch für das Jahr 2007 geplante Hypothekenmarktreform setzt eine gesetzliche Obergrenze bei 2,5% fest.²⁸⁰

Die mit einem Marktanteil von 93,24% populärsten Hypothekendarlehen in Spanien sind Darlehen mit einer Zinsfestschreibung von unter einem Jahr²⁸¹. Tabelle 3.3-9 zeigt den Marktanteil festverzinsster Hypothekenkredite mit einer Laufzeit von über 10 Jahren abschnittsweise zwischen den Jahren 1986 und 2005. Es wird deutlich, dass Mitte der 90er Jahre ein tiefer Einschnitt in der Zinsgestaltung stattgefunden hat. Während 1994 noch 70% der aktiven Salden der Hypothekendarlehen festverzinst waren, waren es 1997 nur noch 14,19%.²⁸² Zum einen begünstigte die Einführung des Gesetzes 2/1994 diese Entwicklung. Sie erlaubte die vorzeitige Rückzahlung festverzinsster Kredite und verstärkte damit die Ausgabe variabel verzinsster Darlehen durch die Kreditinstitute. Zum anderen schien auf Grund anhaltender Zinssenkungen die Festschreibung niedriger Zinssätze auch auf Seiten der Kunden nicht mehr nötig.

Marktanteil festverzinsster Hypothekendarlehen		
	Salden in %	Anzahl in %
1986	90%	
1994	70%	
1997	14,19%	25%
2002	2,35%	6,5%
2005		0,62%

Tabelle 3.3-9: Marktanteil festverzinsster Hypothekendarlehen für die Jahre 1986, 1994, 1997 und 2002.²⁸³

Wie schon erwähnt, ist es den Finanzinstituten nicht erlaubt, die Darlehenszinsen völlig unabhängig festzusetzen. Sie müssen etwa alle 6 bis 12 Monate an einen Referenzindex angepasst werden. 80% der variabel verzinsten Darlehen nutzt den Euribor-Satz als Referenz. Als Variante zu den variabel verzinslichen Darlehen und zum Schutz der Darlehensnehmer vor

²⁷⁹ Vgl. AHE (2006a), S. 12; Daten aus dem Jahr 2005.

²⁸⁰ Siehe auch Kapitel 3.3.2.5

²⁸¹ Vgl. AHE (2006), S. 12

²⁸² Dabei lässt sich kein Unterschied zwischen Banken und Sparkassen erkennen.

²⁸³ Vgl. BOE (2003), S.101f. und www.bde.es

unerwarteten Zinserhöhungen werden auch Darlehen mit einer Zinsobergrenze, einem Cap, angeboten.²⁸⁴

Darlehen mit *anfänglicher Zinsfestschreibung* werden erst seit ein paar Jahren angeboten. Jene mit einer anfänglichen Zinsfestschreibung von etwa 2 bis 3 Jahren hatten im Jahr 2005 einen Marktanteil von 5,52%.²⁸⁵ Im Anschluss an die Zinsfestschreibung werden die Darlehen für den Rest der Laufzeit variabel verzinst. Dieses Angebot soll Kunden locken, die zu Beginn der Darlehensphase Sicherheit bezüglich ihrer Aufwendungen brauchen. Daneben gibt es noch Darlehen mit variablem Zinssatz, aber *konstanten Annuitäten*. Hier zahlt der Darlehensnehmer über die gesamte Laufzeit des Darlehens dieselbe Summe zurück. Veränderungen der Darlehenszinsen verlängern die Laufzeit und somit die Anzahl der Annuitäten. Der Darlehensnehmer hat keine Sicherheit über die Laufzeit des Darlehens.

Der durchschnittliche Beleihungsauslauf (LTV) der Hypothekendarlehen lag im Jahr 2004 bei 65% des Beleihungs- bzw. Immobilienwertes. Im allgemeinen werden die Konditionen der spanischen Hypothekendarlehen wesentlich vom Gesetz zur Regelung des Hypothekenmarktes *LMH 2/1981* und dessen Ausführungsvorschriften beeinflusst: Hypothekendarlehen müssen bestimmte Qualitätsmerkmale erfüllen, um auch als Deckung für Hypothekenschuldverschreibungen dienen zu können, die auf der Grundlage der *LMH 2/1981* ausgegeben werden. Hierfür ist eine erstrangige Grundstückshypothek erforderlich auf einem lastenfreien, uneingeschränkten Grundstückseigentum bzw. Wohnungseigentum. Die Beleihungsgrenze für hypothekenmarktfähige Darlehen liegt bei 70 bzw. 80%. Sinkt der Wert des Beleihungsobjektes um über 20%, kann das Kreditinstitut ergänzende Hypothekensicherheit oder eine Teilrückzahlung des Darlehens verlangen.²⁸⁶ Hypothekendarlehen, deren Beleihungsauslauf über 80% beträgt, werden mit einem Zinsaufschlag versehen (siehe Tabelle 3.3-10).²⁸⁷

Zweck des Darlehens	LTV-max.	var. Zinssatz	Kommissionen
Erstwohnsitz	80%	Euribor + 40 bp	0,25
	100%	Euribor + 85 bp	0,5
Zweitwohnsitz	60%	Euribor + 80 bp	0,75
andere Zwecke	80%	Euribor + 100 bp	0,75

Tabelle 3.3-10: Typischer Zinssatz für Hypothekendarlehen im Juni 2005²⁸⁸

Die *Cuenta Vivienda* bietet neben den genannten Finanzierungsprodukten die Möglichkeit des Zweck- bzw. Vorsparens. Ähnlich wie beim Bausparen deutscher Prägung spart der Kunde über eine längere, vorher festgelegte Zeit eine bestimmte Summe in einem Wohnungsparkonto, der *Cuenta Vivienda*, an. Diese darf nur für den Kauf, den Bau oder die Renovie-

²⁸⁴ Vgl. Batcharov/Collins (2002), S.9

²⁸⁵ eigene Berechnung; Der Marktanteil bezieht sich auf die Anzahl der abgeschlossenen Verträge. Insgesamt hatten Hypothekendarlehen mit Zinsfestschreibung zwischen einem und 10 Jahren einen Anteil von 6,14% der abgeschlossenen Verträge. Daten: www.bde.es und AHE (2006a), S.11

²⁸⁶ Vgl. von Köller (2001), S. 812

²⁸⁷ Tabelle 3.3-10 zeigt weiter, dass auch Hypothekendarlehen, die nicht zur Finanzierung des Erstwohnsitzes dienen, mit einem Aufschlag versehen werden.

²⁸⁸ Vgl. AHE (2006), S.13.

zung von Wohneigentum genutzt werden. Die Vorteile für den Kunden sind vielfältig. Zum einen ist die Bank meist bereit, dem Kunden nach Ablauf der Sparzeit ein Hypothekendarlehen zu günstigeren Konditionen zu geben. Ein Recht darauf hat er allerdings nicht. Zum anderen, kann der Kunde schon während der Sparphase die jährlich aufgewendeten Sparbeträge steuerlich als Immobilieninvestition geltend machen. Die Sparphase darf aber nicht länger als 5 Jahre andauern. Sollte bis dahin keine Immobilie erworben worden sein, müssen alle erhaltenen Steuernachlässe zurückgezahlt werden.²⁸⁹

3.3.2.5 Gesetzliche Rahmenbedingungen

Das gesetzliche Regelwerk für den Hypothekenmarkt stützt sich vor allem auf das Zivil- und das Verwaltungsrecht. Die Bestimmungen zum Hypothekendarlehen, dem Konsumentenschutz, den Rückzahlungen und der Refinanzierung von Hypothekendarlehen sind sehr detailliert. In der Folge ist die Verwertung der Sicherheit bzw. der Immobilie bei einem Darlehensausfall sehr langwierig. Seit 1980 sind die gesetzlichen Rahmenbedingungen mehrmals überarbeitet worden. Die Regulierung über die Verbriefung von Hypotheken wurde schon 1968 veröffentlicht. Damit ist sie eine der ältesten Regulierungen zur Verbriefung von Hypothekendarlehen in Europa. Allerdings wurden erst im Jahr 1992 mit der *Ley 1992* erste, richtige Verbriefungen vorgenommen.²⁹⁰

Die grundlegenden Normen sind das Hypothekengesetz (*Ley Hipotecaria*) und das Regelwerk zur Vergabe von Hypothekendarlehen (*Reglamento Hipotecario*). 1861 wurde das Hypothekengesetz erstmals formuliert. Nach einer Reihe von Reformen in den Jahren 1869, 1909 und 1944²⁹¹ wurde im Jahr 1947 die Grundlage zum aktuellen Gesetz gelegt. Bis heute wird diese immer wieder geändert und ergänzt. Die *Ley del Mercado (LMH) 2/1981* regelt in Artikel 2 über die *Regulación del Mercado Hipotecario (RMH)* die Wettbewerbsbedingungen des Marktes. Seit der Liberalisierung im Jahr 1981 konkurrieren auch die Geschäftsbanken mit der Spanischen Hypothekenbank, heute BBVA, den *Cajas*, den Genossenschaften und den anderen Instituten (*Establecimientos Financieros de Crédito, EFC*). Sie alle sind auch berechtigt die spanischen grundpfandrechtlich gesicherten Schuldverschreibungen auszugeben und hypothekarisch gesicherte Verbriefungen vorzunehmen.²⁹²

In der *LMH 2/1981* wird auch die Beleihungsgrenze für erstrangige Hypothekendarlehen auf 80% des Beleihungswertes festgesetzt. Viele Finanzinstitute akzeptieren aber auch höhere Grenzen, falls zusätzliche Garantien gegeben werden. Die Bewertung des Beleihungsobjekts erfolgt durch das kreditgewährende Institut oder durch einen externen Sachverständi-

²⁸⁹ Vgl. Bausparkassenfachbuch (2004/2005), S.612

²⁹⁰ Vgl. Batcharov/Collins (2002), S. 20., Nogueras (1996), 81ff. Im Jahr 1998 wurde auch die Verbriefung anderer Vermögensgegenstände möglich.

²⁹¹ Vorbild für diese Veränderungen war auch das deutsche Hypothekengesetz.

²⁹² Siehe auch <http://noticias.juridicas.com>. Mit der *Ley 3/1994* wurden die *EFCs* zu Spezialkreditinstituten.

gen (*Sociedad de Tasación*) nach den vorgeschriebenen Bewertungsverfahren.²⁹³ Im Jahr 2004 trat die neue Bewertungsrichtlinie ECO/805/2003 (*Legislación sobre normas de valoración de bienes inmuebles*) in Kraft. Damit wird erstmals der Begriff des Beleihungswertes (*valor hipotecario*) im Gegensatz zu dem bis dahin als Grundlage der Darlehensausgabe dienenden Schätzwert eingeführt. Der Beleihungswert ist ein nachhaltiger Wert ohne die spekulativen Elemente des Schätzwertes.

Zur Einschätzung der Kapitaldienstfähigkeit bewerten die Finanzinstitute neben dem Beleihungsauslauf auch die Höhe des Verschuldungsgrades (*debt-to-income ratio*, DTI). Hier werden die monatlich zu leistenden Zahlungen der Darlehensnehmer mit dem Nettoeinkommen verglichen. Der DTI sollte 30% nicht überschreiten. Ein weiterer Schätzer für die Institute, um die Erschwinglichkeit einer Wohnung für einen Haushalt zu schätzen, ist das Verhältnis von Eigentumspreis zum Einkommen (*price-to-income ratio*, PIR).²⁹⁴ Das typische DTI Verhältnis war 2002 ungefähr 3,8 und die PIR etwa 4,7. Damit lag Spanien weit über dem europäischen Durchschnitt von 2,7 bzw. 3,9.²⁹⁵

In der *LMH 2/1981* sind auch die Regeln für die Ausgabe der *cédulas hipotecarias* und den *MBS* festgelegt.²⁹⁶ Darlehen, die als Grundlage für Verbriefungen dienen, müssen durch erstrangige Grundstückshypotheken gesichert sein. Diese beziehen sich auf das uneingeschränkte Eigentumsrecht an der Gesamtheit einer Immobilie.²⁹⁷

Die Rückzahlung der Hypothekendarlehen und mögliche Veränderungen der Vertragsbedingungen werden in der *Ley 2/1994 bzw. Ley 36/2003* geregelt. Eine vorzeitige Rückzahlung der Darlehen bzw. deren Umschuldung ist explizit erlaubt. Die anfallende Vorfälligkeitsentschädigung ist bei variabel verzinslichen Darlehen auf 0,5% begrenzt. Der Betrag kann auch höher ausfallen, wenn ein außergewöhnlicher ökonomischer Schaden nachgewiesen werden kann.²⁹⁸ Für Festzinsdarlehen galten bislang keine gesetzlichen Obergrenzen. Diese mussten explizit vertraglich festgelegt werden. Seit dem Jahr 2007 gilt inzwischen aber auch für Festzinsdarlehen eine Obergrenze von 2,5%. In diesem Gesetz sind auch alle weiteren mit einer vorzeitigen Rückzahlung verbundenen Transaktionskosten wie Registrierungskosten und Steuern festgelegt. So ist für jeden Darlehensnehmer ersichtlich, welche Kosten auf ihn zukommen.²⁹⁹

²⁹³ Artikel 38 des *Reglamento del Mercado Hipotecario*, (*RMH*). Die unabhängigen Bewertungsagenturen werden regelmäßig von der spanischen Zentralbank begutachtet. Nur so können sie sich für die Bewertung von Sicherheiten qualifizieren, die auch als Grundlage für Verbriefungen dienen. Die Voraussetzungen, die eine unabhängige Bewertungsagentur erfüllen muss, sind im Artikel 39 des *Real Decreto* 1289/1991 geregelt <http://noticias.juridicas.com>.

²⁹⁴ Die Abkürzung PIR bezieht sich auf die englische Bezeichnung „Price-To-Income ratio“

²⁹⁵ Vgl. Batcharov/Collins (2002), S.9

²⁹⁶ Für eine detaillierte Ausführung siehe Kapitel 3.3.2.6 und <http://noticias.juridicas.com/>

²⁹⁷ Vgl. Bausparkassen-Fachbuch (2004/2005), S.615 und von Köller (2001), S.812

²⁹⁸ Vgl. Köndgen (2006), S.82

²⁹⁹ Diese sind in Spanien bis jetzt sehr hoch: etwa 6-8% der Ausgaben sind Steuern und Gebühren, die mit dem Erwerb der Immobilie direkt in Verbindung stehen. Hinzu kommen Ausgaben für die Sicherung des Darlehens,

Für Hypothekendarlehen mit einer Obergrenze von 150.000 € gelten zusätzlich die Bestimmungen der *Orden de 5 de Mayo 1994*. Hier werden ausdrücklich die Bedingungen zur Schaffung und Wahrung der Transparenz und des Wettbewerbs bei der Vergabe von Hypothekendarlehen geregelt. Alle Vertragsbedingungen müssen schriftlich im Angebot fixiert sein, inklusive dem Effektivzins, den zu zahlenden Steuern und zusätzlichen Gebühren. Sie weist auch auf die Nutzung der Vergleichsindizes für variabel verzinsliche Darlehen hin, den minimalen Vertragsbedingungen und die Notargebühren. Die Finanzinstitute müssen darüber hinaus den Darlehensnehmern ein bindendes Angebot unterbreiten, das 10 Tage Gültigkeit hat.³⁰⁰

Die Eintragung dinglicher Rechte im sogenannten Eigentumsregister beruht in Spanien auf Freiwilligkeit. Allerdings ist der Glaube an die Richtigkeit des Grundregisters geschützt, so dass dingliche Rechte gegenüber Dritten nur über eine Eintragung wirksam werden. Die Eintragung einer Hypothek ist allerdings Pflicht und hat rechtsbegründende Wirkung. Nach spanischem Recht muss der gesamte Hypothekenvertrag eingetragen werden. Die Hypothekenurkunde führt damit alle in der Darlehenszusage aufgeführten Bedingungen und unterliegt insoweit dem Gutgläubenschutz.³⁰¹

3.3.2.6 Refinanzierung

Den größten Anteil der im privaten Kreditgeschäft notwendigen Refinanzierung decken die spanischen Finanzinstitute über ihre Spareinlagen. Allerdings haben sich auf Grund der im letzten Jahrzehnt stark angewachsenen Nachfrage an Hypothekendarlehen auch die Anforderungen an die Liquiditätssicherung erhöht. Daher greifen die Institute immer stärker auf die Refinanzierung über die Ausgabe von Schuldverschreibungen und Wertpapieren mittlerer und langer Laufzeit zurück und begeben im Bereich der Wohneigentumsfinanzierung besonders gerne *Cédulas Hipotecarias (CH)*, das sind *Covered Bonds*, und spanische MBS (*FTH*)³⁰². Abbildung 3.3-14 zeigt die Entwicklung der Anteile der beiden Titel an der Refinanzierung von Hypothekendarlehen in den Jahren 2002 bis 2006. Im ersten Halbjahr 2006 lag deren Anteil an der Refinanzierung von ausstehenden Hypothekendarlehen bei 31%. Im August 2006 erreichte das gesamte Investitionsvolumen in *CHs* und *FTHs* und *FTAs* 290 Mrd. €, das waren 40% mehr als im Jahr 2005. Insgesamt wurden während der ersten acht Monate des Jahres 2006 80 Mrd. € in die Titel investiert, mehr als doppelt so viel wie im gleichen Zeitraum des vorangegangenen Jahres.³⁰³

die etwa 2% des Beleihungswertes der Immobilie ausmachen. Vgl. Batcharov/Collins (2002), S.21. Die geplante Verbesserung der LMH 2/1981 sieht Vergünstigungen der Notarkosten von 75 bis 90% vor. MEH (2006), S.11

³⁰⁰ Vgl. AHE (2006), S. 5

³⁰¹ Vgl. Bausparkassen-Fachbuch (2004/2005), S.614;.

³⁰² Die Abkürzung FTH wird hier statt SMBS gewählt, da diese in den spanischen Statistiken so erscheint. Sie ist insofern missverständlich, als sie nicht die Titel an sich, sondern vielmehr die Verwaltungsgesellschaft der Titel darstellt (siehe dazu weiter unten).

³⁰³ www.aiaf.es; www.bde.es ; Stand: 10.12.2006

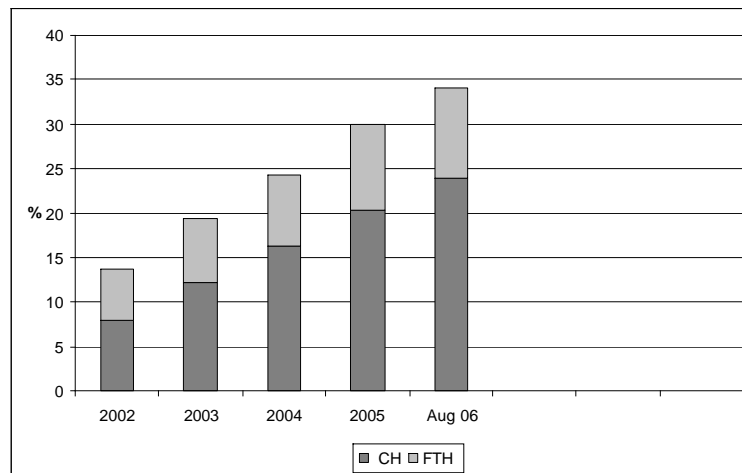


Abbildung 3.3-14: Anteil der Refinanzierung über Hypothekentitel am Gesamtvolumen der Hypothekendarlehen (2002-2006)³⁰⁴

a) *Covered Bonds in Spanien*
(*Cedulas Hipotecarias – Bonos Hipotecarios – Participaciones Hipotecarias*)

Die Emission von Hypothekendarlehen in Form von pfandbriefähnlichen Produkten, den sogenannten *Cédulas Hipotecarias (CHs)*, ist seit der Einführung des Gesetzes zum spanischen Hypothekenmarkt, der *Ley del Mercado Hipotecario (LMH)*, im Jahr 1969 möglich. Doch erst durch die Verbesserung des Gesetzes im Jahr 1981 (*LMH 2/1981*) und das königliche Dekret *R.D. 685/1982* hat die Ausgabe der Wertpapiere einen Boom erfahren. Hinzu kam, dass sich die Finanzinstitute auf Grund der rasanten Entwicklung der Nachfrage nach Hypothekendarlehen nach alternativen Refinanzierungsmöglichkeiten umschauen mussten. Durch die Ausgabe von gesicherten Wertpapieren hofften die Institute, mittel- bis langfristige Investoren an den Markt heranzuführen. Mit der *LMH 2/1981* wurden drei verschiedene Wertpapiere geschaffen. Zum einen die *Cédulas Hipotecarias* und die *Bonos Hipotecarios (BH)* und komplementär zu diesen zwei Titeln wurden die *Participaciones Hipotecarias (PH)*, eine Art von Anteilsscheinen, eingeführt.³⁰⁵

Die Mindestlaufzeit der *Cédulas Hipotecarias (CH)*³⁰⁶ ist 3 Jahre (Erlass vom 22. Juni 1982). Die ausgebenden Finanzinstitute können CHs nach eigenem Gusto ausstatten, so kann beispielsweise die Amortisation periodisch, mit kurzer oder langer Laufzeit, zu festem oder variablem Zinssatz, mit oder ohne Prämie erfolgen.³⁰⁷ Artikel 59 des königlichen Erlasses 1289/1991 besagt, dass das Gesamtvolumen der von einem Finanzinstitut ausgegebenen CHs

³⁰⁴ eigene Darstellung; Daten: www.aiaf.es; www.bde.es; Stand: 10.12.2006. Der Titel FTH beinhaltet auch und mit steigendem Anteil FTAs. Siehe weiter unten.

³⁰⁵ Vgl. Garcia Alonso (1984), S. 43ff., Nogueras (1996), S.68 ff.

³⁰⁶ Vor dem Gesetz 26/1988 durften CHs nur von den Cajas de Ahorro und der spanischen Hypothekenbank ausgegeben werden. Durch das Gesetz 26/1988 und das königliche Dekret 1289/1991 werden alle Finanzintermediäre, einschließlich der CECA, als Emittenten zugelassen.

³⁰⁷ Auch die Zinszahlungen können periodisch oder erst am Ende der Laufzeit erfolgen.

90% des Wertes der ausstehenden Hypothekendarlehen des Institutes, die in ihrer Gesamtheit als Sicherheit dienen, nicht übersteigen darf. Darlehen, die als Sicherheit für BHs und PHs dienen, werden hiervon ausgenommen. Von den Instituten erworbene PHs dürfen aber zur Deckungssumme hinzugerechnet werden. Jedes neue Hypothekendarlehen bis zu einer Beleihungsgrenze von 80% des Schätzwertes ist Teil der Deckungssumme für CHs. Die Ausgabe von CHs muss der Generaldirektion für Finanzpolitik, *Dirección General del Tesoro y Política Financiera*, mitgeteilt werden und im *Boletín Oficial del Estado*, dem Staatsanzeiger, und anderen Tageszeitungen veröffentlicht werden. Anders als beim deutschen Pendant, den Pfandbriefen, dient die Gesamtheit der Darlehen der ausgebenden Institute als Haftungsmasse und schließlich auch das gesamte Vermögen der Institute (Artikel 12, LMH 2/1981).³⁰⁸ Investoren in CHs sind damit privilegierte Gläubiger der Institute auf alle von diesen ausgegebenen Hypothekendarlehen. Ausgenommen sind allerdings jene Darlehen, die die Grundlage für die Emission anderer hypothekarischer Titel bilden, wie BHs oder PHs. (Artikel 14, LMH 2/1981). Tabelle 3.3-11 gibt einen Überblick über die Ausgabebedingungen von CHs.

Cédulas Hipotecarias	
Emittenten	Jeder Finanzdienstleister, der von der <i>Banco de España</i> reguliert ist: Banken, Sparkassen, Kreditgenossenschaften und EFCs.
Supervisor	Das Finanzministerium (mit Hilfe der <i>Banco de España</i>) überwacht das Umfeld des Emittenten und die nationale Kommission für Finanzmärkte muss jede Emission von CHs vor Eintragung ins Register genehmigen.
Gesetz	<i>Ley 2/1981</i> über die Regulierung des Hypothekemarktes, umgesetzt im <i>Real Decreto 685/1982</i> .
Sicherheit	Alle Hypothekendarlehen des ausgebenden Instituts
Auswahlkriterien	Nur Hypothekendarlehen für Wohneigentum mit einer Beleihungsgrenze von unter 80% (kommerziell bis zu 70%) sind für die Emission von CHs als Sicherheit zulässig. Alle Immobilien müssen versichert sein und von Sachverständigen bewertet werden. Säumige Darlehen sind nicht als Sicherheit zulässig.
Übertragung der Darlehen	Nicht möglich. Die Darlehen verbleiben in der Bilanz des Emittenten.
Registereintrag	Nein
Notwendige Über-Collaterisierung	Die Emission der CHs ist auf mindestens 11% und maximal 90% des Volumens der Hypothekendarlehen des Institutes beschränkt.
Immobilienbewertung	Diese muss von einem gesetzlich eingesetzten Sachverständigen vorgenommen werden. Anfang des Jahres 2004 wurden die Bewertungskriterien modifiziert. Das Gesetz ECO/805/2003 hat das Konzept der nachhaltigen Bewertung eingeführt, das zu konstanteren und weniger volatilen Werten führt als der bis dahin verwendete Marktwert.

³⁰⁸ Hier unterscheiden sich CHs wesentlich von ihrem deutschen Pendant, den Pfandbriefen. Die Deckungssumme für Pfandbriefe erstreckt sich nur über die vom Darlehensinstitut dafür benannten Hypothekendarlehen. Bei Zahlungsausfällen haftet das Institut nicht mit seinem gesamten Vermögen. Die bevorzugte Befriedigung der Gläubiger von CHs erstreckt sich allerdings nicht auf die Deckungsmasse, die über die „belasteten“ Hypothekendarlehen hinausgeht. Hier haben zumindest Arbeitnehmer und bestimmte Steuerforderungen Vorrang. Vgl. hierzu besonders Stürmer/Stadler (2002), S.14

Ersatzgarantie	Nicht möglich. Als Aktiva können nur Hypothekendarlehen herangezogen werden. Da der Garantiefund aber von der Gesamtheit der Hypothekendarlehen eines Finanzinstitutes gestellt wird, befindet er sich in ständiger Rotation.
Risiken durch vorzeitige Rückzahlung	Ja, die vorzeitige Rückzahlung der Hypothekendarlehen ist zugelassen. Es wird aber eine Vorfälligkeitsentschädigung verlangt.
Im Fall der Insolvenz des emittierenden Finanzinstitutes	Das neue Gesetz <i>Ley Concursal</i> hat die Stellung der Gläubiger verbessert, indem es die Fortführung der Amortisations- und Zinszahlungen auch im Konkursfall garantiert. Die Insolvenzverwalter müssen die Zahlungen sicherstellen.
Privilegien der Gläubiger	Sie haben ein besonderes Privileg bezogen auf den gesamten Bestand der Hypothekendarlehen.

Tabelle 3.3-11: Überblick über die Emissionsbedingungen von Cédulas Hipotecarias³⁰⁹

Bonos Hipotecarios (BHs) können als spezielle Obligationen angesehen werden und dürfen von allen Finanzinstituten, die Hypothekendarlehen vergeben, emittiert werden. Die Ausgabe der Obligationen muss im öffentlichen Handelsregister veröffentlicht werden. Anders als bei *CHs* muss dabei eine Verbindung zwischen den zugrundeliegenden Hypothekendarlehen und dem Eigentumsregister hergestellt werden. Die Eintragung in das Eigentumsregister dient als Sicherheit. Im Falle des Zahlungsausfalls von Seiten des emittierenden Instituts hat der Gläubiger privilegiertes Recht über die zugrundeliegenden Kredite. Sein Recht geht jenem der Besitzer von *CHs* voraus.³¹⁰

Die *Participaciones Hipotecarias (PHs)* sind Anteilsscheine auf Hypothekendarlehen und damit nominelle Wertpapiere. Der Originator überträgt unmittelbar und regelmäßig einen bestimmten Anteil der Hypothekendarlehen seiner Bilanz an den Erwerber. Die erstrangigen Hypothekendarlehen dürfen 80% des Beleihungswertes nicht überschreiten. Der übertragene Anteil wird in Prozent angegeben, wobei 100%ige Anteile an Hypothekendarlehen möglich sind. Allerdings können diese Anteile nicht in großem Maße ausgegeben werden, was ihren Handel in der Vergangenheit eingeschränkt hat. Die emittierende Bank bleibt grundsätzlich zur Einziehung und Durchsetzung der Hypothekendarlehen gegenüber den Schuldern in voller Höhe berechtigt und verpflichtet. In Höhe und Umfang der Abtretung fallen die Hypothekendarlehen aus der Bilanz des Kreditinstitutes. Es gibt zwei Klassen von *PHs*, freie, nicht limitierte, die von jeder natürlichen Person erworben werden können, frei handelbar sind und im Eigentumsregister eingetragen werden müssen und limitierte *PHs*, die nicht im Eigentumsregister stehen und nur von Finanzinstituten erworben und unter ihnen gehandelt werden dürfen. Ein Vorteil der *PHs* ist, dass sie als Wertpapiere qualifiziert sind und die Refinanzierung der Institute ermöglichen, ohne dass die Hypothekenschuldner davon betroffen sind. Allerdings haben *PHs* keine spezifische Garantie, so dass die Haftung des Emittenten ohne Privileg auf sein gesamtes Vermögen übergreift. Sollte jedoch ein Zahlungsausfall auf Grund der Zah-

³⁰⁹ Vgl. AHE (2006), S.18

³¹⁰ Vgl. Noguerras (1996), S.68 ff.

lungsunfähigkeit eines Schuldners erfolgen, für dessen Hypothekendarlehen ein Gläubiger Anteilsscheine besitzt, ist das ausgebende Institut nicht direkt in der Verantwortung. Der Gläubiger muss mit ihm, um die Eintreibung der Mittel beim Schuldner konkurrieren.³¹¹

b) Spanische Mortgage Backed Securities (FTH und FTA)

Wie schon erwähnt hat Spanien schon früh ein Gesetz zur Verbriefung von Hypothekendarlehen etabliert. Doch blieb das erhoffte Volumen an Refinanzierungsmitteln für den Hypothekenmarkt zunächst aus. Daher führte der spanische Gesetzgeber mit der *Ley 19/1992* die Möglichkeit ein, Hypothekendarlehen aus der Bilanz zu lösen. Damit folgte er dem Beispiel der *Securitization* von Hypothekendarlehen in den USA. Die so gewonnenen Mittel sollten anschließend wieder zügig zur Ausgabe von Hypothekendarlehen bereitstehen.

Das spanische Modell der *Securitization* ist ein hybrides Modell der beiden Verbriefungsarten *Pass-Through* und *Pay-Through* nach angelsächsischem Konzept.³¹² Der Emittent gibt zunächst Anteile, *Participaciones Hipotecarias (PHs)*, auf ein bestimmtes Hypothekendarlehen bzw. eine Gruppe von Darlehen aus. Diese werden dann in einen unabhängigen Pool eingebracht, dem sogenannten *Fondo de Titulación Hipotecaria (FTH)* (siehe Abbildung 3.3-15). Zur Begründung des Fonds wird eine öffentliche Urkunde errichtet, die die eingebrachten Werte benennt und gegebenenfalls Ersatzwerte vorsieht für den Fall der vorzeitigen Rückzahlung eines den PHs zugrunde liegenden Hypothekendarlehens. Im Unterschied zum angelsächsischen Modell des *Special Purpose Vehicle (SPV)* bildet das FTH aber keine eigenständige Rechtspersönlichkeit. Die *Sociedad Gestora, SG*,³¹³ eine eigens gegründete Verwaltungsgesellschaft, begründet das FTH, überwacht den Fonds, verwaltet ihn und vertritt die Rechte der Inhaber der vom FTH ausgegebenen *Bonos de Titulación Hipotecaria (BTH)*. Die Daseinsberechtigung des FTH begründet sich ausschließlich über den Prozess der *Securitization*, für den sie geschaffen wurde, und endet mit dem gleichen.³¹⁴ Die Laufzeiten der ausgegebenen PHs im FHT sollten jenen der zugrundeliegenden Hypothekendarlehen entsprechen. Die BTH-Investoren übernehmen das Kreditrisiko und das Risiko der vorzeitigen Tilgung. Im Fall des Zahlungsausfalls oder vorzeitiger Tilgung können sie weder gegen die Originatoren der PHs (die Kreditinstitute) noch gegen die Darlehensnehmer Ansprüche geltend machen.³¹⁵

Eine weitere Variation der Verbriefung, die sich seit Einführung des Königlichen Dekrets 926/1998 wachsender Beliebtheit erfreut, ist die Verbriefung von CHs. Diese verläuft ähnlich wie bei den eben beschriebenen BTHs, allerdings wird nicht ein auf Forderungen aus Hypothekendarlehen beruhendes FTH gegründet, sondern ein *Fondo de Titulación de Activos*, ein FTA. Im Unterschied zum FTH ist dies ein offener Fonds, dessen Bestand je nach Ver-

³¹¹ Vgl. AHE (2006), S. 15 ff., Stürmer/Stadler (2002), S.21 u.29 und Nogueras (1996), S.68 ff.

³¹² Siehe Kap.3.2

³¹³ Die größte SG ist die AyT (Ahorro y Titulacion) S.A.

³¹⁴ Vgl. Nassare-Aznar (2002), S.351 und Stürmer/Stadler (2002), S.23f.. In Statistiken wird diese Verbriefungsform durch FTH abgekürzt.

³¹⁵ Vgl. Manzano (2005), S.5

briefungsaktion variieren kann. Hier werden von den Banken ausgegebene CHs eingebracht. Die Gläubiger der ausgegebenen Wertpapiere erhalten daraufhin einen verbrieften Zahlungsanspruch gegen den Fonds, vertreten durch die SG. Dieser greift allerdings nicht auf Anteile aus Hypothekendarlehen zurück, sondern auf die eingebrachten CHs. Dies bringt einen anderen rechtlichen Status für ihren Inhaber mit sich. Die Hypothekendarlehen verbleiben in vollem Umfang im allgemeinen Vermögen der Bank. Der Gläubiger hat nur einen privilegierten Anspruch gegen den ausgebenden Fonds. Dieser besteht aber seinerseits nur aus Ansprüchen gegen die Bank. Die Rechtslage im Insolvenzfall bleibt ungewiss.³¹⁶ Daher ist es üblich, dass das SG zur Kreditverbesserung bzw. zum Ausfallschutz als Sicherungsinstrument eine nachrangige Anleihe an die Kreditinstitute verkauft und den Erlös daraus in eine Firma investiert, deren Garant die Spanische Bank ist. Die erworbenen Mittel aus dieser Anleihe stellen sicher, dass die Inhaber der CHs ihre Zinszahlungen pünktlich erhalten. Auf Grund dieser Sicherungskonstruktion erreichen derartige Emissionen regelmäßig eine Risikogewichtung von 10% durch die europäischen Aufsichtsbehörden.

Die Einführung der FTAs ermöglichte allerdings erstmals auch die Verbriefung von Darlehensbestandteilen, die über die 80% Beleihungsgrenze hinausgehen. Auch die sogenannte synthetische Verbriefung, bei der nur Risiken oder Rechte, aber keine Vermögensbestandteile übertragen werden, ist auf diese Weise möglich. Im August 2006 erreichen FTAs einen Anteil von 83% der in diesem Jahr stattgefundenen Verbriefungsaktionen. Darunter sind 39% Verbriefungen auf der Grundlage von CHs, 30% Hypothekendarlehen, 18% Kredite an kleine und mittlere Unternehmen und 13% andere Forderungen.

In der angelsächsischen Literatur sind die genannten verbrieften Titel auch als *Spanish Mortgage-Backed-Securities (SMBS)* bekannt.

³¹⁶ Vgl. Stürmer/Stadler (2002), S.29

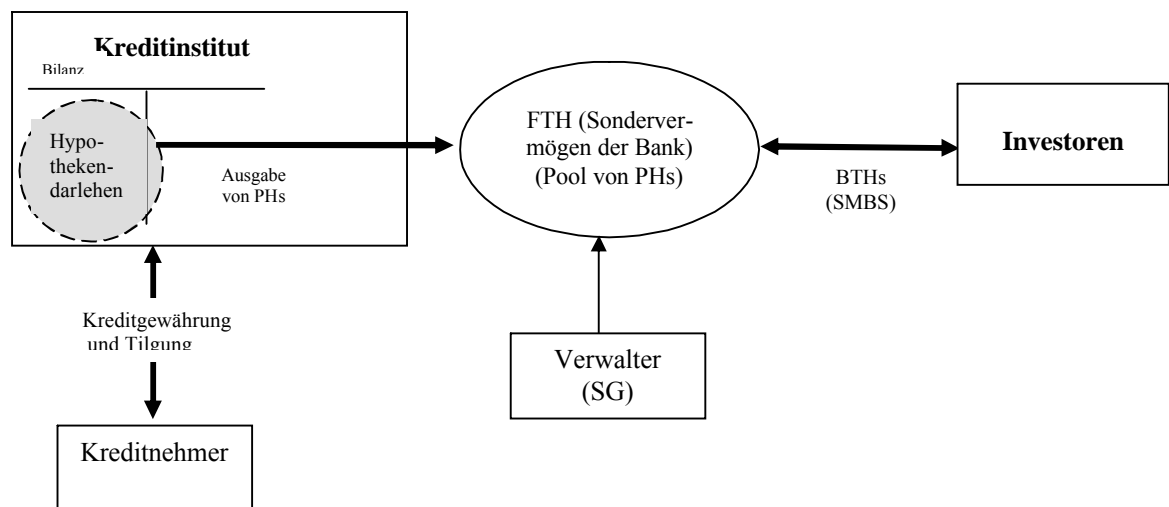


Abbildung 3.3-15: Die Struktur der Bonos de Titulación Hipotecaria (BTH-FTH)³¹⁷

3.3.3 Großbritannien

Der britische Hypothekenmarkt gilt als einer der innovativsten und best ausgestatteten Europas. Viele neue, flexible Finanzprodukte sind in jüngster Zeit hier entstanden oder von anderen innovativen Ländern wie Australien übernommen worden. Die Darlehensnehmer gelten als gut informiert und können unter einer sehr großen Auswahl an Finanzprodukten wählen. Das war nicht immer so. In den nächsten Kapiteln werden die Geschichte des britischen Hypothekenmarktes näher beleuchtet, die Entwicklung der Nachfrage nach Hypothekendarlehen verfolgt und die verschiedenen Finanzierungsformen dargestellt.

3.3.3.1 Historische Entwicklung

Im Verlauf des 20. Jahrhunderts hat sich Großbritannien von einem Land der Mieter zu einem Land der Eigentümer gewandelt. Waren im Jahr 1914 noch 90% der Wohnungen im Besitz privater Vermieter und nur 10% der Wohnungen selbstgenutztes Eigentum, so findet man heute eine völlig andere Situation vor. Abbildung 3.3-16 zeigt deutlich, dass Mieter heute in der Minderheit sind. Mehr als 70% der Haushalte leben in selbstgenutztem Wohneigentum, nur 10% der sich im privaten Besitz befindlichen Wohnungen sind vermietet. Die restlichen Haushalte wohnen in Wohnungen, die von der öffentlichen Wohnraumversorgung zur Miete bereitgestellt werden.³¹⁸

³¹⁷ Quelle: eigene Darstellung; Vgl. auch Nassare-Aznar (2002), S.350.

³¹⁸ Vgl. Anderson (2004), S.38 und Behring/Helbrecht (2002), S. 137ff.

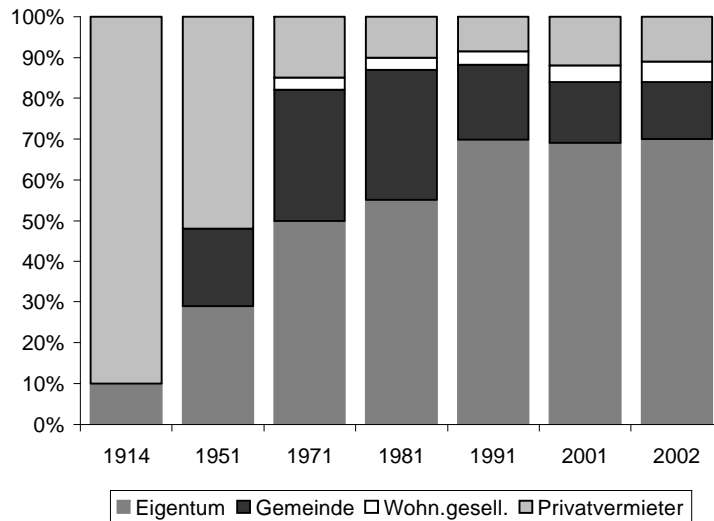


Abbildung 3.3-16: Entwicklung der Eigentumsquote (1914-1981 England und Wales, 1991 England, 2001,2002 Großbritannien)³¹⁹

Zur Zeit der frühen Industrialisierung in den britischen Industriestädten vermieteten viele private Vermieter (*Landlords*) ihre Wohnungen an die städtische Arbeiterschaft, die darauf angewiesen war. In der Notsituation des Ersten Weltkrieges versuchten aber viele private Anbieter aus dieser Abhängigkeit durch Mietsteigerungen einen Vorteil zu ziehen. Umfangreiche Mietstreiks (*rent strikes*) waren die Folge. Als 1915 der Staat eingriff, kontrollierte Mieten einführte und die Mieten auf das Niveau von 1914 festfror, war das der Niedergang des privaten Mietmarktes. Diese negative Erfahrung hat sich tief in das Bewusstsein der Bevölkerung eingegraben und ist bis heute noch aktuell. Private Vermieter haben immer noch ein schlechtes Image, was Bezeichnungen wie *bad landlordism* widerspiegeln.³²⁰

Als nach dem Zweiten Weltkrieg die Mieten abermals eingefroren wurden, war das Vertrauen in den Mietwohnungsbau vollständig vorbei. Als Folge gab es danach kaum noch privaten Mietwohnungsbau. Die Eigentümer trennten sich von ihren Mietshäusern. Der Anteil der privaten Mietwohnungen fiel von 53% im Jahr 1930 auf 31,9% im Jahr 1961, 18,7% im Jahr 1971 und 10,9% im Jahr 1981. Seitdem hält er sich auf diesem Niveau. Die Erhöhung der Eigentümerquote in dieser Zeit (1939 bis 1981) ist zu 42% auf die Umwandlung der ehemaligen Mietwohnungen in Eigentumswohnungen zurückzuführen. Im Jahr 1979 versuchte die Regierung Thatcher dem privaten Mietwohnungsmarkt wieder Impulse zu geben, scheiterte aber mit ihrem Versuch. Nur in London gab es und gibt es immer noch einen gut funktionierenden, privaten Mietwohnungsmarkt im Hochpreissegment. Ab 1950 entwickelte sich als Alternative zum privaten Mietmarkt auch der kommunale Wohnungsbau. Sein Anteil am Wohnungsmarkt stieg von 18% im Jahr 1950 auf 30,6% im Jahr 1971. Die beiden großen Parteien verfolgten in dieser Zeit zwar unterschiedliche, aber dennoch sich ergänzende Ziele. Die Konservative Partei (*Tories*) wollte das private Eigentum gefördert wissen (*natural tenure*)

³¹⁹ eigene Darstellung; vgl. Anderson (2004), S.38.

³²⁰ Vgl. Behring/Helbrecht (2002), S.137f.

und die Labour Party sorgte sich um die Wohnraumversorgung der Bevölkerung als öffentliche Aufgabe (*general needs*).³²¹

Bis Mitte der 50er Jahre waren die Gemeinden als Träger der kommunalen Förderung für über 80% der Wohnungsneubauten verantwortlich. Danach ging diese auf 40% zurück und Ende der 70er Jahre wurde der Wohnungsmarkt im Zusammenhang mit der gesamtstaatlichen Deregulierung der Regierung Thatcher zunehmend privatisiert. Da die Bausubstanz im allgemeinen sehr alt war und immer noch ist,³²² wurden so auch die notwendigen Sanierungskosten auf die Käufer übertragen. Mit dem *Housing Act* von 1980 bekamen alle Mieter das Recht, ihre Wohnungen zu kaufen. Teilweise erhielten sie bis zu 50% Preisabschlag und Darlehen zu 100% des Schätzwertes. Die Folge war, dass sich die Eigentümerquote seit 1980 bis heute verdoppelt hat. Entscheidend für diesen Umschwung war auch die Bauweise der vorhandenen öffentlich geförderten Mietwohnungen. Es waren vor allem Reihen- und Doppelhäuser.³²³

Bis in die 80er Jahre hinein waren die *Building Societies* die einzigen Finanzinstitute, die Hypothekendarlehen anbieten durften. Ihre Monopolstellung nutzten sie, um mit Hilfe des *Building Societies Association Council* die Zinsen für das Spar- und Darlehensgeschäft festzulegen. Ende der 70er Jahre bröckelte das „Kartell“. Einige *Building Societies*, vor allem die großen, brachen aus den starren Zinsvorgaben aus und traten untereinander in Wettbewerb. Der Prozess der Deregulierung des Hypothekenmarktes war angestoßen und setzte sich unaufhaltsam fort. Geschäftsbanken drangen in den Markt und erarbeiteten sich innerhalb von nur drei Jahren (1980 bis 1982) 36% der Marktanteile. Bis 1984 fiel das System der Zinsvorgaben völlig weg. Ab diesem Zeitpunkt konnte jede Bank, auch die *Building Societies*, ihre Hypothekenzinsen individuell festlegen.³²⁴

Der Hypothekenmarkt expandierte in diesen Jahren rasch und war daher für Neueinsteiger attraktiv. Mitte der 80er Jahre kam ein neuer Typ von spezialisierten Hypothekarkreditgesellschaften auf, die sogenannten *centralised lenders*. Das sind weder *Building Societies* noch Geschäftsbanken. Sie refinanzierten sich nicht wie die meisten Geschäftsbanken und *Building Societies* zu jener Zeit über Spareinlagen, sondern über die Finanzmärkte. Der erste Darlehensgeber dieser Art war die *National Home Loans Corporation* im Jahr 1985. Bald kamen die *Mortgage Funding Corporation* und die *First Mortgage Securities* mit weiteren innovativen Refinanzierungstechniken hinzu, die den Weg zur Verbriefung, der *Securitization*, von Hypothekendarlehen im Vereinten Königreich eröffneten. Im Jahr 1988 war die Zahl der Hypothekengesellschaften auf etwa 30 angestiegen, der Marktanteil betrug 10%. Die Ausgabe von *Mortgage Backed Securities (MBS)* erreichte fast 12 Mrd. £. Allerdings fiel die Zahl der zentralisierten Institute bis 1994 wieder auf 10 zurück. Gründe für das Scheitern vieler Hypo-

³²¹ Vgl. Behring/Helbrecht (2002), S.137 ff. und Anderson (2004), S.13 und S.38

³²² 41% der Wohnungen wurden bis 1945 errichtet, 47% zwischen 1945 und 1985 und 13% danach. Daten liegen allerdings nur bis zum Jahr 1996 vor.

³²³ Vgl. Norris/Shiels (2004), S.88 und Behring/Helbrecht (2002), S.137 ff.

³²⁴ Vgl. Ball/Martens/Harloe (1986), S. 208 und Anderson (2004), S.13f.

theKengesellschaften waren vor allem die stark gestiegenen Refinanzierungskosten im Vergleich zu den Wettbewerbern. Auf dem Finanzmarkt waren mit der Rezession Ende der 80er Jahre plötzlich die Zinsen angestiegen, die Ausgabekosten der Wertpapiere waren auf Grund des geringen Organisationsgrades der Institute im Vergleich sehr hoch und zusätzlich trieben die Versicherungskosten der zu bildenden Pools die Refinanzierungskosten noch weiter in die Höhe. Seit Ende der 90er Jahre ist aber ein erneuter Anstieg von wohneigentumsbasierten RMBS³²⁵ zu verzeichnen. Das liegt vor allem daran, dass inzwischen auch die anderen auf dem Markt tätigen Hypothekarkreditinstitute MBS ausgeben. 53% aller in Europa ausgegeben RMBS wurden im Jahr 2006 in Großbritannien verbrieft.³²⁶

Wie Abbildung 3.3-16 zeigt, wuchs die Eigentumsquote in den 80er Jahren extrem schnell. Der Wirtschaft ging es gut, die Arbeitslosigkeit war auf einem Tiefstand und der Trend war weiterhin positiv. Auch der Basiszins hatte mit 8,5% einen bis dahin historischen Tiefstand erreicht. In diesem positiven Umfeld stiegen zwischen 1982 und 1989 die Immobilienpreise um 90%. Das alles ließ das Vertrauen der Konsumenten in den Immobilienmarkt wachsen. Auf Grund der Deregulierung waren die Darlehensgeber nur allzu gern bereit, Darlehen zu individuellen Konditionen zu vergeben und die strengen, konservativen Regeln der Darlehensvergabe der zurückliegenden Jahre zu übergehen. So wurden z.B. die üblichen Beleihungsgrenzen oft weit überschritten. Viele Privatleute, die es sich bis dahin nicht haben leisten können, kauften sich Wohneigentum, sahen darin neben dem Gebrauchsgut aber auch eine gute Anlage.³²⁷ Die Nachfrage nach Finanzmitteln stieg innerhalb dieser Dekade von 7,3 Mrd. £ im Jahr 1980 auf 32,3 Mrd. £ im Jahr 1990. Das Verhältnis der gesamten Hypothekenschulden zum Bruttoinlandsprodukt 41% auf 67%.³²⁸

Allerdings zeichnete sich noch im Verlauf des Jahres 1988 eine scharfe Wende ab. Innerhalb nur eines Jahres verschlechterte sich die wirtschaftliche Lage erheblich. Um die Inflation in Griff zu bekommen und das britische Pfund im Vergleich zu den anderen europäischen Währungen wieder zu stabilisieren, griff der britische Staat zu geld- und steuerpolitischen Maßnahmen. In der Folge erhöhte sich der Basiszins bis Ende 1988 auf 13%. Im darauffolgenden Jahr stieg er sogar bis auf 15,4%. Erst im September 1992 erreichte er wieder einstellige Werte.³²⁹ Auch die Arbeitslosigkeit breitete sich wieder aus, bis sie im Jahr 1993 fast 19% erreichte. Auf Grund des Vertrauensverlustes ging die Nachfrage nach Immobilien stark zurück und daraufhin auch die Immobilienpreise. Bis zum Jahr 1990 sanken die Preise in einigen Regionen um bis zu 20%.³³⁰

³²⁵ Residential Mortgage Backed Securities

³²⁶ Vgl. Anderson (2004), S.14 f., Diamond/Lea (1992), S.117, von Köller (1996), S.782, Kasparova (2004), S.20 und Watson (2006), S.5

³²⁷ Ein weiterer Grund, sich noch schnell Wohneigentum zuzulegen, war die angekündigte Abschaffung einer beachtlichen Steuererleichterung für Eigentümer. Vgl. Anderson (2004), S.15

³²⁸ Vgl. Diamond/Lea (1992), S.116. und von Köller (1993), S.778

³²⁹ Zu diesem Zeitpunkt stieg Großbritannien aus dem Europäischen Wechselkursmechanismus aus.

³³⁰ Vgl. Anderson (2004), S.15 und Diamond/Lea (1992), S.117.

Der scharfe Zinsanstieg forderte Opfer. Viele Bauträgergesellschaften und auch eine namhafte Hypothekenkreditgesellschaft verschwanden vom Markt. Auch für viele Haushalte war dies fatal, da sie wie in England üblich, Darlehen mit variablen Hypothekenzinsen vereinbart hatten und nun die Belastung nicht mehr tragen konnten. Die Immobilienpreise sanken oft so weit, dass der Wert vieler Immobilien niedriger war als die ausstehenden Zins- und Tilgungszahlungen (*negative house equity*).³³¹ Mehr als eine halbe Million Hypothekenschuldner erhielten in dieser Krise staatliche Zuschüsse, um zu überleben. Die Zwangsversteigerungen stiegen von 15.810 im Jahr 1989 auf 43.890 im Jahr 1990 und 75.000 in den Jahren 1991 und 1992.³³²

In den 90er Jahren konsolidierte sich der Immobilienmarkt wieder. Das Jahrzehnt war geprägt durch zahlreiche Produktinnovationen. Bis dahin unbekannt, festverzinsliche Hypothekendarlehen wurden eingeführt, variabel verzinsliche Verträge konnten mit Caps versehen werden und flexible Hypothekendarlehen wurden angeboten. Die Institute fingen an, die Darlehen zu verbrieften und in Folge traten immer mehr spezialisierte Firmen auf den Plan.

Heute ist der Markt für selbstgenutzte Immobilien in Großbritannien sehr liquide und umsatzstark. Er übertrifft in Volumen und Umschlagshäufigkeit alle anderen europäischen Immobilienmärkte. Experten schätzen ihn so flexibel ein wie anderswo Mietwohnungsmärkte. Die Transaktionsvolumina betragen jährlich über 1,6 Mio. Verkäufe, d.h. jährlich wird 10% des Wohnungsbestandes verkauft. Allerdings ist das Neubaaufkommen seit dem Rückzug der kommunalen Bauträger auf sehr niedrigem Niveau. Der Eigentumserwerb erfolgt vorwiegend aus dem Bestand. Um den Prozess des Verkaufs transparenter zu gestalten, muss jeder Verkäufer ab Juni 2007 ein sogenanntes Home Information Pack (HIP) aufstellen, in dem verschiedene Daten über die Immobilie, Pläne und eingetragene Rechte sowie ein Home Condition Report (HCR) aufgeführt sind. Letzterer basiert auf einer professionellen Untersuchung des Gebäudes inklusive einer Energieeffizienz-Einschätzung.^{333 334}

Der rapide Umschwung der Anbieterstruktur von einer Monokultur der *Building Societies* mit vorgeschriebenen Zinsmargen zu einer Vielzahl von Anbietern mit frei kalkulierbaren Zinsmargen und unterschiedlichen Refinanzierungsstrukturen hat auch grundlegende Verän-

³³¹ Vgl. Chinloy (1995), S.402. Abbildung 3.3-17 zeigt diese Entwicklung leider nicht so deutlich, da hier über die Preise aller Immobilien in Großbritannien der Durchschnitt gebildet wurde und es in dieser Zeit auch Regionen wie z.B. London gab, wo sich nur eine Preisstagnation einstellte. Der Hauspreisindex der Halifax Building Society, eine der damals größten Institute für Hypothekendarlehen, verringerte sich nominal um 24%, real um 40%. Die englische Zentralbank, Bank of England, schätzte, dass zu Beginn des Jahres 1993 ein Fünftel aller Darlehensnehmer, d.h. zwei Millionen Haushalte, „negative house equities“ hatte. Das waren etwa 6 Billionen £ oder 14% aller Spareinlagen.

³³² Dies entspricht 0,17% bzw. 0,47% aller Darlehensfälle. Rückständige Darlehen stiegen in diesem Zeitraum von 0,73% auf 1,31% des Darlehensbestandes. Vgl. von Köller (1993), S.778f.

³³³ Es wird geprüft, ob die Einschätzung der Energieeffizienz in einem Energy Performing Certificate (EPC) festgehalten wird, das von den Eigentümern vorgehalten werden muss, um z.B. auch sogenannte green mortgages zu erhalten.

³³⁴ Vgl. von Köller (1993), S.778; Behring/Helbrecht (2002), S.137 ff. und www.fsa.org.uk

derungen bzgl. der angebotenen Produkte, des Konsumentenverhaltens, der Refinanzierung, der Preisdynamik und der Verteilung mit sich gebracht.

Heute gibt es etwa 155 Darlehensinstitute, die tausende verschiedener Hypothekenprodukte vergeben. Des Weiteren sind etwa 12.000 andere, spezialisierte Intermediäre auf dem Hypothekenmarkt tätig. Die Auswahl der Produkte und Anbieter scheint demnach enorm. Um den Konsumenten das Verständnis der Produkte und die Auswahl zu erleichtern, werden Kunden seit dem 31. Oktober 2004, dem sogenannten *Mortgage Day*, mit den *key facts illustration (KFI)* ausgestattet. Das sind elektronisch abrufbare Informationsprospekte über die adäquatesten Produkte der ausgebenden Finanzinstitute entsprechend der individuellen Kundeneingaben. Sie sollen die Kunden ermutigen, zahlreiche Anfragen durchzuführen und eine Auswahl unter den Produkten erleichtern. KFIs lösen die bisher an die Kunden ausgegebenen Prospekte ab, die eine Begründung für ein spezielles Angebot an den jeweiligen Kunden enthielten. Die Überwachung dieser Aktivitäten übernimmt die neu gegründete *Financial Service Authority (FSA)*.³³⁵

3.3.3.2 Nachfrage nach Wohneigentum und Hypothekendarlehen

Die Bedeutung des Wohneigentums für die Sicherheit und Stabilität des eigenen Haushalts verankerte sich schon früh im Bewusstsein der Bevölkerung. Schon 1870 wurde in einem Bergbaugebiet der erste Verein zur gegenseitigen Finanzierung des eigenen Hauses gegründet, die erste *Building Society*. Die Mitglieder des Vereins wollten durch Schaffen von Wohneigentum unabhängig von den übermächtigen Landlords werden. Das Bewusstsein der Unabhängigkeit und die Hoffnung auf Komfort und Sicherheit bestimmt auch heute noch die Mentalität der Bevölkerung, wenn es um den Erwerb von Wohneigentum geht. Da zusätzlich die Preise für Immobilien seit dem Zweiten Weltkrieg bis Ende der 80er Jahre ständig gestiegen waren, glaubte man bis Ende der 80er Jahre an die Verlässlichkeit einer guten Investition. In der Regel wurde Eigentum nach wenigen Jahren der Selbstnutzung mit Gewinn weiterverkauft. Das hatte einen selbstverstärkenden Effekt auf die Immobilienpreise. In einzelnen Jahren stiegen die Hauspreise um bis zu 36%. Die durchschnittliche Steigerungsrate lag bei 10%.³³⁶

³³⁵ Vgl. CML (2005a), S.2 und Anderson (2004), S.9ff.. Zur FSA siehe auch Kapitel 3.3.3.5

³³⁶ Vgl. Anderson (2004), S.9ff.

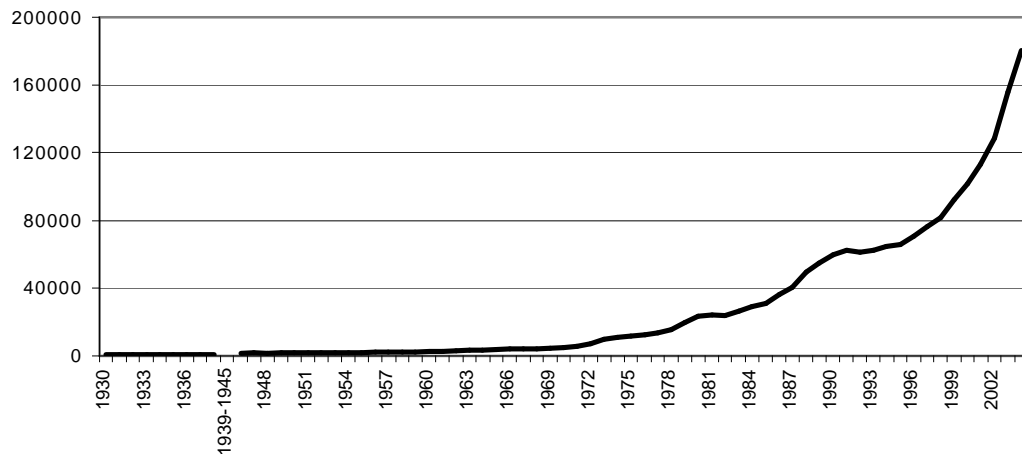


Abbildung 3.3-17: Entwicklung der Hauspreise in Großbritannien in £ (1930-2004)³³⁷

Weitere Vorteile des Eigentumserwerbs waren, dass die anfallenden Hypothekenzinsen bis ins Jahr 2000 steuerlich abgeschrieben werden konnten und der Wertzuwachs der Immobilie bei dessen Weiterveräußerung nicht geltend gemacht werden musste. Im Vergleich zu anderen Ländern waren in Großbritannien auch die Markteintrittsbarrieren bei weitem nicht so hoch. Im folgenden werden einige Beispiele genannt, die potentiellen Eigentümern den Eintritt in den Markt erleichterten:³³⁸

- Die Immobilienpreise waren im Vergleich zum durchschnittlichen Jahreseinkommen relativ niedrig,
- Die Finanzinstitute arbeiten professionell, kundenorientiert und flexibel. Ende der 70er Jahre erhielten auch Geschäftsbanken Zutritt zum Hypothekengeschäft, so dass auf dem Markt ein hoher Konkurrenzdruck entstand. Das führte zu einer hohen Markttransparenz und zur Bereitschaft, maßgeschneiderte Kreditpläne für die Kunden zu entwickeln. Die Haushalte sind in den meisten Fällen gut informiert und gehen souverän mit den Finanzdienstleistern um. Von Seiten der Regierung wird die Informationsbereitstellung der Finanzdienstleister weiter gefördert. So wurde wie schon erwähnt am 31. Oktober 2004 das *Mortgage Conduct of Business (MCOB)*-Regelbuch eingeführt und damit die *KFIs*.

Die Beleihungsgrenzen waren nach oben flexibel.

- Abbildung 3.3-18 zeigt, dass die Anteile von Darlehen, deren Beleihungsausläufe die 80%-Marke übersteigen seit 1994 zwar rückläufig ist, mit über 40% aber immer noch sehr hoch ist. Für Erstkäufer ist dieser Anteil sogar noch höher. Im

³³⁷ Eigene Darstellung. Vgl. ODPM (2005).

³³⁸ Vgl. Behring/Helbrecht (2002), S.137 ff.; CML (2005a), S.2; Siebrits/Tatch (2005), S.9

Jahr 1994 hatten etwa 44% der Erstkäufer Darlehen mit Beleihungshöhen, die über die 95%-Grenze hinausgingen. 2004 waren es noch 25%.

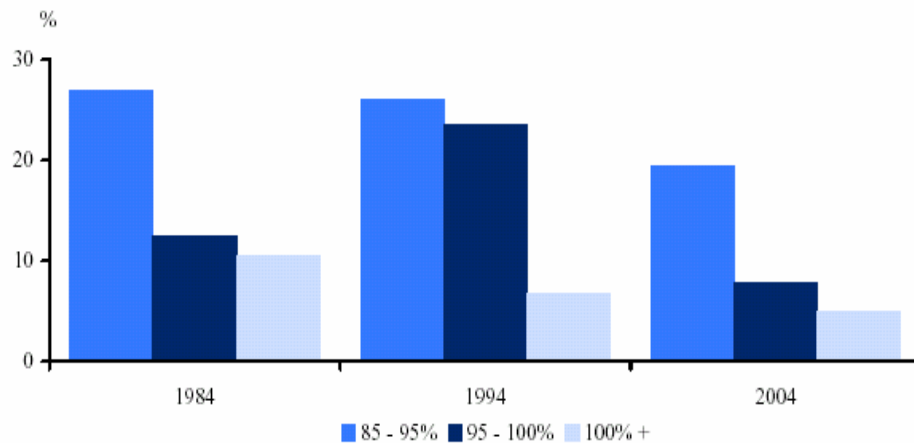


Abbildung 3.3-18: Anteil der Hypothekendarlehen mit hohen Beleihungsgrenzen in%³³⁹

Auch wenn innerhalb der Bevölkerung das Motiv des Wohneigentumserwerbs als gute Investition heute nicht mehr zwangsläufig gilt und die Qualität der Wohnungen im Bestand zunehmend schlechter wird,³⁴⁰ ist die Mentalität im Sinne einer „Wohnkarriere“ und der damit verbundenen Hoffnungen geblieben. Je besser es dem einzelnen Haushalt geht, desto höher will er auch auf der Leiter der Wohneigentumsqualität steigen. Das bedeutet, dass ein beruflicher Aufstieg in den meisten Fällen auch mit einem Wechsel in eine höherwertige Wohnung verbunden wird. Die britischen Haushalte sind trotz der Krisen auf dem Wohnungs- und Arbeitsmarkt Ende der 80er Jahre heute zuversichtlicher denn je, was ihre zukünftige, finanzielle Lage betrifft. Auf Grund der erheblich gestiegenen Immobilienpreise ist allerdings das Durchschnittsalter von Ersterwerbbern in jüngster Zeit von vergleichsweise jungen 31 Jahren im Jahr 1990 auf durchschnittlich 34 Jahre im Jahr 2004 gestiegen.³⁴¹

Der jüngste Preisanstieg von Wohnimmobilien hat die Erschwinglichkeit von Eigentum reduziert und die Einstiegskosten in den Wohnungsmarkt erheblich erhöht. Hier setzt die Kernaufgabe der Finanzintermediäre an, den Haushalten zur Erfüllung ihrer Wohnwünsche zu verhelfen. Tabelle 3.3-12 zeigt deutlich, wie der Bedarf an Fremdfinanzierung zwischen den Jahren 1999 und 2004 gestiegen ist. Eine Umfrage des *Council of Mortgage Lenders (CML)* im Jahr 2004 macht darüber hinaus deutlich, dass dieser Trend anhalten wird. Demnach möchten in den nächsten 10 Jahren 82% der Bevölkerung in Wohneigentum sein. Im Vergleich dazu leben zum Umfragezeitpunkt 70% der Bevölkerung in ihren eigenen vier Wänden.³⁴²

³³⁹ Quelle: Survey of Mortgage Lending, CML

³⁴⁰ Die Qualität der Bestandswohnungen wird schlechter, weil vielen vor allem ärmeren Eigentümern das Geld für Instandhaltungsmaßnahmen fehlt.

³⁴¹ Vgl. Siebrits/Tatch (2005), S.10 und Behring/Helbrecht (2002), S.137 ff.

³⁴² Vgl. Garratt/Pannell (2001), S.9f. und Anderson (2004), S.9

	Ausstehende Hypothekendarlehen		Brutto-Darlehensvergabe (pro Jahr)		
	Anzahl	Mio. £	Anzahl	Mio. £	% des Gesamtwertes
1999	73.200	5.400	44.400	3.100	2,70
2000	120.300	9.100	48.400	3.900	3,26
2001	185.000	14.700	72.200	6.900	4,31
2002	275.500	24.200	130.000	12.200	5,53
2003	417.500	39.000	187.600	19.200	6,92
2004	526.200	52.200	217.700	21.800	7,48

Tabelle 3.3-12: Ausstehende Hypothekendarlehen und jährliche Darlehensvergabe in UK (1999-2004)

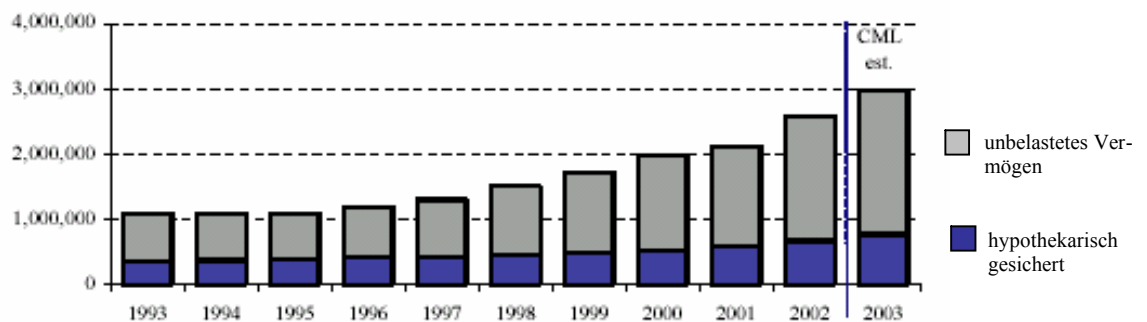


Abbildung 3.3-19: Wert des aktuellen Wohnungsbestandes in UK, in Mio. £³⁴³

Die Wertsteigerungen der Wohnungsbestände treibt aber nicht nur die Nachfrage der Erstkäufer nach Fremdfinanzierung in die Höhe, sondern auch die der Eigentümer. Durch die Neubewertung ihres Immobilienvermögens sind sie in der Lage ihre Darlehenssummen zu erhöhen und die Wertsteigerung ihres Vermögens zu konsumieren. Auch die Zinssenkungen seit Ende der 90er Jahre haben dazu beigetragen, dass die Zahl an Umschuldungen anstieg. Darlehensnehmer nutzten die Möglichkeit, einen zinsgünstigeren Vertrag zu bekommen und dadurch entweder die monatlichen Zins- und Tilgungszahlungen zu senken oder bei gleichen Zahlungen die Darlehenssumme zu erhöhen.³⁴⁴

3.3.3.3 Finanzierungspartner

Schätzungsweise gibt es heute etwa 155 Kreditinstitute in Großbritannien, die die Nachfrage nach Hypothekendarlehen befriedigen. Die Namen der 10 führenden Institute der Jahre 2003 und 2004 bezüglich der Marktkapitalisierung (siehe Tabelle 3.3-13) lassen erkennen,

³⁴³ Quelle: Anderson (2004), S.50

³⁴⁴ Vgl. Miles (2004), S.56f.. Ein möglicher Zinsanstieg könnte allerdings auch einen Preisrückgang bei den Immobilien bedeuten, so dass die ausgeweiteten Beleihungsausläufe zu Zahlungsschwierigkeiten und Ausfällen führen können, die nicht durch den Wert der Immobilie gesichert sind, wie Ende der 80er Jahre geschehen. Diese Entwicklung ist seit Sommer 2007 verstärkt auf dem amerikanischen Hypothekenmarkt zu beobachten. Im Oktober 2007 hat der Internationale Währungsfonds (IWF) vor einer schweren Immobilienkrise in Großbritannien nach dem Muster der USA gewarnt, da er noch stärker überbewertet sei als in den USA. (Regenbogennachrichten (2007))

dass sich darunter einige der größten Bankinstitute Europas befinden, wenn nicht sogar der Welt.³⁴⁵ Darüber hinaus gibt es über 12.000 weitere Intermediäre, die u.a. als Darlehensvermittler, Versicherungsrepräsentanten und unabhängige Finanzberater beim *Mortgage Code Compliance Board*, einer Art Verbraucherschutzstelle,³⁴⁶ verzeichnet sind und meist als Tochterunternehmen der großen Finanzinstitute tätig sind.

Gesamtsumme der ausstehenden Hypothekendarlehen					Bruttosumme der Hypothekendarlehen in einem Jahr				
Rang 2004	2003	Name des Instituts	£bn	Marktanteil	Rang 2004	2003	Name des Instituts	£bn	Marktanteil
1	[1]	HBOS	193,0	22,0%	1	[1]	HBOS	68,1	23,4%
2	[2]	Abbey	90,9	10,4%	2	[4]	Lloyds TSB	26,3	9,0%
3	[3]	Lloyds TSB	80,1	9,1%	3	[2]	Abbey	25,0	8,6%
4	[3]	Nationwide BS	78,2	8,9%	4	[3]	Nationwide BS	23,2	8,0%
5	[5]	Barclays	64,5	7,4%	5	[6]	Northern Rock	20,1	6,9%
6	[6]	The Ro. Bank of Scotl.	57,5	6,6%	6	[7]	The Ro. Bank of Scotl.	20,0	6,9%
7	[7]	Northern Rock	49,0	5,6%	7	[5]	Barclays	17,5	6,0%
8	[8]	HSBC Bank	32,4	3,7%	8	[8]	HSBC Bank	13,5	4,6%
9	[9]	Alliance & Leicester	27,9	3,2%	9	[9]	Alliance & Leicester	8,7	3,0%
10	[10]	Bradford & Bingley	23,6	2,7%	10	[10]	Bradford & Bingley	6,4	2,2%

Tabelle 3.3-13: Die 10 größten Hypothekenanbieter Großbritanniens³⁴⁷

Die seit Ende der 80er Jahre laufende Restrukturierung des Hypothekenmarktes hat den Wettbewerb der Finanzdienstleister intensiviert. Dennoch konzentrieren heute die ersten 5 Institute der Liste in Tabelle 3.3-13 fast 60% des Marktes auf sich. Das Netzwerk der Institute ist enorm und zu großen Teilen sind sie auch an Versicherungen und Maklerinstituten beteiligt. Trotz der scheinbar hohen Konzentration dringen weiterhin viele neue Institute in den Markt und versuchen sich durch Spezialisierung auf besondere Darlehensaktivitäten oder auf ausgelagerte Kompetenzen Vorteile zu verschaffen. Damit bleibt der Wettbewerb auf dem Hypothekenmarkt auf hohem Niveau.

a) *Building Societies*

Vor der Reform Ende der 80er Jahre durften nur die Building Societies Hypothekendarlehen vergeben. Historisch sind diese aus kleinen Bauvereinen auf Gegenseitigkeit entstanden, die sich z.B. aus nachbarschaftlichen Zusammenschlüssen zur kollektiven Selbsthilfe formiert haben. Im 19. Jahrhundert bildeten sich diese Zweckgesellschaften zu Zwecksparevereinen und Kreditgenossenschaften weiter. Die Mitglieder zeichneten Anteile und zahlten darauf regelmäßig Raten. Je nach Ansparstatus und Liquidität des aus Spareinlagen gebildeten

³⁴⁵ HSBC ist z.B. eine der größten Banken und Finanzdienstleister der Welt. Gegründet wurde sie 1865 als Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited. Barclays ist eine der Top 10 Banken in Europa. Abbey gehört seit Februar 2005 zur spanischen Santander Gruppe.

³⁴⁶ Die Mitglieder des MCCB richten sich nach den von ihm erlassenen Standards der Darlehensvergabe in der Wohneigentumsfinanzierung. Am 31. Oktober 2004 wurde der Code allerdings durch die Verhaltensregeln für die Vergabe von Hypothekendarlehen, die *Mortgage Conduct of Business, MCOB*, ersetzt. Die *Financial Services Authority (FSA)* überwacht deren Einhaltung. (siehe auch Kap. 3.3.3.5)

³⁴⁷ Quelle: eigene Darstellung; vgl. CML Research 2005. Daten vom 11.7.2005. www.cml.org.uk

Pools wurde dieser mit einem hypothekarisch gesicherten Kredit bevorschußt. Sobald allerdings das letzte Darlehen zurückbezahlt war, wurden die Gesellschaften wieder aufgelöst. Mit der *Building Societies Act* von 1836 und 1874, deren Grundstruktur bis heute gilt, wurden aus den zeitlich befristeten Vereinen dauerhafte *Building Societies*. Sie wurden als genossenschaftlich strukturierte Körperschaften gegründet, deren Anteile von Sparern und Darlehensnehmern gehalten werden.³⁴⁸ Im Gegensatz zu den aus Deutschland bekannten Bausparkassen sind die *Building Societies* allerdings offene Sparvereine, eher vergleichbar mit den deutschen genossenschaftlich organisierten Spar- und Kreditinstituten. Darlehensnehmer (*borrowing members*) einer *Building Society* müssen also im Vorfeld keine Ansparleistung in diesem Institut erbracht haben.

Bis 1986 galt im Sinne des Spezialbankenprinzips, dass sich die Geschäftstätigkeit der *Building Societies* auf die Annahme von Sparmitteln und Ausgabe von Hypothekendarlehen beschränkt. Bis Anfang der 80er Jahre hatten die *Building Societies* quasi eine Monopolstellung in der Wohneigentumsfinanzierung inne. Die Kommunen waren bis zum Jahr 1975 die einzigen sonstigen Anbieter und hielten im Neugeschäft 5-17,5% Marktanteile. Der Marktanteil der *Building Societies* wuchs von 1961-1985 von 73,2% auf 87,6%. Erst zwischen 1981 und 1985 trat der Bankensektor in Erscheinung.³⁴⁹

Der Hauptgrund für den Erfolg der *Building Societies* war die frühzeitige Ausrichtung auf das Privatkundengeschäft. Schon früh in den 70er Jahren gründeten sie eine Vielzahl von Filialen, über die sie ihre Kunden leicht erreichen konnten. Darüber hinaus errichteten sie ein großes Netzwerk von Vertriebsagenten, Maklern und Anwälten. Die Präsenz vor Ort, die Konzentration auf das Privatkundengeschäft und der genossenschaftliche Charakter ließ sie außerdem zu den größten Sparinstituten Großbritanniens werden. Weitere Gründe für das gute Geschäft der *Building Societies* in der Wohneigentumsfinanzierung der 70er und 80er Jahre waren zum einen die Zunahme des Wohneigentums seit 1965, die konsequente Privatisierung kommunaler Wohnungsbestände unter der Regierung Thatcher und der bis zum Jahr 1990 uneingeschränkt mögliche Steuerabzug für Hypothekenzinsen. Zum anderen wurden die *Building Societies* aber auch bevorzugt behandelt. In den 70er Jahren waren sie von den „quantitativen“ Kreditkontrollen ausgenommen, die das Geschäft der übrigen Banken stark einschränkte. Andererseits waren die *Building Societies* aber durch das herrschende Spezialbankenprinzip auf die Produktbereiche Hypothekendarlehen und Spareinlagen beschränkt. Dies brachte vor allem ab Mitte der 80er Jahre auch einige Nachteile im Wettbewerb mit den Geschäftsbanken, die in diesen Jahren das Privatkundengeschäft für sich entdeckten.

Mit der *Building Societies Act* im Jahr 1986 wurde die Beschränkung der Geschäfte aufgeweicht. Heute dürfen die *Building Societies* den Privatkunden alle Finanzprodukte anbieten, die auch von Geschäftsbanken angeboten werden. Das schließt vor allem auch alle

³⁴⁸ Ball/Martens/Harloe (1986), S.209; von Köller (1993), S.780f. und Köndgen (2000), S.56

³⁴⁹ von Köller (1993), S.780f.

Formen des Immobilienservices, wie Maklergeschäfte, Verwaltung, Verkäufe und Bauträgergeschäfte mit ein. Das Gesetz erlaubt es den *Building Societies* auch, ihre Rechtsform als genossenschaftliche Körperschaft aufzugeben und sich in eine Aktiengesellschaft, eine *public limited company, plc*, umzuwandeln. Erforderlich ist dazu die Mehrheit der Mitglieder. Obwohl die *Building Societies* zu Beginn nur zögerlich von der Möglichkeit Gebrauch machten,³⁵⁰ kam es auf Grund des hohen Wettbewerbs und der Deregulierung zu Institutszusammenschlüssen und damit zu einer starken Konzentration des Marktes. Später folgten dann einige Umwandlungen. Von den in Tabelle 3.3-13 aufgeführten Marktführern, sind vier Institute ehemalige *Building Societies*.³⁵¹ Nur einer dieser zehn Marktführer, *Nationwide*, hat noch den Status einer Genossenschaft, einer *Building Society*. *Nationwide* ist heute die größte *Building Society* der Welt.³⁵²

Die Beleihungsgrenze liegt für die *Building Societies* bei 75-80% des Schätzwertes. Dabei wird als Schätzwert häufig nicht wie in Deutschland ein vorsichtiger, langfristiger Wert wie der Ertragswert oder der Sachwert angenommen, sondern der aktuell erzielbare Marktwert.

b) Geschäftsbanken

Nach Zulassen der Geschäftsbanken auf dem Markt für Immobilienfinanzierungen ergab sich ein hoher Konkurrenzdruck und obwohl die Geschäftsbeschränkungen für die *Building Societies* durch den *Building Societies Act* von 1986 weitgehend wegfielen, machten doch einige Genossenschaften von der Möglichkeit der Statuswandlung Gebrauch. In der Folge halbierte sich die Zahl der *Building Societies* innerhalb kürzester Zeit. Im Jahr 1989 änderte die *Abbey National*, einer der größten *Building Societies*, als erste ihre gesetzliche Struktur und wurde zur *plc* mit Bankstatus. Bis Ende des Jahres 2001 folgten neun weitere große *Building Societies* diesem Beispiel und gaben ihren Genossenschaftscharakter auf. Sie wurden entweder zu selbständigen Aktiengesellschaften, die am Londoner Stock Exchange notiert

³⁵⁰ *Abbey* war die erste *Building Society*, die 1989 die Umwandlung erfolgreich vollzogen hat. Erst ab Mitte der 90er Jahre haben weitere Marktführer die Umwandlung beschlossen. Folgende Gründe gab die *Abbey National BS* zur Umfirmierung an: Sie wollte erstens die Restriktionen, die noch bis 1997 den BS auferlegt wurden, umgehen, sich zweitens am Kapitalmarkt refinanzieren und drittens in eine Position kommen, in der die Firma am Konsolidierungsprozess des Marktes teilnehmen kann. Das war sehr weitsichtig. Bis heute hat *Abbey* eine weitere *Building Society*, *National & Provincial*, gekauft, die sich umgewandelt hat und außerdem ist sie in den Versicherungsmarkt eingestiegen, in dem sie drei Versicherungen gekauft hat. Im Jahr 2003 hat sich *Abbey National* in *Abbey* umfirmiert. Vgl. Carlisle (2003), S.15.

³⁵¹ *Abbey* wandelte 1989 ihren Status. *HBSOS*, ein Zusammenschluss der *Halifax Building Society*, die ihren Status 1997 wandelte, und der *Bank of Scotland* im Jahr 2001, wurde zum größtem Anbieter von Hypothekendarlehen und Sparbüchern des Landes. *Bradford&Bingley* wurde im Juli 2000 zur *plc* und spezialisierte sich in Nischenbereichen, wo höhere Margen erzielt werden können. *Alliance&Leicester*, ein Zusammenschluss aus zwei *Building Societies* *Alliance BS* und *Leicester BS* im Jahr 1985, vollzog die Umwandlung im Jahr 1997, nachdem sie 1990 die Girobank der Post gekauft hatten. *Cheltenham & Gloucester Building Society* schloss sich *Lloyds Bank Group* im August 1995 an. Weitere Umwandlungen erfolgten bei *Woolwich BS*, *Bristol and West BS*, *Northern Rock BS* und *Birmingham Midshires BS*. Vgl. Selbstdarstellung auf den Homepages der einzelnen Banken.

³⁵² Vgl. Selbstdarstellung auf der Homepage www.nationwide.co.uk

sind, oder zu Tochterunternehmen schon existierender Aktiengesellschaften. Zusätzlich drängten die etablierten Banken in den scheinbar lukrativen, boomenden Hypothekenmarkt.

Gemessen an den ausstehenden Hypothekendarlehen und der Bruttodarlehensvergabe (siehe Tabelle 3.3-13) dominieren die *Halifax Bank of Scotland (HBOS)* und *Abbey* mit über einem Drittel Marktanteil den Markt. Mit 22 Millionen Kunden und einem Vermögen von über 400 Billionen £ ist *HBOS* klarer Marktführer. Ende 2004 hatte das Institut einen Marktanteil von 22%. Unter den traditionellen Geschäftsbanken führt *Lloyds Bank TSB* den Markt, die durch die Übernahme der *Building Society Cheltenham&Gloucester* im Jahr 1995 eine Welle von Umwandlungen unter den Building Societies auslöste. Darunter war auch *Woolwich*, die im Jahr 2000 von der *Barclays Bank* übernommen wurde. Heute sind *Lloyds* und *Barclays* die führenden traditionellen Geschäftsbanken. *Lloyds'* Marktanteil ist dabei etwa so hoch wie jener der *Nationwide Building Society*.

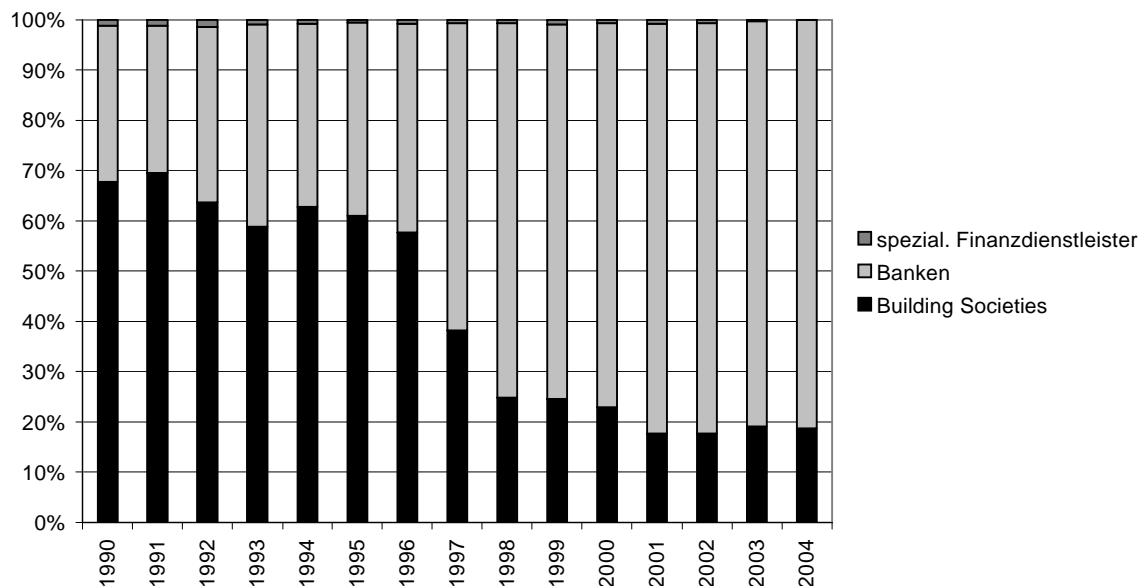


Abbildung 3.3-20: Bruttodarlehen nach Art der Finanzdienstleister 1990-2004³⁵³

Abbildung 3.3-20 veranschaulicht die Entwicklung der Marktanteile der Banken, Building Societies und übrigen Finanzdienstleister seit dem Jahr 1990 bis ins Jahr 2004. Unter der Gruppe der Banken gibt es heute etwa 40 Geschäftsbanken, 100 Teilzahlungsinstitute, 20 Handelsbanken, die Postsparkasse sowie eine Vielzahl von Hypothekengesellschaften. Hinsichtlich der Beleihungsgrenze kann diese bei Abschluss einer Restschuldversicherung auf 100% angehoben werden.

³⁵³ Quelle: eigene Darstellung; Vgl. Office of the Prime Minister; <http://www.odpm.gov.uk>

c) *weitere Anbieter*

Weitere Anbieter sind die seit dem Jahr 1986 in Erscheinung tretenden spezialisierten oder alternativen Anbieter von Hypothekendarlehen. Da sie keine Filialen unterhalten und ihre Zentralverwaltungen auf der grünen Wiese liegen, weisen sie eine sehr günstige Kostenstruktur auf. Ihre Produkte vertreiben sie über unabhängige Finanzberater. Sie refinanzieren sich durch Verbriefung der Hypothekendarlehen und durch kurzfristige Geldaufnahmen über den institutionellen Geld- und Kapitalmarkt. Sie teilen die verschiedenen Funktionen des traditionellen Hypothekenkreditgebers auf und üben nach us-amerikanischem Vorbild der sog. *Originators oder Service Agenten*³⁵⁴ nur die Auftragsbearbeitung und die Darlehensverwaltung selbst aus. Das größte dieser alternativen Institute ist *GMAC-RFC*, eine Tochter des amerikanischen Unternehmens General Motors. Sie wurde 1998 gegründet und ist heute mit einem Marktanteil von 1,8% auf Rang 12 der größten Darlehensgeber gemessen an der Brutto-Darlehensvergabe.³⁵⁵

Im sogenannten *sub-prime* Markt, einem Markt für Darlehensnehmer, die sich nicht für Hypothekendarlehen von den *Building Societies* und Geschäftsbanken qualifizieren, verläuft der Zuwachs der Finanzintermediäre am schnellsten. Marktführer sind hier die *igroup* und die *Kensington Mortgages*. Letztere schaffte als erste dieser Gesellschaften im Jahr 2000 den Börsengang.³⁵⁶

3.3.3.4 Finanzprodukte

Auf dem britischen Hypothekenmarkt finden sich heute über tausend unterschiedliche Hypothekenprodukte. Einige der Finanzintermediäre bieten ein Produktsortiment mit über 40 verschiedenen Zinsoptionen an, jeweils abhängig von der Laufzeit der Darlehen, deren Beleihungsgrenze und der Bonität der Kunden. Bis Mitte der 80er Jahre sah die Situation noch ganz anders aus.³⁵⁷

Vor der Immobilienkrise Ende der 80er Jahre wurden nur Darlehen mit variablen Zinsen angeboten. Da die Zinszahlungen steuerlich geltend gemacht werden konnten, wählten die meisten Haushalte ein endfälliges Hypothekendarlehen, das durch eine Lebensversicherung getilgt wird, ein sogenanntes *endowment mortgage*.³⁵⁸ Erst nach dem Zusammenbruch der

³⁵⁴ Ein Originator ist der ursprüngliche Besitzer der Forderungen, der die Verbriefungstransaktion initiiert. Der Service-Agent ist für die Kreditadministration zuständig und sammelt die laufenden Zins- und Tilgungszahlungen. Er leitet sie nach Abzug der Service-Gebühren an die Investoren weiter. Oft werden die Aufgaben des Originators und Service-Agenten vom selben Institut durchgeführt.

³⁵⁵ Vgl. CML, Merrill Lynch, UBS (2005), S.17.

³⁵⁶ Andere Gesellschaften spezialisieren sich auch auf dem wachsenden Markt des sogenannten *buy-to-let*. Vgl. CML, Merrill Lynch, UBS (2005), S.18.

³⁵⁷ Vgl. Anderson (2004), S. 65

³⁵⁸ Endowment Mortgage war das vorherrschende Finanzprodukt unter den variabel verzinslichen Darlehen bis 1993. Es wird vorwiegend von den Building Societies angeboten. Die endfällige Tilgung dieses Hypothekendarlehen wird durch eine Kapitallebensversicherung gesichert. Es setzt sich zusammen aus einem variabel verzinslichen, nicht amortisierenden Bullet, einer begleitenden Kapitallebensversicherung und einer Schadens- oder Aus-

Immobilienmärkte Ende der 80er Jahre und mit der Abschaffung der steuerlichen Vergünstigungen wurden zunehmend auch Hypothekendarlehen mit festen Zinsvereinbarungen vergeben. So ist zwischen den Jahren 1993 und 2003 der Marktanteil für das Neugeschäft der *endowment mortgages* von 64% auf unter 3% gefallen. Das allgemein niedrige Zinsniveau in den 90er Jahren hat die Nachfrage nach kurzfristig festverzinsten Produkten fest etabliert und ist den neuesten Daten der *Council of Mortgage Lenders* zufolge seit Dezember 1996 von 13% auf 45% im Mai 2005 angestiegen (Abbildung 3.3-21). Insgesamt hat sich die Produktpalette des britischen Marktes auch darüber hinaus erweitert. So ist z.B. zwischen 1999 und 2003 der Anteil der sogenannten *tracker mortgages* von fast 0% auf fast 20% der Anzahl neubegebener Hypothekendarlehen gestiegen (Abbildung 3.3-22). *Tracker*-Darlehen sind variabel verzinsliche, indexierte Darlehen, deren Zinsen über eine bestimmte Laufzeit eine feste Marge zu einem Referenzzins, üblicherweise dem Leitzins der Bank of England, aufweisen. Abbildung 3.3-23 verdeutlicht die besondere Entwicklung, die die variabel verzinslichen Produkte zugunsten der festverzinslichen und vor allem der *Tracker*-Darlehen seit Ende der 90er Jahre durchmachen.

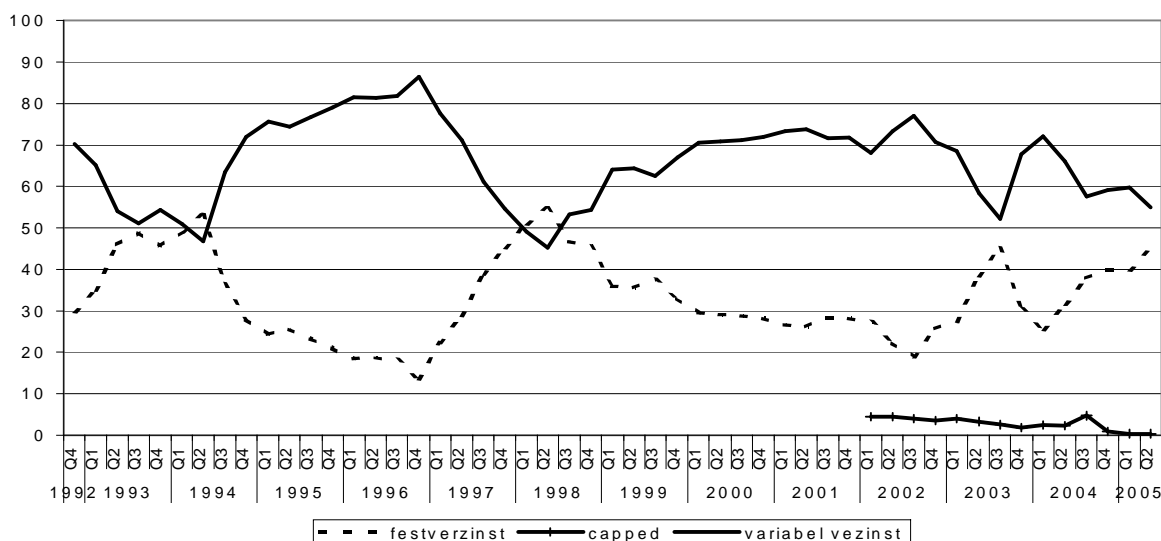


Abbildung 3.3-21: Marktanteile der festverzinslichen, variabel verzinslichen und capped Hypothekendarlehen im Verlauf vom vierten Quartal des Jahres 1992 bis zum ersten Quartal 2005 in %.³⁵⁹

Nach wie vor sind aber die meisten Hypothekendarlehen in Großbritannien sogenannte *standard variable rate loans (SVR)* und *discounted variable rate loans (DVR)*. Bei SVR-

fallversicherung auf das Hypothekendarlehen. Für die Lebensversicherung muss der Darlehensnehmer feste Zinszahlungen und Policen zahlen. Sie sichert die Ablösung des Hypothekendarlehens am Ende der Laufzeit oder bei vorzeitigem Versterben des Darlehensnehmers. Für die Ausfallversicherung zahlt der Darlehensnehmer eine pauschale Prämie. Die Building Society erhält von der Versicherungsgesellschaft Kommissionsgebühren. Das Bulletdarlehen ist variabel verzinslich und wird monatlich gezahlt und hat üblicherweise eine Laufzeit von 25 Jahren. Die Verzinsung setzt sich zusammen aus dem Basiszins des Darlehensgebers und einer Zinsmarge. Ändert sich der Refinanzierungszins für den Darlehensgeber, werden die Darlehenszinsen der Darlehensnehmer zum nächsten Monat angepasst. vgl. Chinloy (1995), S.403f.

³⁵⁹ eigene Darstellung; Vgl. www.cml.gov.uk, Daten vom 11.06.2005

Darlehen handelt es sich um Hypothekendarlehen, bei denen die Darlehensinstitute völlig frei bezüglich der Zinsgestaltung sind. Üblicherweise verändern sie die Hypothekenzinsen in Übereinstimmung mit den sonstigen Darlehenszinsen ihres Instituts. DVR-Darlehen genießen für eine bestimmte Zeit einen Diskont gegenüber SVR- oder Tracker-Darlehen. Üblicherweise sind die Diskont-Perioden 2 bis 5 Jahre lang.³⁶⁰ Im Anschluss an diese Zeit werden sie zu normalen SVR-Darlehen.³⁶¹

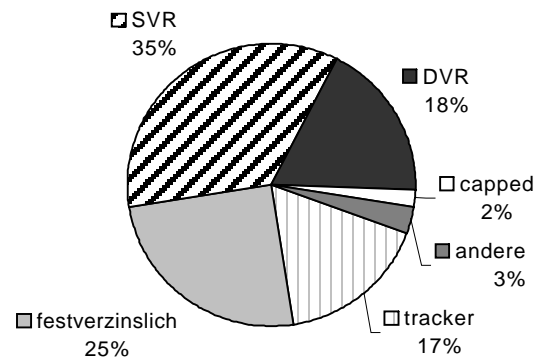


Abbildung 3.3-22: Marktanteil nach der Anzahl der neu vergebenden differenzierten Zinsprodukte in %, 2003³⁶²

Abbildung 3.3-24 zeigt, dass im Durchschnitt etwa ein Viertel der in den Jahren 2002 bis 2004 neu vergebenen Hypothekendarlehen festverzinst ist. Allerdings dauert die Zinsfestschreibung bei den meisten dieser Darlehen nur zwei bis drei Jahre und beim Rest höchstens fünf Jahre. Unter festverzinslichen Darlehen werden in der Abbildung insbesondere auch jene Darlehen zusammengefasst, deren Zinsfestschreibung länger als fünf Jahre dauert. Der durchschnittliche Anteil der letztgenannten liegt bei etwa 2%.³⁶³

³⁶⁰ Zur Zeit gibt es auch einige Produkte, die den Diskont über die gesamte Laufzeit des Darlehens festschreiben.

³⁶¹ Vgl. Early (2005), S.2.

³⁶² eigene Darstellung nach CACI und Miles (2004), S.6. Leider lassen sich keine neueren, differenzierten Daten zu den verschiedenen Hypothekenprodukten finden. Die neuesten Daten differenzieren nur nach variabel verzinslichen und festverzinslichen Produkten. Hier ist im Mai 2005 das Verhältnis 5,5 zu 4,5. Die Daten stimmen aber in etwa auch für das Jahr 2006, nach einer Berechnung von Meister/Nehls (2006), S.7.

³⁶³ vgl. Miles (2004), S.17

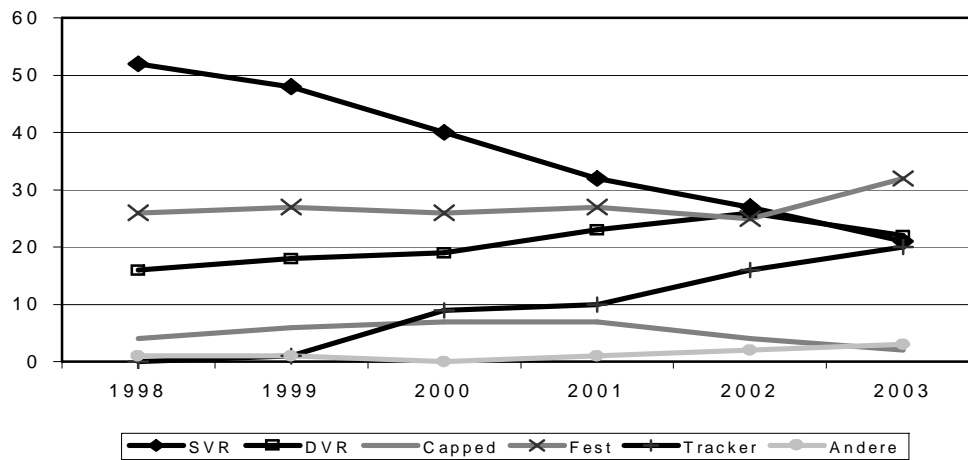


Abbildung 3.3-23: Marktanteil nach Volumen der ausstehenden Zinsprodukte in %, 1998-2003

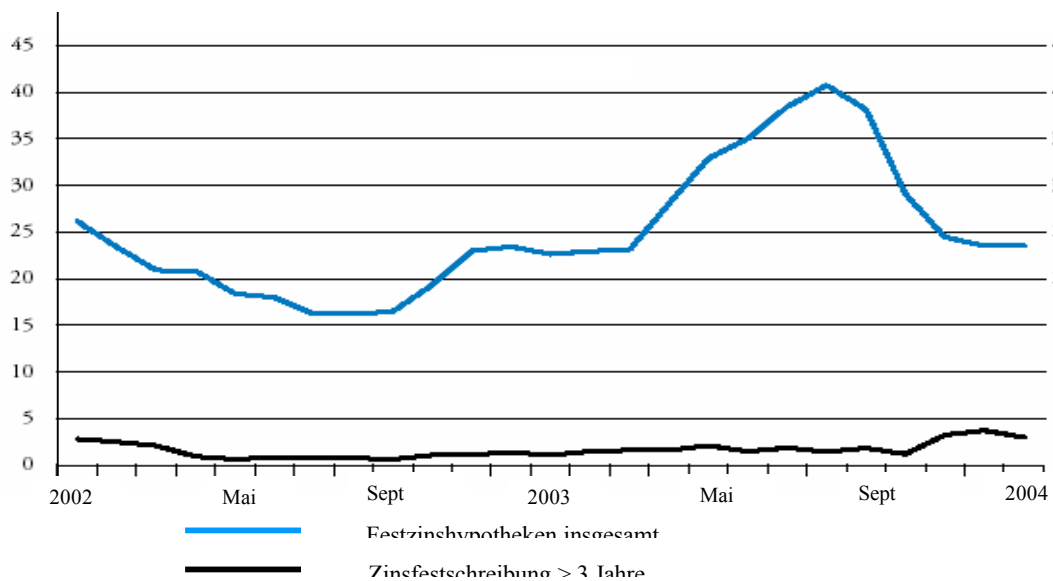


Abbildung 3.3-24: Marktanteil neuer, festverzinslicher Hypothekendarlehen von 2002 bis 2004, in %³⁶⁴

Etwa die Hälfte aller Produkte bietet auch flexible Vertragsbedingungen, etwa die Möglichkeit der Sondertilgungen und der Zahlungsverzögerung bzw. Tilgungsaussetzung über eine bestimmte Zeit. Die flexibelsten Ausführungen der Hypothekenverträge sind wohl die sogenannten *current account mortgages* oder die *offset mortgages*. Diese Darlehensverträge verbinden Hypothekendarlehen mit Kreditkarten oder auch verschiedenen Sparmöglichkeiten

³⁶⁴ Vgl. Miles (2004), S.16

bzw. rechnen die verschiedenen Aktivitäten gegenseitig auf, um den günstigsten Tageszins zu kalkulieren.³⁶⁵

Neben den vielen Hypothekendarlehen gibt es auch eine Art von Vorsparen, das *individual savings account (ISA)*.³⁶⁶ Alle Einkünfte und Kapitalerträge aus dieser Anlageform sind steuerfrei. Die Laufzeit des Sparkontos beträgt i.d.R. fünf Jahre, wobei der Gesamtbetrag der Einzahlungen zurzeit auf 9000 Euro beschränkt ist, der auch nicht auf einmal eingezahlt werden darf. Dem Sparprogramm liegen bestimmte Bedingungen wie jährliche Mindesteinzahlungen, Höchstgrenzen und Festlegungsfristen zugrunde.³⁶⁷

Um einen Eindruck der Preisgestaltung auf dem britischen Markt zu bekommen, sind in Tabelle 3.3-14 verschiedene Hypothekenprodukte in Gruppen zusammengefasst und deren Zinsdifferenz zu den in der Literatur am häufigsten verwendeten Referenzzinssätzen (Libor- und Swapsätze) berechnet wie sie im Juli 2006 auf dem Markt zu finden waren.

	Hypothekenzinsen (%)	LIBOR/Swap (%)	Differenz	Anzahl der Produkte	Anzahl unter LIBOR/Swap	Billigster Zins (%)
DVR	4,73	4,65 ³⁶⁸	0,08	152	64	3,24
Variabel verzinst (v.a. <i>Tracker</i>)	5,11	4,65	0,46	187	16	4,50
SVR	6,33	4,65	1,68	49	0	5,48
2 Jahre Fix	5,14	5,06 ³⁶⁹	0,08	85	37	3,35
5 Jahre Fix	5,56	5,11 ³⁷⁰	0,45	97	3	4,89
10 Jahre Fix	5,59	5,09 ³⁷¹	0,50	30	0	5,15
25 Jahre Fix	5,48	4,73 ³⁷²	0,75	3	0	4,98

Tabelle 3.3-14: Preise verschiedener Hypothekendarlehen – Juli 2006³⁷³

Die erste Zeile in Tabelle 3.3-14 zeigt den durchschnittlichen Zins für DVR-Darlehen. Vertraglich schließt sich meist das SVR-Darlehen an. Über die Hälfte der verschiedenen variabel verzinslichen Darlehen mit bestimmter Laufzeit sind *Tracker*-Darlehen.³⁷⁴ Auch hier gibt es verschiedene Produkte. Sogenannte *stepped trackers*, deren Referenzzins nur für die Dauer von zwei bis fünf Jahren vorgegeben ist und sich danach ein SVR-Darlehen anschließt, und *Tracker*-Darlehen, deren Referenzzins über die Laufzeit der Darlehen vorgegeben ist. Die Zinsanpassung erfolgt meist monatlich, als Referenzzins wird meist der Basiszins der Bank of

³⁶⁵ Vgl. Anderson (2004), S.18 f.

³⁶⁶ Es wurde am 6.4.1999 nach Abschaffen der alten Sparsysteme TESSA (*tax exempt special savings account*) und PEP (*personal equity plans*) eingeführt.

³⁶⁷ Vgl. www.cml.gov.uk

³⁶⁸ 1 Monats-Libor

³⁶⁹ Zinssatz für 2 Jahres Swap

³⁷⁰ Zinssatz für 5 Jahres Swap

³⁷¹ Zinssatz für 7 Jahres Swap (auf Grund der niedrigeren Haltedauer der Hypothekendarlehen wäre der 10 Jahres Swapsatz ein zu langer Vergleichszeitraum)

³⁷² Zinssatz für 10 Jahres Swap (auf Grund der niedrigeren Haltedauer der Hypothekendarlehen wäre der 25 Jahres Swapsatz ein zu langer Vergleichszeitraum)

³⁷³ Quelle: FSA comparative tables (www.fsa.gov.uk/tables: Stand: 21. Juli 2006) und www.clpuk.com/swaps.htm (Stand: 21. Juli 2006)

³⁷⁴ siehe Zeile 2 in der Tabelle.

England genutzt. Schließlich sind auch Festzinshypotheken mit verschiedenen langen Festschreibungsfristen von zwei, fünf, zehn und 25 Jahren aufgelistet.

Tabelle 3.3-14 zeigt eine Momentaufnahme der Hypothekenpreise auf dem britischen Markt, wie sie von der FSA (*Financial Services Authority*)³⁷⁵ am 21. Juli 2006 verzeichnet wurden. Anhand der Preisfestsetzung lässt sich die Produktpolitik der Darlehensgeber erkennen: Darlehensnehmer können auf dem Hypothekenmarkt unter einer Vielzahl von Produkten wählen, darunter auch *DVR*-Darlehen und festverzinsliche Produkte mit einer Festzinsschreibungsdauer von 2 Jahren. Auffällig ist, dass über ein Drittel der jeweiligen Angebote beider Produkte unter den Refinanzierungszinsen der Benchmark liegen.³⁷⁶ Dies bedeutet, dass die Gewinnmargen der Darlehensgeber bei diesen beiden Hypothekenprodukten nicht besonders hoch ausfallen. Dennoch sind viele Darlehensgeber bereit, gerade bei diesen beiden Produkten Verluste in Kauf zu nehmen, um auf diese Weise Kunden anzulocken. Der finanzielle Ausgleich erfolgt dann entweder durch hohe Umschuldungsgebühren oder durch die höheren Zinszahlungen schon bestehender und andauernder Vertragsbeziehungen. Letzteres wird in der britischen Literatur unter dem Ausdruck *cross-subsidy* zusammengefasst. An die beiden soeben beschriebenen Produkte schließt sich nach einer meist zweijährigen Laufzeit per Vertrag ein variabel verzinsliches *SVR*-Darlehen an, dessen durchschnittlicher Zinssatz 100 bis 200 Basispunkte über dem Zinssatz einer einmonatigen LIBOR-Anleihe liegen kann.³⁷⁷

Variabel verzinsliche Darlehen ohne vertraglich gebundene Ablösung durch einen Standarddarlehen werden gemäß Tabelle 3.3-14 im Juli 2006 46 Basispunkte über dem Zinssatz des LIBOR auf einen Monat gehandelt. Für diese Art von Verträgen ist es üblich, dass sie nicht unter dem LIBOR-Zinssatz vergeben werden. Die Zinsen festverzinslicher Darlehen, auf die kein variabel verzinstes Standarddarlehen folgt, werden mit 50 Basispunkten (bei 10-jähriger Zinsfestschreibung) bzw. 75 Basispunkten (bei 25-jähriger Zinsfestschreibung) über den zeitlich vergleichbaren Swap-Sätzen gehandelt. Die Zinsmarge der 10-jährigen Darlehensverträge liegt demnach nah bei jener der variabel verzinsten Produkte. Da die Margen der festverzinslichen Darlehen zu den Swap-Raten zusätzlich den Wert der Option zur vorzeitigen Rückzahlung widerspiegeln, scheint diese Option bei 10-jährigen Verträgen nur einen geringen Wert zu haben.³⁷⁸

Zwischen den Produkten besteht aber nicht nur ein erheblicher Zinsunterschied, sondern auch die Beleihungsgrenzen sind für die einzelnen Verträge unterschiedlich. Jene Darlehens-

³⁷⁵ Das Gesetz über Finanzdienstleistungen und Märkte vom Jahr 2000, *the Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA)*, übertrug der FSA die Aufgabe Hypothekendarlehen zu regulieren. Als am 31. Oktober 2004 die Verhaltensregeln für die Hypothekendarlehen (*Mortgage Conduct of Business, MCBO*) beschlossen wurden, hat die FSA ihre Aufgabe übernommen. Das Gesetz definiert 4 „regulierte Aktivitäten“, die Darlehensvergabe, -verwaltung, -beratung und dessen vertragliche Regulierung. Nach dem 31. Oktober 2004 muss jeder, der eine dieser Aufgaben wahrnimmt, von der FSA autorisiert sein. Vgl. www.cml.org.uk/fsa, Stand 11.07.2005

³⁷⁶ Vgl. www.cml.org.uk; Üblicherweise wird in der britischen Literatur als Benchmark für variabel verzinsliche Produkte der LIBOR-Satz über einen Monat und für festverzinsliche der Swap-Satz gewählt.

³⁷⁷ Vgl. Miles (2004), S.46. Zur Zeit liegt der Zins etwa ein Prozentpunkt höher als der LIBOR-Basiszins.

³⁷⁸ Vgl. Miles (2004), S.46.

nehmer, die den *SVR*-Satz zahlen, haben meist niedrigere Beleihungsgrenzen und niedrigere Einkommensgrenzen in Bezug auf die Darlehen als jene, die den *DVR*-Zins zahlen. Vergleicht man die Preisdifferenz also nach der Risikoadjustierung ist sie höher als in Tabelle 3.3-14 angedeutet.

3.3.3.5 Rechtliche Rahmenbedingungen

Die britischen Universalbanken unterliegen dem Banking Act (1979/87) und die Building Societies als Spezialbanken dem Building Society Act (1986/97)(BSA). Das Gesetz über Finanzdienstleistungen und Märkte vom Jahr 2000, *the Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA)*, übertrug der *Financial Services Authority (FSA)* die Aufgabe, alle Bank-, Versicherungs-, Investment- und ähnlichen Finanzgeschäfte zu regulieren. Die FSA ist damit Kontrolleur und Gesetzesgeber gegenüber allen Finanzdienstleistern und ist allein der *Bank of England* unterstellt. Als am 31. Oktober 2004, dem *Mortgage Day*, die Verhaltensregeln für die Geschäfte mit Hypothekendarlehen (*Mortgage Conduct of Business, MCBO*) beschlossen wurden, hat die FSA ihre Arbeit begonnen. Sie überwacht seither vier definierte Aktivitäten, die Darlehensvergabe, -verwaltung, -beratung und deren vertragliche Regulierung. Entsprechend dem *Memorandum of Understanding* zwischen *HM Treasury*, der *Bank of England* und der *FSA* vom Oktober 1997 bzw. dem 31. Oktober 2004 muss jeder, der eine dieser Aufgaben wahrnimmt, von der *FSA* autorisiert sein, im speziellen also Banken, Building Societies, Investmentbanken und Versicherungen.³⁷⁹ Wie schon beschrieben erfolgte die Deregulierung der Finanzmärkte in Großbritannien schrittweise im Laufe der 80er Jahre. Für den Hypothekenmarkt war vor allem die Aufhebung der Geschäftsbeschränkung der *Building Societies* (Building Societies Act 1986) und der Festsetzung der Darlehenszinsen wesentlich und die Aufhebung der quantitativen Kreditkontrollen für Banken im Jahr 1981.

Das britische Grundeigentums- und Grundbuchrecht kennt zwei Arten des Eigentums, *title to land*, an Immobilien. Zum einen das sogenannte *freehold* und zum anderen das *leasehold*. Letzteres kann mit dem deutschen Erbbaurecht verglichen werden. Es ist wie dieses zeitlich begrenzt, wobei die Pachtdauer 99 oder auch 999 Jahre dauern kann. Ist die Pachtdauer lang genug, kann auch solches Eigentum als Sicherheit zur Fremdfinanzierung durch ein Kreditinstitut herangezogen werden; ansonsten nur das uneingeschränkte Eigentumsrecht, der *freehold title*. Ein Grundstück bzw. eine Immobilie darf mit mehreren Hypotheken belastet werden. Entscheidend für die Rangfolge ist entweder das Datum der Hypothekenurkunde (*le-*

³⁷⁹ Vgl. www.cml.org.uk/fsa, Stand 11.07.2005 und MOU vom 28. Oktober 1997;

Die FSA überwacht aber auch die Einhaltung der Building Societies Act von 1986, der Friendly Societies Act von 1974 und 1992 und der Industrial and Provident Societies Act von 1965.

Building Societies waren bis dato als *mutual societies* nicht autorisierte Institute im Sinne des Bankengesetzes (*Banking Act*) von 1987. Dieses teilte die Institute in vier Klassen. In der ersten Klasse befanden sich alle Kreditinstitute mit Einlagegeschäft, in der zweiten Klasse Institute, die Einlagegeschäft betreiben und im Ausland zugelassen worden sind, bspw. eine *European authorised institution*, zur dritten Klasse gehören Kreditinstitute ohne Einlagegeschäft, die 90%ige Töchter eines im europäischen Wirtschaftsraum (EWR) zugelassenen Instituts sind und zur vierten Klasse ausländische Institute mit einer Repräsentanz. Vgl. Klein (1998), S.192 f.

gal charge) oder die Eintragung ins sogenannte *Land Registry*. Hier werden pro Grundstück drei Abteilungen geführt: das *property register* mit der Beschreibung des Grundstücks, der Eigentumsart und der Rechte am Grundstück, das *proprietorship register* mit der Adresse und den Verfügungsbeschränkungen und das *charges register* mit den Grundstücksbelastungen.³⁸⁰

Als Banksicherheit wird eine Hypothek, *mortgage*, im Allgemeinen nur in Form einer *legal mortgage* oder auch *first legal charge* anerkannt. Nachrangige *mortgages* werden nicht als ausreichende Sicherheit angesehen und werden daher auch nicht mit dem Begriff *mortgage* in Verbindung gebracht. Die Hypothek verleiht dem Finanzinstitut dingliche Rechte, einschließlich der Verkaufserlaubnis des beliebigen Eigentums bei Zahlungsverzug.³⁸¹

Englische Darlehensverträge sind auf Grund der Rechtsprechung nach Präzedenzfällen und mangels gesetzlicher Vorgaben sehr umfangreich, was aber wiederum auch eine größere Freiheit bei deren individuellen Gestaltung zulässt. Allerdings kann das Recht zur vorzeitigen Rückzahlung einer *mortgage* durch den Darlehensnehmer nicht ausgeschlossen werden.³⁸²

Üblicherweise sehen die Statuten der Institute vor, Hypothekendarlehen bis zu einer Beleihungsgrenze von 60-80% des Verkehrswertes zu begeben. Die Bankpraxis aber sieht anders aus. Auf Grund der hohen Individualität der Produkte werden sie oft bis 100% des Verkehrswertes begeben, falls zusätzlich eine Versicherungspolice abgeschlossen wurde oder die Bonität des Kunden durch andere Sicherheiten hoch genug ist.³⁸³ Die Darlehensinstitute haben die Beleihungsgrenzen auch auf Grund der stetigen Preissteigerung der Immobilien in den letzten Jahren und der gesunkenen Zinsen heraufgesetzt. Während vor zehn Jahren Darlehensnehmer etwa das Doppelte eines zweifachen Haushaltseinkommens für den Erwerb von Eigentum aufwenden mussten, müssen sie inzwischen das drei- bis fünffache zahlen. Die Darlehensinstitute sind daher dazu übergegangen zur Beurteilung der Kreditwürdigkeit statt dem Verhältnis Einkommen zu Darlehenshöhe das bisherige Spar- und Darlehensverhalten eines Kreditanwärters heranzuziehen.

Der zu ermittelnde Beleihungswert einer Immobilie entspricht dem Verkehrswert. Wertermittler, sogenannte *Chartered Surveyors*, ziehen zu dessen Feststellung kürzlich erzielt Verkaufspreise vergleichbarer Immobilien der Umgebung heran.

Die Laufzeit der Darlehen beträgt üblicherweise 20-25 Jahre.

3.3.3.6 Refinanzierung

In Großbritannien refinanzieren sich die Finanzinstitute zum Großteil herkömmlich am sogenannten Primärmarkt über ihre Spareinlagen und durch den Verkauf von Anleihen an Un-

³⁸⁰ Vgl. von Köller (1996), S. 723 ff. und Bausparkassen-Fachbuch (2004/2005), S.570f.

³⁸¹ Ebenda

³⁸² Vgl. von Köller (1996), S.723 ff. und Bausparkassen-Fachbuch (2004/2005), S.570 f.

³⁸³ Die mittlere Beleihungsgrenze im Jahr 2003 lag für Ersterwerber bei 89% und für den Rest bei 70%.Vgl. Office of the Prime Minister; <http://www.odpm.gov.uk>

ternehmen und am Kapitalmarkt. In den letzten fünf Jahren hat aber auch die Verbriefung von Hypothekendarlehen zugenommen.

Bis Mitte der 80er Jahre waren Einlagen verschiedener Fristigkeit die ausschließliche Refinanzierungsquelle der einzigen am Hypothekenmarkt operierenden Darlehensinstitute, der *Building Societies*. Da aber die Nachfrage nach Hypothekendarlehen jahrzehntelang die Refinanzierungsmöglichkeiten der Institute überstieg, bildeten sich lange „Warteschlangen“, *mortgage queues*, zur Aufnahme von Darlehen. Erst mit dem Zulassen der anderen Finanzinstitute auf dem Hypothekenmarkt und der Erweiterung der Refinanzierungsmöglichkeiten für Building Societies durch die *Building Society Act (BSA)* im Jahr 1986 eröffnete sich dem Hypothekenmarkt die Möglichkeit der Erweiterung, auch hinsichtlich der Refinanzierungspraktiken. Building Societies müssen seitdem nur noch 50% ihrer Darlehen über ihre Spareinlagen refinanzieren (§8 Abs.1 BSA).

Obwohl die Darlehensinstitute den größten Teil der Refinanzierung nach wie über Spareinlagen, Bankanleihen oder durch Anleihen am Geld- und Kapitalmarkt erhalten, so hat doch die Refinanzierung über die Ausgabe von *Residential Mortgage Backed Securities (RMBS)* in jüngster Zeit eine rasante Entwicklung erfahren. Tabelle 3.3-15 listet die emittierenden Institute gemäß ihrem Emissionsvolumen. Zur Emission der RMBS werden in Großbritannien sogenannte *master trusts* als SPVs gegründet. Sie haben den Vorteil, dass sie gleich mehrere Wertpapierserien verschiedener Emittenten ausgeben, die durch einen einzigen Forderungspool gesichert werden. Der Rückfluss aus den Forderungen wird gemäß einer vorher festgelegten Regel auf die Wertpapierserien verteilt. Dadurch werden die Kosten der Einrichtung eines SPVs für jede Transaktion reduziert und die Transparenz des Verbriefungsprozesses für Investoren erhöht. Der Master Trust kann dauerhaft gegründet werden, indem immer neue Hypothekendarlehen transferiert werden. Grundsätzlich existieren zwei Formen der UK RMBS Master Trusts. Die Capitalist Master Trust und das Socialist Master Trust.³⁸⁴

- Capitalist Master Trust: Jeder Emittent „kümmert“ sich um sich selbst. Die Pool-Performance wirkt sich unterschiedlich auf die verschiedenen Serien aus, auch wenn sie das gleiche Rating haben. Jeder Emittent hat sein eigenes Reserve-Konto, das nur jene Anleihen sichert, die Teil der Verbriefung dieses Emittenten sind. Die Reserve-Konten der einzelnen Emissionen sind voneinander unabhängig.
- Socialist Master Trust: Alle Emittenten „sitzen in einem Boot“. Die Credit Enhancements für in der Vergangenheit ausgegebene Emissionen beinhalten auch diejenigen Credit Enhancements, die für die neuesten Emissionen

³⁸⁴ FitchRatings (2005), S.3f.

zur Verfügung gestellt wurden. Alle Tranchen mit gleichem Rating haben das gleiche Risikoprofil. Die Performance wirkt sich gleich aus.

In den letzten fünf Jahren ist der Wert ausgegebener *RMBS* um 500% gestiegen. Großbritannien nimmt hier in Europa eine Spitzenposition ein. 50% aller europäischen Emissionen werden in Großbritannien durchgeführt. Abbildung 3.3-25 zeigt die Verteilung der Refinanzierungsquellen aller im dritten Quartal des Jahres 2004 ausstehenden Hypothekendarlehen für britische Finanzdienstleister.

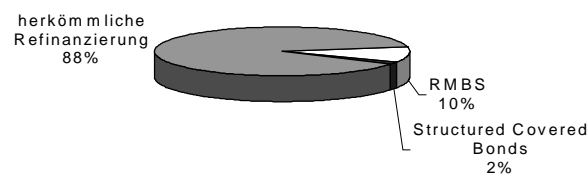


Abbildung 3.3-25: Refinanzierungsquellen im 3. Quartal des Jahres 2004. (UK)³⁸⁵

UK – Prime RMBS, Mrd. EUR	H1 2007	2006
Northern Rock	15,2	25,6
Abbey National	14,2	10,8
Barclays Bank	8,3	9,0
Bristol & West	8,1	0,0
Royal Bank of Scotland	6,5	16,5
HBOS (Birmingham Midshires)	3,4	0,0
Alliance & Leicester	0,0	3,7
HBOS (Bank of Scotland Plc)	0,0	2,4
Standard Life	0,0	1,5
Bradford and Bindley (buy-to let mortgage)	3,2	,03
Paragon Group (buy-to-let mortgage)	2,2	5,9

Tabelle 3.3-15: RMBS Emittenten UK - Emissionsvolumen³⁸⁶

Als weitere Refinanzierungsquelle kommen sog. *structured covered bonds* in Betracht. Sie sind zwar mit den deutschen Pfandbriefen und *covered bonds* anderer Länder vergleichbar. Allerdings gibt es in Großbritannien im Gegensatz zu den meisten europäischen Ländern

³⁸⁵ Quelle: eigene Darstellung; entsprechend der Daten der *Bank of England*.

³⁸⁶ Vgl. Bouchain/Clasen/de la Rubia (2007), S.12

keine spezielle Gesetzgebung, die *covered bonds* als risikoreduzierte Refinanzierungsinstrumente qualifiziert.³⁸⁷ Ihre Existenz verdanken sie dem Gebrauch von Versicherungstechniken für *RMBS*. Die Financial Services Authority prüft allerdings, ob das britische Insolvenzrecht Investoren ausreichenden Schutz bietet, damit Institute, die *covered bonds* emittieren, in Zukunft nach Europäischem Recht eine günstigere Eigenkapitalunterlegung erfahren.³⁸⁸

Die zur Deckung dienenden Hypothekendarlehen werden durch den Transfer auf eine rechtlich unabhängige Spezialgesellschaft von den anderen Darlehen getrennt.³⁸⁹ Da das ausgebende Kreditinstitut Volleigentümer der Gesellschaft ist, verbleiben die Aktiva in der Bilanz des Emittenten. Die Auswahl der Hypothekendarlehen ist nicht geregelt. In den bis 2005 durchgeführten Transaktionen galt für die der Transaktion zugrundeliegenden Hypothekendarlehen von HBOS eine Beleihungsgrenze von 60% und für NorthernRock und Bradford/Bingley eine von 75%. Auf Grund der fehlenden gesetzlichen Rahmenbedingungen werden zur Absicherung der Investoren meist Hedgepositionen gebildet. Die Überdeckung wird durch den sogenannten Asset Coverage Test festgeschrieben. Bisher legten sich die britischen Covered Bond Programme stets auf eine Mindestüberdeckung fest.

Insgesamt emittieren derzeit sieben Kreditinstitute Covered Bonds. Darunter befinden sich sechs der zehn größten Hypothekendarlehensgeber. Bisher wurden die begebenen Covered Bonds von den Ratingagenturen mit Bestnoten bewertet.³⁹⁰

³⁸⁷ Zur Unterscheidung werden sie daher Structured Covered Bonds genannt.

³⁸⁸ Seit dem 23. Juli 2007 liegt eine Gesetzesvorlage des britischen Finanzministeriums für Covered Bonds vor. Nach einer Konsultationsphase bis Mitte Oktober 2007 soll das Gesetz ab 1. Januar 2008 in Kraft treten. Hervorzuheben ist, dass das Spektrum der Deckungswerte großzügiger als bei den meisten Gesetzgebungen der anderen Länder gestaltet werden soll. Außerdem qualifizieren sich fast alle OECD-Länder für die Deckung. Eine bestimmte Überdeckungsquote wird auch weiterhin nicht vorgeschrieben werden. Mit Inkrafttreten des Gesetzes erhalten die englischen Covered Bonds wie die übrigen europäischen CBs eine Spezialgesetzgebung. Damit können sie in den Genuss der niedrigeren Risikogewichtung gemäß Basel II kommen und bei den Anlegern das Vertrauen erhöhen. Vgl. Bouchain/Clasen/de la Rubia (2007), S.16f.

³⁸⁹ HBOS, Northern Rock und Bradford&Bingley haben zu diesem Zweck eine Limited Liability Partnership oder LLP gegründet.

³⁹⁰ Die ausgebenden Banken sind: HBOS Plc, Abbey National Plc, Nationwide Building Society, Northern Rock Plc, HSBC Bank Plc, Bradford&Bingley Plc, Yorkshire Building Society. Vgl. Bouchain/Clasen/de la Rubia (2007), S.11

3.4 Zusammenfassung und Schlussfolgerung

Die ausführliche Beschreibung der Systeme der Wohneigentumsfinanzierungen in den drei Ländern macht deutlich, dass ein einfacher Vergleich nicht möglich ist. Selbst ein Vergleich der Finanzierungskosten bzw. der Zinssätze würde auf Grund der unterschiedlichen Gestaltung der Produkte und dem unterschiedlichen ökonomischen und rechtlichen Umfeld keine Aussagen über die Vorteilhaftigkeit einer Finanzierung oder eines Systems im Sinne seiner in Kapitel 3.1.3 beschriebenen Aufgaben zulassen. Darüber hinaus kann ein solcher Vergleich nur eine Momentaufnahme sein, da er die Dynamik der Märkte und Systeme außer Acht lässt. Um aber eine Aussage über die Effizienz der Aufgabenerfüllung der Systeme tätigen zu können, müssen vor allem auch die Präferenzen der Akteure deutlich herausgearbeitet werden. Dies erfolgt vor allem im folgenden Kapitel 4. Zusätzlich wird hier ein Einblick in die Theorie der Produktgestaltung von Hypothekendarlehen unter Berücksichtigung der optimalen Verteilung von Risiken am Beispiel der Zinsänderungsrisiken gegeben, der verdeutlicht wie kompliziert schon die einfachsten Modellkonstruktionen zur Optimierung der Aufgabenerfüllung eines Systems sind. Darüber hinaus gilt, dass eine Bewertung der Effizienz nicht statisch erfolgen sollte. Vor allem die Entwicklung der Systeme in Deutschland, Spanien und Großbritannien in den letzten zehn Jahren hat gezeigt, dass die Hypothekenmärkte sich stets veränderten Anforderungen stellen müssen. Dies gilt sowohl auf nationaler wie auch auf europäischer Ebene. Ein Urteil über die Effizienz der Systeme sollte daher auch deren Anpassungsfähigkeit und Stabilität berücksichtigen. In Kapitel 5 wird ein Konzept der Effizienzmessung herausgearbeitet, das versucht, diese Gesichtspunkte der Aufgabenerfüllung eines Systems in verschiedenen Bewertungskategorien zu berücksichtigen.

Tabelle 3.4-1 und Tabelle 3.4-2 fassen einige der in Kapitel 3 dargestellten Charakteristika der Systeme zusammen. Auffallend ist, dass die Produktgestaltung in Großbritannien fast keinen gesetzlichen Beschränkungen unterliegt. Selbst die Refinanzierung über Covered Bonds und MBS beruht auf privatrechtlichen Regeln und vertraglichen Vereinbarungen. Die geringe Einflussnahme seitens des Staates könnte entsprechend der neoklassischen Wirtschaftstheorie aber als Beleg für einen effizient funktionierenden Hypothekenmarkt bewertet werden.

Land	Hypothekendarlehen an Haushalte (in % des BIP)	Art der Darlehensverzinsung (in % der neuen Darlehen) ³⁹¹	übliche Laufzeit der Darlehensverträge in Jahren (neue Verträge)	Gesetzliche Rahmenbedingungen bzgl. der Zinsanpassung	Beschränkungen hinsichtlich Gebühren vorzeitiger Rückzahlung	Durchschnittliches LTV (neue Verträge)	Gesetzliche Beschränkungen bzgl. LTV	Refinanzierung über Kapitalmarkt
D	52	vor allem M und F ³⁹²	25-30	keine	Darlehensgeber darf während der ersten 10 Jahre der Darlehenslaufzeit (F) eine Kommission verlangen	~ 65%	60% für erstrangige Darlehen 80% für zweitrangige	ja (Pfandbriefe)
ES	53	V (über 75%)	15-25	Indizes	max. 0,5% bzw. 2,5% Kommission für V bzw. F	~ 80%	80% bei Darlehen, die als deckungsfähig gelten	ja (CH, FTH und FTA)
UK	80	V(72%) N(28%)	20-25		keine	70%	keine	ja (SCB und MBS)

Tabelle 3.4-1: Überblick über die aktuelle Ausgestaltung der Hypothekensysteme in den drei Ländern³⁹³³⁹¹ Siehe dazu auch Kap.2 Abbildung 2.2-5³⁹² M (gemischt): Zinsfestschreibung über mindestens 1 Jahr bis zu 5 Jahren; F (Fest): Zinsfestschreibung mindestens über 5 Jahre; V(Variabel): variable Verzinsung, entweder an einen Index gebunden oder frei gestaltbar durch den Darlehensgeber³⁹³ Quelle: eigene Darstellung

	Pfandbriefe	Cédulas Hipotecarias	Structured Covered Bonds
Spezialbankenprinzip	Nein (nicht mehr)	Nein	Nein
Gesetzliche Rahmenbedingungen	Ja	Ja	Privatrechtliche Struktur basierend auf dem britischen Common Law und vertragrechtlichen Vereinbarungen
Insolvenzrecht	Ja (nur Deckungsmasse)	Ja (sämtliche Aktiva)	Nein
Konkurssicherheit	Quasi, durch abgegrenzten Deckungsstock	Nein, kein abgegrenzter Deckungsstock	Nein
Beleihungsgrenze (Immobilien)	60%	Gewerbliche Immobilien 70%; Wohnimmobilien 80%	Keine Regelung; in bisherigen Praxis 60-75%
Kongruenz der Laufzeit	Ja	Nein	Nein
Ersatzdeckung	bis zu 20%	Nicht anwendbar, da es kein separiertes Deckungsregister gibt. Emissionsobergrenze 90% qualif. Kredite und Insolvenzvorrrecht auf alle qualifizierende Hypothekarkredite (80% LTV)	Keine Regelung; in der bisherigen Praxis bis zu 10%
Überdeckung	102%	111% (sehr hohe Quoten ausweisbar auf Grund fehlenden Deckungsstocks)	abh. vom Covered Test
Differenzierung nach Art der Deckungswerte	Ja (Öffentliche vs. Hypothekarkredite)	Nein	Ja
Weitere Sicherungsmögl.	Ja, regelmäßig durch Derivate	Nein, da kein separierter Deckungsstock sind keine Derivate für ZÄR ausweisbar; allg. auf Bankebene	
Regionale Einschränkungen für Deckungsmasse	Ja (EU und EWR; Japan, USA und Canada)	Nein, aber Fokus auf Spanien	
Treuhänder	Ja	Nein	

Tabelle 3.4-2: Vergleich der länderspezifischen Covered-Bond-Varianten³⁹⁴

³⁹⁴ Quelle: Grodzki (2000), S.41 und Burkert/Eichert (2006), S.45 f.

4 Gestaltung der Wohneigentumsfinanzierung

Die Gestaltungsmöglichkeiten der Wohneigentumsfinanzierung sind äußerst vielschichtig, zumal auch Entwicklungen anderer Märkte das Verhalten auf den Hypothekenmärkten beeinflussen. In Kapitel 3 sind dazu u.a. die gesamtwirtschaftlichen Einflüsse auf das Nachfrageverhalten und die Angebotsstruktur der Länder eingehender betrachtet worden. So konnten die nationalen Unterschiede der Hypothekenmärkte aus dieser Sicht zumindest deskriptiv dargestellt werden. Um die Aufgabenerfüllung der Systeme genauer zu beleuchten, wird in diesem Kapitel nun die Produktgestaltung in den Vordergrund gerückt. Dazu werden das Angebots- und Nachfrageverhalten der Akteure vor allem auch unter sich ändernden Bedingungen betrachtet.

Allgemein ist ein Wirtschaftssystem dann effizient, wenn es seinen Teilnehmern erlaubt, ihre Ziele zu erreichen und gleichzeitig die damit verbundenen Risiken zu minimieren.¹ In der Wohneigentumsfinanzierung sind vor allem die Präferenzen zweier Akteure relevant: die der Haushalte und der Finanzintermediäre. Erstere verfolgen mit dem Erwerb von Wohneigentum sowohl familiäre wie ökonomische Ziele, die unterschiedlich stark ausgeprägt sein können, letztere sind vor allem gewinnorientiert.

Um ihre Ziele zu erreichen, schließen Finanzintermediäre und Darlehensnehmer miteinander Verträge, die meist langfristig angelegt sind und dadurch unsichere Verpflichtungen nach sich ziehen. Beide Partner versuchen daher durch eine geeignete Wahl der Verträge bzw. Darlehensprodukte die Risiken zu minimieren. Oft werden dazu unter Berücksichtigung gesetzlicher Rahmenbedingungen Dritte miteinbezogen wie Versicherer oder weitere Intermediäre des Kapitalmarktes. (siehe dazu auch Abbildung 5-1)

In der Immobilienfinanzierung bieten die Finanzintermediäre eine Vielzahl sogenannter Standardprodukte der Darlehensvergabe an. Einfachstes Unterscheidungsmerkmal der Produkte ist die Art ihrer Verzinsung. Grundsätzlich wird zwischen variabel verzinslichen und festverzinslichen Produkten differenziert.² Im Zusammenspiel mit den vielen anderen Merkmalen der Darlehensprodukte ist dieses eines der grundlegendsten. Die Entscheidung eines Haushaltes für eine der beiden Varianten hängt grundsätzlich von dessen Risikoneigung und Belastbarkeit ab. Darauf nehmen auch die übrigen Merkmale und Flexibilitäten der Produkte

¹ Vgl. Dymski/Isenberg (1998), S.222. Siehe zur genaueren Definition der Effizienz in dieser Arbeit auch Kapitel 5.

² Dabei ist die Bezeichnung festverzinsliches Darlehen nicht eindeutig. Beispielsweise wird in Spanien darunter ein über die gesamte Laufzeit der Finanzierung festgesetzter Zins verstanden (z.B. 30 Jahre, wenn die Finanzierung auf 30 Jahre angesetzt ist), in Deutschland wird darunter auch jener Zins bezeichnet, der nur über eine bestimmte Periode festgelegt ist (sog. Abschnittsfinanzierung). Sie ist meist geringer als die Gesamtlaufzeit der Finanzierung (z.B. 5, 10 oder 15 Jahre).

In der Literatur findet man häufig eine Gegenüberstellung von sogenannten FRMs (fixed rate mortgages) und ARMs (adjusted rate mortgages) bzw. VRMs (variable rate mortgages). Diese Produkte gibt es vor allem im angelsächsischen Raum (FRMs und ARMs in USA VRMs in UK). Hier beschäftigt sich die Wissenschaft intensiv mit dem Markt für Immobilienfinanzierung und hat diese Begriffe daher auch geprägt.

Einfluss und letztlich der Preis bzw. die Höhe der Verzinsung. Weitere Vertragsbestandteile der Standardprodukte beziehen sich unter anderem auf die Laufzeit, den zulässigen Verschuldungsgrad, die Art der Refinanzierung und die Möglichkeit vorzeitiger oder außerordentlicher Tilgungen. Daneben spielen auch die gesetzlichen Rahmenbedingungen und die Vorgaben zur Immobilienbewertung und deren Verwertung eine entscheidende Rolle für die Wahl. Alle Merkmale haben sowohl auf die Bandbreite des Angebots von Seiten der Finanzintermediäre als auch auf die Nachfrage der Haushalte nach Hypothekendarlehen wesentlichen Einfluss.

Die Literatur zu Hypothekenmärkten lässt sich in diesem Zusammenhang in mehrere, komplexe Forschungsrichtungen unterteilen, die sich zum einen mit dem Einfluss weiterer Märkte, wie dem Arbeitsmarkt, dem Kapitalmarkt oder dem Immobilienmarkt auf den Hypothekenmarkt beschäftigen und zum anderen mit der Gestaltung und Optimierung der Hypothekenprodukte selbst.³ Natürlich greifen die Bereiche ineinander. Auf Grund der volkswirtschaftlichen Bedeutung der Hypothekenmärkte lassen sich aber vor allem Themen zur Nachfrage nach Wohneigentum und zur Nachfrage nach dessen Finanzierung finden. Damit sind auch Fragen der Vorteilhaftigkeit von Eigentum gegenüber dem Mieten als Wohnform oder als Investitionsgut, das zur Endvermögensmaximierung der Haushalte beiträgt, verbunden.⁴ Der Frage nach der optimalen Vertragsgestaltung bzw. nach dem optimalen Hypothekenprodukt widmen sich weitaus weniger Studien. Der überwiegende Teil der Arbeiten in diesem Bereich stammt zudem aus dem angelsächsischen Raum.

4.1 Präferenzen der Finanzierungspartner

Die Kenntnis über die Motivation und die Präferenzen der Finanzierungspartner bei ihrer Produktwahl ist grundlegend zur Bewertung der Qualität der Aufgabenerfüllung von Finanzierungssystemen. Nur dadurch kann festgestellt werden, ob das System den Akteuren erlaubt, ihre Ziele zu erreichen und gleichzeitig die eingegangenen Risiken zu minimieren. Um aber die Schwierigkeit der Thematik aufzuzeigen, wird nach einer detaillierten Darstellung der Präferenzen der Darlehensnehmer und Darlehensgeber auch ein Einblick in die Problematik der theoretischen Modellierung optimaler Hypothekenprodukte in der Literatur gegeben. Sowohl die Kenntnisse der Präferenzen als auch die Ergebnisse der Modelle gehen ein in die Ausarbeitung der Kriterien zur Effizienzmessung in Kapitel 5.

4.1.1 Präferenzen der Haushalte bzw. Darlehensnehmer

Die meisten Haushalte erhoffen sich von einer Investition in Wohneigentum in der Regel größere Handlungsspielräume bei der Gestaltung ihrer Wohnsituation, mehr Sicherheit und die langfristige Steigerung ihres Vermögens. Die notwendigen Kosten sollen möglichst gering gehalten werden.

³ Vgl. dazu die Studien von Jones (1993), Ling/McGill (1998), Buist/Yang (2000), Campbell/Cocco (2003), Miles (1994, 2004), Plaut (1986), Brueckner (1994) und Dokko/Edelstein (1991).

⁴ Zur genaueren Analyse der Entscheidung zwischen Miete und Eigentum siehe Aebersold (1994).

Dabei muss allerdings berücksichtigt werden, dass sich die meisten Darlehensnehmer nicht gegen negative Wertentwicklungen der Immobilie oder des Immobilienmarktes im Allgemeinen absichern können. Aufgrund der hohen Investitionssumme bzw. Eigenkapitalforderungen sind sie nicht in der Lage, ihr Vermögensportfolio durch alternative Anlagen zu diversifizieren. Dies gilt zumindest für die Anfangsphase der Investition.⁵ In den letzten zwei Jahrzehnten hat sich dieser Effekt durch die Zusammensetzung der übrigen Vermögensgüter der Haushalte noch weiter verstärkt. Schnell liquidierbare Sparformen wie Sparbücher oder Anleihen sind zugunsten von Pensionsfonds und Kapitalversicherungen zurückgegangen. Insgesamt sind die Haushalte damit nicht mehr so liquide, so dass sie in konjunkturschwachen Zeiten schneller in Zahlungsschwierigkeiten kommen.⁶ Dementsprechend hat bei der Wahl geeigneter Darlehensprodukte nicht die Endvermögensmaximierung höchste Priorität für die meisten Haushalte, sondern die jederzeitige Sicherung der Liquidität.^{7u.8} Das wiederum wirkt sich auf die Höhe der Investition aus. Die Minimierung des Finanzierungsaufwandes steht erst an zweiter Stelle der Prioritätenliste. Sie ist eng mit der Endvermögensmaximierung verbunden. Die Liquidität aber hat absoluten Vorrang vor der Rentabilität. Zur Erhaltung der Liquidität bzw. Kapitaleinsatzfähigkeit haben die Haushalte im allgemeinen folgende Präferenzordnung bezüglich der Höhe, der Dauer und der Sicherheit der finanziellen Belastung: bei isolierter Betrachtung wird eine geringere Belastung pro Periode einer höheren vorgezogen, ebenso eine kürzere Dauer und eine höhere Sicherheit. In der Gesamtbetrachtung stehen diese Präferenzen aber miteinander im Wettbewerb. So verhalten sich z.B. die Höhe und die Dauer der Belastung umgekehrt proportional zueinander. Je geringer die Höhe der periodischen Belastung, umso länger dauert die vollständige Tilgung des Darlehens.⁹

Darüber hinaus ist die monatliche Belastbarkeit der Haushalte durch ihre Kapitaleinsatzfähigkeit begrenzt und die maximale Laufzeit durch den Planungszeitraum, d.h. die vollständige Tilgung des Darlehens. Da Wohneigentum auch als wichtiger Beitrag zur Alterssicherung angesehen wird, wird der Planungshorizont üblicherweise durch das Renteneintrittsalter begrenzt. Ziel ist das mietfreie Wohnen im Alter. Je jünger ein Investor daher ist, desto mehr Zeit bleibt ihm zur Tilgung des Darlehens.¹⁰

Da die Immobilie im Allgemeinen den größten Wert des Vermögens der Haushalte darstellt, werden sie versuchen mit dem Erwerb so wenig Risiko wie möglich einzugehen. Der Vertragsgestaltung von Hypothekendarlehen kommt hier eine besonders große Bedeutung zu. Für die Bewertung der verschiedenen Hypothekenprodukte im Sinne einer optimalen Gestal-

⁵ Dolde (1978) hat ein Modell entwickelt, das aufzeigt, wie die Gesamtkonsumpläne eines Lebenslaufes verändert werden, wenn schon in einer frühen Phase des Zyklus eine hohe Anzahlung zu leisten ist. Zur Portfoliozusammensetzung von US-amerikanischen Wohneigentümern im Lebenszyklus siehe Flavin/Yamashita (1998).

⁶ Vgl. dazu auch die Ausführungen in CGFS (2006), S. 7

⁷ Diese Tatsache hat auch Auswirkungen auf die Produktgestaltung. So ist sie beispielsweise Ausgangspunkt für Brueckner (1993) zur Klärung der Existenz variabel verzinslicher Hypothekendarlehen. (siehe auch Kap.4.2.).

⁸ Die Sicherung der Liquidität folgt natürlich erst nach dem obersten Ziel jeder Fremdfinanzierung, der Deckung des Kapitalbedarfs.

⁹ Vgl. Brueckner (1993), S.334f.

¹⁰ Vgl. Bertele (1993), S.31f.

tung kann somit grundsätzlich von einem risikoaversen Verhalten der Haushalte ausgegangen werden. Höhere Sicherheit bedeutet höhere Planbarkeit der zukünftigen Belastungen und damit bessere Möglichkeiten der Liquiditätserhaltung. Den höchsten Unsicherheitsfaktor der periodischen Belastungen stellt der Darlehenszins dar. Seine Höhe ist nicht durch den einzelnen Haushalt beeinflussbar, sondern u.a. abhängig von der Zinsentwicklung am Finanzmarkt. Grundsätzlich ist die Zinsunsicherheit umso geringer, je länger die Zinsbindungsdauer im Vergleich zur Darlehenslaufzeit ist. Nach dem Sicherheitsaspekt sind Produkte mit variablen Zinssätzen demnach als ungünstig einzustufen. Allerdings haben im Normalfall¹¹ variabel verzinsten Produkte im Vergleich zu festverzinslichen einen niedrigeren Zinssatz und werden von Haushalten bevorzugt, die keine langfristigen Zinsbindungen eingehen wollen, wie z.B. mobile Haushalte, die ihre Immobilie innerhalb kurzer Zeit weiterveräußern wollen.¹²

Ein weiterer, wesentlicher Belastungsfaktor für Darlehensnehmer durch die Zinsunsicherheit ist die Höhe des Restschulddarlehens am Ende einer Zinsfestschreibungsperiode.¹³ Im Extrembeispiel der tilgungsfreien Darlehen führen Änderungen des Zinssatzes zu höheren Belastungsänderungen als bei Annuitätendarlehen. Die Darlehensnehmer können der Zinsunsicherheit zwar mit langen Zinsfestschreibungsfristen und hohen anfänglichen Tilgungssätzen begegnen. Allerdings werden diese Maßnahmen oft durch ein mangelndes Angebot an unterschiedlichen Darlehensprodukten oder durch das Erreichen der Belastbarkeitsgrenze der Haushalte beschränkt.

4.1.2 Präferenzen der Finanzintermediäre bzw. Darlehensgeber

Die Anbieter von Hypothekendarlehen, die Finanzintermediäre, sind in erster Linie an einer Maximierung ihrer Gewinne interessiert. Wie die Haushalte möchten auch sie dieses Ziel sicher erreichen.

Aufgrund der guten Risikostruktur ist die Finanzierung von Wohneigentum daher für die meisten Kreditinstitute von großem Interesse.¹⁴ Die sorgfältige Bewertung und Prüfung der Objektwerte und deren Verwertungsmöglichkeiten tragen zur Sicherheit der Kreditentscheidung bei. Dabei achten die Institute zunächst vor allem auf Marktrisiken, Standortrisiken und objektspezifische Risiken. Sie bedenken darüber hinaus aber ebenso die gesetzlichen Regelungen der Zugriffsrechte nach Kreditausfall. Weiter ist die Bonität der Darlehensnehmer in

¹¹ Flache oder steigende Zinsstruktur am Kapitalmarkt.

¹² Siehe dazu u.a. die Ergebnisse von Edelstein/Urošević (2002), Dhillon/Shilling/Sirmans (1987), Brueckner/Follain (1988) und Phillips/VanderHoff (1992).

¹³ Angesichts der vielfältigen Determinanten der Zinsentwicklung sind Zinsprognosen in der Ökonomie äußerst schwierig zu erstellen. Die einzige Möglichkeit zur Abgrenzung der Entwicklungsmöglichkeiten bleibt die Betrachtung der Zinszyklen in der Vergangenheit (Daten über die Zentralbanken der Länder, z.B. Deutsche Bundesbank). Die Schwankungsbreite gibt Aufschluss über mögliche Niedrig- und Hochzinssraten bzw. über den langfristigen Durchschnittszinssatz.

¹⁴ Nicht zuletzt ist die Vergabe von Hypothekendarlehen unter Finanzintermediären auch deshalb so begehrt, weil dadurch Kunden langfristig an die Institute gebunden werden und die Beratungsintensität zahlreiche sogenannte cross-selling-Ansätze bietet, insbesondere für Lebens- und Sachversicherungen.

Form von vorhandenem Eigenkapital und laufendem Einkommen für die Entscheidung wichtig. Sollte trotz dieser Prüfung ein kompletter Zahlungsausfall des Darlehensnehmers erfolgen, sehen die meisten Verträge und gesetzlichen Rahmenbedingungen vor, dass das Objekt zur Deckung des verbleibenden Hypothekendarlehens vom Institut veräußert werden darf.

Die Refinanzierung der Darlehen sollte so kostengünstig und risikoarm wie möglich erfolgen. Der überwiegende Teil der Refinanzierung in Europa erfolgt allerdings immer noch über Spareinlagen. Hier liegen die Risiken für die Darlehensgeber insbesondere in der oft nicht kongruenten Refinanzierung, da langfristig vergebene Hypothekendarlehen durch kurz- bis mittelfristige Spareinlagen refinanziert werden müssen. Zur Vermeidung dieser Risiken nutzen die Finanzintermediäre die Refinanzierung über die Ausgabe gedeckter Schuldverschreibungen (Covered Bonds) oder über die Verbriefung (Securitization). Beide Formen erlauben eine langfristige, kongruente Refinanzierung der Kredite. Die Securitization bietet durch die Loslösung der Darlehensforderungen aus der Bilanz den Vorteil, dass schnellstmöglich liquide Mittel zur weiteren Darlehensvergabe zur Verfügung stehen. Sie ist somit ein ideales Instrument zur Umsatzsteigerung. Allerdings sind sie bei fehlender Standardisierung auf Grund der notwendigen Qualitäts- und Sicherheitsmaßnahmen zum Teil sehr kostspielig.

Im Gegensatz zu den Haushalten sind Finanzintermediäre grundsätzlich in der Lage, ihr Portfolio zu diversifizieren und eingegangene Risiken dadurch abzusichern. Dennoch versuchen sie schon im Vorfeld über die Vertragsgestaltung, die Risiken zu minimieren. Es kann davon ausgegangen werden, dass sie sich grundsätzlich eher risikoavers bzw. risikoneutral verhalten.

4.1.3 Zusammenfassung

Die Akteure der Hypothekenmärkte sind Nutzenmaximierer mit streng wachsenden Präferenzen. Sie ziehen mehr weniger vor. Darlehensgeber sind risikoneutral oder risikoavers, d.h. ihre Nutzenfunktion ist schwach konkav. Darlehensnehmer dagegen sind absolut risikoavers, d.h. ihre Nutzenfunktion ist streng konkav. Der Nutzen des Darlehensgebers ergibt sich aus seinem Nettogewinn, jener des Darlehensnehmers aus der Liquiditätssicherung, der Minimierung der Finanzierungskosten und damit aus dem Endvermögen, dem Wert seiner zu finanzierenden Sicherheit und dem sonstigen Konsum.¹⁵

4.2 Produktgestaltung – Finanzkontrakte und deren Risiken

Die Produkte der hier zu vergleichenden Finanzsysteme sind die Hypothekendarlehen. Es sind grundpfandrechtlich gesicherte Finanzkontrakte zur Deckung des Kapitalbedarfs der Darlehensnehmer für die Finanzierung von Wohn- oder gewerblichem Eigentum und zur Regelung des Forderungsausgleichs der Darlehensgeber. Aus objektiver Sicht würde in einem

¹⁵ Vgl. Arwan/Brueckner (1986), S. 260 f., Brueckner (1993), S.334 f., Edelstein/Urosevic (2002), S.131 f. und Smith (1987), S.111.

vollkommenen Markt bzw. Finanzsystem der ideale Vertrag alle Bedingungen und Zustände, die jemals auftreten können, vorwegnehmen und diese zusätzlich auch bewerten. Folglich gäbe es für jeden Zustand und zu jeder Zeit einen bestimmten Preis für eine Darlehensrückzahlung, für den Zinssatz der Restschuld, für die Wertanpassung des Grundpfandes oder für die Möglichkeit weiterer Investitionen durch den Darlehensnehmer. Da das Erarbeiten und Aufsetzen solcher Kontrakte auf unvollkommenen Märkten aber mit sehr hohen Kosten verbunden ist, werden sie in der Praxis nicht angeboten. Zur Vereinfachung schließen handelsübliche Verträge bestimmte Zustände aus, in dem sie z.B. Preise für eine vorzeitige Darlehensrückzahlung bei Vertragsschluss festsetzen oder sie komplett ausschließen.¹⁶ Das macht diese Verträge wiederum sehr unflexibel.¹⁷

In den meisten westlichen Ländern mit entwickelten Hypothekmärkten wird eine Vielzahl unterschiedlicher Hypothekenprodukte angeboten. Kapitel 3 liefert einen detaillierten Überblick über die Angebote in Deutschland, Spanien und dem Vereinten Königreich. Die Hauptunterschiede der Produkte liegen in den Gestaltungsfaktoren Zinssatz, Art der Tilgung, Beleihungsgrenze und eingeräumten Optionen. Die jeweils geltenden gesetzlichen Rahmenbedingungen und Beschränkungen erhöhen die Variabilität der Produkte zusätzlich um ein Vielfaches.

Typische Optionen, die in den Verträgen oder von Gesetzes wegen eingeräumt werden, sind die Option der außerordentlichen Amortisationszahlungen bis hin zur Option der vollständigen vorzeitigen Rückzahlung von Darlehen. Dabei birgt eine zu flexible Gestaltung der Tilgungszahlungen die Gefahr der negativen Amortisation und damit des Kreditausfalls der Darlehensnehmer.

Hauptaufgabe der Verträge ist es, die durch die langfristige Finanzierung entstehenden Risiken unter den beiden Vertragspartnern aufzuteilen. Zu den wesentlichen Risiken der Finanzierung gehören das Zinsänderungsrisiko, das Kreditrisiko und das Liquiditätsrisiko. Sie entstehen durch die Volatilität der Zinssätze und Inflationsraten, die Unsicherheit bezüglich der Einkommensentwicklung der Darlehensnehmer und der Hauswertentwicklung und durch die asymmetrische Informationsverteilung zwischen Darlehensnehmer und Darlehensgeber.

Mit Hilfe von vereinfachten Modellen versucht die theoretische Literatur zu klären, unter welchen Umständen bestimmte Ausstattungsmerkmale der Hypothekendarlehen sinnvoll bzw. optimal für die jeweiligen Akteure sind. Am Beispiel des Zinsänderungsrisikos gibt der

¹⁶ Hier gibt es vor allem Unterschiede der staatlichen Rechtsordnungen: Im Gegensatz zur deutschen Rechtsprechung sehen die angelsächsischen Rechtsordnungen die jederzeitige Rückzahlbarkeit eines Darlehens als Grundsatz vor. In den USA und UK werden Einschränkungen erst in den Darlehensverträgen geregelt. In Deutschland wird die langfristige Unkündbarkeit von Darlehen zum Prinzip erhoben und Ausnahmen davon erst in den Verträgen festgesetzt. Man könnte auch sagen, dass der Darlehensnehmer in den angelsächsischen Ländern eine Call-Option hält und sie mit einer vorzeitigen Rückzahlung einlöst, im deutschen Rechtssystem hält der Darlehensgeber eine Put-Option. (siehe auch Köndgen (1999), S.13 ff.).

¹⁷ Vgl. Freixas/Rochet. S.91.

folgende Abschnitt einen Einblick in diese grundlegenden Modelle zur Gestaltung optimaler Darlehensverträge.

4.2.1 Das Zinsänderungsrisiko und die Gestaltung des optimalen Hypothekendarlehens

Wie schon mehrfach angedeutet, wird die Effizienz eines Systems daran gemessen, wie gut die Präferenzen der Akteure befriedigt werden. Dafür ist es notwendig, deren Entscheidungsgrundlagen zur Wahl der verschiedenen Hypothekenprodukte zu kennen. Wie soeben festgestellt, sind die Darlehensnehmer im Allgemeinen eher risikoavers eingestellt und die Darlehensgeber eher risikoneutral bis risikoavers. Trotzdem wählen viele Darlehensnehmer variabel verzinsliche Kredite, obwohl z.B. auch festverzinsliche Kredite angeboten werden, die die Zinsänderungsrisiken auf den Darlehensgeber übertragen. Brueckner (1993), Miles (2004) und Campbell/Cocco (2003) erscheint dieses Verhalten paradox. Variabel verzinsliche Darlehensverträge führen demnach zu einer ineffizienten Risikoübernahme durch die Darlehensnehmer, d.h. sie sollten nicht existieren. Allerdings lassen die in der Praxis angebotenen festverzinslichen Annuitätendarlehen aufgrund ihrer Tilgungsstruktur keine flexiblen Amortisationszahlungen zu. So unterliegen die Darlehensnehmer aufgrund der starren Annuitäten hohen Liquiditätsbeschränkungen, die häufig den Wunsch nach aktuellem Konsum unterbinden. Der optimale Vertrag für viele Darlehensnehmer wäre demnach ein festverzinsliches Darlehen mit flexiblen Annuitäten. Ein solcher Vertrag ist allerdings in der Praxis kaum anzutreffen, da er aufgrund der unsicheren Zahlungsstruktur einem hohen Ausfallrisiko unterliegt. Das gleiche gilt für festverzinsliche Darlehen, die niedrige Anfangstilgungen mit späterem Anstieg vorsehen, sogenannte graduate payment mortgages, GPMs. So lassen Darlehensgeber ihren Kunden keine Wahl über flexible Rückzahlungsmodalitäten ihrer Hypothekendarlehen und diese wiederum können ihre Konsumwünsche nicht über ungesicherte Darlehen am freien Markt befriedigen.¹⁸

a) Die Modelle von Arwan/Brueckner (1986) und Brueckner (1993)

Brueckner (1993) sieht die Lösung des Konflikts und die Antwort auf die Frage nach der Existenzberechtigung variabel verzinslicher Hypothekendarlehen in der Wahlmöglichkeit der Zinsfunktion. Er betrachtet diese damit nicht nur unter dem Aspekt der Deckung der Refinanzierungskosten, sondern auch als Variationsmöglichkeit der durch die Darlehensgeber angebotenen Zahlungsmuster. Variabel verzinsliche Darlehen, die sich an den Refinanzierungskosten der Darlehensgeber orientieren, werden gerne von diesen angeboten, da sie die Kosten vor allem in Phasen hoher Zinsvolatilität eher decken als festverzinsliche. Für Darlehensnehmer wiederum, die bezüglich ihres aktuellen Konsums ungeduldig sind, ist es möglich, dass variabel verzinsten Verträge eher ihren Zahlungswünschen entsprechen. Dies gilt vor

¹⁸ Vgl. Brueckner (1993), S.335; Arwan/Brueckner (1986), S.259 und Miles (2005), S.88 f.

allem bei Erwartung einer steigenden Zinsstruktur. Zu Beginn des Vertrags sind die Zinsen meist wesentlich niedriger als bei festverzinslichen Verträgen. Die Verteilung des Zinsänderungsrisikos unter den beiden Parteien erfolgt damit nicht unabhängig vom Zahlungsmuster. Darlehensnehmer mit liquiditätsbeschränkten Konsummöglichkeiten sind eher dazu bereit Risiken zu übernehmen, um günstigere Zahlungskonditionen zu erhalten.¹⁹

Eine der grundlegenden theoretischen Arbeiten zur optimalen Vertragsgestaltung variabel verzinsten Hypothekarkredite, auf die auch Brueckner (1993) aufbaut, stammt von Arwan/Brueckner (1986). Sie untersuchen anhand eines von Artur Raviv (1979) aufgestellten optimalen Versicherungsmodells, die optimale Risikoaufteilung von variabel verzinsten Hypothekendarlehen.²⁰ Die Grundzüge und Ergebnisse der Arbeit werden im Folgenden kurz skizziert.

Das Modell erstreckt sich über zwei Perioden. Die beiden Akteure, Darlehensnehmer und ein Darlehensgeber, schließen zu Beginn der ersten Periode einen Darlehensvertrag miteinander ab. Der Darlehensnehmer erhält in Periode 0 ein Darlehen der Höhe L , die Rückzahlung erfolgt am Ende von Periode 1. Es wird angenommen, dass sich der Darlehensgeber über kurzfristige Spareinlagen refinanziert. Dabei ist ihm bei Vertragsschluss der zu entrichtende kurzfristige Sparzins s_0 , sein Refinanzierungszins, der ersten Periode bekannt, jener der zweiten Periode, s_1 , nicht. Im Vertrag wird eine Zinsfunktion $r(\cdot)$ festgesetzt, die den Zins der zweiten Periode in Abhängigkeit zum vorherrschenden kurzfristigen Zins s dieser Periode setzt. Weiter wird angenommen, dass der Darlehensnehmer in den beiden Perioden ein Einkommen y_0 und y_1 erzielt, das jeweils bekannt ist.

$$v[(r_0 - s_0)L] + \Omega \int_0^{\bar{s}} \Omega [r(s) - s]L f(s) ds \quad (4.1)$$

$$u(y_0 - r_0L) + \theta \int_0^{\bar{s}} \Omega [y_1 - r(s)L] f(s) ds = k \quad (4.2)$$

Gleichung (4.1) beschreibt die diskontierte erwartete Nutzenfunktion des Darlehensgebers. Die Funktion ist Ausdruck für die Einnahmen der ersten und zweiten Periode. (\bar{s} ist dabei der Maximalwert von s .) $d < 1$ ist der Diskontierungsfaktor des Darlehensgebers und $f(s)$ die Dichtefunktion von s . Arwan/Brueckner (1986) suchen den optimalen Darlehensvertrag nun, indem sie die Nutzenfunktion (4.1) maximieren unter der Nebenbedingung, dass die streng konkave Nutzenfunktion des Darlehensnehmers (eine Von Neumann-Morgenstern Funktion) (Gleichung (4.2)), einer bestimmten Konstante k entspricht. $T < 1$ ist der Diskontie-

¹⁹ Vgl. Brueckner (1993), S.336

²⁰ Arwan/Brueckner (1986) sahen, dass die Kapital- und Kreditmärkte Mitte der 80er Jahre in den USA instabiler geworden waren und damit das von den Darlehensgebern zu tragende Zinsänderungsrisiko aufgrund der damals üblichen festverzinsten Kredite stark anwuchs. Vor allem für Kreditinstitute, deren Bilanzen aufgrund unterschiedlicher Laufzeiten von Forderungen und Verbindlichkeiten unausgeglichen waren, wie z.B. bei den Savings-and-Loan-Associations, wurde die Last erheblich groß. So entstanden ARMs und andere variabel verzinsliche Kreditverträge.

rungsfaktor des Darlehensnehmers. Arwan/Brueckner (1986) stellen entsprechend der Motivation der Studie, den Darlehensgeber in den Mittelpunkt. Im Vergleich zu anderen Studien, die von einer Nutzenmaximierung des Darlehensnehmers ausgehen, mag diese Vorgehensweise ungewöhnlich erscheinen. Das Modell funktioniert aber auch, wenn der erwartete Nutzen des Darlehensnehmers als Zielfunktion maximiert wird unter der Nebenbedingung, dass die Gewinn – bzw. Nutzenfunktion des Darlehensnehmers nach unten durch Null beschränkt ist. Brueckner (1993) wählt dieses Vorgehen.²¹

Die Hamiltonsche Gleichung zu diesem Maximierungsproblem lautet²²:

$$v'[(r(s) - sL)] - \lambda u'(y - r(s)L) = 0 \quad (4.3)$$

Gleichung (4.3) zeigt, dass die optimale Zinsfunktion des Darlehens einem konstanten Verhältnis der marginalen Grenznutzen von Darlehensgeber und Darlehensnehmer entspricht, unabhängig vom realisierten Wert des Zinses s . Bei der Interpretation dieses Lösungsansatzes hilft die Ermittlung der Steigung der optimalen Zinsfunktion (Gleichung (4.4)), die man durch Differenzieren der Gleichung (4.3) nach s erhält. Sie ist zugleich einfach und intuitiv und kann als Regel zur Aufteilung von Zinsrisiken in Darlehensverträgen herangezogen werden.

$$\dot{r} = \frac{\sigma_v}{\sigma_u + \sigma_v} ; \quad (4.4)$$

$$r_{\text{bench}}(s) = r_0 + \frac{s\sigma_v}{(\sigma_u + \sigma_v)} \quad (4.5)$$

mit $\sigma_\delta \equiv -v''/v'$ und $\sigma_\delta \equiv -u''/u'$ als Maß der absoluten Risikoaversion für Darlehensgeber bzw. Darlehensnehmer.²³

Sind beide Parteien risikoavers, ist die Steigung der optimalen Darlehensfunktion positiv und liegt zwischen 0 und 1. Damit führt eine 1%-ige Veränderung der Refinanzierungskosten zu weniger als einem Prozent Veränderung des Darlehenszinses r . Das Verhältnis der Risikoaversionsmaße bestimmt die Verteilung des Zinsrisikos (siehe Abbildung 4.2-1):

- Ist der Darlehensnehmer lokal risikoaverser als der Darlehensgeber, trägt der Darlehensnehmer optimalerweise weniger Risiko als der Darlehensgeber. Die Steigung der Zinsfunktion sollte demnach $\dot{r} < 1/2$ sein und vice versa.
- Ist der Darlehensgeber risikoneutral, $\sigma_\delta = 0$, sollte der Darlehensnehmer kein Risiko übernehmen, $\dot{r} = 0$. Ist dagegen der Darlehensnehmer risikoneutral, sollte er das gesamte Zinsrisiko übernehmen. ($\dot{r} = 1$, wenn $\sigma_u = 0$.)
- Sind beide Parteien absolut risikoavers, ist die Steigung der Zinsfunktion über s konstant, d.h. sie beschreibt eine Gerade.

²¹ Siehe Brueckner (1993), S. 336.

²² Die Lösung dieses Optimierungsproblems ist zunächst nicht so einfach. Es ist eigentlich ein Kontrollproblem, das hier heuristisch mit Hilfe eines Lagrange-Ansatzes gelöst wird.

²³ Vgl. auch Benchmark-Modell von Edelstein/Urošević (2003), S.131.

Ein Darlehensvertrag mit festem Zinssatz hat demnach die Steigung $\dot{r} = 0$. Der Darlehensnehmer übernimmt kein Zinsänderungsrisiko. Dies bezahlt er im Normalfall mit einem höheren Darlehenszins.²⁴ In Verträgen mit variablen Zinssätzen übernimmt der Darlehensnehmer Zinsänderungsrisiken und erhält dafür einen niedrigeren Darlehenszins. Abbildung 4.2-1 zeigt eine oft vorzufindende Form eines Darlehensvertrags mit variablem Zins, der einem Referenzindex folgt und durch Ober- und Untergrenzen, den Caps, begrenzt wird. Innerhalb dieser bei Vertragsschluss festgelegten Grenzen wird der Darlehenszins einem kurzfristigen Referenzzins angepasst. Eine vorher festgelegte Gewinnmarge des Darlehensgebers bestimmt den Abstand zum Referenzzins in jedem Anpassungszeitpunkt. Die Steigung innerhalb der Grenzen ist $\dot{r} = 1$ und impliziert, dass das Zinsänderungsrisiko in diesem Bereich vom Darlehensnehmer übernommen wird. Kommt allerdings ein Cap zur Wirkung, ist $\dot{r} = 0$ und das Risiko geht auf den Darlehensgeber über. Die schematische Zeichnung verdeutlicht, dass Darlehensverträge mit referenziertem Zins eine Annäherung an den optimalen Darlehensvertrag wie er in Gleichung (4.4) gefordert wird, sind. Wenn auch eine äußerst grobe.

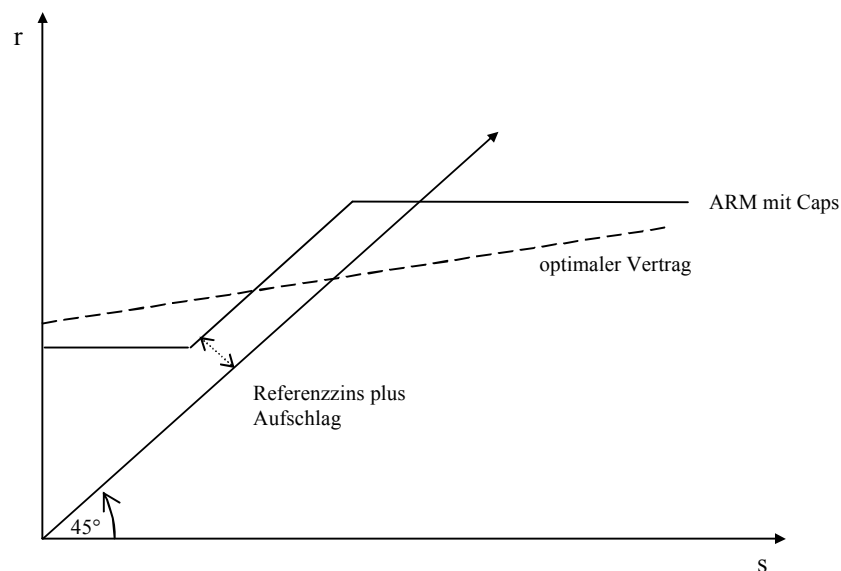


Abbildung 4.2-1: Die Zinsfunktion eines variablen, referenzierten Darlehensvertrags mit Ober- und Untergrenzen und die eines optimalen Vertrags.²⁵

Durch Erweiterungen des Modells versuchen Arwan/Brueckner (1986) die Charakteristika eines optimalen, variabel verzinslichen Vertrages weiter einzugrenzen. Die Berücksichtigung einer beschränkten Kapitaleistungsfähigkeit des Darlehensnehmers $y - r(s)L \geq 0$ liefert die Begründung für die Existenz variabler Verträge mit oberen Caps und für deren Effizienz. Die Begrenzung liegt bei y/L . Eine Erklärung für einen unteren Cap, einen Floor, in einem optimalen Vertrag finden sie aber nicht. Weitere Veränderungen des Modells führen einerseits dazu, dass die Darlehensgeber ihre Darlehensvolumina frei wählen dürfen und andererseits zu

²⁴ Dabei wird von einer steigenden oder flachen Zinsstrukturkurve ausgegangen.

²⁵ Quelle: Arwan/Brueckner (1986), S. 261.

der Annahme, dass das zukünftige Einkommen der Darlehensnehmer unsicher ist. Die Ergebnisse dieser Veränderungen sind intuitiv. Das Darlehensvolumen ändert sich entsprechend der Risikoaversion der Darlehensgeber. Ist sie erhöht, wird der Darlehensgeber sein Darlehensvolumen vermindern bzw. die Zinsanpassung enger an seinen Refinanzierungszins binden. Entsprechend kommen auch Deshmukh/Greenbaum/Kanatas (1983) zu dem Ergebnis, dass Darlehensgeber, die gezwungen sind, ihr Refinanzierungsrisiko zu senken, die Kreditstandards verschärfen und die Darlehensvergabe verringern.²⁶ Des Weiteren wird ein Darlehensnehmer, dessen Einkommen y positiv mit den Refinanzierungskosten des Darlehensgebers s korreliert, mehr Zinsänderungsrisiko übernehmen, als ein Darlehensnehmer, dessen Einkommen unabhängig von den Refinanzierungskosten ist und vice versa.

Wie schon erwähnt, baut Brueckner (1993) seine Studie auf dem Modell von Arwan/Brueckner (1986) auf und vertieft sie. Er konzentriert sich dabei auf die Suche nach der optimalen Funktion für Hypothekendarlehen aus Sicht des Darlehensnehmers und wählt entsprechend als Zielfunktion die Maximierung der Gleichung (4.2) unter der Nebenbedingung, dass der Darlehensgeber risikoneutral ist und im Optimum keinen Gewinn erhält, d.h. Gleichung (4.1) wird gleich Null gesetzt. (siehe Gleichung (4.6)) Von der Darlehensmenge L wird abstrahiert.

$$u(y_0 - Q_0) + \theta \int_0^{\bar{s}} (y - r(s_1)) f(s_1) ds_1 \quad (4.2)$$

$$(i_0 - s_0) + \int_0^{\bar{s}} (r(s_1) - Q_1) f(s_1) ds_1 = 0 \quad (4.6)$$

Weiter wird angenommen, dass der Diskontierungsfaktor des Darlehensnehmers kleiner als der Diskontierungsfaktor des Darlehensgebers ist, $\theta \leq \delta$. Damit wird angedeutet, dass die Bewertung des zukünftigen Konsums des Darlehensnehmers gering ist im Vergleich zu jener des Darlehensgebers. Die Darlehensrate der ersten Periode ist festgesetzt und wird mit i_0 bezeichnet. Die der zweiten Periode ist wie bei Arwan/Brueckner (1986) abhängig von den Refinanzierungskosten des Darlehensgebers, $i_1 = r(s_1)$.

$$\theta u'(y - i_1) = \lambda \delta \quad (4.7)$$

$$u'(y - i_0) = \lambda \delta \quad (4.8)$$

mit $i_1 = r(s_1)$ als konstante Funktion von s_1 .

Gleichung (4.7) und (4.8) sind die sich ergebenden ersten Ableitungen der heuristischen Lagrangefunktion für die Wahl von i_0 und i_1 . Da $\theta \leq \delta$ und $u'' < 0$, folgt dass $i_0 \leq i_1$ ist. Eine optimale Lösung ist demnach das graduate payment mortgage (GPM) mit einem geringeren Anfangszins und einem höheren Folgezins. Ohne weitere Einschränkungen können solche Produkte wie oben schon angedeutet, aber leicht zu negativen Amortisationszahlungen führen

²⁶ Vgl. Deshmukh, Greenbaum, Kanatas (1983), S.141 ff.

und bergen damit ein hohes Ausfallrisiko. Daher schränkt Brueckner (1993) im nächsten Schritt die Lösungsmöglichkeiten ein und findet so, eine Erklärung für das Angebot referenzierter Hypothekendarlehen. Die Beschränkung besteht darin, dass die Darlehensfunktion jetzt in beiden Perioden ihre Gültigkeit haben muss, d.h. $i_0 = r(s_0)$ und gleichzeitig $i_1 = r(s_1)$. Da der Darlehenszins der ersten Periode nun auch an den Refinanzierungszins der ersten Periode gekoppelt ist, ist das Problem der negativen Amortisation behoben. Um die Bedingung zu erfüllen, können z.B. ARMs bzw. referenzierte Hypothekendarlehen angeboten werden, die in jeder Periode den gleichen Aufschlag zum jeweiligen Refinanzierungszins haben. Brueckner (1993) sucht nun im weiteren Verlauf der Studie die entsprechende, optimale Darlehensfunktion, die diese Bedingungen erfüllt. Seine Analyse und die Beobachtungen aus der Praxis führen ihn zur Aufstellung der folgenden linearen Darlehensfunktion:²⁷

$$r(s) = \alpha + \beta s \quad (4.9)$$

$r(s)$ ist die Darlehensfunktion mit s als Refinanzierungskosten. α ist der Aufschlag und β die Steigung der Funktion, d.h. jener Parameter, der die Auswirkung einer Veränderung der Refinanzierungskosten auf die Darlehenszinsen bestimmt. FRM und ARM sind nur zwei von vielen Möglichkeiten. Ist $\theta = 1$, dann ist $i_0 = i_1 = i^*$. Die Darlehensfunktion ist konstant. Damit ist $\beta = 0$. Bei einem ARM ohne Caps ist $\beta = 1$. Falls die Darlehensfunktion völlig uneingeschränkt wäre, wäre $r(s) = i_1$ mit einem „Loch“ bei $r(s_0) = i_0$ (Abbildung 4.2-2). Ist $\theta < 1$, ist die optimale Funktion ansteigend, die Zahlung bei s_0 sollten aber kleiner als i^* sein (FRM). Dann aber ist die Zahlung in $t=0$ unprofitabel. In der Folgeperiode sollte sie entsprechend höher als beim FRM sein, um den Break-Even zu treffen. Die Differenz zwischen der Darlehensfunktion und der i^* -Linie muss positiv sein, wenn sie mit der Dichtefunktion von s_1 gewogen wird. Ist der Darlehensnehmer ungeduldig und der Refinanzierungszins ansteigend mit der Zeit, ist die optimale Funktion r ansteigend über die Refinanzierungskosten. Der Darlehensnehmer ist dem Zinsänderungsrisiko ausgesetzt, wird aber durch das gewünschte Zahlungsmuster entschädigt.

²⁷ Vgl. Brueckner (1993), S.336ff.

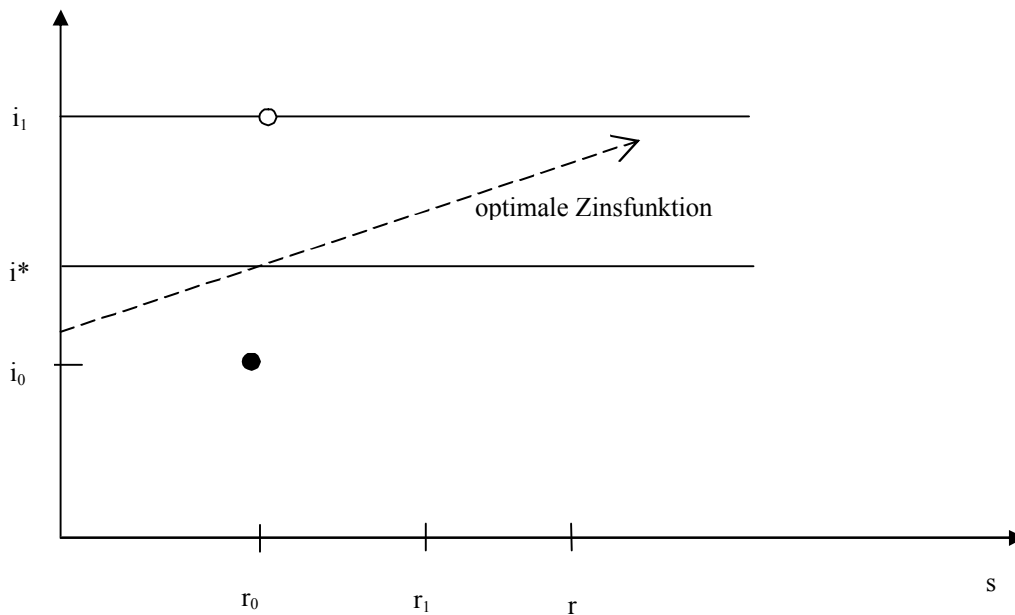


Abbildung 4.2-2: Die Steigung einer optimalen, kontinuierlichen Zinsfunktion für $\theta < \cdot$.

Insgesamt kommt Brueckner (1993) zu dem Schluss, dass der Darlehensnehmer²⁸

- Ω eher zu festverzinslichen Darlehen greift, je höher die Zinsvolatilität ist.
- Ω eher zu festverzinslichen Darlehen greift, je risikoaverser er ist.
- Ω eher zu festverzinslichen Darlehen greift, je flacher die Zinsstruktur ist.
- Ω eher zu variabel verzinslichen Darlehen greift, je ungeduldiger er ist.

b) Die Modelle von Baesel/Biger (1980), Smith (1987) und Dokko/Edelstein (1991)

Auch Baesel/Biger (1980) haben in ihrem einperiodigen Modell zur Risikoverteilung bei festverzinslichen und variabel verzinslichen Hypothekendarlehen das Endvermögen des Darlehensnehmers als die zu maximierende Zielfunktion gewählt. Sie gehen davon aus, dass die Wahl der Darlehensnehmer zum einen von der Höhe der Zinsdifferenz zwischen den Produkten abhängt und zum anderen von der Kovarianz jener Variablen, die das Endvermögen und damit dessen Risiko bestimmen. In ihrem Modell sind diese das Einkommen des Darlehensnehmers und die Inflationsrate.²⁹ Statman (1982) erweitert das Modell, indem er neben den schon dargestellten Größen auch den Wert des Hauses zum Endvermögen zählt. Nach wie vor bleibt die Betrachtung aber einperiodig.³⁰ Smith (1987) erweitert das Modell, indem er die indexgebundenen Hypotheken durch variabel verzinsten ersetzt. Wie in den anderen Modellen

²⁸ Vgl. Brueckner (1993), S.342

²⁹ Vgl. Baesel/Biger (1980), S.457f.

³⁰ Vgl. Statman (1982), S.451f.

sind auch in diesen Modellen die Vorzeichen der Kovarianzen zwischen den Variablen für die Wahl der Produkte entscheidend. Hier setzen sich die Variablen aus den realen Größen des Zinssatzes, des Hauspreises und des Einkommens zusammen. Insgesamt erhalten die drei Studien aber keine diskreten Lösungen, sondern geben eher Tendenzen an und lassen einen Produktmix zu. Die Studie von Smith (1987) verfolgt diesen Weg weiter und analysiert die extremen Mischungen in der Produktgestaltung zwischen festverzinslichen und indexgebundenen Hypothekendarlehen. Die Determinanten des Referenzzinses sind dabei der reale Zinssatz und das allgemeine Preisniveau. Falls es eine positive (negative) Korrelation zwischen den Preisdeterminanten der indexgebundenen Hypothekenzinsen und den Komponenten des Vermögens geben sollte, so wird durch die Wahl eines indexgebundenen Hypothekendarlehens die Portfoliovarianz reduziert (erhöht). Smith (1987) verdeutlicht mit seinem Modell anschaulich, dass die Vorzeichen der Kovarianzen unter den Schlüsselvariablen entscheidend für den Einfluss der Hypothekenwahl auf das Endvermögen des Darlehensnehmers sind. Damit sind für die Wahl zwischen festverzinslichen und indexgebundenen Hypothekendarlehen das Einkommen, der Wert der Immobilie, die Inflation, der Grad der Risikoaversion und die Preisdifferenz zwischen den alternativen Darlehenszinsen von Bedeutung. Folglich wird ein indexgebundenes Hypothekendarlehen eher gewählt, wenn es eine große, positive Zinsdifferenz zum festverzinslichen Darlehen gibt, das Einkommen und der Immobilienwert positiv mit der Inflation und den Realzinsen korrelieren und der Darlehensnehmer einen geringen Grad an Risikoaversion aufweist und vice versa.³¹

Auch Dokko/Edelstein (1991) kommen in ihrer Analyse über das Zinsrisiko und die optimale Vertragsgestaltung zwischen risikoneutralem Darlehensgeber und risikoaversen Darlehensnehmer zu dem Schluss, dass eine vollständige Absicherung gegen das Zinsänderungsrisiko für die Darlehensnehmer nicht immer optimal ist.³² Dabei untersuchen sie auch das Verhältnis zwischen Einkommen und Darlehenshöhe und stellen wie erwartet fest, dass, für Haushalte, die im Vergleich zu ihrem Einkommen ein relativ hohes Darlehen halten, der Drang zur Absicherung gegen Zinsänderungsrisiken höher ist. Darüber hinaus stellen sie aber auch fest, dass für einen typischen Haushalt, eine Mischung beider Produktarten optimal ist und dass die optimale Gestaltung variabel verzinsten, indexgebundener Darlehen CAPs vorsehen.³³

c) Das Modell von Edelstein/Urosevic (2003)

Edelstein/Urosevic (2003) bringen schließlich neben der Volatilität der Zinsen und der Kovarianz zwischen Marktzins, Wert der zugrundeliegenden Sicherheit, Einkommen des Darlehensnehmers und Risikoneigung der Beteiligten auch die Laufzeit der Verträge ins Spiel. Sie erweitern das Modell von Arwan/Brueckner (1986) um zwei Dimensionen: zum einen

³¹ Vgl. Smith (1987), S.115

³² Vgl. Dokko/Edelstein (1991), S.62

³³ Vgl. Dokko/Edelstein (1991), S.66

korrelieren im Grundmodell Hauspreis und Einkommen mit den Kapitalmarktzinsen, und zum anderen erweitern sie das statisch angelegte Grundmodell um eine dynamische, multiperiodisch angelegte Analyse und berücksichtigen die Optionen der vorzeitigen Rückzahlung (prepayment) und des Ausfalls (default). Im Basismodell erhalten sie zunächst die gleichen Ergebnisse wie schon Arwan/Brueckner (1986): Ist das Einkommen des Darlehensnehmers beiden bekannt, ist der optimale Vertrag positiv korreliert mit den Marktzinsen und proportional zum Verhältnis der Risikoaversionskoeffizienten. Zusätzlich finden sie in ihrem Modell aber auch die Abhängigkeit des optimalen Vertrags vom Verhältnis zwischen Hauswertänderung und Darlehenshöhe, $(V(s) - V_0)/L$, (Gleichung (4.10)).

In Erweiterung zu Gleichung (4.4) erfüllt der optimale Vertrag $r(s)$ im Grundmodell folgende Gleichung:

$$\frac{dr}{ds} = \frac{\Omega(1/L_0)(dV/ds)\sigma_u + \sigma_v}{\sigma_u + \sigma_v}, \quad (4.10)$$

Für einen risikoneutralen Darlehensgeber reduziert sich die Gleichung auf:

$$\frac{dr}{ds} = \frac{\Omega}{L_0} \frac{dV}{ds}$$

$$r(s) = (V(s) - V_0)/L_0 + r_0 \quad (4.11)$$

mit $r(s_0) = r(0) = r_0$

und $V_0 :=$ Anfangswert der als Sicherheit dienenden Immobilie.

Im Gegensatz zum Modell von Arwan/Brueckner (1986), in dem für den Fall eines risikoneutralen Darlehensgebers der festverzinsliche Vertrag immer optimal ist (siehe Gleichung (4.4)), erhalten Edelstein/Urošević (2003) hier ein anderes Ergebnis. Die Steigung des optimalen Vertrags ist nicht mehr 0, sondern entspricht dem Verhältnis zwischen Hauswertänderung und Darlehenshöhe, (siehe Gleichung (4.10)). Erhöht sich also der Wert des Hauses mit steigenden Zinsen, sollte der optimale Vertrag „ansteigend sein“, d.h. dass die Darlehenszinsen mit den Kapitalmarktzinsen ansteigen und fallen sollten. Die Interpretation ist intuitiv: Es fällt dem Darlehensnehmer leichter, die steigenden Darlehenszinsen zu bezahlen, wenn ein Anstieg des Zinsniveaus mit einem Anstieg des Hauswertes verbunden ist und umgekehrt. Im Extremfall ist für $V(s) = V_0(1 + sL_0/V_0)$, $r(s) = r_0 + s$. Die als Sicherheit dienende Immobilie wäre ein perfektes Instrument zur Absicherung gegen Zinsänderungsrisiken, so dass der Darlehensnehmer dieses komplett übernehmen könnte.³⁴

Im Fall eines risikoaversen Darlehensgebers, Gleichung (4.10), ist die optimale Darlehensfunktion ansteigend, falls der Wert der Immobilie nicht zu stark dem Verlauf des Marktzins folgt, d.h. wenn $(1/L_0)(dV/ds) < -(\sigma_v/\sigma_\delta)$. Ist $(1/L_0)(dV/ds) = -(\sigma_v/\sigma_\delta)$, ist die Steigung gleich Null und der optimale Vertrag damit ein festverzinsliches Hypothekendarlehen. Ist

³⁴ Vgl. Edelstein/Urošević (2003), S.131 f. und S.154

$(1/L_0)(dV/ds) < -(v/\sigma_\delta)$, ist der optimale Darlehensvertrag eine abnehmende Funktion des Kapitalmarktzinses.³⁵

Als nächstes erweitern Edelstein/Urosevic (2003) ihr Basismodell, indem sie die Veränderungen der Variablen Hauswert, Einkommen und Marktzins nun nicht mehr als bekannt voraussetzen bzw. deren Korrelation als zwangsläufig, sondern zufällig. Es wird angenommen, dass die stochastischen Variablen eine gemeinsame Dichtefunktion $k(V, y, s) \equiv c(V, y | s)f(s)$ haben. Die Steigung der optimalen Darlehensfunktion hängt jetzt vom Verhältnis der Wertänderungen des Hauswertes und des Einkommens zur Darlehenshöhe ab. Ist³⁶

$\frac{1}{L_0} > -\frac{\sigma_v}{\sigma_u}$, dann ist die optimale Darlehensfunktion ansteigend.

$\frac{1}{L_0} = -\frac{\sigma_v}{\sigma_u}$, dann ist die optimale Darlehensfunktion flach. (festverzinslicher Darlehensvertrag).

$\frac{1}{L_0} < -\frac{\sigma_v}{\sigma_u}$, dann ist die optimale Darlehensfunktion fallend.

$\frac{1}{L_0}$ ist ein Maß für die marginale Wertänderung des Hauspreises und des Einkommens im Verhältnis zur Änderung des Marktzinsniveaus.

Es gilt, dass $\frac{dc(V, y | s)}{ds} = \Omega_1^v \frac{dl(V | y, s)}{ds} g(y | s) + \Omega_1^y \frac{dg(y | s)}{ds}$. Somit kann die marginale Wertänderung in zwei Komponenten aufgeteilt werden: $\frac{1}{L_0} = \Omega_1^v + \Omega_1^y$.

Ist ein Darlehensgeber risikoneutral und ist $\frac{1}{L_0} = dV/ds + dy/ds > 0$. Dann wächst das Gesamtvermögen des Darlehensnehmers mit einer Steigerung des Marktzinsniveaus und verbessert damit die Rückzahlungsmöglichkeiten seines Darlehens. Daher ist es für den Darlehensgeber besser, mit steigendem Marktzins seinen Darlehenszins auch zu erhöhen. In diesem Fall sollte die Steigung der optimalen Darlehensfunktion wachsend sein (siehe Gleichung (4.12)). Das Gegenteil gilt für $\frac{1}{L_0} = dV/ds + dy/ds < 0$. Ist $\frac{1}{L_0} = dV/ds + dy/ds = 0$, so ist die Funktion flach, die Wertänderungen des Einkommens und des Hauspreises gleichen sich aus.

Während sich diese Ergebnisse teilweise auch im dynamischen, mehrperiodischen Modell wiederfinden, stellen Edelstein/Urosevic (2003) aber auch fest, dass es im dynamischen Modell öfters zu gegenteiligen Ergebnissen kommt. So nähern sich festverzinsliche Verträge hier oft eher der optimalen Darlehensfunktion. Die Dynamisierung liefert so eine Erklärung dafür, dass mobilere oder „kurzweiligere“ Darlehensnehmer eher indexgebundene, variabel verzinsliche Darlehen aufnehmen, während weniger mobile, „langfristigere“ Darlehensnehmer festverzinsliche Darlehen eingehen. Die Optionen der vorzeitigen Rückzahlung und des

³⁵ Vgl. Edelstein/Urosevic (2003), S.132

³⁶ Vgl. Edelstein/Urosevic (2003), S.134 f.

Ausfalls verstärken diesen Effekt.³⁷ Auch andere Studien kommen oft zu dem Ergebnis, dass Darlehensnehmer, die nicht lange im Eigentum bleiben wollen, eher variabel verzinsten, indexgebundene Hypothekendarlehen aufnehmen sollten. Damit erhoffen sie günstigere Zinsen zu erhalten. Darüber hinaus werden diese Darlehen auch jenen empfohlen, die zunächst kein hohes Einkommen und Vermögen haben und daher nur beschränkt Darlehen aufnehmen können, deren Einkommensperspektive aber positiv ist, d.h. deren Einkommen künftig schnell steigen wird.³⁸

4.2.2 Weitere Risiken und Vertragsvarianten

Vor allem für die Darlehensgeber ist mit dem Risiko der Zinsänderung vor allem bei festverzinsten oder zumindest abschnittsweise festverzinsten Hypothekendarlehen je nach Vertragsgestaltung das Risiko der kompletten oder teilweisen vorzeitigen Rückzahlung durch den Darlehensnehmer verbunden. Dieses in vielen Ländern eingeräumte Recht der Darlehensnehmer stellt eine amerikanische Call-Option dar. Der Schuldner darf damit zu jedem Zeitpunkt, gegen Zahlung der noch ausstehenden Kreditsumme und Zinsen das Darlehen zurückkaufen. Im Anschluss erlischt das ausstehende Darlehen. Ausüben wird ein Darlehensnehmer diese Option genau dann, wenn er ein vergleichbares Darlehen günstiger aufnehmen kann, d.h. die aktuellen Marktzinsen im Vergleich zum alten Darlehenszins gefallen sind. In Deutschland wird diese Option vom Gesetzgeber generell innerhalb der ersten zehn Jahre ausgeschlossen (§489 BGB). Darlehensgeber müssen allerdings Härtefälle wie den unbelasteten Verkauf der Immobilie oder eine nicht von ihnen übernommene Darlehenserweiterung zur vorzeitigen Rückzahlung zulassen. In diesen Fällen ist allerdings vorgesehen, dass der Darlehensgeber für den Verlust vollständig entschädigt wird. Der Darlehensnehmer muss daher einen Zinsmargenschaden sowie eventuell anfallende Verwaltungskosten bezahlen. Trotzdem lassen sich auch in Deutschland finanzielle Motive für eine vorzeitige Rückzahlung finden. In einer Studie von über 33 Banken mit einem Marktanteil an Wohnungsbaudarlehen von 57 Mrd. DM wurden Dübel/Lea (1997) folgende Motive für ein Prepayment genannt: Zinsrückgang bzw. interne Refinanzierung, fremde Refinanzierung, Auszahlung eines Bausparvertrags bzw. einer Lebensversicherung, Scheidung, Tod des Ehepartners, Erbe und Verkauf.³⁹

Grundsätzlich lassen sich für festverzinsliche Hypothekendarlehen vier Vertragsvarianten bei der Behandlung von Prepayment Optionen unterscheiden:⁴⁰

1. Verträge mit genereller Prepayment Option, aber voller Vorfälligkeitsentschädigung. Die Vorfälligkeitsentschädigung wird hier zum Zeitpunkt der Rückzahlung, d.h. ex post, berechnet. (Bsp.: Deutschland in den genannten Härtefällen)

³⁷ Vgl. Edelstein/Urosevic (2003), S. 146 ff.

³⁸ Vgl. Shilling, Dillon und Sirmans (1987) und Alm/Follain (1987), S.4

³⁹ Vgl. Dübel/Lea (1997), S.203

⁴⁰ Vgl. Dübel/Lea (1997), S.260

2. Verträge mit genereller Prepayment Option, aber vertraglich festgesetzter Vorfälligkeitsentschädigung. Die Vorfälligkeitsentschädigung wird dabei schon bei Vertragsvereinbarung zwischen Darlehensgeber und Darlehensnehmer, d.h. ex ante, ausgehandelt. (Bsp.: Großbritannien, Spanien, Frankreich)
3. Verträge mit genereller Prepayment Option, aber ohne explizite Vorfälligkeitsentschädigung. Hier werden die Kosten der Option vom Darlehensgeber im erhobenen Darlehenszins verrechnet. (Bsp.: Dänemark, USA)
4. Vertraglicher Ausschluss der Prepayment Option für eine bestimmte Zeit. (Bsp.: Deutschland)

Variabel verzinsliche Verträge beinhalten in der Regel eine generelle Prepayment Option, da sie jederzeit kündbar sind. Allerdings müssen auch hier unterschiedliche Vertragsgestaltungen berücksichtigt werden. Daher sei insbesondere auf folgende zwei Fälle hingewiesen. Werden die Zinsen der Hypothekendarlehen nicht kontinuierlich, sondern in einem bestimmten, vorher festgesetzten Abstand angepasst, so lassen sich auch hier die oben genannten Vertragsvarianten anwenden. Einen weiteren Sonderfall stellen die Discounted Variable Rate Mortgages (DVR) aus Großbritannien. Hier sind Vorfälligkeitsentschädigungen während der Laufzeit der DVRs üblich, da explizit vertraglich festgelegt ist, dass die Verträge nach Ablauf von zwei Jahren in SVRs (Standard Variable Rate Mortgages) übergehen. Diese haben üblicherweise einen höheren Darlehenszins. Die SVR-Darlehensnehmer subventionieren somit die DVR-Neukunden.

Je nach Refinanzierungsart gehen Finanzintermediäre durch die Vergabe hoher Hypothekendarlehen ein hohes Liquiditätsrisiko ein. In den drei hier betrachteten Ländern erfolgt nach wie vor ein wesentlicher Teil der Refinanzierung dieser langfristig ausgegebenen Darlehen über kurz- und mittelfristige Spareinlagen. Strukturierte Refinanzierungsprodukte, die über eine spezielle Gesetzgebung als risikoreduzierte Instrumente eingestuft werden, wie die Pfandbriefe in Deutschland oder die Cédulas Hipotecarias in Spanien, haben sowohl für die Finanzinstitute als für die Darlehensnehmer enorme Vorteile. Die einen erhalten durch günstige, bilanztechnische Bewertungen Liquiditätsvorteile, die sie den anderen, den Darlehensnehmern, über niedrigere Zinsen weitergeben können. Ähnlich ist es auch bei der Verbriefung von Hypothekendarlehen, wobei hier die Forderungen komplett aus der Bilanz gelöst werden, was neben neuen Liquiditätsreserven auch neue Probleme mit sich bringen kann. So birgt ein solches Verfahren u.a. auch die Gefahr, gute Bilanzpositionen zu verkaufen und schlechte behalten zu müssen, was für die Bewertung der jeweiligen Institute negativ ausfallen könnte. Andererseits führt die Möglichkeit der Verbriefung von Hypothekenforderungen dazu, dass die Darlehensgeber, Gläubigerrisiken nicht selbst tragen müssen.⁴¹

⁴¹ Vgl. Duca/Rosenthal (1994), S.110

Allerdings muss auch hier im Sinne eines geeigneten Risikomanagements auf die Vertragsgestaltung geachtet werden. So gibt es beispielsweise im Fall der vorzeitigen Rückzahlung zwei grundsätzliche Refinanzierungsvarianten der Verbriefungen:⁴²

1. Der Darlehensgeber verkauft das Prepayment Risiko ganz oder teilweise an die Investoren in Form von Callable Bonds, wie z.B. bei pass-through MBS oder CMOs (Collateral Mortgage Obligations). Das bedeutet, dass ein Prepayment des Darlehensnehmers gleichzeitig auch die Rückzahlung des ausgegebenen Wertpapiers bedeutet. Im Fall von CMOs hält der Darlehensgeber durch eine nicht exakt abgestimmte Refinanzierungsstrategie ein Teil des Prepaymentsrisikos.
2. Die Darlehensgeber refinanzieren die Darlehen mit Non-Callable Bonds, d.h. die Prepayment Option wird nicht an die Investoren weitergeleitet, sondern vom Darlehensgeber selbst verarbeitet. Dies kann wie oben schon angedeutet in Form von vertraglichen Ausschlüssen der Prepayment Option an die Darlehensnehmer geschehen oder aber durch Überdeckungsstrategien und Interbank-Schulden. Weitere Sicherungsinstrumente sind u.a. Forward-Verträge, Swaps oder Futures.

Auch Informationsasymmetrien zwischen Darlehensnehmer und –geber spielen für die Produktgestaltung eine entscheidende Rolle. Ausfallrisiken und das Risiko einer vorzeitigen Rückzahlung des Darlehens sind für Darlehensgeber oft nicht vorhersehbar. Dies kann zu adverser Selektion führen. Studien wie die von Chiang et al. (2002), Dunn/Spatt (1988), Brueckner (1992), Brueckner (1994b, c, 2000), LeRoy (196), Stanton/Wallace (1998), Posey/Yavas (2001) und Harrison et al. (2004) untersuchen, in wiefern geeignete Darlehensverträge dieses Moral Hazard Problem eindämmen können. So sagen Posey/Yavas (2001) beispielsweise voraus, dass Darlehensnehmer mit einer niedrigen Wahrscheinlichkeit eines Darlehensausfalls eher festverzinsliche Verträge wählen, während jene mit einer hohen Wahrscheinlichkeit variabel verzinsten bevorzugen. Das Risiko des Darlehensausfalls wird dabei mit der Wahrscheinlichkeit eines Einkommensrückgangs verbunden. Im Falle eines variabel verzinsten Vertrages besteht für den Darlehensnehmer die Möglichkeit, dass auch das Niveau der Darlehenszinsen mit dem Einkommen sinkt, so dass es ihm eher möglich ist, die Darlehensraten aufzubringen als mit einem festverzinsten Darlehen.⁴³

Wichtig für Darlehensgeber sind bei der Vergabe von Hypothekendarlehen vor allem die rechtlichen Rahmenbedingungen. In Kapitel 3.3 wurde für die einzelnen, hier untersuchten Länder schon ein Überblick über die Einbettung des Hypothekenmarktes und seiner Produkte in die einzelnen Rechtssysteme gegeben. Wie schon mehrfach erwähnt, ist der größte Vorteil der Hypothekendarlehen für Finanzinstitute, dass sie mit einem Grundpfand verbunden sind. Dadurch ist die Finanzierung gesichert, da im Falle eines Kreditausfalls die Immobili-

⁴² Vgl. Dübel/Lea (1997), S.240 f.

⁴³ Posey/Yavas (2001) warnen davor, dass es hier zu einem separierenden Gleichgewicht auf dem Hypothekenmarkt kommen könnte.

lie an die Finanzinstitute zur Verwertung übergeht. Allerdings verlaufen solche Verwertungsmaßnahmen oft weder für den Darlehensnehmer noch für den Darlehensgeber reibungslos und können sehr kostspielig werden.

Darüber hinaus gilt es z.B. beim Darlehensausfall grundsätzlich zwei Vertragsvarianten zu unterscheiden. Zum einen gibt es Verträge bzw. rechtliche Rahmenbedingungen, die mit dem Darlehensausfall und dem damit verbundenen Übergang der als Sicherheit dienenden Immobilie an das finanzierende Kreditinstitut alle weiteren, möglichen Forderungen aus dem Darlehensgeschäft als aufgehoben betrachten. Zum anderen gibt es Verträge oder rechtliche Rahmenbedingungen, die den Darlehensnehmer solange in der Schuld sehen, bis alle ausstehenden Darlehensbeträge erstattet sind.

4.3 Schlussfolgerung

Seit der Liberalisierung der Finanzmärkte in den 80er Jahren ist das Angebot an unterschiedlichen Hypothekendarlehen in ganz Europa gestiegen. Umso wichtiger ist es für die Darlehensnehmer sich ausreichend Kenntnis über den Markt zu verschaffen. Gerade bei den heute üblichen hohen Verschuldungsraten und der Komplexität der Risiken, dies gilt insbesondere für Darlehensprodukte der neuesten Generation, ist es wichtig, dass die Darlehensnehmer durch die Darlehensgeber ausreichend über die einzugehenden Risiken informiert werden. Die Trennung zwischen festverzinslichen und variabel verzinslichen Produkten ist nicht mehr so einfach zu treffen. Durch vielfältige Gestaltungsmöglichkeiten verwischen die Grenzen, müssen die persönlichen Präferenzen jedes Mal neu bewertet werden. Selbst in den aufgeführten vereinfachenden Modellen ist der optimale Vertrag meist eine Mischung aus variabel verzinslichen Darlehen mit festverzinslichen Elementen, wie die Indexierung oder das Begrenzen durch Caps. Bei der Wahl eines Produktes sollte die oberste Priorität für den Darlehensnehmer immer die Erhaltung seiner Liquidität sein.

Im Hinblick auf das Erarbeiten von Kriterien zur Bewertung der Effizienz der Aufgabenerfüllung der Hypothekendärlehenmärkte in Kapitel 5 zeigen die Ergebnisse der vorgestellten Modelle, dass v.a. die Risikoneigung der Vertragspartner und die Volatilität der beeinflussenden Variablen wie Einkommenshöhen, Immobilienwert, Inflation und Preisdifferenzen zwischen den alternativen Darlehensprodukten zu unterschiedlichen Angebots- und Nachfrageverhalten führen. Für die Darlehensnehmer ist es dabei am wichtigsten, ein Angebot zu finden, das ihren gewünschten Zahlungsmustern am nächsten kommt. Das erhält ihre Liquidität und ihre Belastungsfähigkeit. Ein möglichst breites Produktangebot ist daher im Sinne der Effizienz positiv zu bewerten. Um so beispielsweise auch jüngeren Haushalten den Einstieg in Wohneigentum zu ermöglichen, wäre es demnach sinnvoll Hypothekenverträge mit niedrigen Beleihungsgrenzen und/oder anfänglich niedrigen und später ansteigenden Zinssätzen oder Amortisationszahlungen anzubieten. Aus Sicht der Darlehensnehmer sind demnach niedrige Preise, niedrige Eintrittsbarrieren und vor allem auch eine möglichst hohe Produktauswahl wesentliche Entscheidungskriterien zur Bewertung der Effizienz eines Systems.

Dafür ist es auch wichtig, dass die Transparenz des Marktes bezüglich der Vergleichbarkeit der angebotenen Hypothekenpreise und Vertragsstrukturen verbessert wird und die Darlehensnehmer damit die Möglichkeit erhalten, das für ihre Bedürfnisse optimale Darlehen aufzunehmen. Andererseits sollten die Haushalte in allen Lebensphasen ermutigt werden, sich über Finanzangelegenheiten zu informieren und weiterzubilden. Allerdings macht es die rasante Entwicklung des Marktes mit immer neuen Finanzdienstleistern den privaten Haushalten nicht immer leicht zu erkennen, wer letztlich die Markt- und Kreditrisiken trägt. Zusätzlich werden diese immer stärker über die Finanzmärkte gehandelt werden.⁴⁴

Auch die Investoren, seien es Finanzintermediäre oder andere, die die Risiken der Darlehensvergabe eingehen, sollten sich über geeignete Strategien zur Absicherung der Risiken Gedanken machen. Dies sollte vor allem dann der Fall sein, wenn es sich um noch wenig erprobte Produkte handelt, die noch keinen Stress- Tests der großen Finanzintermediäre unterzogen wurden. Die jüngsten Entwicklungen auf dem Hypothekenmarkt bezüglich neuer Darlehensprodukte und deren Refinanzierung, vor allem deren grenzüberschreitende Tendenz, tragen zwar zur besseren Risikodiversifikation bei, erhöhen aber andererseits auch die grenzüberschreitenden Risiken.⁴⁵

Grundsätzlich ist für die Darlehensgeber neben dem Gewinn vor allem die Sicherheit einer Finanzierung entscheidend. Dies wird, je nach Risikomanagement, vor allem im Produktangebot und der Preisgestaltung der Hypothekenprodukte deutlich. Daher ist im Hinblick auf die Effizienzbewertung darauf zu achten, ob bestimmte Angebote aufgrund fehlender Möglichkeiten der Risikoabsicherung nicht angeboten werden bzw. entsprechend teuer sind. So könnte z.B. die Volatilität der Hauspreisänderung eine Variable sein, die die Preisgestaltung der Hypothekenprodukte wesentlich beeinflusst.

Die wachsende Bedeutung der Wohneigentumsfinanzierung macht deutlich, dass verstärkt Daten gesammelt und ausgewertet werden müssen, um verlässliche Aussagen über das Verhalten von Angebot und Nachfrage auf dem Hypothekenmarkt treffen zu können.⁴⁶ Eines jedoch ist sicher: je geringer der geforderte Eigenkapitalanteil für die Darlehen ist, desto mehr Darlehensnehmer gibt es.⁴⁷ Auch mit scheinbar vorhersagbaren zukünftigen Entwicklungen ist die Bereitschaft zur Darlehensaufnahme unabhängig vom Zinssatz höher. So ist seit Mitte der 90er Jahre in fast allen Ländern Europas eine Phase der hohen, fluktuierenden Inflations-

⁴⁴ Vgl. CGFS (2006), S.33 f.

⁴⁵ ebenda

⁴⁶ Wie aus Kapitel 3.3 ersichtlich wurde, fehlen einerseits vor allem differenzierte Daten zur Produktwahl der verschiedenen Darlehensnehmer und andererseits dem Angebot und der Refinanzierungsart der Darlehensgeber.

⁴⁷ Vgl. Chiuri, Japelli (2003), S.872 f.. In ihrer Studie zu den Gründen für die zum Teil erheblich unterschiedlichen Eigentumsquoten westlicher Industrieländer kommen sie zu dem Schluss, dass aufgrund der nicht perfekten Märkte, gemessen am Verhältnis des Eigenkapitalanteils, vor allem junge Menschen die Nachfrage nach Eigentum in die Zukunft verlagern, um zunächst Eigenkapital anzusparen.

raten in eine Phase der niedrigen, stabilen Inflation übergegangen mit steigenden Zuwachsraten auf dem Hypothekenmarkt.⁴⁸

⁴⁸ Vgl. auch Nyberg (2004), S.1 f.

5. Das Konzept der Effizienzmessung

Die in Kapitel 4 beschriebenen Schwierigkeiten der theoretischen und praktischen Umsetzung einer optimalen Produktgestaltung verdeutlichen, dass die Bewertung der effizienten Aufgabenerfüllung von Hypothekensystemen ein komplexes Vorhaben darstellt. Dies ist vor allem auf die entgegengesetzten Präferenzen der Vertragspartner, Darlehensnehmer und Darlehensgeber zurückzuführen. Während die Darlehensnehmer eine möglichst breite Produktpalette bevorzugen, die es ihnen ermöglicht die für sie passenden Produkte mit entsprechenden Zahlungsmustern und Risiken auszuwählen, ist eine solche Praxis für die Darlehensgeber vor allem mit erhöhten Ausgaberrisiken verbunden, die von ihnen gemanagt werden müssen.

Oberstes Kriterium der Effizienzbewertung eines Systems sollte immer dessen Aufgabenerfüllung bleiben.¹ Ein weiterer wichtiger Punkt in diesem Zusammenhang ist aber auch die Beurteilung der Stabilität der betrachteten Systeme. Dazu muss überprüft werden, ob sie einerseits stabil genug sind, Preisschocks anderer Märkte ohne wesentliche Einbrüche auszuhalten und andererseits anpassungsfähig genug, um Entwicklungen zu höherer Effizienz im neoklassischen Sinn nicht zu unterbinden.

Um im Folgenden Bewertungskriterien für einen Systemvergleich der Länder systematisch aufzustellen, wird zunächst der Begriff der Effizienz für das Vorhaben der Arbeit definiert.

5.1 Effizienz in der Literatur

*Effizienz*² ist ein relativer Begriff, der versucht das Verhältnis zwischen einem gesetzten Ziel und den zur Erreichung dieses Ziels verbrauchten Ressourcen zu erfassen.³ Er wurde hauptsächlich durch die Produktionswirtschaft geprägt und vor allem durch das damit verbundene Ökonomische Prinzip (Input-Output-Relation). Dabei steht beim sogenannten Minimalprinzip das Ziel im Vordergrund, den Mitteleinsatz zur Aufgabenerfüllung so gering wie möglich zu halten, wohingegen beim Maximalprinzip mit den gegebenen Mittel das höchste Ziel erreicht werden soll.⁴

Auch in anderen Fachbereichen wird versucht, die Wirkkraft oder Leistungsfähigkeit bezüglich eines gegebenen oder gesetzten Ziels zu messen. Wie in Kapitel 3 ausgeführt, geht die neoklassische Wirtschaftstheorie vom Ideal des vollkommenen Kapitalmarktes aus. In ei-

¹ Zu den Aufgaben eines Wohneigentumsfinanzierungssystems siehe Kap. 3.1 und 3.2.

² Aus dem Lateinischen *efficere* = bewirken. Als synonym treffen im Deutschen am ehesten die Begriffe *Wirksamkeit* oder *Wirkkraft* die Bedeutung des Wortes.

³ Vgl. dazu auch ISO 9000:2000.

⁴ In Bezug auf die technische Ebene eines Produktionsvorganges misst die Effizienz beispielsweise den Wirkungsgrad einer Maschine oder eines Herstellungsprozesses. Effizienz wird oft auch mit dem Begriff Effektivität in Verbindung gebracht bzw. verwechselt. Beide gehören meist zusammen: Die Effektivität beschreibt die Wirksamkeit der getroffenen Maßnahmen zur Zielerreichung, die Effizienz darüber hinaus die Aufwandsoptimierung.

ner solchen Umgebung erreichen die Akteure durch direktes Interagieren einen Gleichgewichtszustand, in dem keiner sich verbessern kann, ohne dem anderen zu schaden. Ist dieser Zustand erreicht, spricht man von der Pareto- bzw. Allokationseffizienz des Marktes. Der Markt hat eine gesamtwirtschaftlich optimale Kapitalallokation erreicht. Allokationseffizienz ist damit die umfassendste Form der Effizienz auf Kapitalmärkten. Für die Beurteilung real existierender, unvollkommener Finanz- und Kapitalmärkte wird das neoklassische Ideal als Maßstab herangezogen. Das gilt vor allem für empirische Analysen markt-basierter Finanzsysteme. Je weniger Marktfraktionen wie Transaktionskosten und Informationsasymmetrien es gibt, desto effizienter sind die Systeme.

Voraussetzung für das Erreichen der Allokationseffizienz ist die Informationseffizienz. Diese bezieht sich auf die Verfügbarkeit und Verarbeitung von Informationen in einem Markt. Ist ein Markt informationseffizient, so spiegeln die Preise zu jeder Zeit alle relevanten Informationen über vergangene, heutige und erwartete, zukünftige Zahlungen vollständig wieder und es ist unmöglich aufgrund der allgemein zugänglichen Information, durch Handel Gewinn zu erzielen.⁵ Voraussetzung für das Erreichen der Informationseffizienz wiederum ist die operationale Effizienz. Sie kennzeichnet, wie kostengünstig und schnell Marktteilnehmer Transaktionen vornehmen können und wird maßgeblich von den Transaktionskosten bestimmt. Dies gilt insbesondere für die Befriedigung der Vielzahl unterschiedlicher Präferenzen der Marktteilnehmer und die Verteilung der Risiken.⁶ In der Idealwelt des perfekten Kapitalmarktes gibt es keine Transaktionskosten, d.h. die Transaktionen erfolgen zu Grenzkosten.⁷ Operationale Effizienz und Informationseffizienz sind demnach die Voraussetzung für die Allokationseffizienz eines Marktes.⁸ Ist ein Markt allokationseffizient, ermöglicht er den Kreditgebern bzw. -nehmern, ihre knappen Finanzmittel gemäß ihren Zeit- und Risikopräferenzen bestens anzulegen bzw. zu investieren.

Entsprechend dieser Einteilung definieren Dokko/Edelstein (1989) drei voneinander abhängige Ziele für die Effizienzbewertung der Wohneigentumsfinanzierung. Ein System ist demnach operational effizient, wenn für jedes Finanzierungsniveau und für jede Risikoverteilung die niedrigsten Ressourcenkosten bzw. sozialen Kosten⁹ verbraucht werden. Weiter ist es allokationseffizient, wenn bei gegebenem Ressourcenniveau, für jedes Risikoniveau die sozialen Ergebnisse maximiert werden. Als drittes führen Dokko/Edelstein (1989) noch den Gedanken der Fairness ein. Ein System sollte demnach darüber hinaus auch fair sein, d.h. Kosten, Risiken und Ressourcenverbrauch gleichmäßig über die Gesellschaft verteilt sein. Der

⁵ Vgl. Bachelier (1900); Fama (1970, 1976); Malkiel (1992), S.739. Für Tobin (1984) erfüllt dieser Zustand das Ziel der „information-arbitrage efficiency“ und der „fundamental-valuation efficiency“. (vgl. Tobin (1984). S.2 f.). Fama (1970, 1976) unterteilt die Informationseffizienz noch nach dem Umfang der relevanten Informationen in schwache, halb strenge und strenge Informationseffizienz. (vgl. Fama (1970), S.383 ff. und Fama (1976), S.133 ff.)

⁶ Vgl. das Konzept der „full insurance efficiency“ und der „functional efficiency“ bei Tobin (1984), S.3 ff.

⁷ Vgl. Copeland/Weston (1988), S.42

⁸ Vgl. Hellwig (1997), S.215 f.

⁹ Das sind vor allem Kosten, die von der Gesellschaft getragen werden müssen, wie z.B. Subventionskosten.

Begriff „gleichmäßig“ wird allerdings nicht näher erläutert bzw. nicht gegen die Definition der Allokationseffizienz abgegrenzt, welche schon eine Maximierung der sozialen Ergebnisse fordert.¹⁰

Herring/Santomero (1993) schreiben der Effizienz von Finanzsystemen zwei Dimensionen zu, eine statische und eine dynamische. Ein System ist demnach im statischen Sinn effizient, wenn das Kapital so kostengünstig wie möglich vom ursprünglichen Sparer zum letztendlichen Investor weitergeleitet wird. Die Effizienz eines jeden Systems im statischen Sinn sollte daher anhand der Abweichungen von dieser kostenminimalen Benchmark gemessen werden. Ein Maß für die dynamische Effizienz zu finden, ist ungleich schwerer, wenn nicht unmöglich. Sie beschreibt jene Flexibilität, mit der sich ein System an sich ändernde Marktbedingungen und Konsumentenwünsche anpasst.¹¹ Anders als für die statische Effizienz sind relative oder absolute Messlatten dafür nur schwierig zu definieren. Merton (1989) und Merton/Bodie (1995) beschreiben in diesem Zusammenhang das Bild einer Spirale der Finanzinnovation: Die dynamischen Veränderungen eines Finanzsystems hin zu größerer Effizienz bringen in den meisten Fällen mehr Marktteilnehmer, höhere Transaktionsvolumina und damit auch niedrigere Transaktionskosten mit sich. Dadurch werden wiederum neue Produkte und Handelsstrategien kreiert, die noch mehr Kunden ansprechen und die Transaktionskosten weiter senken. Theoretisch kann die Spirale bis zur Auflösung der Transaktionskosten hin zu dynamisch-perfekten Märkten gedreht werden.¹²

In der empirischen Literatur zur Effizienzbewertung lassen sich auch einige Studien finden, die sich speziell mit Ländervergleichen beschäftigen.¹³ Die meisten weichen von der rein funktionellen Perspektive der neoklassischen Theorie ab und betrachten die Finanzsysteme aus einer eher statisch institutionellen Perspektive. Zur Vergleichsmessung bewerten sie die effiziente Arbeitsweise der Finanzintermediäre und verwenden dabei das gut ausgearbeitete Konzept der sogenannten X-Effizienz (auch Kosteneffizienz).¹⁴ Der Begriff bezeichnet all jene technischen und allokativen Effizienzen in Unternehmungen, die weder größen- noch „scope“-abhängig sind. Damit ist die X-Effizienz ein Maß für die Güte bzw. Kosten, mit der Technik, Personal und Ressourcen zum Erreichen eines gegebenen Produktionsniveaus eingesetzt werden. Sie ist das am meisten benutzte Instrument zur Bewertung der Arbeitsweise von Finanzinstituten. Die Bank wird dabei als Unternehmung gesehen, die verschiedene Ressourcen verbraucht, um bestimmte Produkte zu produzieren, und deren Transformationsleistung

¹⁰ Vgl. Dokko/Edelstein (1989), S.2

¹¹ North (1990) prägt in diesem Zusammenhang den Begriff der adaptiven Effizienz. Auch er sieht in der Evolutionsfähigkeit der Systeme ein wichtiges Element der Konsumentenwohlfaht.

¹² Vgl. Herring/Santomero (1995), S.50 ff und Merton/Bodie (1995), S.21

¹³ Vgl. bspw. Williams/Gardener, E. (2000), Allen/Rai (1996), Casu/Molyneux (1998), Dietsch/Vivas (1996), Pastor et al. (1995).

¹⁴ Der Ökonom Leibenstein führte den Begriff der X-Effizienz im Jahr 1966 ein. Vgl. Leibenstein (1966).

bewertet. Das Konzept der X-Effizienz folgt damit den Ursprüngen der Effizienzbewertung aus der Produktionswirtschaft.¹⁵

In der neoklassischen Theorie allerdings ist die Institution selbst von geringem Interesse, da ineffiziente Institutionen auf lange Sicht durch den Wettbewerb eliminiert werden und solange von effizienten ersetzt werden bis sie überflüssig sind bzw. der Markt vollkommen ist. In der Praxis allerdings bleiben ineffiziente Institutionen oft bestehen, da es den meisten Marktteilnehmern an ausreichender Information mangelt oder Marktchancen von ihnen subjektiv beurteilt werden. Darüber hinaus profitieren oft bestimmte Akteure von der Existenz solcher Institute, gewinnen an Einfluss und halten an ihrem Fortbestand fest. Ändern sich aber die Präferenzen und Neigungen dieser Akteure, ändern sie unter Umständen auch die von ihnen geschaffenen Institutionen. Als Folge dieser Entwicklung werden mögliche Effizienzgewinne unterschiedlich bewertet. So ist es z.B. Ziel der öffentlichen Politik, die vorhandenen Institute zu unterstützen und zu erhalten. Ziel der Banken ist es, ihre Produkte effizienter und kostengünstiger zu produzieren. Die so gewachsenen Strukturen sind meist sehr stabil, deshalb aber nicht unbedingt effizient. Effiziente Strukturen bzw. Institutionen bieten Anreize zur Schaffung neuer Handlungsmöglichkeiten und erweitern damit das Wissen um Problemlösungen.¹⁶

Insgesamt lässt sich die Effizienz eines Finanzsystems also zunächst daran erkennen, wie kostengünstig es die Konsumenten mit finanziellen Dienstleistungen versorgt. Je besser das System seine Aufgaben der Informations-, Fristen-, Losgrößen- und Risikotransformation erfüllt, desto niedriger sind die Transaktionskosten und desto mehr Kundenbedürfnisse werden erfüllt. Die Effizienzbetrachtung umfasst auch die Bewertung, ob und inwieweit die Konsumenten mit den gewünschten Dienstleistungen versorgt werden. Dieser Ansatz geht weit über einen Vergleich der Produktpreise hinaus und schließt die zugrundeliegende Risikoverteilung, gesetzlichen Rahmenbedingungen und sonstigen vertraglichen Regelungen der Finanzintermediation mit ein. Zusätzlich wird die Flexibilität und Anpassungsfähigkeit eines Systems betrachtet.

¹⁵ Vgl. Harker/Zenios (1998), S.11. In der neoklassischen Theorie produzieren alle Unternehmen X-effizient, da jedes Unternehmen, das weniger effizient als ein anderes produziert, sich langfristig nicht auf dem Markt behaupten kann. Gründe für X-Ineffizienzen liegen u.a. vor allem in unvollständiger Konkurrenz, schlechter Organisationsstruktur und der Arbeitszurückhaltung der Belegschaft.

¹⁶ Vgl. North (1992), S.81 und S.99 und Merton/Bodie (1995), S.10.

5.2 Bewertungskategorien und -kriterien

Zur Vorbereitung der Effizienzbewertung werden entsprechend der Idee von Merton/Bodie (1995) die Systeme der Wohneigentumsfinanzierung in vier, aufeinander aufbauende Analyseebenen eingeteilt (siehe Abbildung 5.2-1).¹⁷ Auf jeder Ebene lassen sich Ziele formulieren, an denen die Effizienz der Systeme gemessen werden kann. Auf der *Produkt-ebene* wird den Fragen nachgegangen, ob die angebotenen Produkte den Kundenbedürfnissen entsprechen und ob Markteintrittsbarrieren wie zu geringe Darlehensvolumina oder zu hohe Eigenkapitalforderungen potentiellen Darlehensnehmern den Zugang verwehren.¹⁸ Auf der Aktivitätsebene wird untersucht, wie die Risiken unter den Marktteilnehmern verteilt sind und die institutionelle Ebene schließlich beschäftigt sich mit der Struktur und Flexibilität der Systeme. Das Ergebnis aus dem Vergleich dieser drei Ebenen schließt mit einem Vergleich auf der Systemebene. Hier wird nach der Effizienz der Aufgabenerfüllung der Finanzsysteme gefragt. Zur Beantwortung der Frage werden den ersten drei Ebenen verschiedene Kriterien zur Effizienzbewertung zugeordnet, die letztlich auch Maßstab für die Bewertung der Gesamteffizienz eines Systems sind. Dieses Vorgehen folgt dem Ansatz von Merton/Bodie (1995), der ausgehend von den ökonomischen Funktionen und vorhandenen Finanzinstitutionen, nach besseren strukturellen und institutionellen Umsetzungsmöglichkeiten sucht. Merton/Bodie (1995) nehmen eine Position zwischen der neoklassischen Theorie und der statisch-institutionellen Sichtweise ein und nennen sie die funktionale Perspektive. Eine Effizienzbewertung gemäß der neoklassischen Theorie richtet sich ausschließlich nach den Preisen und Umsatzvolumina. Allein die Funktionserfüllung zählt, die Institutionen treten in den Hintergrund. Im Gegensatz dazu ist die statisch-institutionelle Sicht an der Erhaltung und Verbesserung vorhandener Strukturen und Institutionen interessiert. Das heißt, dass diese nicht nur im Mittelpunkt der Untersuchung stehen, sondern auch den konzeptionellen Anker darstellen. Da diese Vorgehensweise aber statisch ausgerichtet ist, kann sie Veränderungsprozesse außerhalb der Institution nicht erklären oder hält sie sogar für eine Bedrohung der Stabilität des gesamten Systems.¹⁹

Natürlich sind die hier dargestellten Analyseebenen nicht strikt voneinander trennbar. Doch lassen sich durch eine solche Einteilung die Defizite eines Systems leichter erkennen und im Vergleich mit anderen Systemen einordnen.

¹⁷ Vgl. Merton/Bodie (1995), S.10

¹⁸ Siehe dazu auch Kapitel 4.

¹⁹ Vgl. Merton/Bodie (1995), S.10

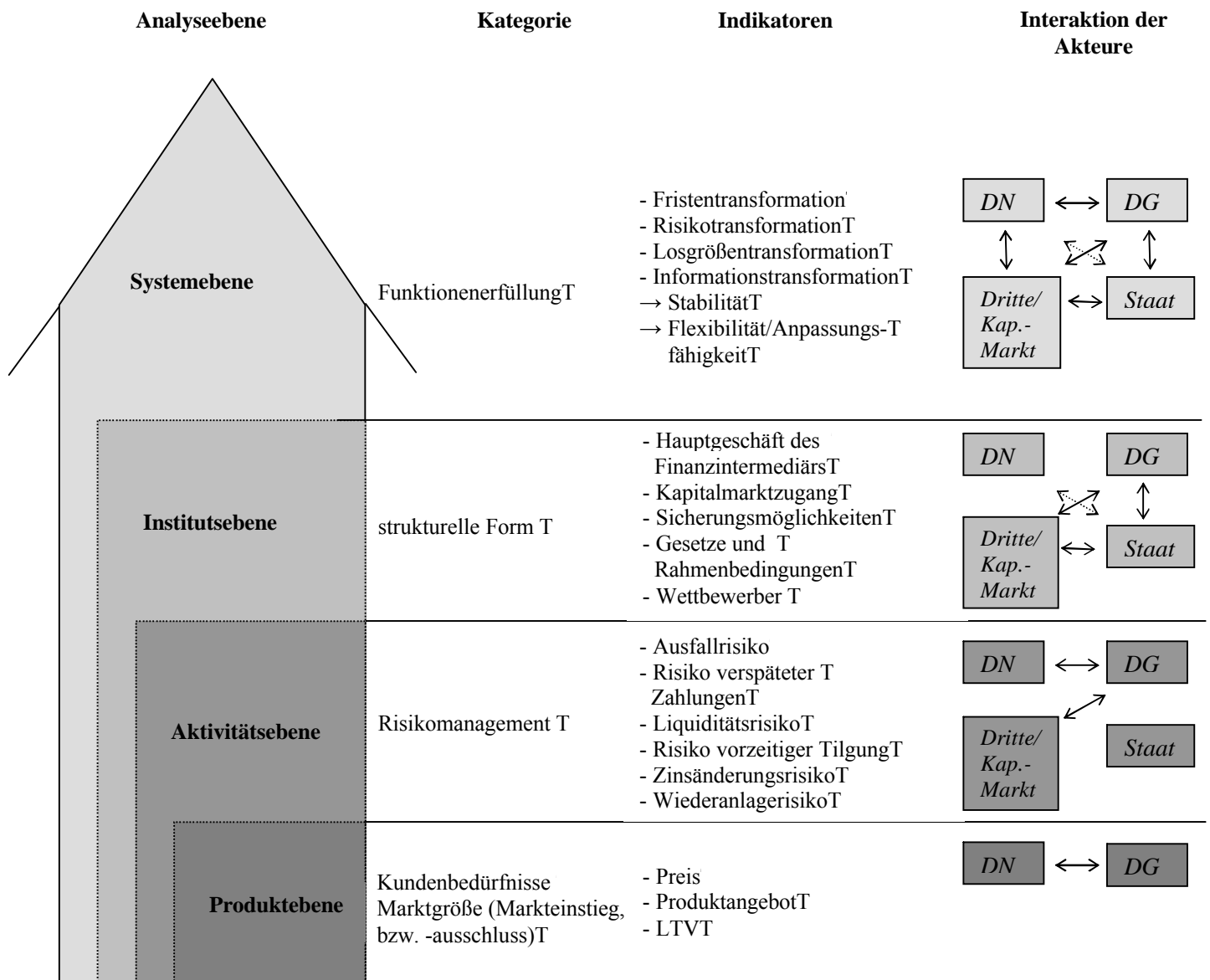


Abbildung 5.2-1: Effizienzkonzept: Analyseebenen, Kategorien und Indikatoren²⁰

²⁰ Quelle: Eigene Konzeption; in Anlehnung an Merton/Bodie (1995), S.16 ff. T

	Bewertungskriterien Indikator	Preis	Produktvielfalt	LTV	Wertermittlung	Sensitivität der Zinszahlung	Duration	Vorfälligkeitsentschädigung	Art der Refinanzierung	Regionale Konzentration	Sicherheit
Produkt-ebene	Preis	●									
	Produktangebot		●								
	LTV/Beleihungsquote			●	●						
Aktivitäts-ebene	Zinsänderungsrisiko	●	●			●	●		●		
	Risiko vorzeitiger Rückzahlung							●	●		
	Ausfallrisiko			●	●	●				●	
	Liquiditätsrisiko								●		
	Wiederanlage- risiko								●		
Instituts-ebene	Gesetze/Sicherungsmöglichkeit/ Kapitalmarktzug				●			●	●		●
	Hauptgeschäft/ Marktkonzentr.										

Tabelle 5.2-1: Kriterien zur Effizienzbewertung

5.2.1 Produktebene

Auf der Produktebene werden die Kundenbedürfnisse genauer beleuchtet. Entsprechend der Definition ist ein System effizienter, je mehr Kunden daran teilnehmen und je günstiger die angebotenen Produkte, in diesem Fall die Hypothekendarlehen, sind. Als Bewertungskriterien kommen hier deshalb die Beleihungsgrenze der Produkte, die Vielfalt des Produktangebots und die Preise bzw. Zinsen der angebotenen Darlehen in Betracht.

Die Beleihungsgrenze und die Darlehenslaufzeit stellen für viele Haushalte die Einstiegshürde in den Hypothekenmarkt dar. Obwohl der Wunsch nach Wohneigentum besteht, werden sie aufgrund mangelnden Eigenkapitals zu Beginn des Vorhabens bzw. aufgrund mangelnder Kapitaleinstellung aus dem System ausgeschlossen. Daneben gibt es auch Haushalte, die aufgrund fehlender Produktalternativen kein Hypothekendarlehen zur Eigenheimfinanzierung aufnehmen. Oft bedingen sich die beiden Kriterien gegenseitig.

Ein erster Vergleich der Effizienz der Hypothekenbereitstellung in verschiedenen Ländern bzw. Systemen erfolgt meist über den Preis, d.h. den Vergleich der angebotenen Darlehenszinsen.²¹ Aufgrund unterschiedlicher Vertragsgestaltungen und gesetzlicher Vorgaben

²¹ Vgl. Edmister/Merriken (1988), S.50ff.

hat die einfache Gegenüberstellung der Zinsen aber wenig Aussagekraft.²² Um sie vergleichbar zu machen, müssen die Unterschiede bewertet und miteingerechnet werden. Grundsätzlich kann es sich dabei sowohl um produktspezifische Ausgabegebühren und öffentliche Förderungen handeln als auch um vertraglich oder gesetzlich gewährte Optionen. Diese umfassen sowohl die Optionen der Darlehensnehmer, die Hypothekendarlehen vorzeitig zurückzuzahlen oder insgesamt als Vertragspartner auszufallen, als auch die Option der Darlehensgeber, die Darlehenszinsen ohne Referenzvorgabe zu ändern. Wird der sich ergebende Betrag ins Verhältnis gesetzt zu den niedrigst möglichen Bereitstellungskosten von Finanzmitteln, dem risikolosen Zins, entspricht die sich ergebende Differenz jenen Kosten, die das jeweilige Land zur Bereitstellung eines optionsfreien, standardisierten Produkts benötigt. Gemäß Diamond/Lea (1992) wird diese Differenz „adjusted spread“ oder „angepasster Preis“ genannt. Die Gleichung für die Ermittlung des angepassten Preises sieht demnach wie folgt aus:²³

$$\begin{aligned} \text{Angepasster Preis} = & \text{Hypothekenzins} - \text{risikoloser Zins} + \text{Ausgabegebühren} & (5.1) \\ & - \text{Optionen} + \text{öffentliche Förderung} \end{aligned}$$

Der „angepasste Preis“ enthält die Kosten der jeweiligen Refinanzierungs-, Ausgabe- und Servicekosten der Intermediäre, die so länderübergreifend miteinander verglichen werden können.

5.2.2 Aktivitätsebene

Auf der Aktivitätsebene werden insbesondere die Funktionen der Risiko- und Fristentransformation bei der Generierung und Vergabe von Hypothekendarlehen untersucht. Die Allokation der Risiken der Hypothekenvorgabe in den jeweiligen Ländern wird anhand der Indikatoren Zinsänderungsrisiko, Risiko vorzeitiger Tilgung, Ausfallrisiko, Liquiditätsrisiko und Wiederanlagerisiko analysiert. Die Ergebnisse der Produktebene fließen hier mit ein. Im Gegensatz zu den Indikatoren der Produktebene lassen sich die Untersuchungsergebnisse auf dieser Ebene nicht immer quantifizieren. Um dennoch einen Effizienzvergleich unter den Ländern vornehmen zu können, werden die Abweichungen vom Idealzustand daher auch qualitativ bewertet.²⁴ So wird für den Vergleich des Zinsänderungsrisikos zum einen die Produktvielfalt und die Art der Refinanzierung in den drei Ländern betrachtet und zum anderen die Reagibilität der Hypothekenzinszahlungen auf Änderungen der Kapitalmarktzinsen bewertet und das klassische Maß des Duration Gaps dargestellt. Der Duration Gap ist auch das Maß für die Bewertung des Prepaymentrisiko. Dabei ist sowohl die Art der Refinanzierung der Darlehensgeber als auch die Möglichkeit und Art der Vorfälligkeitsentschädigung von entscheidender Bedeutung. Für den Vergleich des Ausfallrisikos werden die Beleihungsquote, die Art der Wertermittlung, die Sensitivität der Hypothekenzinszahlungen auf Zinsänderun-

²² Vgl. Kap. 3.4

²³ Vgl. Diamond/Lea (1992), S.7 f.

²⁴ Vgl. Diamond/Lea (1992), S.217 ff. zur Messung der Qualität eines Finanzsystems und Merton/Bodie (1995), S. 16ff. zur Aktivitätsebene

gen und die regionale Konzentration der Darlehensprodukte betrachtet. Für die Beurteilung des Liquiditätsrisikos und des Wideranlagerisikos ist vor allem die Art der Refinanzierung entscheidend. Im Idealfall gibt es keinerlei Beschränkungen der Refinanzierungsmöglichkeiten.

Darüber hinaus werden auf dieser Ebene auch die Ergebnisse der in Kapitel 4 zum Zinsänderungsrisiko vorgestellten Modelle mit der gängigen Praxis in den Ländern verglichen. Für die Produktwahl haben die Modelle vor allem eine Abhängigkeit der Preisdifferenzen zwischen den Darlehensprodukten, der Volatilitäten der Immobilienwerte und der Einkommenshöhe festgestellt.

5.2.3 Institutsebene

Auf der Institutsebene wird die strukturelle Form des Marktes für Wohneigentumsfinanzierung untersucht. Die Organisation der Finanzintermediation, der Spezialisierungsgrad der agierenden Finanzintermediäre, deren Refinanzierungs- und Sicherungsmöglichkeiten, die Dichte der Wettbewerber und der Einfluss des Staates über die gesetzlichen Rahmenbedingungen stellen die Kriterien zur Effizienzbewertung auf dieser Ebene. Dazu werden vor allem die Sicherheit der Hypothek bzw. Grundschuld und die gängige Bewertungspraxis sowie deren Kontrolle betrachtet. Die gesetzlichen Rahmenbedingungen sind vor allem für den Schutz der Akteure bezüglich der Refinanzierung und der Vorfälligkeitsentschädigungen relevant. Wie auf der Aktivitätsebene ist eine Quantifizierung dieser Kriterien nicht möglich. Stattdessen wird die Abweichung vom Ideal wieder qualitativ bewertet.

5.2.4 Systemebene

Hier wird der letztendliche Erfüllungsgrad der von einem System der Wohneigentumsfinanzierung zu leistenden Funktionen überprüft.²⁵ Dabei fließen vor allem auch die Ergebnisse der anderen Ebenen bei der Beurteilung der Transformationsleistung der Fristen, Risiken, Losgrößen und Informationen ein. Zusätzlich wird auch die Veränderung der Systeme bzw. deren Anpassungsfähigkeit im Zeitablauf betrachtet.

5.3 Fazit

Die Konstruktion des Analyserahmens macht deutlich, dass ein Effizienzvergleich real existierender Systeme der Wohneigentumsfinanzierung nicht einfach durchzuführen und ein entsprechendes quantitatives Maß nicht anwendbar ist. Um die Funktionsweise der Märkte dennoch beurteilen zu können, wird ein mehrstufiges Analysekonzept entwickelt, das den einzelnen Ebenen verschiedene Indikatoren und diesen wiederum mehrere Kriterien zur hauptsächlich qualitativen Bewertung zuweist. Im günstigsten Fall ergibt sich daraus eine eindeutige Gesamtrangfolge der Länder.

²⁵ Zu den Aufgaben siehe Kap.3.1.3

6 Vergleich der Systeme anhand des gewählten Konzepts

6.1 Analyserahmen und Datenproblematik

Wie schon mehrfach erwähnt, erfolgt die Erhebung von Daten in den einzelnen europäischen Hypothekenmärkten nicht nach einheitlichen Schemata. Die Folge ist, dass die Daten oft nur ungenau vorliegen und nicht miteinander verglichen werden können. Offiziell gibt es beispielsweise kaum differenzierte Daten zum Angebot und zur Nachfrage von Darlehensprodukten, zu deren Refinanzierung, vorzeitigen Tilgung oder ähnlichem. Meist sind die Daten nur in aggregierter oder schon verarbeiteter Form vorzufinden. So lassen sich z.B. in Großbritannien explizit Daten über Hypothekendarlehen innerhalb bestimmter Beleihungsgrenzen finden, in Deutschland dagegen liegen diese nur in aggregierter Form vor. Vor allem fehlt es aber an Daten über das Verhalten der Darlehensnehmer bezüglich bestimmter Produkte. So könnten beispielsweise Darlehensnehmer mit bestimmten Eigenschaften zusammengefasst, Gründe für eine vorzeitige Rückzahlung analysiert und dementsprechend gezieltere Produktangebote erarbeitet werden.

Eine explizite Datenbearbeitung mit Hilfe der Regressionsanalyse erfolgt in dieser Arbeit in erster Linie für den Vergleich der Produktpreise.¹ Die Daten hierzu stammen hauptsächlich von den Zentralbanken der drei Länder, d.h. von der Bundesbank, der Bank of England und der Banco de España. Der Vergleich der Daten erfolgt so weit wie möglich für den Zeitraum von 1996-2006. Allein für die festverzinslichen spanischen Hypothekendarlehen konnten nur Daten ab dem Jahr 2003 gefunden werden. Für die Bewertung der weiteren Kriterien wurden im Anschluss unter anderem die Daten der wichtigsten europäischen und nationalen Organisationen verwendet wie z.B. Eurostat, die Europäische Zentralbank (EZB), die Europäische Hypothekenvereinigung (EMF), das Instituto Nacional de Estadística (INE), die Asociación Hipotecaria Española (AHE), der Council of Mortgage Lenders (CML), das Royal Institute of Chartered Surveyors (RICS) und die von den Mitgliedsländern der Europäischen Union herausgegebene Publikation „Housing Statistics in the European Union“.

6.2 Produktebene

Die Untersuchung auf der Produktebene soll zeigen, welche Möglichkeiten den Kunden offen stehen, an den Hypothekenmärkten teilzuhaben und ob mögliche Marktteilnehmer ausgeschlossen werden. Dazu werden zunächst mögliche Hemmnisse eines Marktzuganges erarbeitet und im Anschluss die Vielfalt der angebotenen Produkte genauer beleuchtet. Um auch eine Aussage über die Preise der angebotenen Produkte treffen zu können, erfolgt im Sinne der Intermediationseffizienz nach Diamond/Lea (1992) ein Vergleich der angepassten Preise.

¹ Die Regressionsanalyse wird mit dem Statistikprogramm SPSS 13.0 durchgeführt.

Im Ergebnis lässt sich auf dieser Ebene vergleichen, welcher Markt die Kundenbedürfnisse am besten trifft.

6.2.1 Marktzugang bzw. –ausschluss

Für die Beurteilung eines ausreichenden Marktzugangs werden wie in Kapitel 5.2.1 beschrieben, die Bedeutung der *Beleihungsgrenze* und der *Darlehenslaufzeit* aufgezeigt. Die Höhe der Beleihungsgrenze beschränkt die Aufnahme günstiger, erstrangiger Hypothekendarlehen zur Finanzierung einer Immobilie. Je höher diese ist, desto günstiger kann eine Finanzierung erfolgen. Je länger die Laufzeit eines Darlehens, desto niedriger der monatlich zu erbringende Kapitaldienst.

6.2.1.1 Deutschland

Die günstigsten Zinskonditionen erhalten Darlehensnehmer auf dem deutschen Hypothekenmarkt für Kredite im erstrangigen Beleihungsraum, d.h. bis zu einer Beleihungsgrenze von 60% des Beleihungswertes (Realkredit).² Für Kreditbeträge, die diese Beleihungsgrenzen übersteigen, können Darlehensnehmer zwischen einem zinsgünstigen Bausparkredit, der bis zu einer Beleihungsgrenze von 80% des Beleihungswertes finanziert wird, oder einem nachrangigen, teureren Hypothekendarlehen wählen.

Darlehen oder Darlehensteile, die über die 60%-Grenze hinausgehen, werden mit einem Zinsaufschlag als Risikoprämie versehen.³ Trotz der Möglichkeit, Kredite bis zu einer Beleihungsgrenze von 100% des Verkehrswertes (Marktwert) zu begeben,⁴ beschränken die meisten deutschen Finanzinstitute ihr Angebot auf Darlehen bis zu einer Beleihungsgrenze von höchstens 90% des Beleihungswertes.⁵ Angebote, die über die 80%-Marke hinausgehen, sind nicht standardisiert und werden in der Regel nicht veröffentlicht, sondern im persönlichen Gespräch verhandelt. Als Entscheidungshilfe zur Kreditvergabe wird in einer kundenorientierten Bonitätsprüfung die zukünftige Einkommensbelastung des Haushaltes durch die Kreditbedienung ermittelt. Fast alle Bankengruppen berechnen dafür den Anteil der anfänglichen Belastung des Nettoeinkommens durch Zins- und Tilgungsleistungen. Überschreitet dieser eine bestimmte Grenze, erhält der Kunde keine Kreditzusage. Als Faustregel gilt für eine maximale anfängliche Einkommensbelastung ein prozentualer Anteil von 30-35%. Im konkreten Vertragsgespräch werden später auch die durchschnittlichen Lebenshaltungskosten entspre-

² Der Beleihungswert bestimmt in Deutschland die Realkreditgrenze (§11 HGB). Ferner ist er eine Richtschnur für die Absicherung nachstelliger Beleihungen. Für eine umfassende Analyse der Bedeutung des Beleihungswertes siehe Rüchardt (2001) und zum Beleihungswert im Bankenaufsichtsrecht Stöcker (2004).

³ Bei Hypothekendarlehen im erstrangigen Beleihungsraum, d.h. bei der Vergabe von Realkrediten, kann ein Kreditinstitut aus bankenaufsichtsrechtlicher Hinsicht von der Prüfung der wirtschaftlichen Verhältnisse des Kunden absehen. (vgl. §21 Abs.3 Nr.1 KWG in Verbindung mit §18 KWG).

⁴ Nur die Bausparkassen sind gesetzlich auf die 80% Grenze beschränkt. (Bausparkassengesetz §7 Abs.1). (Vgl. Gesetz über Bausparkassen in der Fassung der Bekanntmachung vom 15.2.1991 (BGBl. I S. 545) in Bausparkassenfachbuch 2004/2005. S.42ff.) Alle anderen können bis zum vollen Beleihungswert nachrangige Hypothekendarlehen vergeben.

⁵ Umfrage unter mehreren Filialen und Hauptgeschäftsstellen großer deutscher Finanzinstitute im Juni 2005.

chend vergleichbarer Haushaltsgrößen angesetzt. Zusätzlich wird anhand einer Schätzung der langfristigen Einkünfte auch die Nachhaltigkeit einer Darlehensbelastung berücksichtigt.⁶ Das einzige Kriterium, das von vornherein zum Ausschluss von Vertragsverhandlungen führt, ist ein negativer Eintrag bei der Schutzgemeinschaft für allgemeine Kreditsicherung, kurz Schufa.

Auch bei Darlehen, die sich innerhalb der 80%-igen Beleihungsgrenze bewegen, können die monatlichen Anfangsbelastungen erheblich variieren. Das liegt vor allem an der Produktzusammenstellung von erst- und zweitstelligen Darlehen. Hauptanbieter sind neben den Banken vor allem Bausparkassen und Versicherungsunternehmen. Hier hat ein Bauherr beispielsweise die Wahl zwischen einem Bauspardarlehen, einem Hypothekarkredit oder einer Kombination aus beiden Produkten. Das Bauspardarlehen muss bei einem Standardtarif allerdings in spätestens zwölf Jahren, ein Hypothekendarlehen in ca. 26 bis 32 Jahren getilgt werden. Folglich sind die Tilgungsleistungen bei einem Bauspardarlehen höher als bei einem Hypothekendarlehen und umgekehrt der Zinsaufwand bei einer Hypothekenfinanzierung höher als bei einem Bauspardarlehen. Bei einer Kombination der beiden Finanzierungsvarianten steigen die anfänglichen Tilgungsleistungen in dem Maße, wie sich der Anteil der Bausparfinanzierungen erhöht. Spätestens nach zwölf Jahren tritt infolge der Tilgung des Bauspardarlehens eine deutliche Entlastung des Kreditnehmers ein. Traditionell wählen die meisten Erstkäufer für den erstrangigen Beleihungsraum ein Hypothekendarlehen einer Pfandbriefbank oder ihrer Hausbank und für den zweitstelligen Raum ein Bauspardarlehen. Sollten die Zinsen des Bauspardarlehens zum Zeitpunkt der Zuteilung allerdings höher liegen als die eines nachrangigen Hypothekarkredites, lassen die Kunden die Option auf das Bauspardarlehen meist verfallen.

Ein oft unterschätzter Faktor, der die Finanzierung von Wohneigentum ohne ausreichendes Eigenkapital im europäischen und internationalen Vergleich verteuert, ist nicht nur die niedrige Beleihungsgrenze, sondern die übliche Praxis der Beleihungswertermittlung.⁷ Diese orientiert sich in Deutschland nicht am aktuellen Verkaufswert der Immobilie, sondern an ihrem nachhaltigen, zukunftsgerichteten Wert. Dieser Schätzwert wird nach dem Vorsichtsprinzip ermittelt, d.h. es werden nur Wertfaktoren berücksichtigt, die auf Grund der ver-

⁶ In diesem Zusammenhang wird nach der weiteren Vermögenssituation des Kunden gefragt und dessen beruflicher Position. Vgl. Faller (2001), S.54f.

⁷ Für Hypothekarkredite im erstrangigen Raum sind die wesentlichen Anforderungen an die Ermittlung des Beleihungswertes im PfandBG vorgeschrieben. Die Beleihungswertverordnung (BelWertV) regelt in §28 die Anwendungsbereiche und allgemeinen Verfahrensgrundsätze (Ertrags-, Sach- und Vergleichswertverfahren). In §24 BelWertV werden Erleichterungen für überwiegend zu Wohnzwecken dienende Objekte bis zu einer Kreditgrenze von 400.000 € geregelt. Hier kann die vereinfachte Wertermittlung erfolgen. Für nachrangige Kredite schreibt §28 keine Methode für die Ermittlung des Grundstückswertes vor. Allerdings ist das nachrangige Beleihungsgeschäft auf den Verkehrswert beschränkt. Dieser wiederum ermittelt sich rein aus den Wertfaktoren des Marktes. Darüber hinaus dürfen die Kreditinstitute keine Hypothekendarlehen ausgeben. Zurzeit halten sich die meisten deutschen Finanzinstitute noch an die traditionell ermittelten Beleihungswerte. Kreditinstitute, die keine Pfandbriefe herausgeben, müssen sich nicht an die BelWertV halten. Sie können weiterhin, die von ihnen erlassenen Wertermittlungsanweisungen anwenden. Diese sind mit der Bankenaufsicht (BaFin) bilateral abzustimmen. Vgl. Holter (2006), S.478 und o.V. (2006), S.2f.

gangenen und gegenwärtigen Markterfahrungen mit hoher Wahrscheinlichkeit wertbeständig sind. In der Regel ist der Beleihungswert 10-15% niedriger als der aktuelle Kaufpreis.⁸ Damit sinkt auch die tatsächliche Beleihung der Objekte durch die Finanzinstitute und der notwendige Eigenkapitalanteil erhöht sich.⁹

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass Kunden, die nicht mindestens 30% des Kaufpreises selbst aufbringen können, unter der Voraussetzung ausreichender monatlicher Einkünfte die Möglichkeit haben, Hypothekendarlehen, die über 80% des Beleihungswertes liegen, aufzunehmen. Dabei muss allerdings berücksichtigt werden, dass die deutschen Institute auf Grund der vorsichtigen Beleihungswertermittlung damit höchstens bis zu ca. 80% der Ausgaben der beim Kauf des Wohneigentums anfallenden Kosten anbieten.¹⁰ Der Eigenkapitalbedarf der Darlehensnehmer ist erheblich. Eine Finanzierung ganz ohne Eigenkapital lässt sich daher nur mit ungedeckten Personalkrediten realisieren, die das Vorhaben weiter unverhältnismäßig verteuern.

Zurzeit drängen ausländische Finanzinstitute in die von den deutschen Instituten nur mangelhaft bedienten, risikoreicheren Segmente und bieten Hypothekendarlehen an, die über die 100% Beleihungsgrenze hinausgehen. Sie müssen sich dabei nicht an die deutsche Beleihungswertermittlung halten, so dass eine Vollfinanzierung über Hypothekendarlehen in Deutschland inzwischen zwar nicht üblich, aber doch möglich ist.¹¹

Die ausländischen Institute erweitern damit den bis dahin beschränkten Markt. In einer Studie über die Hemmnisse zur Wohneigentumsbildung des Bundesamtes für Bauwesen und Raumordnung aus dem Jahr 2001¹² wurde festgestellt, dass fast 90% der Mieterhaushalte lieber in der eigenen Wohnung leben würde. Die häufigsten drei Angaben zu den Hemmnissen waren, dass der Erwerb zu teuer, die Angst vor Verschuldung zu groß und das notwendige Eigenkapital aufzubringen zu schwierig ist. Die Ursachen für die niedrige Eigentumsquote in Deutschland lassen sich also an vielen Punkten festmachen. Doch ist nicht nur eine Stagnation der Wohneigentumsbildung das Problem für viele Finanzinstitute, sondern auch ein möglicher Rückgang. Statistisch feststellbar ist, dass vor allem immer weniger junge Haushalte Wohneigentum erwerben, obwohl der Wunsch nach den eigenen vier Wänden vorhanden ist (siehe Abbildung 6.2-1). Vor allem das von deutschen Haushalten immer noch verfolgte Ideal vom

⁸ Auf keinen Fall darf der Beleihungswert den Marktwert überschreiten. §16 PfandBG.

⁹ Je risikoreicher ein Objekt ist, umso größer sollte grundsätzlich die Differenz zwischen Marktwert und Beleihung sein. Vorschläge für Abschläge vom Verkehrswert findet man z.B. bei Stannigel/Kremer/Weyers (1984), S.55 f., 145 und 475 ff. Für Einfamilienhäuser wird ein Abschlag von 10-15% vorgegeben, für Mehrfamilienhäuser ein Abschlag von 15-25%, gemischt-gewerblich genutzte Häuser 20-30% und für gewerblich genutzte Häuser 25-40%.

¹⁰ Neben dem Kaufpreis fallen auch noch zusätzliche Kosten an, die mit dem Erwerb von Wohneigentum verbunden sind. Dies sind u.a. Notargebühren, Grunderwerbsteuern etc. Insgesamt machen sie ca. 4-6 % des Kaufpreises aus.

¹¹ Der Vertrieb erfolgt meist über Finanzberater, Makler oder Internetplattformen (www.planet.de etc.). Beispielsweise wirbt baufi-nord.de damit, dass sie mit einer amerikanischen Bank zusammenarbeiten und dadurch die Möglichkeit haben, bis zu 120% des Beleihungswertes und damit etwa 108% des Kaufpreises problemlos zu finanzieren. Selbst „Altlasten“ des Darlehensnehmers in Form von bestehenden Darlehen „stören“ dabei nicht.

¹² Vgl. Faller (2001), S.27ff.

solide gebauten, hochwertigen Einfamilienhaus hindert viele an der Realisierung des Vorhabens. Allerdings vollzieht sich infolge der Privatisierung vieler ehemaliger Genossenschaftswohnungen und staatlicher geförderter Wohnanlagen in jüngster Zeit ein Wandel in der Angebotsstruktur des Wohneigentums in Deutschland.¹³ Möglicherweise zieht dies auch einen gesellschaftlichen Wandel von einem Gleichgewicht zwischen Mieter- und Eigentumsmarkt hin zu mehr Eigentümern nach sich, die statt vom Einfamilienhaus zu träumen vor allem auch Geschosswohnungen besitzen. In diesem Zusammenhang ist auch die Entwicklung des gesamten Immobilien- und Hypothekenmarktes hin zu mehr Immobilientransfers und damit größerer Transparenz denkbar. Entsprechend dem britischen Beispiel würden sich Immobilienerwerber am Anfang ihres Berufs- und Familienlebens erst eine kleine Wohnung kaufen, für deren Finanzierung sie nicht viel oder gar kein Eigenkapital aufbringen müssten und würden später bei Bedarf (z.B. Familiengründung) in eine größere Wohnung wechseln. Im Rentenalter, wenn sich die Familie wieder verkleinert, könnte wieder ein Wechsel in eine kleinere Wohnung erfolgen und durch den Verkauf oder auch durch Vermietung aus dem bis dahin aufgebauten Immobilienvermögen eine zusätzliche Einnahmequelle entstehen.

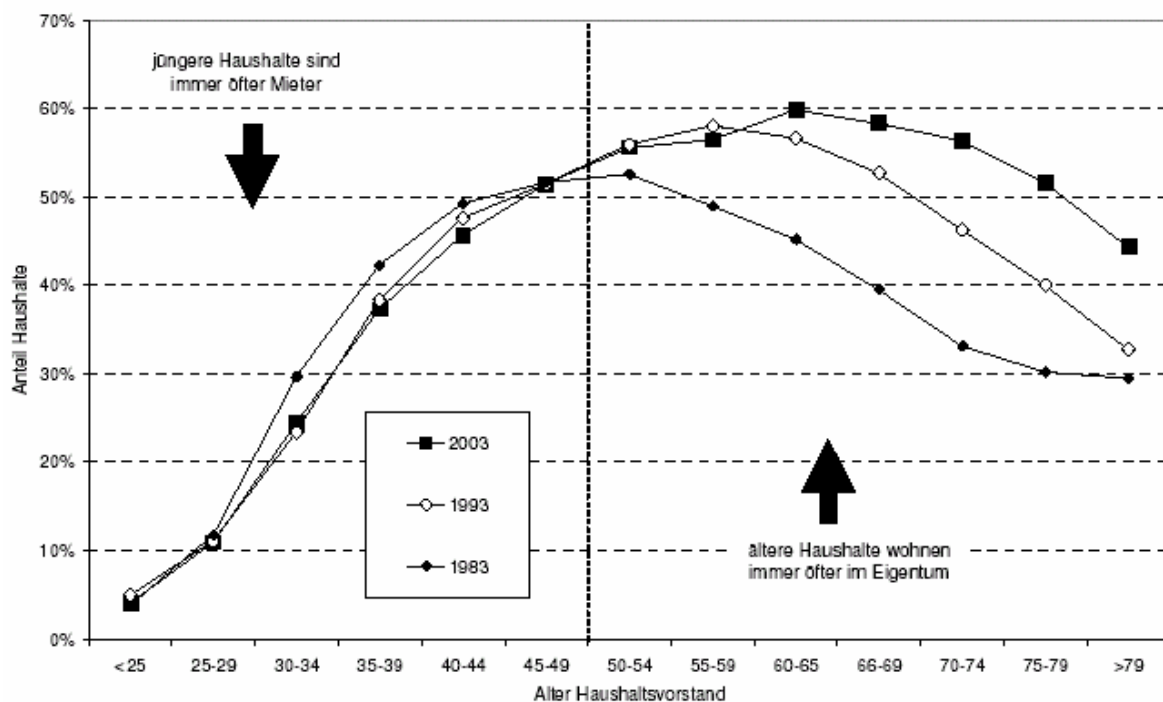


Abbildung 6.2-1: Alter der Haushaltsvorstände im Wohneigentum 1983, 1993 und 2003¹⁴

¹³ Beispielsweise werden die Häuser aus dem Bundeseisenbahnvermögen an private Verwaltergesellschaften (z.B. Annigton) verkauft, die ihrerseits nach und nach die ehemals geförderten Mietwohnungen als Eigentumswohnungen verkaufen.

¹⁴ Quelle: Braun/Pfeiffer (2004), S.11

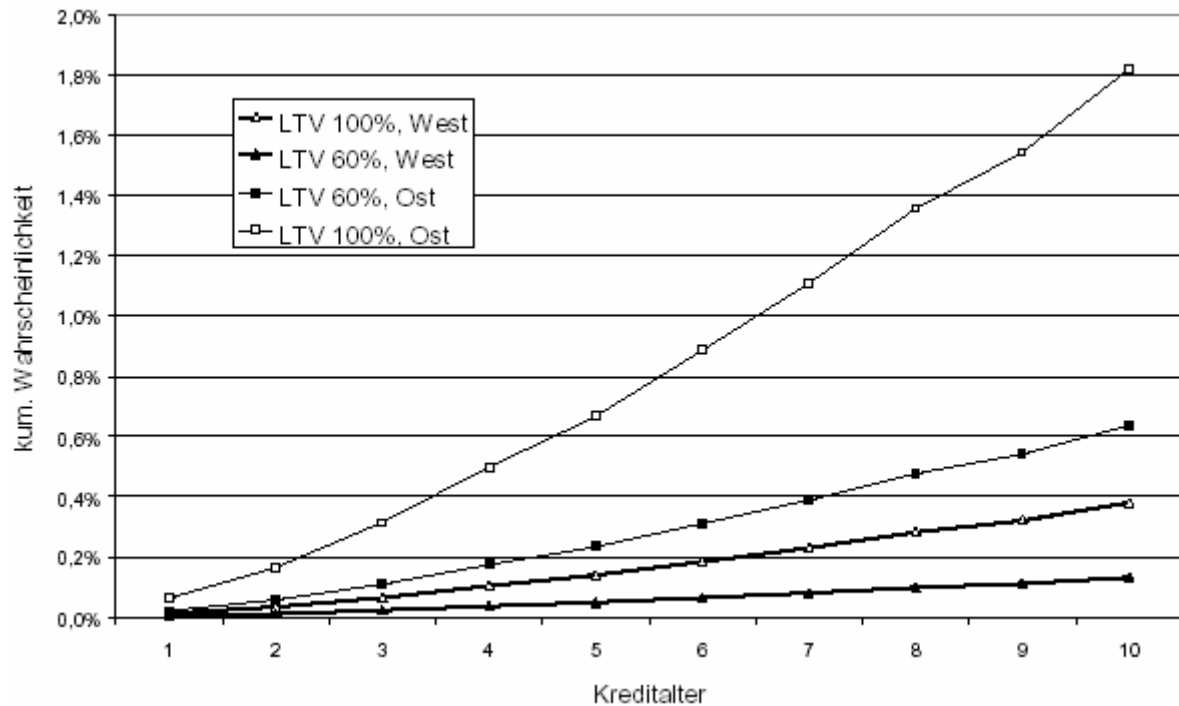


Abbildung 6.2-2: Erwartete kumulierte Wahrscheinlichkeit für die Bildung einer Einzelwertberichtigung nach LTV und Region¹⁵

6.2.1.2 Spanien

Günstige Hypothekendarlehen sind in Spanien auf eine Beleihungsgrenze von 80% des Immobilienschätzwertes begrenzt. Damit trotz der gestiegenen Immobilienpreise die Darlehensnehmer Zugang zu günstigen Hypothekendarlehen erhalten, war die bisherige Praxis der Kreditinstitute aber, die zu erhebenden Schätzwerte über den Kaufpreisen anzunehmen. Seit dem Jahr 2004 gilt allerdings eine neue ministeriale Richtlinie zur Ermittlung des Beleihungswertes, die ECO/805/2003. Seit dem muss ein Beleihungswert, *valor hipotecario*, als Grundlage der Darlehensvergabe herangezogen werden und nicht mehr der Schätzwert einer Immobilie. Mit dieser Maßnahme sollen die Immobilienpreisspekulationen eingedämmt und die Preissteigerungsrate reduziert werden. Allerdings wird potentiellen Darlehensnehmern damit zunächst der Zugang zu Hypothekendarlehen erschwert. Es bleibt abzuwarten, welche Auswirkung die neue Richtlinie auf die Erschwinglichkeit hat, zumal der Anteil höherer Beleihungsausläufe in den vergangenen Jahren zugenommen hat (siehe Abbildung 6.2-3).

¹⁵ Quelle: Faller (2001), S.62; Anmerkung: Koeffizienten für Neubau EFZH, 35-39 jähriger Kreditnehmer, Angestellter mit monatlichem Einkommen von 4.000 –4.999 DM und entsprechende Werte für LTV sowie Region.

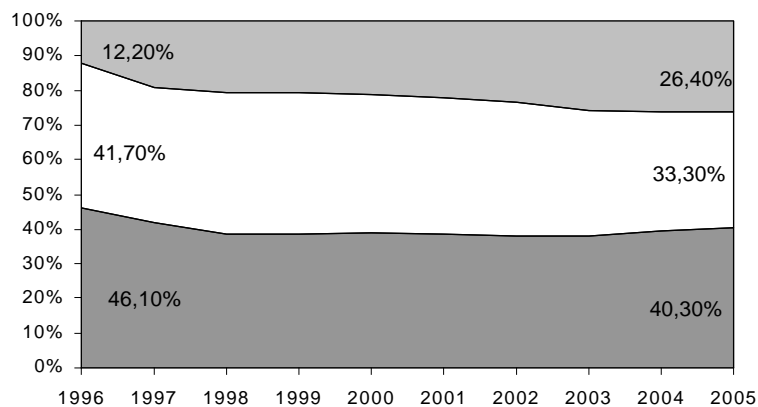


Abbildung 6.2-3: Anteil der Beleihungsausläufe in Spanien (1995-005), in %¹⁶

Um die monatlichen Darlehenskosten zu reduzieren, haben die Kreditinstitute die Laufzeiten der Hypothekendarlehen extrem verlängert, von 12 Jahren im Jahr 1990 auf über 27 Jahre im Jahr 2006. Abbildung 6.2-4 zeigt die Entwicklung der typischen Beleihungsausläufe und Laufzeiten spanischer Hypothekenbanken.

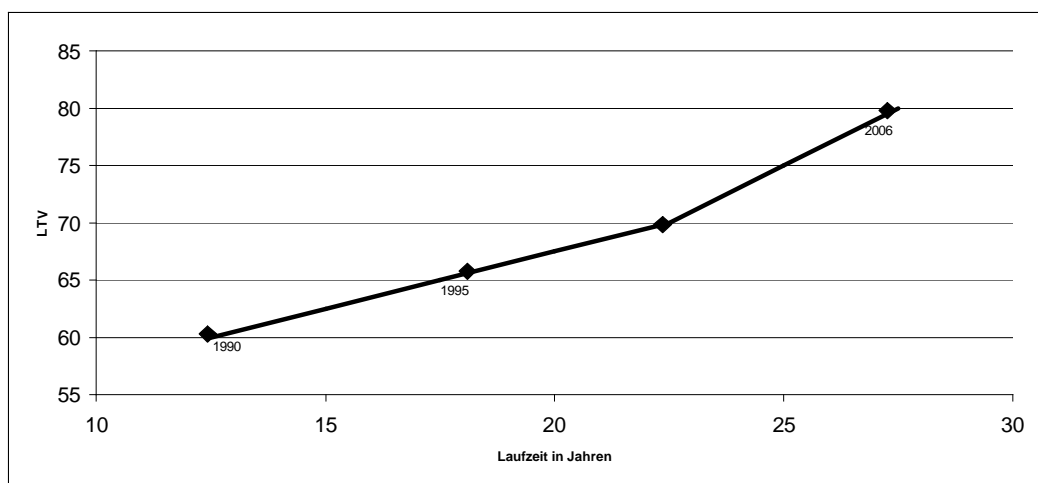


Abbildung 6.2-4: Angebot typischer Beleihungsausläufe und Laufzeiten spanischer Hypothekenbanken (1995-2006)¹⁷

Mit Hilfe dieser Maßnahmen konnte der aufzubringende Kapitaldienst eines Darlehens in Spanien Mitte der 90er Jahre trotz Preissteigerungen der Immobilie zunächst gesenkt werden (siehe Abbildung 6.2-5). Zu dieser Zeit erhöhte sich auch das Durchschnittseinkommen in Spanien entsprechend und die Erschwinglichkeit nahm zu. Seit Mitte des Jahres 2005 hat sich das Verhältnis der Immobilienpreise zum Jahresbruttogehalt aber erhöht. Damit ist der Kapitaldienst im (ungeförderten) Bereich von 30% auf 40% angestiegen. (Damit erreicht er bisher aber nur jenen Wert, den er vor Ausweitung der Beleihungsgrenze und der Laufzeiten im Jahr 1995 hatte.)

¹⁶ Quelle: AHE (2005)

¹⁷ Quelle: eigene Darstellung; Daten: www.ahe.es; Stand 10.10.2006

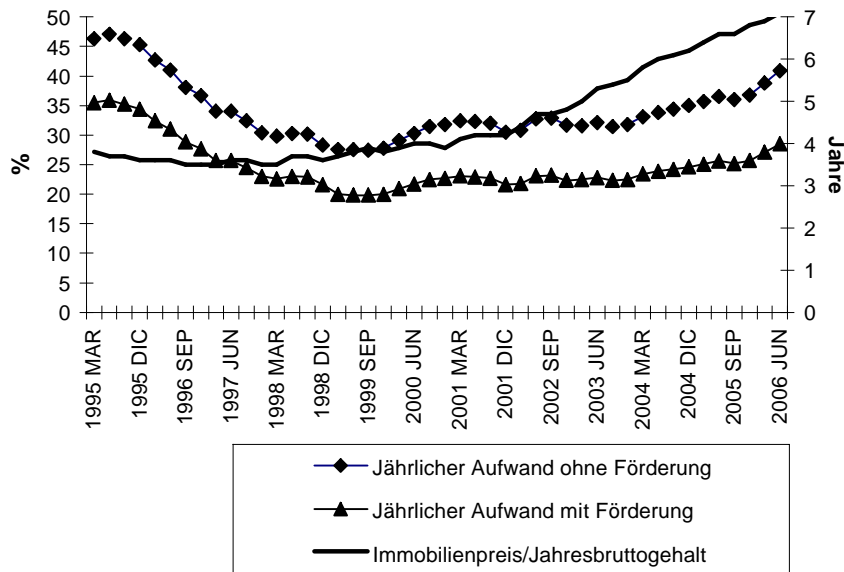


Abbildung 6.2-5: Indikatoren für die Erschwinglichkeit der Wohnimmobilien in Spanien (1995-2006)¹⁸

6.2.1.3 Großbritannien

Die übliche Beleihungsgrenze liegt bei 75-80%. Allerdings gibt es auch Standardangebote, die über diese Grenzen hinausgehen. Im Jahr 2003 machten sie 40% der Darlehen aus. Der mittlere Beleihungsauslauf für Ersterwerber lag in diesem Jahr bei 89%, für den Rest bei 70%. Die Bewertungspraxis für Immobilien erfolgt nach dem Vergleichsverfahren kürzlich verkaufter Immobilien und ist somit marktnah.

Die englischen Kreditgeber werben sehr massiv um Neukunden und bieten ihnen daher Darlehen, die zu Beginn der Laufzeit niedriger verzinst sind oder flexible Tilgungsmöglichkeiten zulassen. Sogenannte Discounted Variable Rate Mortgages (DVRs) mit sich anschließenden Standard Variable Rate Mortgages (SVRs) sind sehr weit verbreitet. Die Darlehensnehmer erhalten dadurch insgesamt einen leichten Marktzugang. Die Laufzeit der Hypothekendarlehen ist mit 20 bis 25 Jahren ausreichend lang.

Darüber hinaus gibt es auch einen geregelten Sub-Prime Sektor, auf dem Kreditnehmer geringer Bonität Darlehen erhalten.

Obwohl der britische Hypothekenmarkt äußerst wettbewerbsintensiv ist und eine Menge verschiedener Hypothekenprodukte durch unterschiedlichste Finanzvermittler angeboten werden, ist die Einholung mehrerer Angebote für Darlehensnehmer im Vergleich zu Deutschland und Spanien mit Hilfe des KFI¹⁹ doch sehr einfach. Damit entfallen langwierige Einzelge-

¹⁸ Quelle: eigene Darstellung; Daten: www.bde.es/infoest; Stand: 10.10.2006

¹⁹ Key Facts Illustration. Siehe Kap.3.3.3

sprache mit den Kreditberatern zur Angebotserstellung vor Ort, die Vergleichsgrundlage wird erhöht und der Vergleich der Produkte wird durch standardisierte Angaben erleichtert.

6.2.1.4 Vergleich Marktzugang

Im Vergleich der drei Länder bietet Großbritannien den Darlehensnehmern die besten Einstiegschancen und erhält deshalb auch das höchste Ranking (siehe Tabelle 6.2-1). Doch auch auf dem spanischen Hypothekenmarkt sind die Darlehensnehmer auf Grund der Verlängerung der Darlehenslaufzeiten und der Erhöhung der Beleihungsgrenzen in der Lage, ihren gesteigerten Kapitalbedarf ohne eine wesentliche Erhöhung des monatlich zu erbringenden Kapitaldienstes zu decken. Der deutsche Markt bleibt dagegen etwas zurück und schließt mögliche Darlehensnehmer durch hohe Eigenkapitalforderungen aus. Wenig Abhilfe bringen hier die Bausparkassen, mit deren Hilfe die Darlehensnehmer über die angesparten Bausparmittel den Eigenkapitalanteil einer Finanzierung erhöhen.

Das in Tabelle 6.2-1 erstellte Ranking beurteilt allein die Chancen des Marktzuganges für Darlehensnehmer in den drei Ländern und beinhaltet noch keine Aussage über die Qualität der Ausführung.

Indikator	Deutschland	Spanien	Großbritannien
<i>Schätzwert</i>	Beleihungswert	Beleihungswert	Vergleichswert
<i>Beleihungsgrenze</i>	60% + 20%=80% (d.h. ca. 65% des Kaufpreises)	80%	75-80% bei BS 80% bei Banken oft bis 100% und darüber
<i>Laufzeit</i>	25-30 Jahre	15-25 Jahre	20-25 Jahre
<i>Beurteilung</i>	Nicht ausreichend	Bisher ausreichend	Ausreichend

Tabelle 6.2-1: Beurteilung des Marktzugangs

6.2.2 Produktangebot

Für die Beurteilung, ob auf den Märkten ein ausreichendes Produktangebot besteht, werden die angebotenen Varianten der Verzinsung und der Amortisation analysiert.

6.2.2.1 Deutschland

Die Laufzeit der meisten Hypothekendarlehen ist auf etwa 30 Jahre angelegt. Vor allem im erstrangigen Beleihungsraum ist die Konkurrenz unter den Finanzinstituten groß. Sie werben mit standardisierten, festverzinslichen Hypothekarkrediten vor allem um jene Kunden, die 40% des Immobilienwertes und mehr über andere Quellen finanzieren, im günstigsten Fall durch Eigenkapital. Wie aus Abbildung 6.2-6 ersichtlich liegt der Marktanteil der festverzinslichen Produkte Ende 2006 bei etwa 85% der Volumina insgesamt ausgegebener Hypothekendarlehen. Etwa 37% der Kredite haben eine Zinsfestschreibung zwischen 5 und 10 Jahren,

16% zwischen 1 und 5 Jahren und etwa 33% über 10 Jahre.²⁰ Darlehen mit einer Zinsfestschreibung von 20 Jahren und darüber hinaus sind selten.²¹

Variabel verzinsliche Darlehen bzw. solche mit einer anfänglichen Zinsbindung von bis zu einem Jahr haben in Deutschland nur einen geringen Marktanteil von 14% der neu ausgegebenen Hypothekendarlehen,²² obwohl das anhaltend niedrige Zinsniveau der letzten Jahre zunächst einen stärkeren Trend in diese Richtung erwarten ließ. Für die Zinsanpassung variabel verzinslicher Kredite gibt es keine offiziellen Regeln oder gesetzlichen Vorschriften. Ist nichts weiter vereinbart, dürfen die Kreditgeber nach eigenem Ermessen die Zinsen sowohl erhöhen als auch erniedrigen. Allerdings hat sich die Praxis durchgesetzt, die Zinsen entweder an einen Index anzupassen oder aber nach oben durch ein sogenanntes Cap-Darlehen zu begrenzen.

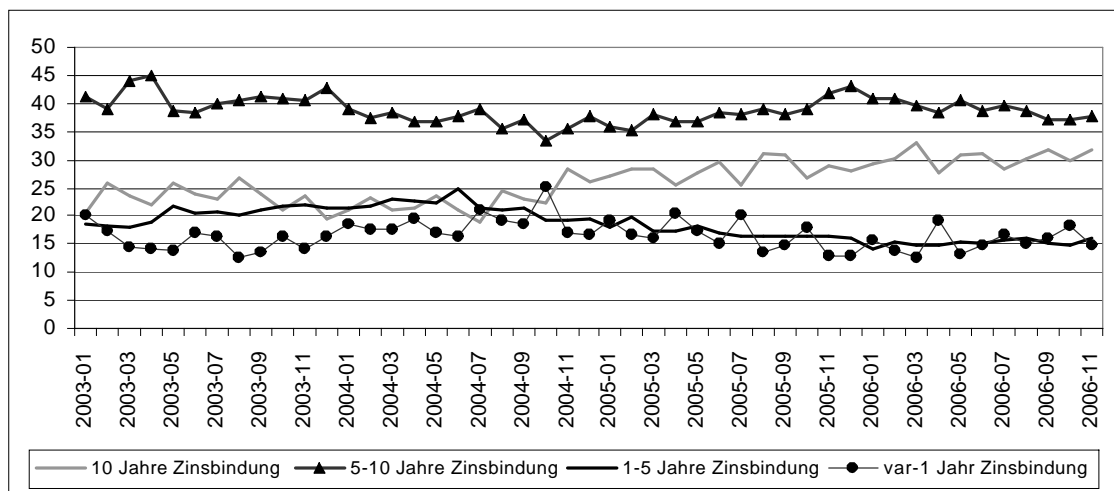


Abbildung 6.2-6: Hypothekarkredite an private Haushalte in % der Neugesäftsvolumina²³

Bei der Tilgungsart der Darlehen überwiegen die sogenannten Annuitätendarlehen mit festgelegter Tilgungsrate. Möglich sind auch Ratendarlehen und Festzinsdarlehen. Letztere werden aber nur begeben, wenn parallel in ein Bauspardarlehen oder eine Versicherung einbezahlt wird, die das Hypothekendarlehen beispielsweise nach 10 Jahren ablösen. In den Standardverträgen wird einer flexiblen Gestaltung der Tilgungszahlungen relativ wenig Spielraum eingeräumt. Allerdings konkurrieren die verschiedenen Institute heute zum Teil damit, dass sie Sondertilgungen bis zu 5% der Hypothekendarlehen zu fest vereinbarten Terminen zulassen. Einen relativ gut entwickelten Markt findet man für Zinssicherungsprodukte vor. So können sich die Kunden beispielsweise durch Forward-Darlehen bis zu 36 Monate im Voraus den bei Abschluss aktuellen Zinssatz sichern.

²⁰ Vgl. Statistik der Deutschen Bundesbank

²¹ Zur Zeit gibt es vereinzelt Anbieter, die vor allem über das Internet diese Marktnische zu bedienen suchen. Leider wurden noch keine Daten über die Höhe der Nachfrage veröffentlicht.

²² Vgl. Statistik der Deutschen Bundesbank, European Central Bank (2003), Anderson (2004), S. 75.

²³ Quelle: eigene Darstellung; Daten der Deutschen Bundesbank, www.bundesbank.de

6.2.2.2 Spanien

Die Bandbreite der in Spanien im Jahr 2006 angebotenen Hypothekarprodukte kann auf den ersten Blick als sehr groß bezeichnet werden. Zum einen haben die Kunden die Wahl zwischen verschiedenen Verzinsungsarten und zum anderen bieten die Darlehensgeber auch immer häufiger flexible Gestaltungsmöglichkeiten bezüglich Laufzeit, Amortisationshöhe, Zahlungsaufschüben oder außerordentlichen Rückzahlungen an. Das Standardprodukt aller Anbieter ist das variabel verzinsten Hypothekendarlehen, dessen Zins alle 6 bis 12 Monate an einen offiziellen Referenzzins angepasst wird. Daneben lassen sich auch immer mehr gemischt verzinsten Produkte finden mit unterschiedlich langen Festzinsschreibungsperioden. Diese reichen von einem Jahr über zwei, drei, fünf bis zu fünfzehn Jahren mit anschließender variabler Verzinsung. Auch die vor 1995 populären Festzinsdarlehen mit festgelegtem Zins über die gesamte Laufzeit des Darlehens werden wieder in die Produktpalette mitaufgenommen.

Innerhalb der erstrangigen Hypothekendarlehen ($LTV < 80\%$) werden für variabel verzinsliche Darlehen standardmäßig auch einige Optionen gewährt. So sind im ersten Jahr Zahlungsaufschübe von maximal 12 Monaten zugelassen oder Karenzzeiten während der gesamten Laufzeit von bis zu 36 Monaten. Darüber hinaus können die Kunden zwischen verschiedenen Zinszahlungen wählen. Die genannten Optionen verlängern entsprechend die Laufzeit der Darlehen und sind meist bis zu einer Laufzeitverlängerung um 5 Jahre möglich. Für Darlehensnehmer unter 35 Jahren werden Sonderbedingungen angeboten, die Darlehen mit einer Laufzeit bis zu 40 oder 50 Jahren und höheren Karenzzeiten zulassen. Diese können beispielsweise bis zu 120 Monaten betragen und sind beliebig über die Laufzeit verteilbar. So können zum Teil bis zu 25% der gesamten Zahlungen verschoben werden. Außerordentliche, vorzeitige Rückzahlungen von 10-30% des ausstehenden Darlehens werden ebenfalls standardmäßig angeboten, sind aber meist auf einen bestimmten Zeitraum beschränkt. Eine weitere oft anzutreffende Option ist, die mit dem Verlauf der Amortisationszahlungen frei gewordenen Krediträume der Hypothek für Konsumkäufe außerhalb des Wohneigentums zu gewähren.²⁴

6.2.2.3 Großbritannien

Darlehensnehmer finden in Großbritannien ein extrem breites Angebot an verschiedensten Produkten vor. Die meisten werden auch standardmäßig von den jeweiligen Finanzintermediären beworben. Die neuesten Innovationen beinhalten flexible Hypothekendarlehen, die

²⁴ Darüber hinaus werden jetzt verstärkt sogenannte *inverse* Hypotheken angeboten. Die Zielgruppen sind ältere Menschen bzw. Rentner, meist über 65 Jahren, die ihr Immobilienvermögen beleihen, um Geld für den sonstigen Konsum zu erhalten. Die inverse Hypothek ist auch Teil der Vorschläge zur Reform des Hypothekenmarktes, die dem Wirtschaftsministerium vorliegen. Die Reform soll noch im Jahr 2007 durchgeführt werden. Foro Cinco Dias (2006), S.14

Im angelsächsischen Sprachraum wird diese Art der Beleihung auch *remortgage* genannt.

Extratilgungen oder Tilgungsaussatz („Payment Holidays“) erlauben, oder sind sogenannte „Offset Mortgages“. Hier werden Hypothekendarlehen mit den Spareinlagen gekoppelt.

Die Informationsfülle über die Produkte ist groß und die Darlehensnehmer haben in den letzten Jahren immer mehr spezialisierte Hypothekenfinanzberater zur Auswahl geeigneter Hypothekendarlehen hinzugezogen. Allerdings erleichtert die im Jahr 2004 eingeführte Pflicht, den Kunden eine sogenannte Key Facts Illustration (KFI) zu erstellen, die Auswahl unter den Produkten.²⁵

Allerdings täuscht die Fülle an Angeboten ein wenig. An die meisten Produkte schließt sich nach einer bestimmten Frist (2-5 Jahre) automatisch das Standard Variable Mortgage (SVR) an. Es ist ein variabel verzinstes Darlehen, das meist über den anderen Zinskonditionen liegt. Noch im Jahr 2003 machten sie über 35% der ausstehenden Darlehen aus. Festverzinsten Darlehen mit einer Laufzeit über 3 Jahren machen nur einen Anteil von unter 5% der neu vergebenen Hypothekendarlehen aus.²⁶

6.2.2.4 Vergleich - Produktangebot

Die folgende Tabelle vergleicht die verschiedenen standardmäßig angebotenen Produkte der drei Länder.

Mögliche Produktvariationen		Deutschland	Spanien	Großbritannien
Variabel verzinst	<i>Frei variabel</i>	Standard	Nein	Verfügbar
	<i>Indexiert</i>	Ja, zum Teil	Standard (vor allem; Anpassungszeitpunkte alle 6 -12 Monate an offiziellen Refinanzierungssatz z.B. EURIBOR)	Standard (Anpassungszeitpunkte monatlich an Base Rate)
	<i>Diskontiert</i>	Kein Standard (nur sehr gering)	Kein Standard, aber immer mehr Anbieter	Standard
	<i>Cap or Floors (Collars)</i>	Kein Standard (nur sehr gering)	Kein Standard, aber immer mehr Anbieter für Caps	Kein Standard, aber immer mehr Anbieter für Cap-Laufzeiten von 3-5 Jahren und Collars
Festverzinst	<i>2 - 5 Jahre</i>	Standard	Standard, aber gering	Standard (v.a. DVR 2 Jahre fest mit anschl. SVR)
	<i>5 - 10 Jahre</i>	Standard	Standard, aber gering	Standard (DVR mit SVR)
	<i>10-20 Jahre</i>	Standard	Kein Standard, aber erhältlich	Kein Standard, aber erhältlich
	<i>>20 Jahre</i>	Kein Standard, aber erhältlich	Kein Standard, aber erhältlich	Nein

²⁵ siehe Kap. 3.3.3.1

²⁶ siehe Kap. 3.3.3.4

Mögliche Produktvariationen		Deutschland	Spanien	Großbritannien
Amortisation	<i>Annuität</i>	Standard	Standard	Standard
	<i>Endfällig</i>	Standard	Nein	Standard
	<i>Gradual Payment</i>	Kein Standard	Kein Standard, aber verhandelbar	Standard, zunehmend
	<i>Flexibel</i>	Nein	Kein Standard, aber zunehmend	Standard, zunehmend
	<i>Prepaymentoption</i>	Nicht für festverzinsten Produkte, Standard bei variabel verzinsten	Ja, zum Teil, da Entschädigung limitiert	Standard bei variabel verzinsten, sonst verhandelbar
	<i>Entschädigungszahlung</i>	Standard bei Festverzinsten Produkten	Ist limitiert auf 1 % bei variabel verzinsten und 2,5% bei fest verzinsten Produkten (ab 2007)	Standard bei festverzinsten Krediten, Cap-Darlehen und DVR. Bei Tracker oder SVR nur für den Rest des Monats vor erneuter Zinsanpassung oder wenn auf DVR gefolgt; bei festverzinsten wird üblicherweise eine fixe Kommission von 3-5% verlangt.

Abbildung 6.2-7: Vergleich der Produktpalette in Deutschland, Spanien und Großbritannien²⁷

Für die einzelnen Produktvariationen können verschiedene Rankings gebildet werden. Bei den variabel verzinsten Produkten liegt Großbritannien vor Spanien und Deutschland. Die größte standardisierte Produktpalette an festverzinsten Darlehen bietet Deutschland, vor Großbritannien und Spanien und hinsichtlich der Amortisation verfügt Großbritannien wieder über das größte Angebot.

Demnach bietet insgesamt Großbritannien dem Kunden die größte Produktvariation an. Vor allem ist die hohe Innovationsrate in den letzten Jahren hervorzuheben. Doch auch der spanische Markt hat sich in den letzten 5 Jahren sehr dynamisch entwickelt und kann dadurch heute die gestiegene Anzahl unterschiedlicher Kundenbedürfnisse bedienen. In Deutschland bleibt die Vielfalt an Angeboten noch intransparent, da sie meist individuell ausgehandelt werden müssen.

Allerdings hat auch Großbritannien noch Defizite. Die Vielfalt der angebotenen Produkte täuscht vor, dass diese allen Kunden offen steht und sie diese auch annehmen. Allerdings folgt nach einer bestimmten Bindungsfrist auf ein gewähltes, vermeintlich günstiges und passendes Produkt oft ein überbezahltes SVR, das ebenfalls für eine bestimmte Dauer festgelegt

²⁷ eigene Darstellung.

ist. Ein Wechsel der Darlehensnehmer zu anderen Produkten findet dann meist auf Grund hoher Transaktionskosten nicht statt.²⁸

6.2.3 Preis

Um einen Preisvergleich der Hypothekendarlehen zwischen den drei Ländern vornehmen zu können, werden statt der realen Darlehenszinsen die Kosten der Intermediation betrachtet. Um die Daten vergleichen zu können, beschränkt sich die Analyse der Intermediationskosten auf Hypothekendarlehen mit einer Zinsfestschreibung von 10 Jahren und auf variabel verzinsliche Hypothekendarlehen. Anhand der vorliegenden Daten zur Zinsentwicklung in den verschiedenen Ländern, wird mit Hilfe einer empirischen Regressionsanalyse der „angepasste Spread“ im Zeitverlauf ermittelt.

Sollten Optionen vertraglich möglich sein, so wird versucht diese zu erfassen. Die Option der vorzeitigen Rückzahlung des Darlehens ist eine Call-Option des Darlehensnehmers. Bei steigenden Zinserwartungen des Marktes verliert sie an Wert, je höher allerdings die Zinsvolatilität ist, desto höher ist ihr Wert einzustufen. In der Analyse repräsentiert die Zinsstruktur die Zinserwartung und dient dafür als Näherungswert. Die Zinsvolatilität steht für die Marktunsicherheit.²⁹

Die Ausfalloption gibt es zwar in den betrachteten Ländern insofern nicht, als bei Zahlungsausfall nicht nur die Immobilie gegenüber dem Kreditinstitut haftet,³⁰ sondern auch der Darlehensnehmer mit seinem gesamten Vermögen. Eine Ausfalloption wird in der Schätzung dennoch regelmäßig über die Volatilität der Hauspreise berücksichtigt, um einen möglichen Einfluss auf die Preisgestaltung nicht auszuschließen.

6.2.3.1 Deutschland

Hypothekendarlehen mit einer Zinsfestschreibung von 10 Jahren werden in Deutschland typischerweise von Pfandbriefbanken begeben, die sich über Pfandbriefe am Kapitalmarkt refinanzieren. Variabel verzinsliche Darlehen refinanzieren die Banken und Sparkassen meist über die Spareinlagen der Kunden. Da eine typische Eigentumsfinanzierung in Deutschland mehrere Darlehen enthält, muss für die länderübergreifende Vergleichbarkeit eine Gewichtung der einzelnen Darlehenskomponenten - erstrangige festverzinsten oder variabel verzinsten Hypothekendarlehen und zweitrangige Bauspardarlehen – erfolgen.

²⁸ Miles (2004, 2005) versucht anhand einer numerischen Analyse nach Campbell/Cocco (2003) zu klären, welche weiteren Gründe eine Umschuldung verhindern und warum insgesamt der Markt für festverzinsliche Kredite so gering ausgeprägt ist.

²⁹ Siehe Diamond/Lea (1992), S. 174, Rothberg et al. (1989) und Hendershott/van Order (1989).

³⁰ Das ist beispielsweise in den USA der Fall.

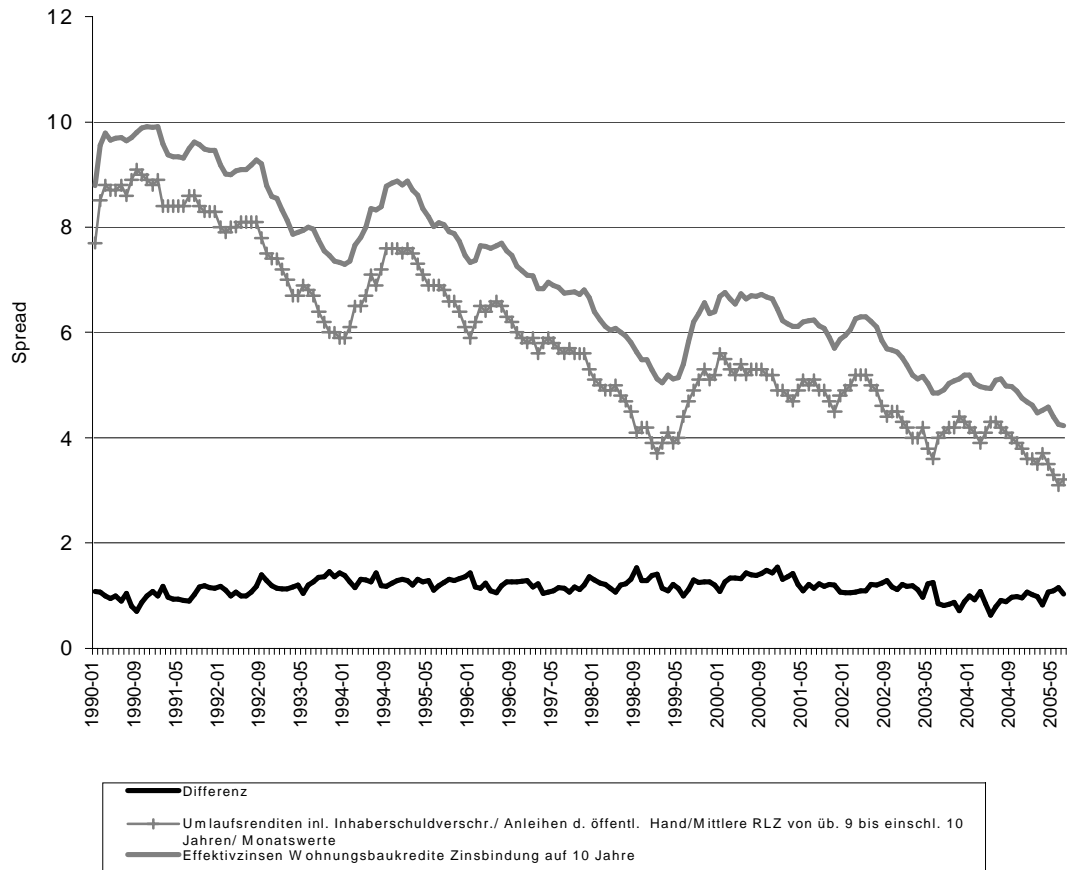


Abbildung 6.2-8: Zinsverläufe und Zinsdifferenz von Staatsanleihen und Hypothekendarlehen mit 10 jährigem Festzins³¹

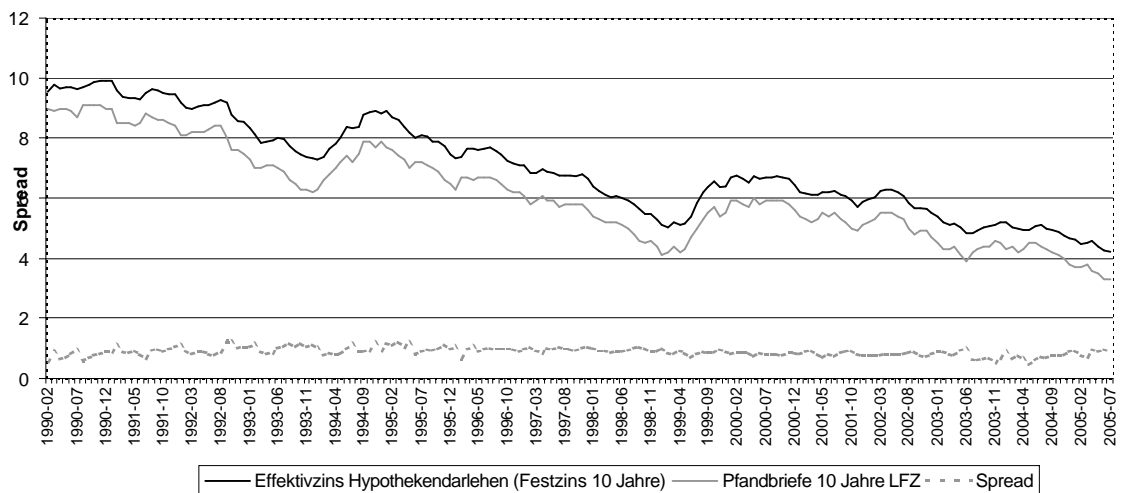


Abbildung 6.2-9: Zinsverläufe und Zinsdifferenz zwischen Hypothekendarlehen mit 10 jährigem Festzins und Pfandbriefen mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren³²

³¹ Quelle: eigene Berechnungen; Daten der Deutschen Bundesbank (Stand vom 02.07.2005); www.bundesbank.de

³² Quelle: eigene Berechnungen; Daten der Deutschen Bundesbank (Stand vom 02.07.2005); www.bundesbank.de

Wie aus Abbildung 6.2-8 und Abbildung 6.2-9 ersichtlich folgen die Zinsverläufe der Hypothekendarlehen mit 10 jähriger Zinsfestschreibung relativ gut den Umlaufrenditen 10 jähriger Staatsanleihen bzw. jenen von Hypothekendarlehen mit 10 jähriger Restlaufzeit.

Die Korrelation der Renditen variabel verzinslicher Hypothekendarlehen und einjähriger Staatsanleihen ist dagegen bis Ende 1992 nicht sehr hoch, danach etwas höher (siehe Abbildung 6.2-10). Dafür ist die Korrelation zwischen den Gleitziinsen und den durchschnittlichen Sparzinsen höher. Dies zeigt deutlich, dass sich die Refinanzierung der variabel verzinsten Hypotheken nach den durchschnittlichen Sparzinsen richten.³³ Der Durchschnittswert von Mai 1996 bis Februar 2006 lag bei 288 Basispunkten. (siehe Abbildung 6.2-11).

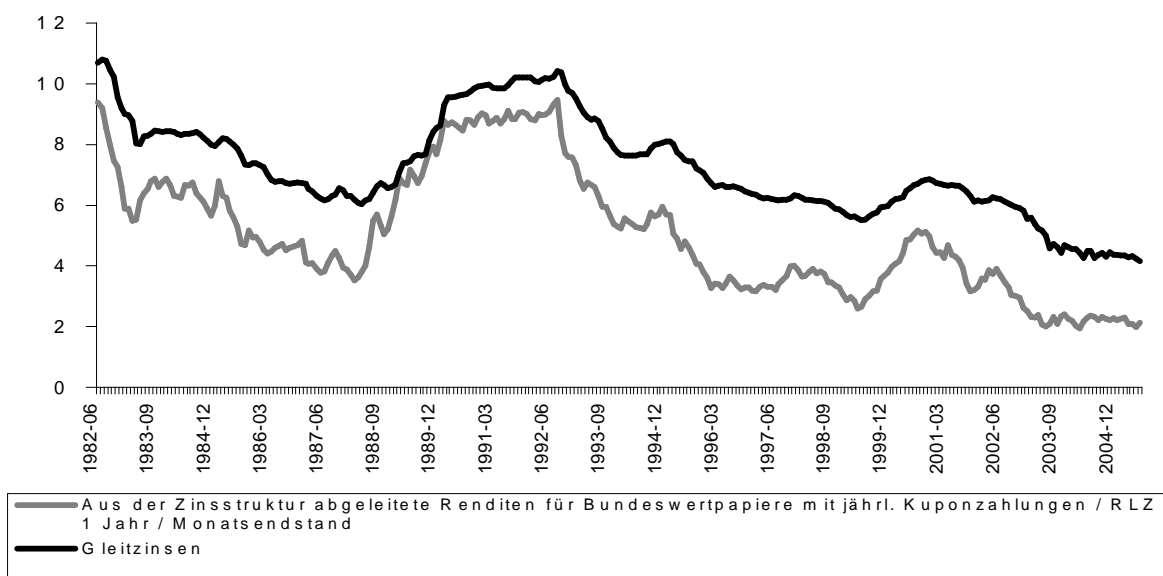


Abbildung 6.2-10: Renditeverläufe variabel verzinslicher Hypothekendarlehen und einjähriger Staatsanleihen (1982-2005)³⁴

³³ Siehe hierzu auch die Ausführungen von Diamond/Lea (1992), S. 101f.

³⁴ Quelle: eigene Berechnungen; Daten der Deutschen Bundesbank (Stand vom 02.06.2006); www.bundesbank.de

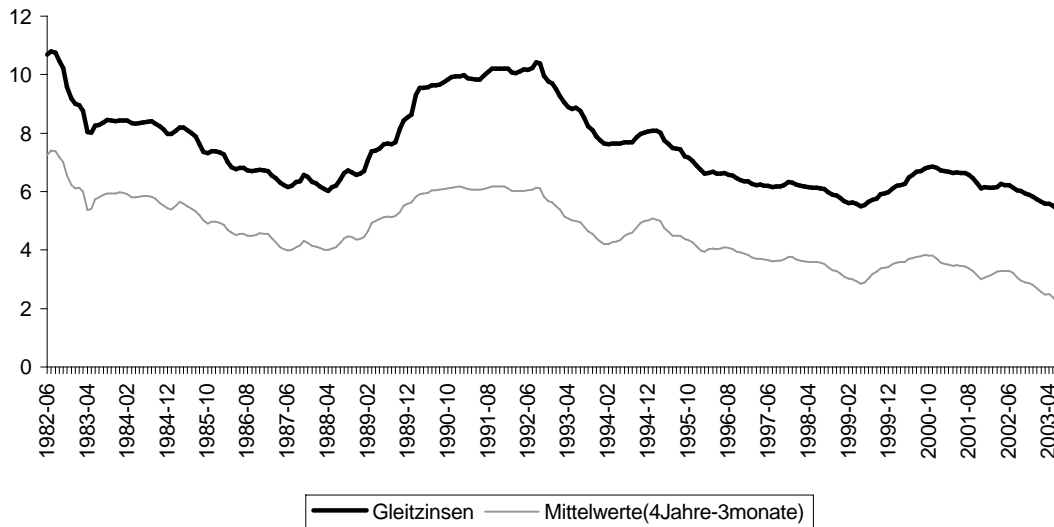


Abbildung 6.2-11: Zinsverlauf variabel verzinslicher Hypothekendarlehen und die durchschnittlichen Zinskosten von Spareinlagen zwischen 3 Monaten und 4 Jahren³⁵

Die Berechnung der Intermediationskosten erfolgt anhand des Konzepts des angepassten Zinses (*adjusted spread*) nach Diamond/Lea (1992). Üblicherweise entsprechen die über 10 Jahre festverzinsten Darlehen erstrangig gesicherten Hypothekendarlehen. Sie werden meist von Pfandbriefbanken begeben und über die Ausgabe von Pfandbriefen refinanziert. Gemeinsam mit der für erstrangige Darlehen gängigen Bewertungspraxis erhalten die Darlehen dadurch eine hohe Sicherheit. Da zudem die Rechtslage eine vorzeitige Rückzahlung von festverzinsten Hypothekendarlehen durch den Darlehensnehmer ausschließt (zumindest muss er eine angemessene Vorfälligkeitsentschädigung aufbringen), sind bei der Berechnung der Intermediationskosten weder dieses Risiko noch jenes eines Darlehensausfalls festverzinslicher Darlehen zu berücksichtigen. Die Zinsdifferenz zur risikolosen Refinanzierung spiegelt demnach allein die Intermediationskosten und mögliche Liquiditätsrisiken der Darlehensgeber wieder. Wie in Abbildung 6.2-12 zu sehen, lassen sich seit dem Jahr 1982 bis ins Jahr 2006 etwa vier Zeitabschnitte unterschiedlicher Tendenzen erkennen. Im ersten Abschnitt von Juni 1982 bis Juni 1987 liegt die durchschnittliche Zinsdifferenz deutlich über der Marke von 120 Basispunkten mit Spitzen bis zu 177 Basispunkten im Jahr 1985. In der anschließenden Periode von 1987 bis Ende 1990 fällt die durchschnittliche Zinsdifferenz auf 105 Basispunkte. Es folgt eine lange Periode mit einer relativ konstanten Zinsspanne von durchschnittlich 121 Basispunkten, die erst Mitte 2003 beendet wird. Bis Anfang 2006 ist die Zinsspanne seit dem auf durchschnittlich 93 Basispunkte gefallen mit einem Minimum bei 64 Basispunkten im Mai 2004.

³⁵ Quelle: eigene Berechnungen; Daten der Deutschen Bundesbank (Stand vom 02.06.2006); www.bundesbank.de

Diamond/Lea (1992) untersuchen diese Tendenzen genauer, um weitere mögliche Einflussfaktoren auf die Zinsdifferenz zu finden. In ihrer Studie, die sich auf die Zeit von Juni 1982 bis Februar 1991 bezieht, machen sie das Absinken der Zinsdifferenz im Juni 1987 und März 1988 am gesteigerten Volumen ausgegebener Staatsanleihen fest. Darüber hinaus soll es allgemeine Zinserhöhungen am Kapitalmarkt gegeben haben. Weiter stellen sie fest, dass ab Ende 1987 die Ausgabe von Pfandbriefen erheblich zurückgegangen sei, sich gleichzeitig aber die Ausgabe von Staatsanleihen und anderen öffentlichen Anleihen erhöht habe. Die Marktanteile der Hypothekenbanken seien dementsprechend stark zurückgegangen, was auch am steigenden Interesse an variabel verzinsten Hypothekendarlehen festgemacht werden könne.³⁶

Diamond/Lea (1992) schließen aus ihren Feststellungen, dass das Verhältnis der Volumina ausgegebener Staatsanleihen zu jenen ausgegebener Pfandbriefe Einfluss auf die zu untersuchende Zinsdifferenz haben könnte und stellen die folgende Gleichung auf: (siehe Gleichung 6.1)

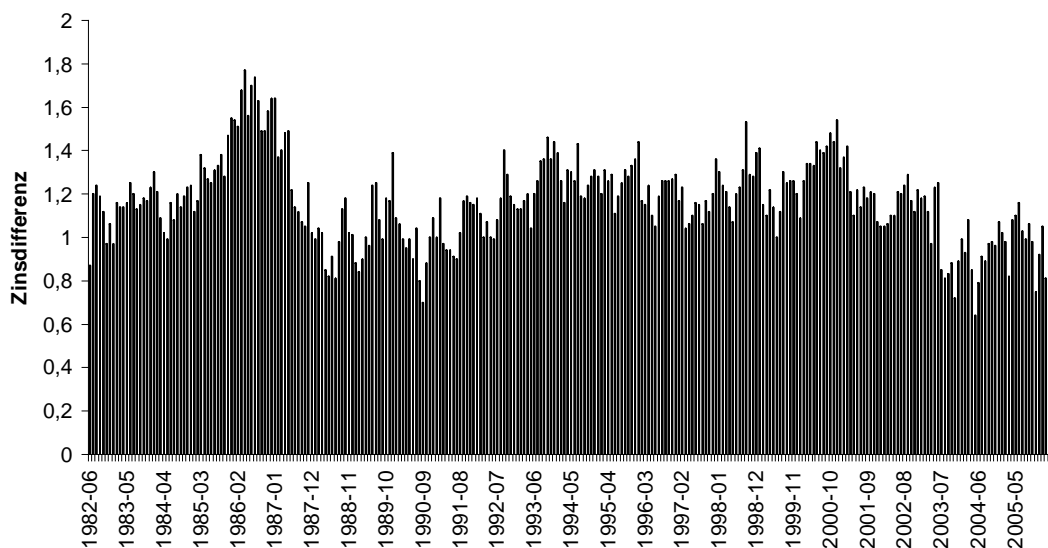


Abbildung 6.2-12: Zinsdifferenz zwischen auf 10 Jahre festverzinsten Hypothekendarlehen und 10 jährigen Staatsanleihen³⁷

$$DIFF10_t = \alpha + \beta_1 STRU_t + \beta_2 ANPF_t + \beta_3 ANBWP_t + \varepsilon_t \quad (6.1)$$

mit:

$DIFF10_t$: Zinsdifferenz zwischen den für 10 Jahre festverzinslichen Hypothekendarlehen und den Renditen 10 jähriger Bundeswertpapiere in Periode t .

³⁶ Vgl. Daimond/Lea (1992), S. 185

³⁷ Quelle: eigene Berechnungen; Daten der Deutschen Bundesbank (Stand vom 02.06.2006); www.bundesbank.de; zur Darstellung vgl. Diamond/Lea (1992), S. 185

$STRU_t$:	Zinsdifferenz zwischen Bundeswertpapieren mit einer Restlaufzeit von einem und zehn Jahren in t .
$ANPF_t$:	Anteil des Bruttoabsatzes von Pfandbriefen in t mit einer Restlaufzeit von vier Jahren zum Gesamtabsatz festverzinslicher Wertpapiere.
$ANBWP_t$:	Anteil des Bruttoabsatzes von Bundeswertpapieren mit einer Restlaufzeit von vier Jahren zum Gesamtabsatz festverzinslicher Wertpapiere.
e_t :	Störgröße.

Die Ergebnisse einer neuen Schätzung für den Zeitraum 1996 bis 2006 sind in Tabelle 6.2-2 wiedergegeben. Wie bei Diamond/Lea (1992) konnte auch hier eine Autoregression nach der Cochrane-Orcutt Methode durchgeführt werden, da die Daten serielle Korrelation erster Ordnung aufweisen und eine Überprüfung des zugrundeliegenden Prozesses der Daten $DIFF10_t$ die Annahme der Stationarität unterstützt.

Variable	Lag	Regressionskoeffizienten		
		Beta	t	Sig.
Konstante	0	1,14	22,386	1%-Niv.
$STRU$	0	-0,10	-1,72	
$ANPF$	0	0,172	2,927	5%-Niv.
$ANBWP$	0	0,085	1,44	
Korr. R-Quadrat		0,21		
Durbin-Watson		2,10		

Tabelle 6.2-2: Ergebnisse der Regressionsschätzung zur Bestimmung der Zinsdifferenz zwischen Hypothekendarlehen mit 10 jähriger Festverzinsung und Bundeswertpapieren mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren im Zeitraum zwischen 01/1996 und 06/2006.³⁸

Der äußerst niedrige Wert des Bestimmtheitsmaßes lässt erkennen, dass der Einfluss der untersuchten Variablen auf die Zinsdifferenz sehr gering ist. Das bestätigt auch der Vergleich zwischen dem Ergebnis der Konstanten in der Regression von 114 Basispunkten und dem Mittelwert der Zinsdifferenz zwischen Hypothekendarlehen und Bundeswertpapieren im untersuchten Zeitraum, der bei 115 Basispunkten liegt. Ähnliche Ergebnisse liefert die Untersuchung über den Zeitraum 2003-2006. Hier liegt der Zinsspread bei 92,7 Basispunkten. Auch für die Schätzung des korrigierten Zinsaufschlages variabel verzinslicher Hypothekendarlehen kann die Berücksichtigung des Ausfallrisikos und des Risikos vorzeitiger Tilgung entfallen. Auf Grund der restriktiven Beleihungspraxis ist das Risiko eines Ausfalls auch bei variabel verzinsten Produkten äußerst gering. Die Schätzung des „korrigierten“ Zinsaufschlages variabel verzinslicherer Hypothekendarlehen zum risikolosen Zins erfolgt auf Grund des Refinanzierungsmixes aus kurzfristigen und längerfristigen Spareinlagen und Sparbriefen wie in

³⁸ Siehe auch Ergebnisse für den Zeitraum 06/1982-04/1991 bei Diamond/Lea (1992), S. 187f.

Gleichung (6.2) angegeben. Die Daten weisen eine Autokorrelation ersten Grades auf und können mit Hilfe der Autoregression nach Cochrane-Orcutt geschätzt werden. Die Funktion der Variable *HypVar* unterstützt die Annahme der Stationarität.

$$HypVar_t = \alpha + \beta_1 BWPT1_{t,t-n} + \beta_2 BWPT2_{t,t-n} + \beta_3 BWPT5_{t,t-n} + \beta_4 BWPT10_{t,t-n} + \varepsilon_t \quad (6.2)$$

mit:

- HypVar_t*: Zinsen für variabel verzinsten Hypothekendarlehens in Periode *t*
BWPT_{i,t-n}: Rendite für Bundeswertpapiere der Restlaufzeit *i* in Periode *t* und mit einem Zeitlag von *t-n*.
e_t: Störgröße

Variable	Lag	Regressionskoeffizienten		
		Beta	t	Sig.
Konstante	0	2,77	8,968	
<i>BWPT1</i>	0	0,59	-0,12	
<i>BWPT2</i>	0	-0,43	0,13	5%-Niv.
<i>BWPT5</i>	0	0,06	-0,1	5%-Niv.
<i>BWPT10</i>	0	0,1	0,02	
<i>BWPT1</i>	2	0,5	0,11	1%-Niv.
<i>BWPT1</i>	4	0,3	2,01	1%-Niv.
<i>BWPT2</i>	2	-0,4	0,07	1%-Niv.
<i>BWPT5</i>	2	0,2	0,32	1%-Niv.
Korr. R-Quadrat			0,89	
Durbin-Watson			1,84	

Tabelle 6.2-3: Ergebnisse der Regressionsschätzung zur Bestimmung der Zinsdifferenz zwischen Hypothekendarlehen mit variabler Verzinsung und Bundeswertpapieren mit verschiedenen Restlaufzeiten im Zeitraum zwischen 01/1996 und 06/2006.³⁹

Der geschätzte korrigierte Zinsaufschlag beträgt nach dieser Regressionsschätzung 277 Basispunkte. Mit einem Bestimmtheitsmaß von 0,89 ist das Ergebnis signifikant. Der errechnete Mittelwert der Differenz zu den Refinanzierungskosten über Spareinlagen lag bei 288 Basispunkten. Im Vergleich zum Ergebnis von Diamond/Lea (1992) für den Zeitraum von 1982 bis 1991 hat sich die Differenz zwischen den Werten angenähert,⁴⁰ was für eine Erhöhung der Wettbewerbssituation der deutschen Sparinstitute im Hypothekensektor und einer Verringerung ihrer Kosten spricht.

Zur Vervollständigung der Vergleichsbasis der Finanzierungskosten müssen die jährlichen Kosten eines Bauspardarlehens geschätzt werden. Auf Grund der besonderen Finanzierungsform müssen hierfür neben den tatsächlichen Darlehenszinsen der Darlehensphase die Opportunitätskosten, die auf Grund entgangener Sparzinsen während der Sparperiode ent-

³⁹ Siehe auch Ergebnisse für den Zeitraum 06/1982-04/1991 bei Diamond/Lea (1992), S.190

⁴⁰ Die Differenz der Werte betrug in diesem Zeitraum 62 Basispunkte.

standen sind, die staatliche Förderung und mögliche Zwischenkredite während der Wartezeit berücksichtigt werden. Je nach Tarifvertrag werden Sparzinsen von 1,5% bis 4% angeboten.⁴¹ Der entsprechende Darlehenszins hat einen Zuschlag von 2,5% bis 3%. Für die Berechnung der jährlichen Zinskosten werden ein Sparzins von 2,5% und ein Darlehenszins von 5% angenommen. Darüber hinaus wird die Ansparphase auf vier Jahre festgelegt. Dies entspricht der Mindestansparzeit eines Bausparvertrags, die Wartezeit zur Zuteilung geht mit einem Jahr⁴² und die Darlehensphase mit 10 Jahren in die Berechnung ein.

Abbildung 6.2-13 zeigt die Zinsdifferenz der Bauspardarlehen zu Hypothekendarlehen mit einer Zinsfestschreibung über 10 Jahre inklusive eines auf 10 Jahre umgerechneten Zwischenkredites aus einer einjährigen Wartezeit. Es wird deutlich, dass der reine Zinsvorteil der Bauspardarlehen seit Mitte des Jahres 1998 durch das allgemein niedrige Niveau der Hypothekenzinsen kaum mehr vorhanden ist. Davor von 1991 bis 1998 betrug es im Mittel 228 Basispunkte.

Im gleichen Maße sind die Opportunitätskosten der Bausparphase, d.h. die Kosten entgangener Zinsen aus Sparanlagen ähnlicher Anlagedauer, gesunken. Für die Berechnung der Opportunitätskosten wurde der Mittelwert der Zinsen von Spareinlagen und Sparbriefen mit einer Laufzeit von vier Jahren und Spareinlagen mit einer Laufzeit von 12 Monaten herangezogen. Die durchschnittlichen Opportunitätskosten über die gesamte Betrachtungsperiode betragen 94 Basispunkte. Die Kosten sind von durchschnittlich 156 Basispunkten seit dem Jahr 1993 bis Anfang des Jahres 1998 auf durchschnittlich 7 Basispunkte ab dem Jahr 1998 gesunken.

Die in der Abbildung 6.2-13 dargestellte Förderungskurve zeigt den Anteil der eingegangenen Wohnungsbauprämien im Verhältnis zu den Bauspareinlagen. Dieser ist in der ersten Hälfte der 90er Jahre zunächst von 1,7% auf 0,6% zurückgegangen, um danach wieder auf über 2% anzusteigen.⁴³

⁴¹ Vgl. Bausparkassen-Fachbuch 2004/2005, S.665 ff.

⁴² Diese Zeitdauer ist aus heutiger Sicht zu hoch, für die Betrachtung der gesamten Periode aber tragbar.

⁴³ In der Arbeit muss die Förderung über die Arbeitnehmersparzulage unberücksichtigt bleiben, da hierzu keine Daten vorliegen. Es kann nicht ausgeschlossen werden, dass dadurch das Ergebnis verzerrt wird.

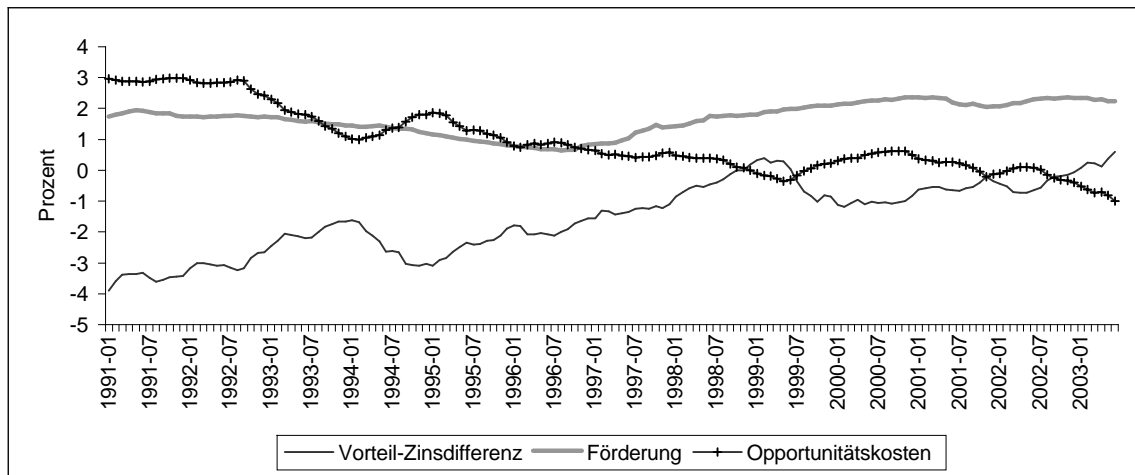


Abbildung 6.2-13: Zinsdifferenz von Bauspardarlehen zu Hypothekendarlehen mit Zinsfestschreibung über 10 Jahre, die Opportunitätskosten des Bausparens und die Bausparförderung.

Die Formel zur Berechnung der jährlichen Darlehenskosten eines Bauspardarlehens kann wie folgt dargestellt werden:

$$r^{BD} =]r^{VZ} +]r^{ZW} + [r^S -]r^{BS} \quad (6.3)$$

mit:

- r^{BD} : effektiver, jährlicher Darlehenszins eines Bausparvertrags
 r^{VZ} : im Bausparvertrag festgelegter Darlehenszins
 r^{ZW} : Darlehenszins für den Zwischenkredit, umgerechnet in ein Zinsaufschlag auf r^{VZ} .
 r^S : Sparzins am Kapitalmarkt
 r^{BS} : im Bausparvertrag festgelegter Sparzins

Um nun auch hier eine Zinsdifferenz zum risikolosen Zins zu erhalten, werden die Werte r^{BD} zur Rendite von Bundeswertpapieren mit einer Restlaufzeit von 5 Jahren in Verbindung gesetzt.⁴⁴ Der Durchschnittswert dieser Differenz liegt bei positiven 78 Basispunkten. Aus Abbildung 6.2-14 ist erkennbar, dass die Differenz zu Beginn der Betrachtungsperiode bis Anfang des Jahres 1996 negativ war, der Durchschnitt lag bei -53 Basispunkten. Diese Veränderung steht vor allem mit der Abnahme des Zinsvorteils von Bauspardarlehen gegenüber herkömmlichen Hypothekendarlehen in Verbindung. Das Sinken der Opportunitätskosten und der moderate Anstieg der Wohnungsbauförderung konnten den Anstieg der Zinskosten nicht kompensieren.

⁴⁴ Als Vergleichsbasis werden die Bundeswertpapiere mit einer Restlaufzeit von 5 Jahren herangezogen, da diese mit der Duration der Bauspardarlehen von 6 bis 7 Jahren am besten übereinstimmen. Vgl. hierzu auch Diamond/Lea (1992), S.194.

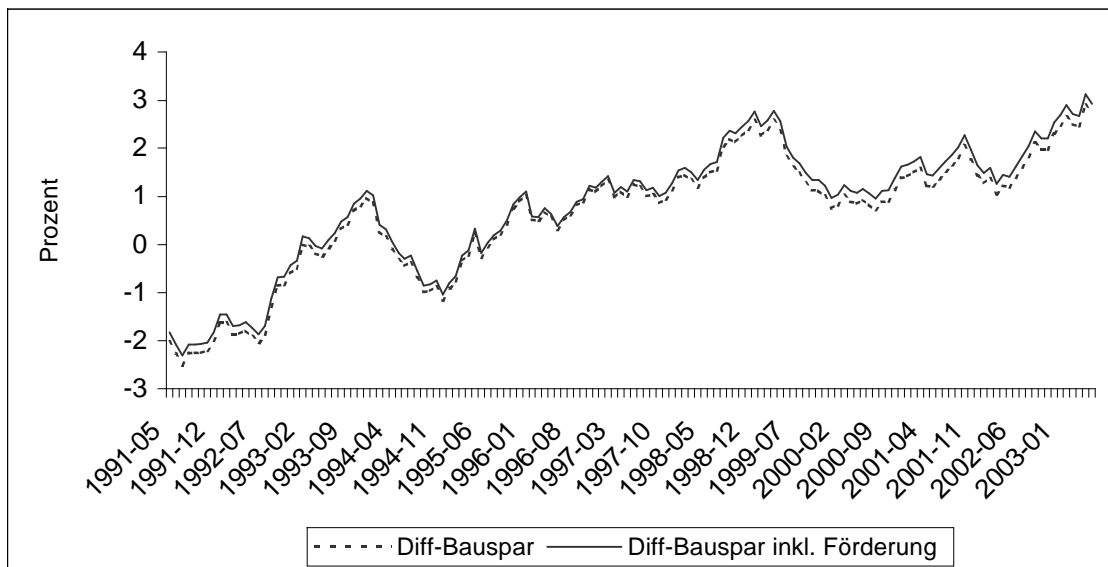


Abbildung 6.2-14: Korrigierte Zinsdifferenz zwischen Bauspardarlehen und Bundeswertpapieren mit einer Restlaufzeit von 5 Jahren.

Zur berechneten Zinsdifferenz muss noch eine Aufnahmegebühr und eine Darlehensgebühr hinzugefügt werden. Entsprechend der Annahme bei Diamond/Lea (1992) wird auch hier mit einem Pauschalbetrag von 40 Basispunkten gerechnet. Die korrigierte Zinsdifferenz für Bauspardarlehen zum risikolosen Zins beträgt demnach 118 Basispunkte.

6.2.3.2 Spanien

Die aktuelle Preisgestaltung auf dem spanischen Hypothekenmarkt ist in Tabelle 6.2-4 für verschiedene Zinsprodukte zusammengefasst. Auffällig ist, dass der Zins für Darlehen mit einer Festzinsschreibungsfrist von über 10 Jahren niedriger ist als der variable Zins. Wie in Abbildung 6.2-15 zu sehen, hat der Trend eines sinkenden Zinsverlaufs für Produkte mit einer Festzinsschreibungszeit von über 10 Jahren im März 2004 begonnen. Im Januar 2005 waren die Zinsen für variabel verzinsten Produkte und langfristig verzinsten Produkte schon gleichauf und seit Januar 2006 unterschreiten die langfristig festgelegten Zinsen die variablen. Die Abbildung zeigt auch deutlich, dass die Zinsen für festverzinsliche Hypothekendarlehen von 5 bis 10 Jahren komplett vom Rest der Zinsentwicklung abweichen.

	Hypothekenzinsen (%)	Anteil am Gesamtdarlehen
Variabel verzinst	4,08	93,5 %
1-5 Jahre Fix	4,35	5%
5-10 Jahre Fix	7,198	0,5%
Über 10 Jahre Fix	3,97	0,7%

Tabelle 6.2-4: Preise verschiedener Hypothekendarlehen – Juli 2006

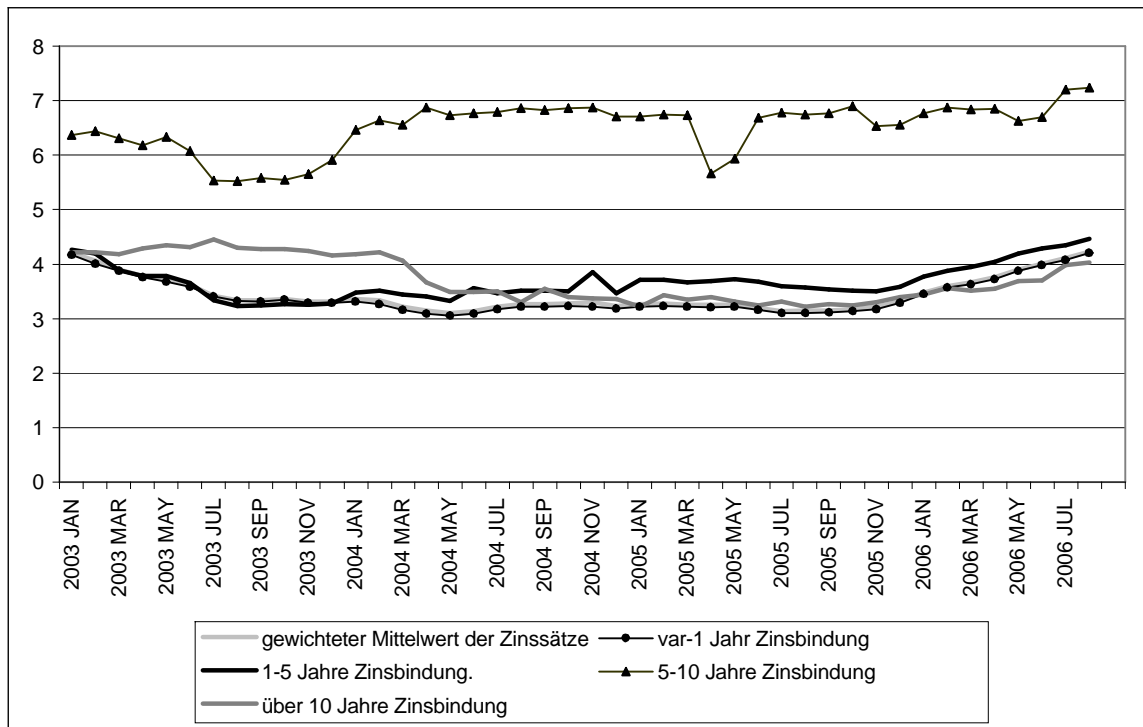


Abbildung 6.2-15: Zinsverlauf der verschiedenen Hypothekendarlehen (2003-2006), in %

Variabel verzinsten Kredite folgen notwendigerweise einem Referenzindex meistens dem MIBOR bzw. seit 1999 dem EURIBOR. Er weist eine hohe Korrelation von $r=0,99$ zu den Staatsanleihen, *Letras del Tesoro*, mit einer Laufzeit von 12 Monaten auf. Die mittlere Zinsdifferenz beträgt 15 Basispunkte.

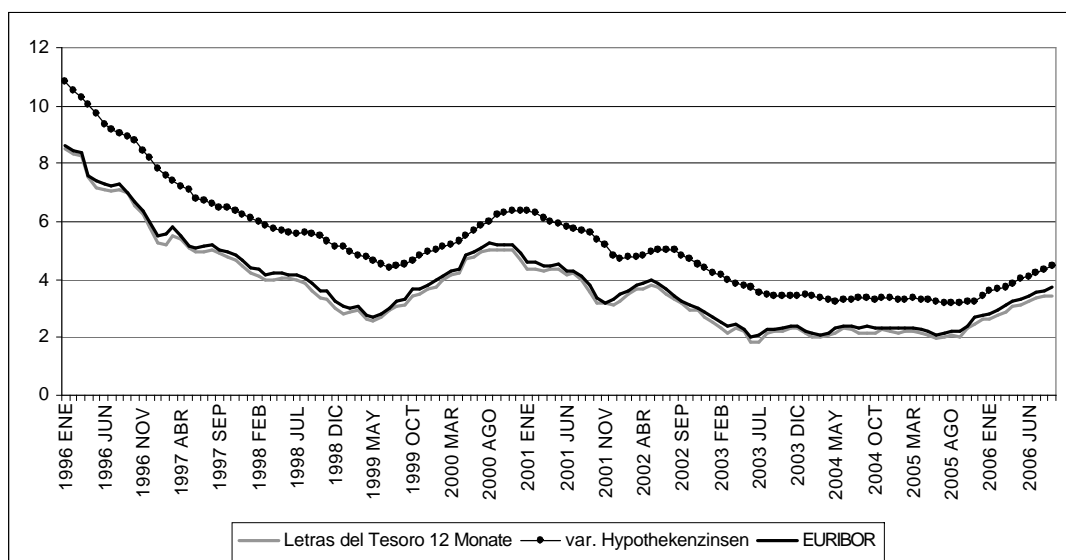


Abbildung 6.2-16: Zinsverlauf variabel verzinsten Hypothekendarlehen, EURIBOR und Letras del Tesoro, 1996-2006, in %

Da die Vorfälligkeitsentschädigung für variabel verzinsten Produkte auf 0,5% festgeschrieben ist, muss die Prepayment-Option bei der Schätzung der angepassten Zinsdifferenz berücksichtigt werden.

$$HypVAR_t = \alpha + b_1 LETRAS_{t,t-n} + \beta_1 STRU_{t,t-n} + \beta_2 HAUSVOLA_{t,t-n} + \varepsilon_t \quad (6.5)$$

mit:

$LETRAS_{t,t-n}$: Zinssatz der 12 monatigen Letras del Tesoro in Periode t mit einem Lag von $t-n$.

$STRU_{t,t-n}$: Zinsdifferenz zwischen Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von einem und drei Jahren in t mit einem Lag von $t-n$.

$HAUSVOLA_{t,t-n}$: Volatilität der Hauspreise gemessen als Standardabweichung der monatlichen Hauspreise zu den vorangegangenen 12 Monaten in Periode t mit einem Lag von $t-n$.

ε_t : Störgröße.

Variable	Lag	Regressionskoeffizienten		
		Beta	t	Sig.
Konstante		1,26	0,076	
<i>LETRAS</i>	0	0,126	0,076	
<i>LETRAS</i>	1	0,253	0,103	1%-Niveau
<i>LETRAS</i>	2	0,516	3,48	
<i>LETRAS</i>	3	0,159	3,225	1%-Niveau
<i>LETRAS</i>	4	0,143	3,225	1%-Niveau
<i>LETRAS</i>	5	0,076	1,783	5%-Niveau
<i>LETRAS</i>	6	0,103	2,598	1%-Niveau
Korr. R-Quadrat		0,92		
Durbin-Watson		1,9		

Es konnte kein Einfluss der Variablen einer Prepayment-Option festgestellt werden. Ebenso wenig ergab der Versuch, das Volumen ausgegebener Cédulas Hipotecarias zu berücksichtigen, einen Anhaltspunkt für einen Einfluss. Deshalb wurde der angepasste Zinsspread auf Grund der Differenz der zeitlich transformierten Reihen geschätzt. Es ergab sich eine Zinsdifferenz von 126 Basispunkten. Für die Schätzung zwischen 2003 und 2006 ergeben sich ähnliche Ergebnisse, aber ein geringerer Wert von 82 Basispunkten.

Die Darlehenszinsen festverzinslicher Produkte werden in Spanien erst seit dem Jahr 2003 getrennt erfasst. Der Verlauf der Zinskurve folgt allerdings in weiten Teilen nicht dem Verlauf der einzelnen Staatsrenditen und andere Einflüsse konnten in verschiedenen Tests nicht gewertet werden. Daher kann in dieser Form keine Aussage über einen korrigierten Zinsspread festverzinslicher spanischer Darlehensprodukte erfolgen.

6.2.3.3 Großbritannien

Für die Berechnungen des korrigierten Spreads variabel und festverzinslicher Darlehen in Großbritannien in dieser Arbeit muss zunächst geklärt werden, welche variabel verzinslichen Produkte untersucht werden bzw. wie mit den Praktiken der Diskontierung bei DVR und

der anschließenden Vertragsbindung für SVR umgegangen wird. Bei näherer Betrachtung der verschiedenen variabel verzinslichen Darlehen im Zeitverlauf (siehe Abbildung 6.2-17) wird deutlich, dass die Zinssätze der Tracker-Darlehen jenen des gewichteten Durchschnitts zwischen den SVR und den DVR entsprechen. Dies gilt zumindest bis Mitte des Jahres 2004.⁴⁵

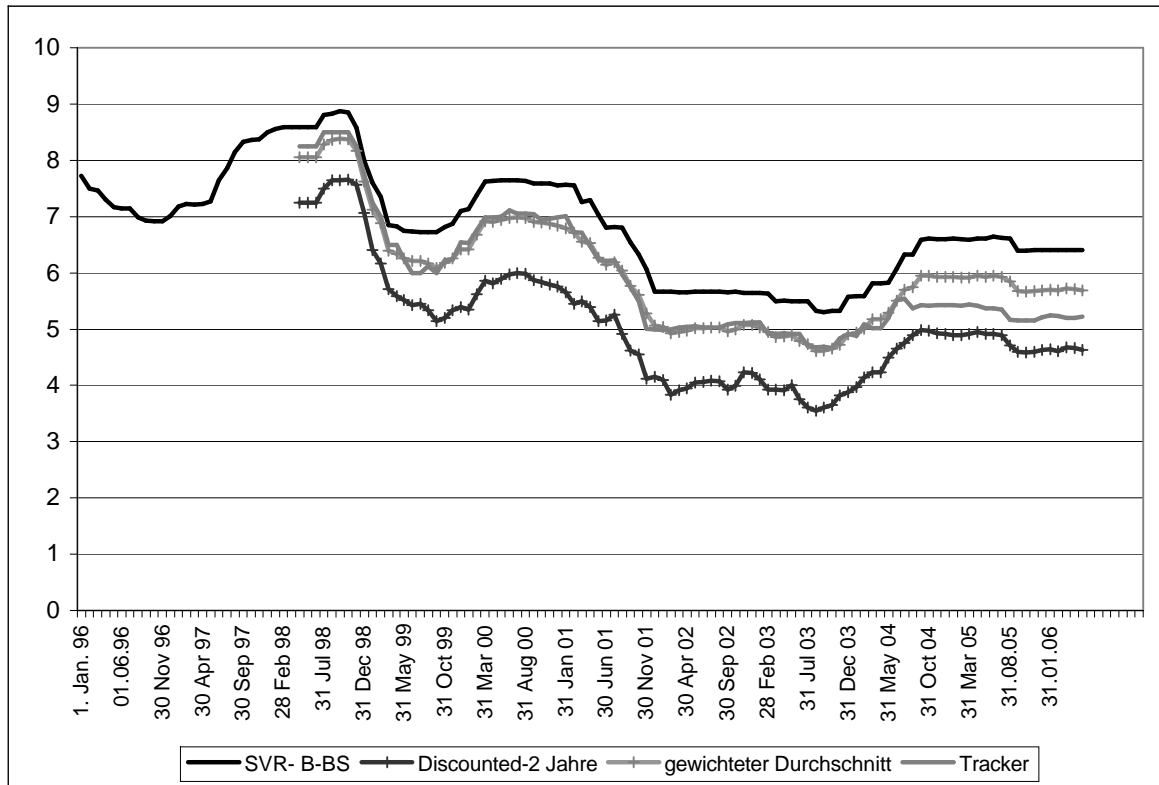


Abbildung 6.2-17: Zinsverlauf der verschiedenen variabel verzinslichen Hypothekendarlehen in %⁴⁶

Die Korrelation der variabel verzinslichen Darlehen zum risikolosen Gilt über einen Monat⁴⁷ ist mit 0,98 sehr hoch. Die durchschnittliche Zinsdifferenz der beiden Produkte beträgt im untersuchten Zeitraum zwischen 1996 bis 2006 107 Basispunkte.⁴⁸ Auffallend ist das deutliche Absinken der Differenz ab April 2004. Davor ist die Zinsdifferenz durchschnittlich 114 Basispunkte, danach 72 Basispunkte. Eine Regressionsanalyse zur Untersuchung weiterer Erklärungsvariablen bringt keine verbesserten Ergebnisse. Eine Option der vorzeitigen Rückzahlung muss nicht beachtet werden, da Darlehensnehmer in diesem Fall eine Entschädigungszahlung leisten müssen. Die angepasste Zinsdifferenz kann daher mit 107 Basispunkten angegeben werden.

⁴⁵ Die Laufzeit des Kombinationsprodukts DVR-SVR erstreckt sich meist über fünf Jahre. Die ersten beiden Jahre sind diskontiert, die nächsten drei Jahre nicht. Hier muss der Zinssatz für SVR gezahlt werden. In diesem Sinne erfolgt auch die Gewichtung zur Berechnung des Durchschnitts.

⁴⁶ Quelle: eigene Berechnungen; www.bankofengland.co.uk

⁴⁷ Auf Grund der monatlichen Anpassung des Tracker-Darlehens wird diese Benchmark für die Untersuchung gewählt. Ein konventionelles Gilt (*gilt-edged security*) ist eine Garantie des Staates dem Halter des Gilts einen fixen Kupon (monatlich oder alle sechs Monate) bis zum Laufzeitende zu zahlen. Vgl. Notes on the Bank of England "uk yield curves": www.bankofengland.co.uk

⁴⁸ Es ergibt sich ein gleicher Wert bei Nutzung der 3-Monats-Treasury.

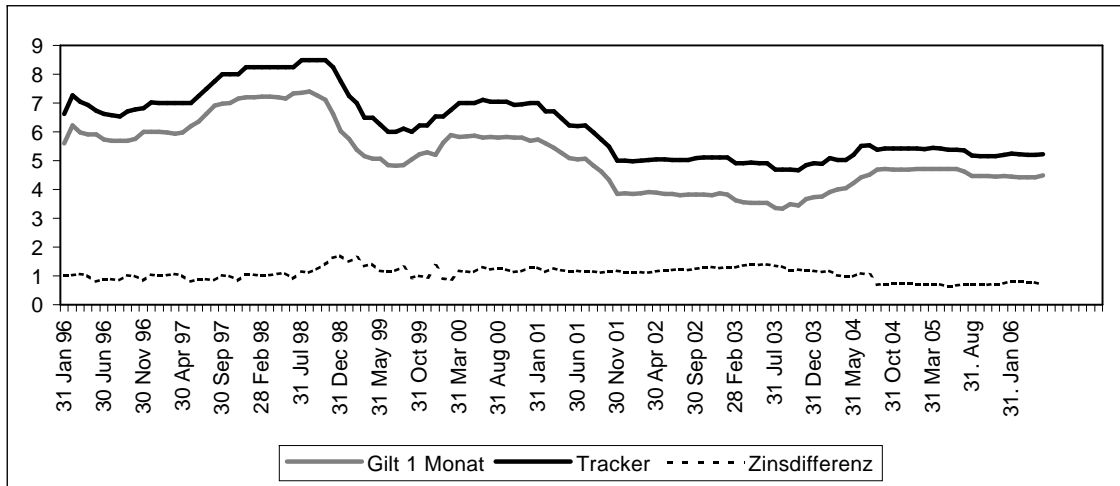


Abbildung 6.2-18: Zinsverlauf Gilt über ein Monat zum Tracker und deren Zinsdifferenz, in %

Variable	Mittelwerte in % (Januar 1996-Juni 2006)
SVR-BS	6,50
COF-BS	3,66
Differenz SVR-BS zu COF	2,84
Differenz SVR-BS zu GILT-1Monat	1,33 – erg. Adj.spread 1,30 rq:0,83
SVR-B	6,94
COF-B	3,64
Differenz SVR-B zu COF	3,30
Differenz SVR-B zu GILT 1Monat	1,81
SVR-B-BS	6,85
COF-B-BS	3,66
Differenz SVR-B-BS zu COF	3,19
Differenz SVR-B-BS zu GILT-1Monat	1,71 – Erg. Adj.Spread 1,5 (rq: 0,73)
Tracker-B-BS	6,14
COF-B-BS	3,66
Differenz Tracker-B-BS zu COF	2,53
Differenz Tracker-B-BS zu GILT-1Monat	1,07

Differenz 10 Jahres festverzinsliches Darlehen zu 10 Jahres Bond	113
Differenz 5 Jahres festverzinsliches Darlehen zu 5 Jahres Bond	81

Tabelle 6.2-5: Deskriptive Statistik der Variablen in UK

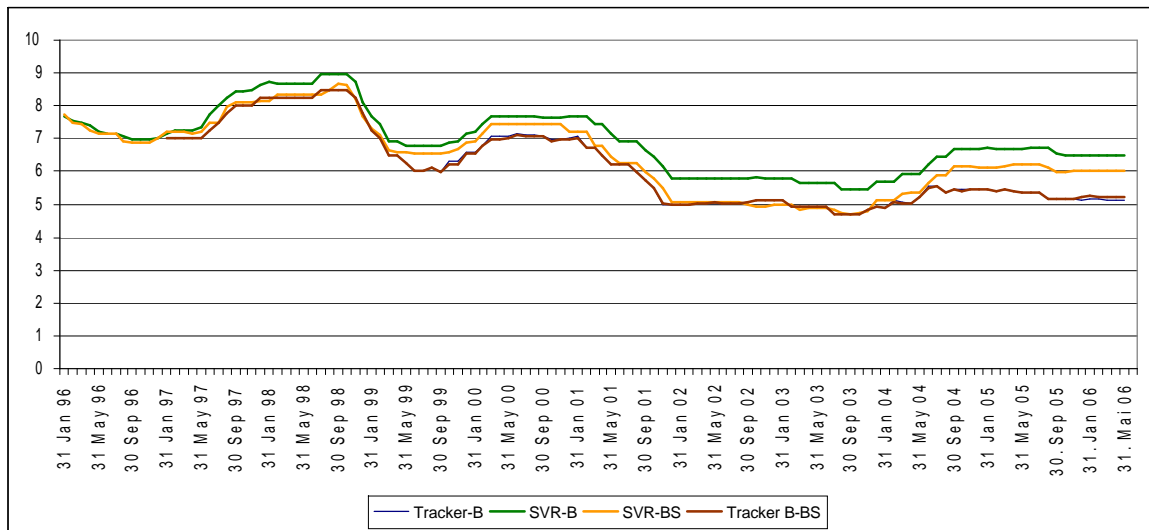


Abbildung 6.2-19: Zinsverlauf der verschiedenen Darlehensprodukte (1996-2006), in %⁴⁹

Obwohl der Anteil der festverzinslichen Hypothekendarlehen über eine Festschreibungszeit von 3 Jahren in Großbritannien sehr gering ist, ist er in den vergangenen 5 Jahren doch stetig angewachsen. Darüber hinaus wird von öffentlicher Seite die Aufnahme langfristig festverzinslicher Hypothekendarlehen mit Hilfe von wissenschaftlichen Studien seit der Krise Ende der 80er Jahre propagiert.⁵⁰ Daher wird auch in dieser Arbeit der angepasste Zins für festverzinsliche Darlehen über 10 Jahre geschätzt. Wie in Abbildung 6.2-20 zu erkennen, folgt der Verlauf der 10-jährigen Staatsanleihe dem der jeweiligen Festzinshypotheken mit hoher Korrelation.⁵¹ Im Durchschnitt beträgt die Zinsdifferenz im untersuchten Zeitraum für 10-jährige Produkte 113 Basispunkte.

⁴⁹ Quelle: eigene Darstellung; Daten www.bankofengland.co.uk.

⁵⁰ siehe z.B. Studie von Miles (2004) oder CML/Merril Lynch/UBS (2005)

⁵¹ 0,98 für den 5 Jahres Vergleich und 0,97 für den 10 Jahres Vergleich

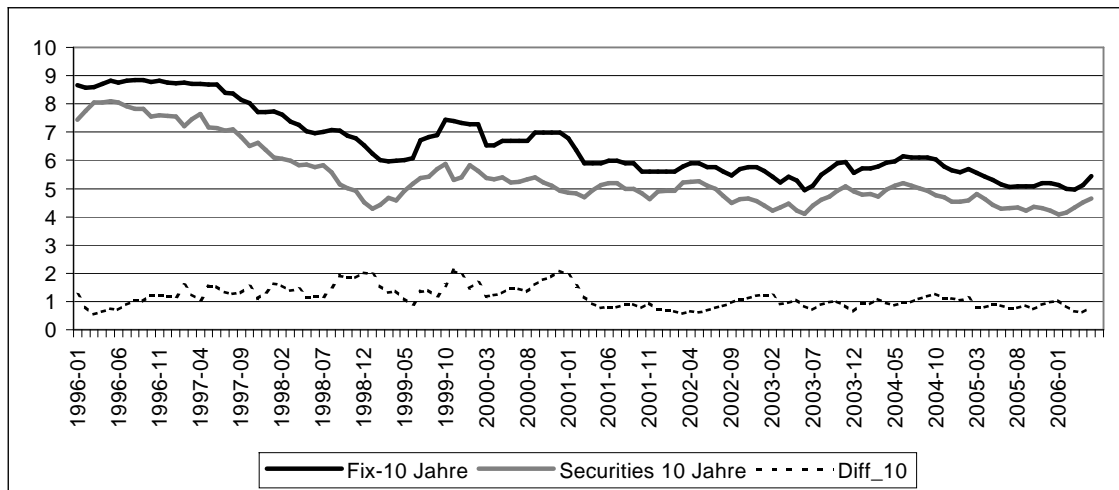


Abbildung 6.2-20: Zinsverlauf für Staatsanleihen mit 10 jähriger Laufzeit und festverzinslichen Hypothekendarlehen mit einer Zinsfestschreibung von 5 Jahren, in %

In Großbritannien ist anders als in Deutschland die vorzeitige Rückzahlung von Darlehen auch bei festverzinslichen Darlehen gesetzlich nicht ausgeschlossen. Zur Ermittlung der angepassten Zinsdifferenz mit Hilfe der Autoregression nach Cochrane-Orcutt dienen die Zinsstruktur (*STRU*) und die Volatilität der Renditen der Staatsanleihen als Stellvertreter (siehe Gleichung (6.4)). Die Hauspreisvolatilität (*HAUSVOLA*) wird als Proxy für mögliche Ausfälle genutzt. Die Daten weisen eine Autokorrelation ersten Grades auf. Die Funktion der abhängigen Variablen *Diff10* unterstützt die Annahme der Stationarität.

Entsprechend der Regressionsschätzung beträgt der korrigierte Zinsaufschlag 96 Basispunkte (siehe Tabelle 6.2-6). Allerdings ist das Bestimmtheitsmaß mit $R^2=0,31$ sehr niedrig, so dass angenommen werden muss, dass der Einfluss der untersuchten Variablen gering ist.

$$DIFF10_t = \alpha + \beta_1 STRU_{t,t-n} + \beta_2 HAUSVOLA_{t,t-n} + \beta_3 GOV10VOLA_{t,t-n} + \varepsilon_t \quad (6.4)$$

mit:

DIFF10_t: Zinsdifferenz zwischen den für 10 Jahre festverzinslichen Hypothekendarlehen und den Renditen 10 jähriger Staatsanleihen in Periode *t*.

STRU_{t, t-n}: Zinsdifferenz zwischen Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von einem und zehn Jahren in *t* und einem Lag *t-n*.

HAUSVOLA_{t, t-n}: Volatilität der Hauspreise gemessen als Standardabweichung der monatlichen Hauspreise zu den vorangegangenen 12 Monaten in Periode *t* und einem Lag *t-n*.

GOV10VOLA_{t, t-n}: Volatilität der Renditen von 10 jährigen Staatsanleihen gemessen als Standardabweichung der monatlichen Renditen zu den vorangegangenen 12 Monaten in Periode *t* und einem Lag *t-n*.

ε_t : Störgröße.

Variable	Lag	Regressionskoeffizienten		
		Beta	t	Sig.
Konstante	0	0,96		1%-Niv.
<i>STRU</i>	0	-0,45	0,0956	
<i>GOVIOVOLA</i>	0	-0,07	1,82	5%- Niveau
<i>HAUSVOLA</i>	0			
<i>STRU</i>	3	-0,19		1%- Niveau
Korr. R-Quadrat		0,31		
Durbin-Watson		1,80		

Tabelle 6.2-6: Ergebnisse der Regressionsschätzung zur Bestimmung der Zinsdifferenz zwischen Hypothekendarlehen mit 10 jähriger Festverzinsung und den Renditen der 10 jährigen Staatsanleihen zwischen 01/1996 und 06/2006.

6.2.3.4 Vergleich – Produktpreise

Die folgende Tabelle 6.2-7 fasst die angepassten Zinsspreads der drei Länder differenziert nach variabel und festverzinslichen Darlehen zusammen.

Preise	Deutschland	Spanien	Großbritannien
Fest	114 bp (Hypo-Darl.)		96 bp
	118 bp (Bauspardarl.)		
Variabel	277 bp	126 bp	107 bp

Tabelle 6.2-7: Vergleich der angepassten Zinsspreads der drei Länder für den Zeitraum 1996-2006

6.2.4 Ergebnis Produktebene

Im Ergebnis lässt sich aus Sicht der Darlehensnehmer feststellen, dass der britische Markt die geringsten Marktzugangsbeschränkungen aufweist und zusätzlich die Intermediationsleistung in der Preisgestaltung am effizientesten ist. Allerdings werden hier keine festverzinslichen Darlehen ohne die Prepayment-Option angeboten, was insgesamt zu einem höheren Zinssatz führt und u.U. einige Darlehensnehmer davon abhält zu Beginn ihrer Vertragslaufzeit festverzinsliche Verträge zu wählen.

Grundsätzlich sind die Intermediationsleistungen hinsichtlich der Preise in den betrachteten Ländern sehr gut. Betrachtet man die Margen der letzten drei Jahre lässt sich im Vergleich zu den Margen der Laufzeit zwischen 1996 und 2006 feststellen, dass sie gesunken sind. Allein die Zinsgestaltung für variabel verzinsliche Darlehen in Deutschland scheint im Ländervergleich sehr hoch.

6.3 Aktivitätsebene

In diesem Kapitel wird untersucht, wie die anfallenden Risiken einer Hypothekenfinanzierung unter den Akteuren verteilt werden und anschließend Länderweise verglichen. Dabei steht vor allem die Frage im Vordergrund, wie die Entwicklung in der Vergangenheit war, welche Veränderungen stattgefunden haben und welche Verbesserungen hin zum Idealfall der Risikoverteilung vorgenommen werden können.

6.3.1 Zinsänderungsrisiko

Das Zinsänderungsrisiko ist ein wesentliches Risiko der Hypothekenfinanzierung. Für Darlehensnehmer ist es grundlegend, da es zum einen die Maximierung ihres Endvermögens beeinflusst und zum anderen während der Laufzeit Auswirkung auf ihre Ausgabenbelastung bzw. Liquidität hat. Wie in Kapitel 4 erläutert spielen viele Faktoren für die Produktwahl eine Rolle. So beeinflussen sowohl langfristige als auch kurzfristige Zinserwartungen die Entscheidung für die Verzinsungsart und -dauer eines Hypothekenproduktes, die Abhängigkeit der Einkommen und Hauspreise von der Zinsentwicklung und vor allem auch die Volatilität der Zinsen. Am günstigsten ist zu bewerten, wenn es für Kreditnehmer ein breites Angebot an Produkten gibt, das es ihnen ermöglicht, das für sie günstigste zu wählen. Im Folgenden werden unter anderem die in Kapitel 4.2.1 vorgestellten Ergebnisse der Modelle zur Aufteilung des Zinsänderungsrisikos mit der in den Ländern üblichen Praxis verglichen.¹

Für Kreditgeber und Investoren bedeutet das Zinsänderungsrisiko die Gefahr, dass sich der Wert von Darlehen oder Investitionen auf Grund von Marktzinsänderungen verringert und sie dadurch Verluste erleiden. Marktzinsänderungen beeinflussen auch das Risiko der vorzeitigen Tilgung und somit die Laufzeit der Darlehen und Investitionen.²

Das Zinsänderungsrisiko gehört zu den wesentlichen Erfolgsrisiken aller Kreditinstitute. Es kann durch Verbriefen der Darlehensforderungen an Dritte weitergegeben werden oder aber von den Darlehenspartnern selbst getragen werden. In jedem Fall werden die Risiken verteilt und bewertet und es ist wichtig, dass dies so effizient wie möglich geschieht. Jene, die Darlehen verbriefen, tragen das Zinsänderungsrisiko nur bis zum endgültigen Verkauf der Darlehen. Durch geeignete Sicherungsmechanismen (Credit Enhancements) wie die Strukturierung in verschiedene Asset-Klassen (z.B. durch Pay-Through MBS)³ können die Risiken so an geeignete Investoren weitergegeben werden.

Ein effizientes System der Wohneigentumsfinanzierung bietet den Konsumenten eine große Bandbreite an Hypothekenprodukten an. Sind diese richtig bewertet, zeigen die sich

¹ Siehe auch Kap.4 und Kap. 6.1

² s.u.

³ Siehe auch Kap.3.2

ergebenden Entscheidungen der Kreditnehmer deren Fähigkeit, die Zinsänderungsrisiken zu managen. Der Fokus der folgenden Betrachtung liegt dabei in der Allokation der Zinsänderungsrisiken, nicht in ihrer Höhe.

6.3.1.1 Deutschland

In Deutschland ist der Anteil festverzinsster Darlehen sehr hoch. Für die Zeit der Zinsbindung sind die Kreditnehmer gegen Zinsänderungsrisiken abgesichert. Betrachtet man die Zinsdifferenz der festverzinsten Produkte zu den variabel verzinsten, ist zu erkennen, dass diese in den letzten Jahren eher gering und oft sogar negativ war (siehe Abbildung 6.3-2). Gleichzeitig war die Zinsstruktur im Verlauf eher flach (bis 2006) und im kurzfristigen Bereich oft leicht invers (2001-2004). Damit scheinen die Modellergebnisse aus Kapitel 4.2.1 bestätigt, wonach Darlehensnehmer eher zur Aufnahme festverzinslicher Kredite neigen, je flacher die Zinsstruktur ist. Vergleicht man die Entwicklung der Zinsdifferenzen in Abbildung 6.3-2 und Abbildung 6.3-2 mit der Abbildung 3.3-3 so lässt sich ab 2003 bis Ende 2004 mit der Erhöhung der Zinsdifferenz auch ein leichtes Anwachsen der Neugeschäftsvolumina variabel verzinsster Kredite erkennen. Allerdings steigt mit dem Sinken der Zinsdifferenz ab Ende November die Nachfrage nach festverzinsten Krediten über 10 Jahre bis heute stark an. Die hohe Nachfrage nach festverzinslichen Hypothekendarlehen spiegelt auch das stark ausgeprägte Sicherheitsbedürfnis für langfristige Planungen der deutschen Darlehensnehmer wieder und stimmt ebenfalls mit den Modellaussagen überein.

Leider differenziert die Statistik nicht unter den langfristigen Krediten über 10 Jahre, so dass die im Vergleich meist höheren Zinssätze für Kredite mit einer Zinsfestschreibungsdauer von 15 oder 20 Jahren nicht dokumentiert sind. Dass die Darlehensgeber mittelfristig günstige Kreditkonditionen anbieten können, liegt vor allem an der sicheren Refinanzierung der erst-rangigen Darlehen über Pfandbriefe. Das Zinsänderungsrisiko für diesen Teil der Darlehen entsteht für die beteiligten Akteure erst nach Ablauf der Zinsbindungsfrist. Für die Darlehensnehmer besteht zu diesem Zeitpunkt neben der Chance einer Verbesserung aber auch die Gefahr steigender Kapitaldienste.

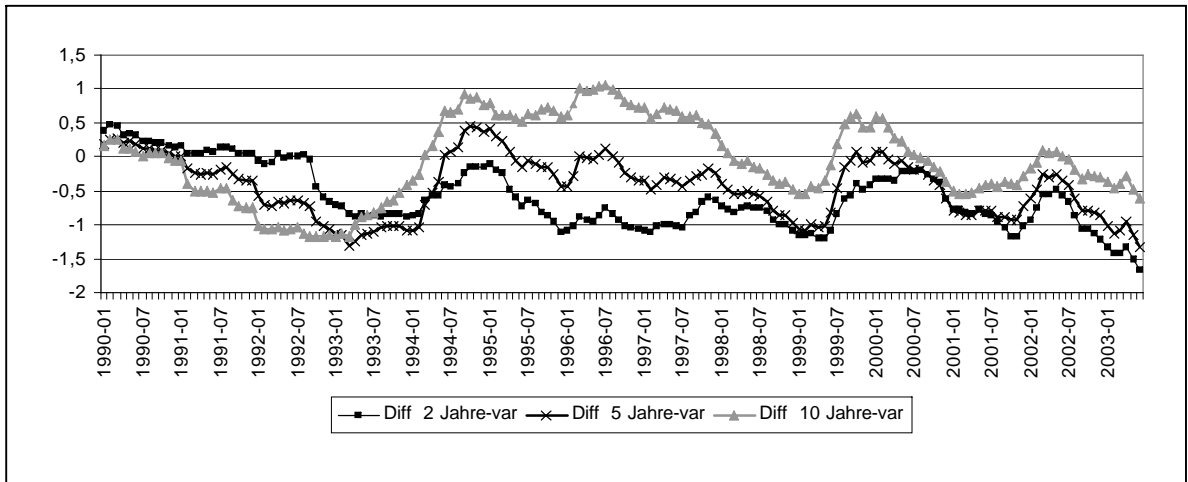


Abbildung 6.3-1: Zinsdifferenz von variabel verzinslichen zu fest verzinslichen Hypothekendarlehen in % (1990-2003)

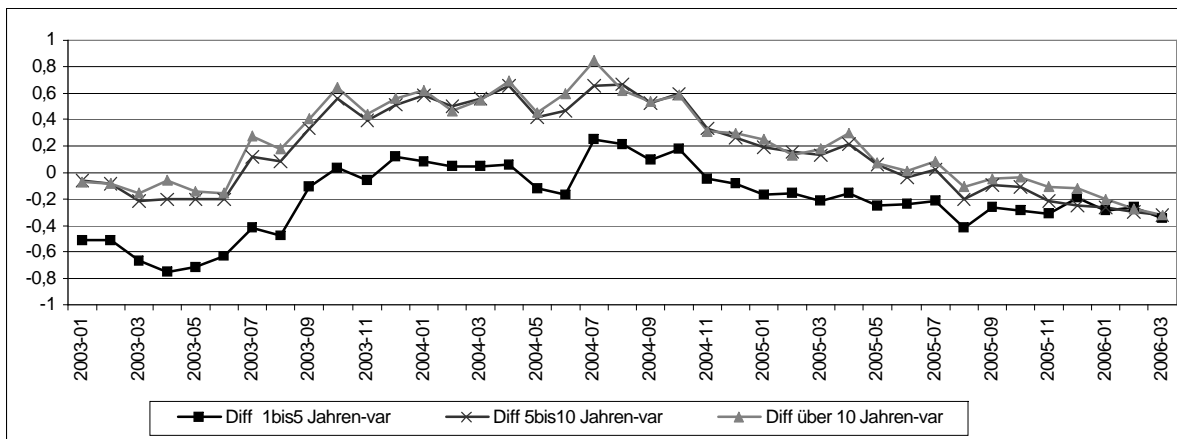


Abbildung 6.3-2: Zinsdifferenz von variabel verzinslichen zu fest verzinslichen Hypothekendarlehen in % (2003-2006)

Für die restlichen 20% der Finanzierung bis zur Beleihungsgrenze von 80% stehen verschiedene Möglichkeiten der Produktwahl zur Verfügung. Mit einem Bauspardarlehen gehen die Darlehensnehmer kein weiteres Zinsänderungsrisiko ein, da hier schon im Voraus, beim Abschluss des Bausparvertrags, der Zinssatz des Darlehens über die gesamte Laufzeit festgeschrieben wird. Allerdings ist der sich ergebende Kapitaldienst aus erstrangigem Hypothekendarlehen und zweitrangigem Bauspardarlehen relativ hoch, da die Laufzeit des Bauspardarlehens mit höchstens 12 Jahren sehr kurz ist. Darüber hinaus beinhalten Bauspardarlehen im Gegensatz zu den festverzinslichen Hypothekendarlehen zusätzlich die Option der vorzeitigen Rückzahlung des Kredits und damit einen zusätzlichen Schutz für Bausparer bei sinkenden Marktzinsen. Mit variabel verzinslichen zweitrangigen Darlehen nehmen Darlehensnehmer dagegen ein gewisses Zinsänderungsrisiko in Kauf, können dafür aber auch von Zinssenkungen profitieren oder aber die Darlehen vorzeitig kündigen. Zurzeit werden die meisten

deutschen Gleitzinskredite mit Zinsobergrenzen dargestellt, obwohl es dazu noch keine gesetzlichen Rahmenbedingungen gibt.⁴

Verglichen mit den hauptsächlich variabel finanzierten Kreditnehmern aus Spanien und Großbritannien sind Darlehensnehmer in Deutschland damit besser gegen Zinsänderungsrisiken geschützt. Allerdings lässt der gesetzlich geregelte Ausschluss der vorzeitigen Rückzahlung bei Festzinskrediten bzw. die Zahlung einer Vorfälligkeitsentschädigung ein Mangel an der Vollständigkeit des Marktes erkennen.⁵

Eine Beurteilung der Zinsänderungsrisiken für die Kreditgeber kann nur nach den verschiedenen Kreditgebergruppen erfolgen. Beispielsweise gehen Bausparkassen auf Grund ihres Status und der rechtlichen Grundlagen anders mit Zinsänderungsrisiken um als die Universalbanken. Die Refinanzierung der ausgegebenen Bauspardarlehen erfolgt durch die in die Zuteilungsmasse eingeflossenen Mittel. Darunter fallen Sparbeiträge, Guthabenzinsen, Wohnungsbauprämien, Tilgungsleistungen und u.U. aufgenommene Fremdmittel. Diese nicht kongruente Refinanzierung birgt zwar das Risiko, dass die Bausparkassen aufgrund von Zinsänderungen in Liquiditätsschwierigkeiten kommen; allerdings fangen die Bausparkassen dieses Risiko mit Hilfe der vorher nicht festgelegten Wartezeit bis zur Darlehenszuteilung ab. Allein für die kurzfristigen Vor- und Zwischenkredite, die zu Marktkonditionen vergeben werden, tragen die Bausparkassen das entsprechende Zinsänderungsrisiko. Wie in Kapitel 3.3.1.4 gezeigt, hat das Volumen dieser Darlehen allerdings erheblich zugenommen und führt dadurch zu einem erhöhten Zinsänderungsrisiko in den Bilanzen der Bausparkassen. Insgesamt bleibt das Risiko aber begrenzt, da die Verträge immer nur kurzfristig abgeschlossen werden.

Die Universalbanken befinden sich nicht in einem derart geschlossenen System. Die Pfandbriefinstitute unter ihnen, die ehemals dem Spezialbankprinzip unterlagen, geben weiterhin hauptsächlich festverzinsten Hypothekendarlehen aus und refinanzieren sich durch die Ausgabe von Pfandbriefen. Damit reduzieren sie ihr Zinsänderungsrisiko. Die Kongruenzprinzipien die der Ausgabe von Pfandbriefen zugrunde liegen, reduzieren das Risiko zusätzlich. Die meisten Universalbanken allerdings refinanzieren die ausgegebenen Hypothekendarlehen immer noch traditionell über Spareinlagen. Da die Darlehensnehmer bei vorzeitiger Kündigung eines festverzinsten Kredites aber eine Vorfälligkeitsentschädigung zahlen müssen, schließen die Darlehensgeber die Zinsänderungsrisiken damit sowohl bei der Ausgabe von variabel verzinsten Krediten als auch bei festverzinsten aus.

6.3.1.2 Spanien

Die spanischen Kreditinstitute refinanzieren den Großteil der Hypothekendarlehen über Spareinlagen. Der Anteil ist allerdings seit 2002 von 85% auf knapp 70% zurückgegangen. Da die ausgegebenen Darlehen zu über 93% variabel verzinsten Darlehen sind, die einem Refe-

⁴ Vgl. auch Dübel/Köndgen (2006), S.3

⁵ Siehe dazu auch weiter unten zur vorzeitigen Rückzahlung und zur Stabilität des Marktes.

renzzins folgen, geben die spanischen Kreditgeber die Zinsänderungsrisiken fast vollständig an die Darlehensnehmer weiter. Nur für die Zeit zwischen den periodisch festgelegten Anpassungszeitpunkten ist der Zinssatz sicher. Diese können bis zu zwei Jahren betragen, in der Regel aber werden die Zinsen alle 6 Monate oder jährlich angepasst. Allerdings ist auch hier eine Vorfälligkeitsentschädigung bei vorzeitiger Kündigung seitens des Darlehensnehmers zu entrichten. Diese richtet sich aber nicht nach dem tatsächlich entstandenen Schaden, sondern ist gesetzlich festgelegt (0,5% bei variablen Hypothekendarlehen und seit dem Jahr 2007 2,5% bei festverzinsten Hypothekendarlehen).

Die Präferenz der Darlehensnehmer für variabel verzinsliche, indexgebundene Hypothekendarlehen spiegelt auch die Modellergebnisse aus Kapitel 4.2.1 wieder. Bis Mitte der 90er Jahre waren die Zinsen in Spanien sehr hoch und die Inflation sehr volatil.⁶ Darüber hinaus könnte die hohe Zinsdifferenz zu den 5 bis 10 jährigen Darlehenszinsen ein zusätzlicher Grund für die Wahl der indexierten Darlehen sein (siehe Abbildung 6.3-3). Die Abbildung zeigt allerdings auch, dass die Differenz zu Darlehen mit Zinsfestschreibungen von bis zu 5 Jahren und solchen über 10 Jahren sehr gering ist, was entsprechend den Modellergebnissen gegen die Wahl von variabel verzinsten Darlehen spricht. Dafür spricht wiederum, dass der spanische Darlehensnehmer im Gegensatz zum deutschen ungeduldiger ist.

Da die Zinssätze für Darlehen mit anfänglichen Zinsfestschreibungen oft individuell mit den Banken verhandelt werden, spiegeln die Zinskurven unter anderem auch die tatsächlichen Verhandlungsergebnisse zwischen Darlehensnehmer und Darlehensgeber wieder. Daher kann vermutet werden, dass die Nachfrage nach Krediten mit Zinsfestschreibungen zwischen 5 und 10 Jahren höher ist als nach jenen mit kürzeren oder längeren Fristen.

Ein weiteres Modellergebnis zur Wahl von indexgebundenen Darlehen ist die positive Korrelation der Immobilienpreise und Einkommen als Indikatoren der Kapitaldienstfähigkeit der Haushalte mit der Zinsentwicklung. Dieses Ergebnis kann für den spanischen Hypothekenmarkt zwar nicht bestätigt werden, dafür ist aber der Verlauf der monatlichen Nettobelastung (siehe Abbildung 3.3-7-10) positiv korreliert.

⁶ Diese Gründe werden vor allem auch von den Experten zur Begründung der vorherrschenden indexierten Hypothekendarlehen genannt. Manzano (2005), S.5. Allerdings wurde mit dem Gesetz 2/1994 vorzeitige Rückzahlung festverzinsten Kredite erlaubt, so dass die Kreditinstitute ab diesem Zeitpunkt verstärkt variabel verzinsten Kredite ausgaben.

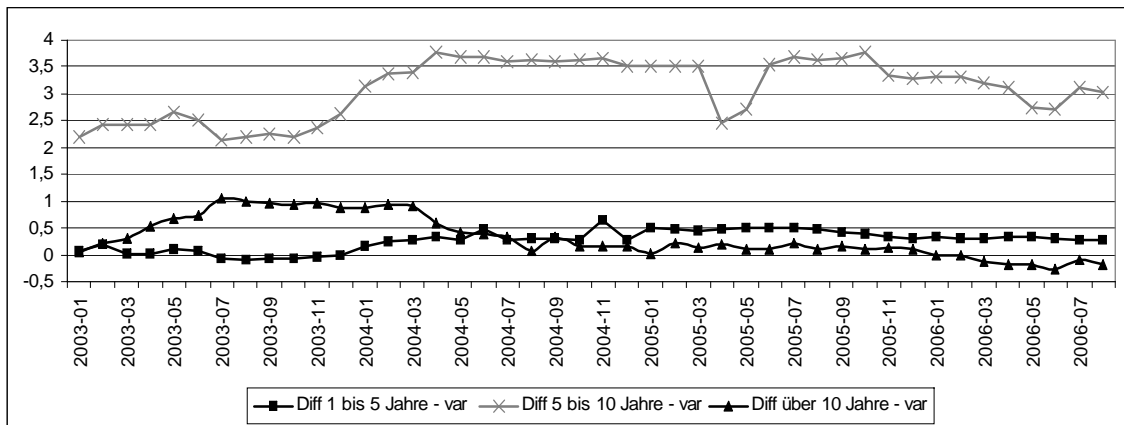


Abbildung 6.3-3: Zinsdifferenz von variabel verzinslichen zu fest verzinslichen Hypothekendarlehen in % (2003-2006)

Eine immer größere Verbreitung findet die Refinanzierung über die Ausgabe von Cédulas Hipotecarias (CH). Sie hat inzwischen einen Anteil von 23% an der Refinanzierung der ausstehenden Hypothekendarlehen.⁷ Im Gegensatz zu den ihnen zugrundeliegenden Hypothekendarlehen haben CHs aber einen festen Kupon und die ausgebenden Kreditinstitute können die Risiken aus diesem Mismatch nur auf Gesamtebene über die Bank durch die Ausgabe von Derivaten sichern. Daraus ergeben sich im Insolvenzfall des Emittenten auch Zinsänderungsrisiken für die Investoren. Für den Fall, dass die Kreditzinsen unter den Kupon der CHs sinken, werden insgesamt mehr Hypothekendarlehen zur Deckung der Zinszahlungen an die Investoren benötigt. Damit spielt die Überdeckung der CHs zur Absicherung der Zinsänderungsrisiken der Investoren eine kritische Rolle.⁸ Eine weitere Sicherungsmöglichkeit der Investoren in CHs bietet die Verbriefung dieser Titel über die Fondos de Titulación Activa (FTA). Die Konstruktion soll sicherstellen, dass die CH-Investoren ihre Zahlungen pünktlich erhalten.

6.3.1.3 Großbritannien

Wie im spanischen Markt ist der Hauptteil der ausgegebenen Hypothekendarlehen variabel verzinst oder der Zins nur für kurze Zeit (2-3 Jahre) festgeschrieben. Da darüber hinaus keine Pflicht zur Referenzierung an einen Index besteht, liegt das Zinsänderungsrisiko zumindest nach der Zinsfestschreibungsfrist beim Darlehensnehmer. Auch in Großbritannien finden sich einige Modellergebnisse aus Kapitel 4.2.1 bestätigt. Untersuchungen der FSA haben gezeigt, dass die britischen Darlehensnehmer ihre Produktwahl hauptsächlich nach dem Vergleich der vorherrschenden Zinssätze treffen. Dabei vernachlässigen sie die Zinsfestschreibungsfrist der festverzinslichen Darlehen und vergleichen lediglich zwei „Zahlen“ (siehe Abbildung 6.3-4). Abbildung 6.3-4 zeigt deutlich, dass sie durch die sich an die DVR-Darlehen anschließenden SVR-Darlehen damit schon nach zwei Jahren einen erheblichen

⁷ Vgl. Statistik www.ahe.es, Stand: 02/2007

⁸ Vgl. Burkert/Eichert (2006), S.46 f.

Zinsaufschlag in Kauf nehmen. Dagegen ist die Zinsdifferenz zu festverzinsten zu variabel verzinsten Produkten zwar sehr variabel, bleibt aber innerhalb der Bandbreite der Zinsdifferenzen zu SVR und DVR. Für die reine Orientierung an den kurzfristigen Zinssätzen spricht auch die hohe Korrelation der Hauspreise mit den kurzfristigen Zinsen. Die Begründung, dass es durch das relativ hohe Verhältnis der Haushaltsverschuldung zum Haushaltseinkommen in Großbritannien viele kreditbeschränkte Haushalte gibt,⁹ kann so Miles (2005) nur zum Teil gelten, da auch die nicht kreditbeschränkten Haushalte eher zu variabel verzinsten Darlehen neigen.¹⁰

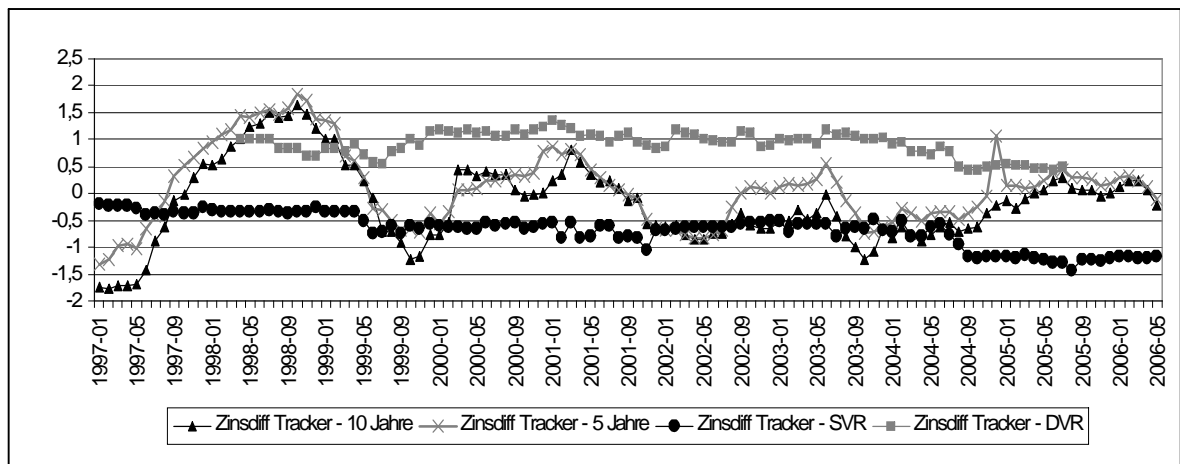


Abbildung 6.3-4: Zinsdifferenz von variabel verzinslichen zu fest verzinslichen Hypothekendarlehen in % (1997-2006)

Building Societies haben auf Grund der gesetzlichen Regelung, 50% der Hypothekendarlehen über Spareinlagen refinanzieren zu müssen, ein etwas höheres Risiko als die übrigen Geschäftsbanken. Allerdings wurde diese Grenze erst kürzlich von 75% auf 50% reduziert. Eine Entwicklung in Richtung verbessertem Kapitalmarktzugang ist damit deutlich erkennbar.

Investoren in Structured Covered Bonds gehen ein relativ geringes Risiko ein. Obwohl eine Ersatzdeckung nicht vorgeschrieben ist, haben sich die Emittenten auf eine vergleichsweise hohe Mindestüberdeckung zwischen 6,5% und 10% und auf einen maximalen Beleihungswert zwischen 60 und 75% geeinigt. Gleichzeitig führen sie monatliche Asset Coverage Tests durch und finanzieren gegebenenfalls nach. Der Risikopuffer ist damit relativ hoch und die Zinsänderungsrisiken für die Investoren gering. Investoren in RMBS dagegen übernehmen je nach Risikotranche mehr oder weniger Risiken. Meist behalten die Kreditinstitute allerdings die sogenannte Equity Tranche in ihrer Bilanz. Ihr werden die Verluste als erstes zugewiesen.¹¹

⁹ Dies gilt vor allem für jüngere Haushalte.

¹⁰ Vgl. auch Miles (2005), S.C87-C89

¹¹ Diese Praxis ist vor allem auch im sogenannten „Subprime“-Bereich (Kredite an Kunden mit nur geringer Bonität) üblich und ist im Sommer 2007 auch für die Krise des amerikanischen Hypothekenmarktes verantwortlich. Experten in Europa gehen daher der Frage nach, ob vor allem auch in UK und Spanien eine „Subprime“-

6.3.1.4 Schlussfolgerung

Die Darlehensverträge sind jeweils so gestaltet, dass die Zinsänderungsrisiken für die Kreditgeber eine äußerst geringe Bedeutung haben. Gleiches gilt zumindest für die Dauer der Zinsfestschreibung auch für die deutschen Darlehensnehmer. Da die Zinsfestschreibungsfristen in Großbritannien und Spanien in der Regel sehr viel kürzer sind als in Deutschland, übernehmen die Darlehensnehmer hier einen größeren Anteil der Zinsänderungsrisiken. Tabelle 6.3-1 fasst die Verteilung der Zinsänderungsrisiken zusammen.

Zinsänderungsrisiko	Kreditinstitut			Darlehensnehmer	Investor
Deutschland	Bausparkasse	Pfandbriefbank	Universalbank	Geringer Anteil an ZÄR bei festverz. Krediten	Kein ZÄR
	<i>übernimmt geringes ZÄR</i>	<i>fast kein ZÄR da kongruente Refinanzierung</i>	<i>geringes ZÄR aufgrund nicht kongruenter Refinanzierung</i>		
Spanien	<i>übernimmt geringes ZÄR da nur Ausgabe von variabel bzw. höchstens kurzzeitig festverzinsten Krediten; Mangel an festverzinsten Krediten*</i>			hoher Anteil an ZÄR	Geringes ZÄR bei CH
Großbritannien	<i>geringer Anteil an ZÄR Mangel an festverzinsten Krediten*</i>			hoher Anteil an ZÄR	<i>gering f. covered bonds und RMBS</i>

Tabelle 6.3-1: Allokation der Zinsänderungsrisiken

**weist auf Ineffizienz hin*

Das in Abbildung 6.3-5 auszugsweise dargestellte Ergebnis einer Studie der HM Treasury (2003) verdeutlicht die Problematik noch eindrücklicher. Sie beschreibt die Zinssensitivität der durchschnittlichen Hypothekenzinszahlungen auf eine Änderung der kurzfristigen Zinsen. Die Zinssensitivität der Haushalte in Großbritannien lag im Jahr 2001 bei 0,38%. Dies bedeutet, dass bei einem Zinsanstieg bzw. -abfall der Marktzinsen um einen Prozentpunkt die Hypothekenzinszahlungen (in Relation zum Bruttoinlandsprodukt) um 0,38% zunehmen bzw. sinken würden. Durch die vorwiegend variabel verzinsten Kredite hat der Hypothekenmarkt in Großbritannien eine enorme Hebelwirkung auf die verfügbaren Einkommen der Briten.¹² In Deutschland dagegen liegt der Wert, so die Studie, bei 0%.

Krise droht. Für den deutschen Wohnimmobilienmarkt sehen sie kaum Risiken. Vgl. Bouchain/Clasen/de la Rubia (2007), S.7 ff.

¹² Siehe dazu auch die Beschreibung der Entwicklung Ende der 80er Jahre in Großbritannien.

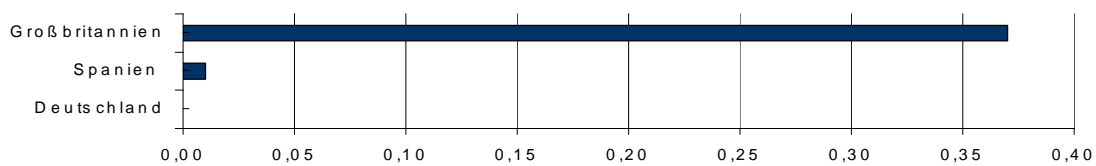


Abbildung 6.3-5: Sensitivität der durchschnittlichen Hypothekenzinszahlungen der Haushalte auf eine Änderung der Kurzfristzinsen, 2001 (in % des BIP)¹³

Für Investoren in deutsche Pfandbriefe haben Zinsänderungsrisiken keine Bedeutung. Nur für spanische Investoren in CHs ergeben sich im Insolvenzfall des Emittenten auf Grund der unterschiedlichen Zinsgestaltung der Papiere und der zugrundeliegenden Darlehen geringe Risiken.

Ein wichtiges Maß für das Zinsänderungsrisiko ist die Duration¹⁴ bzw. der sogenannte Duration Gap. Sowohl Darlehensnehmer, Finanzintermediäre als auch Investoren können damit die Sensitivität ihrer Anlage- und Finanzierungspositionen bezüglich einer Zinsänderung bewerten und darauf aufbauend Sicherungsmaßnahmen (Derivate, Hedging Strategien, Versicherungen etc.) einleiten. Wichtig ist dieses Maß für die Darlehensgeber vor allem für die Analyse einer ausreichend kongruenten Refinanzierung und dem mit dem Zinsänderungsrisiko einhergehenden Risiko der vorzeitigen Rückzahlung von Darlehen, dem sogenannten Prepayment Risk. Zum besseren Verständnis wird im Folgenden zunächst ein einfaches Duration

Gap Modell vorgestellt:¹⁵

$$\frac{dC}{C} = -(D_A - D_L * k) * \frac{1}{1-k} * \frac{di}{1+i} \tag{6.1}$$

Dabei bezeichnet C das Kapital, L die Verbindlichkeiten und A die Darlehensforderungen. k stellt das Verhältnis der Verbindlichkeiten zu den Darlehensforderungen (L/A) dar. D_A ist die Duration der Darlehensforderungen, D_L die Duration der Verbindlichkeiten. Mit i ist das heutige Zinsniveau gekennzeichnet und di steht für die Zinsänderung. In der Formel kommt zum Ausdruck, dass die Veränderung des Vermögens, dC/C , eine Funktion der Leverage rate $1/(1-k)$, der Höhe der Zinsänderung $di/(1-i)$ und des Duration Gaps $D_A - D_L * L/A$ ist. Ist $D_A = D_L * L/A$ nicht erfüllt, so liegt ein Duration Gap vor, d.h. die Wertänderungen der offenen

¹³ Quelle: HM Treasury (2003), S.27

¹⁴ Die Duration ist ein Zeitmaß und stellt die durchschnittliche Bindungsdauer des Barwertes eines Cash Flows dar. Sie gewichtet den Barwert der Zahlungen mit ihrem Zahlungszeitpunkt und setzt sie dann ins Verhältnis zum Barwert.

¹⁵ Vgl. Dübel/Lea (1997), S.235 ff. und Bierwag (1987), S.192 ff.

Anlage- und Finanzierungspositionen kompensieren sich nicht und Zinsänderungen haben einen Einfluss auf die Kapitalveränderung bzw. die Nettoposition des Finanzinstitutes. Da das Risiko der Zinsänderungen in seinen Auswirkungen vor allem von der Vertragsgestaltung und im Wesentlichen von der Option der vorzeitigen Rückzahlung abhängt, wird auf die weiteren Schlussfolgerungen des Duration Gaps im folgenden Abschnitt noch genauer eingegangen.

6.3.2 Risiko vorzeitiger Rückzahlung (Prepayment Risk)

Das Risiko vorzeitiger Tilgungen beschreibt die Gefahr für die Darlehensgeber, dass Kreditnehmer über die vereinbarten Tilgungszahlungen hinaus Rückzahlungen vornehmen. Diese unplanmäßigen Zahlungen führen zu unsicheren Laufzeiten der Kredite und der auf ihrer Basis emittierten Anleihen. Damit verbunden ist das Wiederanlagerisiko. Die Wahrscheinlichkeit vorzeitiger Rückzahlungen ist natürlich eng mit Zinsänderungen verbunden. Sinkt der Zinssatz für Hypothekendarlehen steigt die Wahrscheinlichkeit der vorzeitigen Rückzahlung bestehender Kredite, steigt der aktuelle Zinssatz, so sinkt die Wahrscheinlichkeit. Wie in Kapitel 4 schon ausgeführt, gibt es verschiedene Varianten der Vertragsgestaltung im Umgang mit der vorzeitigen Rückzahlung. So kann diese vollständig ausgeschlossen, generell eingeräumt oder eingeschränkt eingeräumt werden. Ähnliches gilt für die Refinanzierung über die Ausgabe von Wertpapieren.¹⁶ In der Folge ergeben sich daraus verschiedene Konstellationen bezüglich einer kongruenten Refinanzierung bzw. des Duration Gaps.

Aus der Formel (6.1) lassen sich hierzu folgende Beobachtungen ziehen: Enthält der Darlehensvertrag eine Prepayment Option, d.h. die vorzeitige Rückzahlung der Hypothekenkredite ist für Darlehensnehmer jederzeit möglich, dann ist die Duration der Forderungen D_A eine vom Verhalten der Darlehensnehmer abhängige Variable. Sind in diesem Fall die Verbindlichkeiten nicht vorzeitig kündbar, dann ist der Duration Gap unsicher. Mit der Zahlung einer Vorfälligkeitsentschädigung durch den Darlehensnehmer in Höhe des sogenannten Zinsmargenschadens plus des Refinanzierungsverlusts wird eine Zinsänderung und die sich daraus ergebene vorzeitige Rückzahlung neutralisiert bzw. immunisiert. Dagegen bleibt beim Verbot einer vorzeitigen Rückzahlung ein Duration Gap bestehen, da trotz der unveränderten Duration der Forderungen D_A , $D_L * L/A$ unterschiedlich sein kann.

¹⁶ Vgl. Kap. 4.2.2

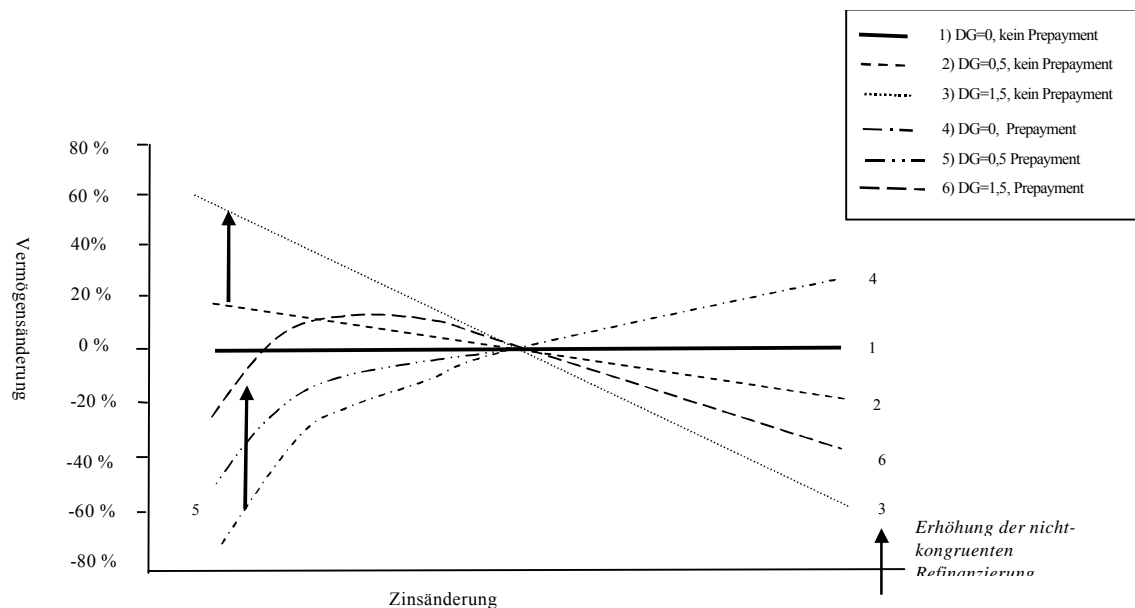


Abbildung 6.3-6: Simulation: Vermögensrisiko kongruent und nicht kongruent finanzierter Darlehensgeber bei Zinsänderungen, mit und ohne Option zur vorzeitigen Rückzahlung¹⁷

Abbildung 6.3-6 zeigt beispielhaft eine Simulation für ein vereinfachtes Prepayment Modell. Es verdeutlicht die Interaktion zwischen Prepayment Option und Duration Gap für unterschiedliche Vertragsausführungen:¹⁸

- a. Wird von einer kongruenten Refinanzierung festverzinslicher Hypothekendarlehen mit Verbindlichkeiten gleicher Duration, die nicht vorzeitig kündbar sind, wie z.B. der Pfandbrief, ausgegangen, ist der Wert des Duration Gaps im Idealfall eines perfekt kongruent refinanzierten Darlehensgebers gleich 0. Eine Zinsänderung wird in diesem Fall keine Vermögenswertänderung bei ihm auslösen. In der Abbildung kennzeichnet die Horizontale (Linie 1) diesen Fall.
- b. Wenn die Hypothekendarlehen allerdings eine Prepayment Option zulassen, bedeutet dies für einen kongruent refinanzierten Darlehensgeber ein hohes Risiko Vermögensverluste zu erleiden, sollten die Darlehenszinsen sinken (vgl. Linie 4). Dem Darlehensgeber bleiben folgende Strategien:

¹⁷ Quelle: Dübel/Lea (1997), S.237. Für diese Simulation haben Dübel/Lea (1997) ein vereinfachtes Prepayment Modell aufgestellt:

$D_{AP} = (q * (di - tc)^2 + c) * D_A$, wenn $di - tc > 0$; sonst $D_{AP} = c * D_A$; mit tc : Transaktionskosten der vorzeitigen Rückzahlung, q : Reaktionsgeschwindigkeit des Darlehensnehmers auf ein Zinssignal (Proxy für Konvexität), c : Minstduration. Die für die Simulation getroffenen Annahmen lauten: 5%=Verhältnis Vermögen zu Forderungen, 8%=Zinsniveau, 0,25%= Transaktionskosten, q reduziert die Duration der Forderungen um 5% für jeden Prozentpunkt (quadratisch) (z.B. verringert sich die Duration um 20%, wenn ein Gewinn durch Prepayment 2% beträgt.) Das Leverage der Darlehensgeber im Modell ist 95%.

¹⁸ Vgl. Dübel/Lea (1997), S.237 ff.

Die Duration der Verbindlichkeiten an jene der Forderungen anzupassen.

Eine höhere positive Laufzeittransformation zuzulassen, die die Verluste durch Zinssenkung begrenzt. (Wechsel von Linie 4 auf 6 in der Abbildung)

- c. Für einen nicht kongruent refinanzierten Darlehensgeber erhöht sich das Vermögensrisiko (Linien 1,2,3 in der Abbildung). Wird die vorzeitige Rückzahlung zugelassen, verändert sich Gleichung 6.1. mit einer Zinsänderung nicht-linear (Linien 4,5,6).

Zusammenfassend lässt sich aus dem Modell folgendes schließen:

- Ist die vorzeitige Rückzahlung ohne Vorfälligkeitsentschädigung zugelassen, bewirkt eine Zinssenkung eine Verminderung der Duration der Forderungsbestände. Ist der Darlehensgeber in diesem Fall kongruent refinanziert, trägt er den Kapitalverlust. Die Lösung für einen solchen Darlehensgeber, wäre eine höhere positive Fristentransformation, in dem z.B. die Laufzeiten der Verbindlichkeiten kürzer als die Laufzeiten der Forderungen sind (Linie 2 oder 3).¹⁹
- Eine ex-ante festgelegte Vorfälligkeitsentschädigung ändert nur die Höhe des Kapitalschocks durch eine Zinsänderung di , das Kapitalrisiko wird dadurch aber nicht beseitigt.
- Eine komplette Vorfälligkeitsentschädigung bewirkt, dass eine Zinsänderung keine Auswirkungen auf das Vermögen bzw. die Duration der Forderungen hat.

6.3.2.1 Deutschland

Deutsche Kreditgeber nutzen bei festverzinslichen Darlehen in der Regel die vom Gesetzgeber vorgegebene Möglichkeit, vorzeitige Rückzahlungen für die maximale Dauer von 10 Jahren auszuschließen (§ 489 Abs.1 Nr.3 BGB). Gegen die Zahlung einer Vorfälligkeitsentschädigung müssen sie sie allerdings aus zwei Gründen trotzdem zulassen: erstens, wenn das Beleihungsobjekt unbelastet verkauft werden soll, und zweitens, wenn das Objekt als Sicherheit für einen weiteren Kredit benötigt wird, der nicht von ihnen selbst übernommen wird (§490 Abs.2 BGB). Die Ausgleichszahlung ist eine Entschädigung, keine Bestrafung. Sie beinhaltet den Zins- und den Refinanzierungsverlust und ist abhängig von der ausstehenden Darlehenssumme zur Zeit der Rückzahlung, der Restlaufzeit und dem aktuellen Zinssatz.²⁰ Der Refinanzierungsverlust oder auch Zinsverschlechterungsschaden genannt ergibt sich aus der Differenz der fixen Refinanzierungskosten der Bank und dem aktuellen Wiederanlagesatz, z.B. den aktuellen Pfandbriefrenditen. Der Zinsverlust oder auch Zinsmargenschaden genannt ergibt sich aus dem der Bank entgangenen Nettogewinn aus dem vorzeitig gekündigten Dar-

¹⁹ Aufgrund der hohen Leverage rate der meisten Finanzinstitute erhöht sich dadurch aber auch der mögliche relative Kapitalverlust.

²⁰ Vgl. Dübel (2005), S.10 f.

lehen. Der Nettogewinn entspricht der Differenz aus Bruttogewinn (Vertragszinssatz minus Refinanzierungszins) und ersparten Risiko- und Verwaltungskosten. Sowohl der Refinanzierungs- als auch der Zinsverlust werden für den Rest der Zinsbindungsfrist berechnet und auf den Kündigungstermin abgezinst. Daraus ergibt sich die Vorfälligkeitsentschädigung.²¹

Inzwischen haben die Vertragspartner in Deutschland allerdings auch die Möglichkeit, Kreditverträge mit vorzeitigem Kündigungsrecht zu vereinbaren. Diese beschränken sich aber meist auf außerordentliche Tilgungsmöglichkeiten innerhalb bestimmter Zeiträume und einer definierten Höhe, z.B. 10% der Kreditsumme pro Jahr. Solche Vereinbarungen erhöhen allerdings den Darlehenszins, da die Kreditinstitute die höhere Zinsunsicherheit in ihrer Margenkalkulation berücksichtigen müssen.²²

Für den deutschen Kreditgeber hat damit das Risiko der vorzeitigen Rückzahlung nur geringe Auswirkungen, da ihm der wirtschaftliche Schaden ersetzt wird. Falls die Refinanzierung über Pfandbriefe erfolgt, müssen allerdings die Zahlungen an die Investoren sichergestellt werden, denn auch diese dürfen entsprechend der Kongruenzprinzipien ihre Anleihe vor Ende der Laufzeit nicht kündigen. Entsprechend können sich hier systemische Auswirkungen ergeben, da die Vorfälligkeitskündigungen das Gleichgewicht des in sich geschlossenen Systems gefährden. Bei sinkendem Zinsniveau und entsprechend anwachsenden Umschuldungen könnte das neue Aktivgeschäft nur zu wesentlich geringeren Konditionen abgeschlossen werden, während die Kuponzahlungen der Pfandbriefe auf dem bisherigen Niveau verharren würden. Damit wäre die gesetzlich geforderte Barwertdeckung nicht mehr erfüllt. Darüber hinaus wäre das neue Aktivgeschäft nur sukzessive zu tätigen, so dass die Barmittel aus den vorzeitigen Tilgungen und den Entschädigungszahlungen als Ersatzdeckung dienen müssten. Dies ist nach dem Pfandbriefgesetz aber nur in begrenzter Höhe möglich. Daher können Deckungslücken entstehen, die nicht mit dem Kongruenzprinzip vereinbar sind.²³

Ein möglicher Vorteil des Ausschlusses der vorzeitigen Rückzahlung ist, dass diese Option nicht in den Darlehenszins miteingerechnet wird. Andererseits enthalten die Kreditgeber dadurch möglicherweise bestimmten Darlehensnehmern Produkte vor. Alternativ könnten die Banken zum einen die Optionsprämie voll auf alle Kreditnehmer überwälzen, indem sie den Zinssatz entsprechend erhöhen oder aber sie reduzieren ihre Margen und werden dadurch anfälliger für Marktschwankungen. Bei einer vollständigen Übertragung der Optionsprämie ist aktuell mit einer Zinserhöhung zwischen 20 und 40 Basispunkten, je nach Schätzmethode, zu rechnen.²⁴ Aufgrund des von der EU für Ende 2007 angekündigten Weißbuchs²⁵ mit regulatorischen Maßnahmen zur Integration der europäischen Hypothekenmärkte werden die Konse-

²¹ Zahlungen für entgangene Zinsmargen sind nur in Deutschland üblich. In den restlichen Ländern Europas sind diese nicht anzutreffen. Vgl. Dübel (2006), S.39. Für die Berechnung der Vorfälligkeitsentschädigung haben die Kreditgeber die Wahl zwischen der Aktiv/Aktiv- und der Aktiv/Passiv-Methode. (Näheres unter Köndgen (2006), S.71.

²² Vgl. Schäfer (2006), S.8 f.

²³ Vgl. Köndgen (2006), S.70

²⁴ Vgl. Sörensen (2006), S.4 ff. und Dübel (2005), S.10 f.

²⁵ Ein EU-Weißbuch ist die Vorstufe zum EU-Gesetz.

quenzen einer möglichen Begrenzung bzw. eines Verbots von Vorfälligkeitsentgelten für den deutschen Hypothekenmarkt unter Experten heftig diskutiert. Von deutscher Seite wird vor allem auf die hohe Bonität der Pfandbriefe verwiesen. Für die bislang fristenkongruente Pfandbrief-Refinanzierung von festverzinslichen Hypothekendarlehen ist die Vorfälligkeitsentschädigung eine wesentliche Voraussetzung. Sollte allerdings die Möglichkeit der Vorfälligkeitsentschädigung aufgrund einer Gesetzesänderung entfallen, könnte mit der Einführung kündbarer Pfandbriefe das Vorfälligkeitsrisiko für die Pfandbriefemittenten umgangen werden.²⁶ Die Kreditgeber würden damit das Risiko an den Kapitalmarkt weiterleiten, da sie entsprechend den Darlehensnehmern ihre zur Refinanzierung der Kredite emittierten Pfandbriefe vorzeitig kündigen könnten. So entfiere auch das Wiederanlagerisiko. Eine weitere Möglichkeit der Umgestaltung der Pfandbriefemissionen wäre gemäß dem Beispiel der MBS-Emissionen eine Tranchierung der Pfandbriefe entsprechend ihrer jeweiligen Vorfälligkeitsrisiken. Das Vorfälligkeitsrisiko wäre damit auf die Pfandbriefgläubiger übertragen. Allerdings wäre der Deckungspool der Pfandbriefe nicht mehr dynamisch, sondern statisch, d.h. es könnten nicht laufend neue Kredite zugeführt werden. Dies wiederum hätte Auswirkungen auf die Liquidität dieser Refinanzierungsart.

Am Beispiel Dänemarks sieht man, dass Pfandbriefe bzw. gedeckte Anleihen zur Refinanzierung sowohl kündbar als auch unkündbar nebeneinander existieren können. Bei keiner der beiden Varianten bleibt das Risiko beim Kreditgeber. In Dänemark wird jeder einzelne Hypothekarkredit als gedeckte Anleihe am Kapitalmarkt ausgegeben. Bei kündbaren Anleihen hat der Kreditnehmer (Anleiheschuldner) das Recht, die Anleihe vorzeitig zu kündigen und sie zum Nennwert zurückzukaufen. Der Anleihegläubiger verlangt allerdings einen Renditeaufschlag für dieses Recht, das ihn für die volle Übernahme des Vorfälligkeitsrisikos entschädigt. Nach Sörensen (2006) liegt der Renditeaufschlag aktuell bei 30 Basispunkten. In der Vergangenheit lag er zwischen 20 und 80 Basispunkten. Im zweiten Fall können die Kreditnehmer ihr Darlehen kündigen, indem sie die Anleihe zum Marktpreis zurückkaufen. Dies ist jederzeit und ohne Einschränkungen erlaubt. Der Marktpreis der Anleihen fällt mit steigendem Zins und steigt bei sinkendem Zinsniveau. Diese Art der Vorfälligkeitsentschädigung über den Markt kann sich auch zugunsten des Kreditnehmers auswirken. Kauft er die Anleihe bei sinkenden Zinsen zurück, zahlt er zwar einen Preis der über dem Nominalwert liegt, kann aber von niedrigeren Zinsen profitieren. Kauft er die Anleihe bei steigenden Zinsen, erzielt er u.U. einen Kursgewinn, muss ein weiteres mögliches Darlehen aber zu höheren Konditionen aufnehmen.²⁷

Eine weitere Sicherungsmöglichkeit für Kreditgeber in Deutschland vor dem geringen Risiko außerplanmäßiger Tilgungen sind (synthetische) Verbriefungen. Die Partially Funded Struktur bietet eine geeignete Methode das Laufzeitrisiko an die Swap-Partner weiterzugeben.

²⁶ Diese waren in Deutschland bis in die siebziger Jahre hinein üblich. Vgl. Schäfer (2006), S.10

²⁷ Vgl. Schäfer (2006), S.5

Bausparkassen allerdings räumen ihren Darlehensnehmern heute schon das Recht zu Sondertilgungen in jedem Zeitpunkt der Darlehensphase ein.²⁸ Bauspardarlehen sind damit die einzigen festverzinslichen Hypothekendarlehen in Deutschland, die dieses Recht einräumen.

6.3.2.2 Spanien

Die vorzeitige Tilgung ist in Spanien jederzeit nach Entrichtung einer Entschädigungszahlung möglich. Der spanische Gesetzgeber hat die Zahlung allerdings auf 0,5% bei variabel verzinslichen Darlehen und 2,5% der ausstehenden Darlehenssumme bei festverzinslichen Darlehen (seit Januar 2007, bis dahin 4%) beschränkt.²⁹ Damit wird das Risiko unter dem Darlehensnehmer und dem Darlehensgeber aufgeteilt. Allerdings ist anzunehmen, dass die verbleibende Option in die Zinssätze miteingerechnet ist und die Darlehen damit teurer sind. Es bleibt abzuwarten, wie sich die Zinssätze für festverzinsliche Darlehen nach der Reduktion der Vorfälligkeitsentschädigung auf 2,5% der ausstehenden Darlehenssumme entwickeln.³⁰

Die spanischen Verbriefungsstrukturen FTH und FTA bieten die Möglichkeit, das Risiko an CH-Investoren oder an BTH-Investoren am Kapitalmarkt weiterzugeben.

6.3.2.3 Großbritannien

In Großbritannien muss der Darlehensnehmer sowohl für die vorzeitige Rückzahlung von festverzinslichen Krediten als auch für Kredite mit Zins-Caps eine Vorfälligkeitsgebühr bezahlen. Dies ist aber nicht allgemein gesetzlich vorgeschrieben, sondern durch gerichtliche und aufsichtsbehördliche Einzelfallentscheidungen geregelt. Aufgrund des starken Wettbewerbs aber übernehmen die Kreditinstitute z.T. die Gebühren für Umschuldungen, wenn sie dadurch neue Kunden gewinnen können. Auch DVR-Darlehen sind mit einer Vorfälligkeitsentschädigung ausgestattet, da sie eigentlich zur Kundenwerbung aufgelegt werden und sich meist ein SVR anschließt. Durch den höheren Zinssatz der SVR-Darlehen wird der niedrigere Zins der DVR-Darlehen „subventioniert“. Insgesamt beschränken die Institute die Zahlungen der Vorfälligkeitsentschädigung aber auf 3-5% des ausstehenden Hypothekendarlehens. Das verteuert u.U. die Darlehen, da ein Teil des möglichen nicht erstatteten Betrags als Aufschlag in den Zinssatz eingerechnet wird.

Allen britischen Kreditinstituten steht die Möglichkeit offen, das Risiko durch Verbriefung über den RMBS-Markt an Investoren weiterzugeben. Die Investoren in RMBS sehen sich bei vorzeitiger Darlehenstilgung dann vor allem dem Wiederanlagerisiko ausgesetzt. Da

²⁸ Vgl. Allgemeine Bedingungen der Bausparverträge der Landesbausparkassen §11(5), Bausparkassen-Fachbuch (2004/2005), Kapitel 3

²⁹ Man hofft durch die Senkung der Entschädigungszahlung wieder mehr festverzinsliche Darlehen und damit einen besseren Produktmix zu etablieren.

³⁰ In diesem Zusammenhang muss darauf hingewiesen werden, dass die Ley 2/1994 festverzinsliche Kredite als Kredite definiert, die bis zum Ende der Laufzeit festgeschrieben sind, der Rest sind variabel verzinsliche Kredite.

die Kredite meistens bei sinkenden Marktzinsen vorzeitig getilgt werden, ist es für sie schwierig, die freigesetzten Mittel zu vergleichbaren Renditen anzulegen.

MBS-Transaktionen können durch geeignete Strukturierungsmaßnahmen die Risiken auf Anleger mit unterschiedlichen Risikopräferenzen verteilen. Investoren in Pay-Throughs können sich so unterschiedliche Klassen mit unterschiedlichen Laufzeiten und Risikograden aussuchen.

6.3.2.4 Vergleich Allokation des Prepayment-Risikos

Die folgende Tabelle 6.3-2 gibt einen Überblick über den Umgang mit dem Risiko der vorzeitigen Rückzahlung in den drei Ländern.

Prepaymentrisiko	Kreditinstitut			Darlehensnehmer	Investor
	Bausparkasse	Pfandbriefbank	Universalbank		
Deutschland	<i>übernimmt Prepayment Risiko, durch Refinanzierung u. Wartezeit gut abgesichert</i>	<i>übernimmt kein bis geringes PR, da kongruente Refinanzierung und genereller Ausschluss von PR*(es ergibt sich höchstens ein systemisches Risiko)</i>	<i>übernimmt geringen Anteil, da meist festverzinsl. Kredite ohne Prepayment</i>	<i>muss für Prepayment Vorfälligkeitsent. zahlen; es ex. keine festverzinsl Produkte mit Prepayment*</i>	<i>geringes PR</i>
Spanien	<i>übernimmt geringen Anteil an PR, da beschränkte Vorfälligkeitsent. (VE)*</i>			<i>es fehlen festverz. Produkte mit VE*</i>	<i>übernimmt mittleres PR bei CHs und FTAs</i>
Großbritannien	<i>übernimmt geringen Anteil an PR, da beschränkte VE*</i>			<i>es fehlen festverz. Produkte mit VE*; geringer Anteil an festverzinsten Produkten*</i>	<i>übernimmt mittleres PR bei covered bonds und RMBS</i>

Tabelle 6.3-2: Allokation des Prepayment-Risikos (PR)

**weist auf Ineffizienz hin*

6.3.3 Ausfallrisiko (Default Risk)

Das Ausfallrisiko beschreibt die Gefahr, dass Kreditnehmer ihren Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommen, die Sicherheit des Darlehens zwangsverwertet werden muss und die beteiligten Akteure Verluste hinnehmen müssen.

Die größte Gefahr für Zahlungsausfälle geht von einem möglichen Anstieg der Zinssätze und dem damit verbundenen Anstieg der Schuldendienstlast der Haushalte aus. Da die Merkmale der Hypothekenfinanzierung in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich sind

wie etwa die Fristigkeit der Hypothekenzinssätze, die Refinanzierungskosten, der Entwicklungsstand der Hypothekenverbriefung und die Transaktionskosten hat die Bank für Internationale Zusammenarbeit (BIZ) in ihrem Jahresbericht des Jahres 2004 eine breit angelegte Reagibilitätsanalyse der Schuldendienstquoten für drei unterschiedliche Zinsszenarien berechnet.³¹ Sie basieren auf den historischen Daten und prognostizieren die Effektivverzinsung und das Verhältnis zwischen Verschuldung und Einkommen der privaten Haushalte gegenüber den Leitzinsen und Zinsaufschlägen ab dem Jahr 2004 bis 2010. Im ersten Szenario kehrt der kurzfristige Zinssatz innerhalb von drei Jahren auf seinen historischen Durchschnitt seit 1990 zurück, während das Verhältnis zwischen Verschuldung und Einkommen auf dem aktuellen Stand bleibt. Im zweiten Szenario steigt der kurzfristige Zinssatz innerhalb von drei Jahren um 200 Basispunkte, während das Einkommen der Haushalte um 2% p.a. schneller steigt als ihre Verschuldung. Im dritten Szenario kehrt der kurzfristige Zinssatz wie im ersten Szenario auf seinen historischen Durchschnitt zurück, während aber die Verschuldung der privaten Haushalte in den folgenden drei Jahren um 2% p.a. schneller anwächst als ihr Einkommen.

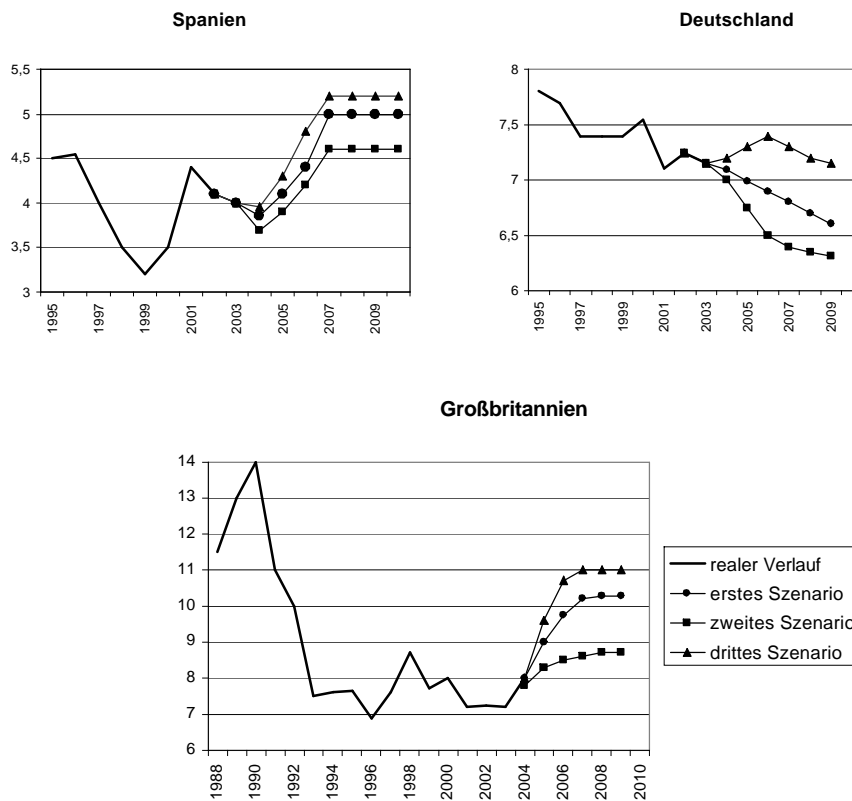


Abbildung 6.3-7: Reagibilitätsanalyse der Schuldendienstquoten³²

³¹ Ein weiterer Faktor ist auch die steuerliche Behandlung des Wohneigentumserwerbs. Die Reagibilität der Schuldendienstkosten gegenüber Zinsänderungen wird durch die steuerliche Abzugsfähigkeit der Hypothekenzinszahlungen verringert. BIZ (2004), S.153f.

³² Quelle: Berechnungen der BIZ, BIZ (2004), S.154

Abbildung 6.3-7 zeigt die Prognosen für die drei beschriebenen Szenarien. Man erkennt, dass sich in Ländern mit vorwiegend variabler Verzinsung wie Spanien und Großbritannien ein Zinsanstieg schnell auf die privaten Haushalte übergeht und im schlechtesten Fall (im Beispiel das dritte Szenario) zu erheblichen finanziellen Anspannungen führen kann. Diese liegen weit über den Schuldendienstquoten des vorangegangenen Jahrzehnts. In Deutschland mit überwiegend langfristig festverzinslichen Hypothekendarlehen dagegen steigt die Schuldendienstquote bei einem Anstieg der Zinssätze kurzfristig nur, wenn auch die Verschuldung im Vergleich zum Einkommen schneller steigt. In der längerfristigen Prognose ebbt der Anstieg allerdings wieder ab.

Für Investoren haben Ausfallraten eine hohe Bedeutung. Sie werden regelmäßig von den Ratingagenturen zur Beurteilung der Qualität der einer Emission zugrundeliegenden Hypothekendarlehen angegeben. Im Vergleich der drei Länder werden die Ausfallraten für Deutschland am geringsten eingestuft (siehe Tabelle 6.3-3). Auch international gelten die deutschen Wohnungsbaudarlehen als sehr sicher.

Land	Kreditklasse	Ausfallrate
Deutschland	Bauspardarlehen	0,01%
	Realkredite (LTV<60%)	0,03-0,04 (1988-1998)
	Wohnungsbaudarlehen (LTV>60%)	0,15
Spanien	Alle Hypothekendarlehen	<i>Zahlungsrückstände: von 0,7 auf 0,3 gesunken (2006)</i>
Großbritannien	Alle Hypothekendarlehen	0,08-0,95%

Tabelle 6.3-3: Ausfallraten in Deutschland, Spanien und Großbritannien³³

Zur Beurteilung des Ausfallrisikos wird vor allem die Eigenbeteiligung des Darlehensnehmers herangezogen. Diese wiederum ist abhängig vom ermittelten Wert der Immobilie. Der deutsche Beleihungswert ist ein sehr langfristiger Wert, der die Wahrscheinlichkeit zukünftiger Wertverluste berücksichtigen soll. In Spanien war die bisherige Praxis anders. Regelmäßig wurde der Kaufpreis als Wert ermittelt oder sogar Werte über dem Kaufpreis als Grundlage für eine Beleihung angesetzt. Erst mit Einführung des neuen Gesetz E-CO/805/2003 wird auch in Spanien gefordert, einen nachhaltigen Beleihungswert zu ermitteln. In Großbritannien wird der Wert nach aktuellen, vergleichbaren Verkäufen ermittelt und ist somit marktnäher als in Deutschland.

Das vom Darlehensnehmer aufzubringende Eigenkapital hängt demnach entscheidend von der Praxis der Beleihungswertermittlung ab.

³³ Vgl. auch Hagen/Holter (2002), S.55, Gonzalez (2005), S.14 und AHE (2006), S12. Für Spanien konnten nur Daten zu Zahlungsrückständen nicht zu den Ausfallraten gefunden werden.

Darüber hinaus sind auch die Kriterien der Kreditvergabe im Vergleich der Länder in Deutschland am strengsten geregelt. Beispielsweise erhalten hier nur Darlehensnehmer mit guter Bonität ein Hypothekendarlehen. Es gibt keinen geregelten Subprime-Markt für Darlehensnehmer geringerer Bonität wie in Großbritannien.

Die individuellen Ausfallwahrscheinlichkeiten werden auch durch die Zinshöhe und die Tilgungsgeschwindigkeit beeinflusst. Niedrigere Zinsen und schnellere Tilgung ziehen geringere Ausfallraten nach sich. Für die Ausfallwahrscheinlichkeit ganzer Kreditpools ist die regionale Konzentration der Darlehen entscheidend.

Die deutschen Kreditgeber haben sich durch konservative Vergaberichtlinien stärker gegen Ausfallrisiken der Darlehen abgesichert als die spanischen und britischen. Das ist auch für die Sicherung der Pfandbriefqualität notwendig und daher für erstrangige Hypothekendarlehen, die zur Grundlage von Pfandbriefemissionen dienen, durch das neue PfandBG vorgeschrieben.

6.3.3.1 Deutschland

Mit den strengen Vergaberichtlinien sichern sich die deutschen Kreditgeber vor höheren Verlusten im Falle eines Kreditausfalls ab. In Abhängigkeit der Finanzierungsräume gehen sie unterschiedlich hohe Risiken ein. Für Kreditgeber im erststelligen Beleihungsraum ($LTV < 60\%$) ist das Ausfallrisiko sehr niedrig (siehe auch Tabelle 6.3-3). Da es aufgrund der Wertermittlung oft zu einer Beleihung von unter 55% des Kaufpreises kommt, reichen die im Fall eines Ausfalls aus der Zwangsvollstreckung der Immobilie gewonnen Mittel in der Regel aus, um ihre Ansprüche zu bedienen. Anbieter nachrangig gesicherter Darlehen können ihre Ansprüche dann nur noch aus jenen Mitteln geltend machen, die nach Abzug der erstrangigen Ansprüche verbleiben. Dennoch gilt für Bausparkassen, ohne Vor- und Zwischenfinanzierung trotz einer nur zweitrangigen Absicherung eine sehr geringe Verzugsrate von 0,01%. Anbieter von weiteren Personenkrediten sind dem höchsten Anteil des Ausfallrisikos ausgesetzt.

Durch den hohen Eigenanteil trägt der Kreditnehmer damit einen hohen Teil des Risikos. Auch die Refinanzierung über Pfandbriefe am Kapitalmarkt führt zu keiner besseren Aufteilung des Ausfallrisikos unter den Darlehensgebern, da hier nur der erstrangig besicherte Teil der Finanzierung refinanziert werden darf. Darüber hinaus sind die Zins- und Tilgungszahlungen an die Pfandbriefinvestoren garantiert, so dass diese keinen Anteil des Risikos übernehmen. In jüngster Zeit ist die Weitergabe der Ausfallrisiken durch die Kreditgeber vor allem über die synthetische Verbriefung möglich geworden. Auch hier kann wie bei der Verbriefung von MBS über Strukturierung ein Ranking verschiedener Risikoklassen erfolgen, so dass Investoren verschiedener Risikopräferenzen das Ausfallrisiko aufteilen können. Der

Kreditnehmer ist weiterhin durch seinen Eigenanteil und eventuell weiterer Forderungen³⁴ durch die Kreditinstitute am Ausfallrisiko beteiligt.

6.3.3.2 Großbritannien

In Großbritannien ist der Anteil der Darlehen über einer Beleihungsgrenze von 80% sehr hoch. Zwar ist er in den letzten Jahren rückläufig, mit 40% aber trotzdem noch sehr hoch. Der mittlere Beleihungsauslauf lag im Jahr 2004 für Ersterwerber bei 89%, für den Rest bei 72%. Damit gehen die Kreditgeber in Großbritannien ein hohes Ausfallrisiko ein. Darlehensnehmer haben die Möglichkeit sich über eine Mortgage Redemption Policy gegen den Verlust des Arbeitseinkommens, sei es durch Krankheit, Unfall oder Entlassung zu schützen. Die Versicherung sichert die Weiterbedienung des Kredits bis zur Dauer von einem Jahr. Dieser begrenzte Sicherheitsschutz ist prämiengünstiger als eine Restschuldversicherung.³⁵

Die Weitergabe des Risikos über die Ausgabe von Structured Covered Bonds ist nicht üblich, da diese mit den Covered Bonds der anderen europäischen Länder konkurrieren und die Emittenten regelmäßig versuchen durch entsprechende Konstruktionen an die Qualität des Pfandbriefs heranzukommen, d.h. sich entsprechende Rankings erhoffen. Daher haben sich bisherige Ausgaben auf Hypothekendarlehen mit einer Beleihungsgrenze von 60 bis höchstens 70% beschränkt.

Die einzige Möglichkeit der Weitergabe des Risikos ist die Verbriefung der zugrundeliegenden Darlehen über RMBS.³⁶

6.3.3.3 Spanien

Leider kann kein Vergleich der Ausfallraten zu den anderen Ländern erfolgen, da nur Angaben zu Zahlungsrückständen gefunden werden konnten. Diese zeigen allerdings eine erstaunliche Entwicklung. Sie sind von 0,7 im Jahr 2000 auf 0,3% im Jahr 2006 gesunken. Das ist insofern ungewöhnlich, als dass der LTV erhöht wurde und auch die Laufzeiten von 10 auf 30 Jahre angehoben wurden. Der Bedarf an Hypothekendarlehen war durch die Preissteigerungen am Immobilienmarkt gestiegen und konnte durch solche Maßnahmen gedeckt werden.

Der Zahlungsrückstand der Darlehensnehmer ist aber trotz der erhöhten Beleihungsquoten auf einem historischen Tiefstand und sinkt tendenziell weiter³⁷. Der Verschuldungsgrad pro Familie bezogen auf das zur Verfügung stehende Einkommen ist konstant um die 35%.³⁸

³⁴ Die Höhe der weiteren Forderungen hängt von den rechtlichen Rahmenbedingungen für die Vergabe von Hypothekendarlehen ab. In Deutschland haftet der Darlehensnehmer mit seinem gesamten Vermögen, sollte der bei einer Zwangsversteigerung der sichernden Immobilie der erzielte Betrag nicht zur Deckung des ausstehenden Darlehens ausreichen.

³⁵ Vgl. Köndgen (2000), S.57 und BIS (2006), S.151

³⁶ Vgl. BIS (2004), S.155

³⁷ Vgl. Gonzalez (2005), S.14 und AHE (2006), S.12.

³⁸ Vgl. AHE (2006), S.9. Die Daten basieren auf einer empirischen Studie von über 700 000 Hypothekendarlehen aus dem Jahr 2005 durchgeführt von Genworth.

Während in anderen europäischen Ländern wie in England und Deutschland der Immobilienboom längst wieder abgeflacht ist und die Immobilienpreise sinken, hält der Anstieg in Spanien, wenn auch gedämpft, an. Allerdings lassen die seit dem Jahr 2005 anhaltenden Zinserhöhungen erahnen, dass sich die Amortisationsraten bzw. Schuldenkosten der Darlehensnehmer noch weiter erhöhen werden. Für die verbreiteten variabel verzinslichen Annuitätendarlehen ergeben sich daraus proportional zur Laufzeit zum Teil erhebliche Anstiege der monatlichen Tilgungsleistungen. Da sowohl die Laufzeiten als auch die Beleihungsgrenzen der aktuellen Verträge erheblich erweitert wurden, könnten sich hier in Zukunft Probleme für die Darlehensgeber ergeben.³⁹

Die Ausfallrisiken können durch FTHs oder FTAs weitergegeben werden und werden hier entweder von den Investoren getragen oder durch die spanische Zentralbank gesichert.

6.3.4 Liquiditätsrisiko

Mit der Beurteilung des Liquiditätsrisikos wird die Fähigkeit der Finanzintermediäre betrachtet, dem Hypothekenmarkt ausreichend Finanzmittel zur Darlehensvergabe zur Verfügung zu stellen. Um dies effizient zu erledigen, darf es keine Beschränkungen für die Beschaffung von Refinanzierungsmitteln und den Verkauf von Finanztiteln geben. Der Zugang zum Kapitalmarkt sollte gewährt sein.

Im Hinblick auf das oben diskutierte Prepaymentrisiko ergibt sich aber auch für Darlehensnehmer ein Liquiditätsrisiko, wenn diese aufgrund der Gesetzgebung oder mangelnder Marktgröße ihre aufgenommenen Darlehen nicht weiterveräußern können. Dies ist vor allem für Deutschland der Fall. Sollten Darlehensnehmer hier nicht durch §490 Abs.2 BGB autorisiert sein, eine Vorfälligkeitstilgung innerhalb der ersten 10 Jahre des aufgenommenen festverzinsten Kredites zu tätigen, so bleiben ihnen nur die Wahl zwischen einem frei ausgehandelten Aufhebungsvertrag oder aber der Stellung eines Ersatzkreditnehmers. Dieser ist aber am Sekundärmarkt kaum anzutreffen, da eine Vertragsübernahme hohe Gebühren nach sich zieht.

6.3.4.1 Deutschland

Traditionell haben vor allem die ehemaligen Hypothekenbanken einen sehr guten Zugang zum Pfandbriefmarkt, der über die deutschen Grenzen hinaus sehr liquide ist. Dies gilt besonders für klassische endfällige Anleihen (Bullets). Daher tragen die Investoren nur ein geringes Liquiditätsrisiko. Durch die Strukturierung der Zinszahlungen könnten zwar neue Kunden gewonnen werden, das Liquiditätsrisiko nähme aber aufgrund des geringen Marktvolumens dieser Elemente zu. Mit einer Abnahme des hohen Standardisierungsgrades würde demnach das Risiko zunehmen.

³⁹ Vgl. AHE (2006a), S.8.

Die größeren Geschäftsbanken und Sparkassen haben über die Ausgabe von Anleihen Zugang zum Kapitalmarkt und die kleineren Sparkassen und Genossenschaftsbanken über den Verbund.

Der deutsche MBS-Markt ist vor allem für MBS aus der Wohnungsfinanzierung noch sehr klein. Um Liquiditätsrisiken von vornherein gering zu halten, haben die Initiativen der KfW-Bank und der TSI zumindest eine standardisierte Plattform für künftige RMBS-Verbriefungen geschaffen. Überzeichnete Emissionen von synthetischen Verbriefungen haben gezeigt, dass ein Markt vorhanden ist. Die Zukunft wird zeigen, ob er so liquide wird wie der deutsche Pfandbriefmarkt.

Allein die Bausparkassen sind zur Liquiditätsbeschaffung hauptsächlich von der Höhe des Neukundengeschäfts abhängig. Zur Absicherung gegen Liquiditätsengpässe dient auch hier die nicht vertraglich festgelegte Wartezeit der Kunden zwischen der Spar- und Darlehensphase.

6.3.4.2 Großbritannien

Die größeren britischen Finanzintermediäre haben durch die Ausgabe ungesicherter und gesicherter Anleihen direkten Zugang zum Kapitalmarkt. Auch die Refinanzierungsmöglichkeiten der Building Societies haben sich verbessert, da sie nur noch verpflichtet sind, 50% der Darlehensforderungen durch Spareinlagen zu refinanzieren.

Der RMBS-Markt hat sich gut entwickelt und ist inzwischen liquide. Es gibt keine gesetzlichen Beeinträchtigungen. Probleme hat nur noch der Markt für Structured Covered Bonds, da die gesetzliche Grundlage für diese Wertpapiere nicht jener der etablierten Covered Bonds in Europa entspricht. Mögliche Investoren gehen damit verloren.

6.3.4.3 Spanien

Der spanische CH-Markt ist der zweitgrößte Europas nach dem Pfandbriefmarkt und damit sehr liquide. Inzwischen ist auch der Markt für FTHs und FTAs gewachsen und entsprechend ausreichend liquide.

6.3.4.4 Zusammenfassung

Die Finanzintermediäre der betrachteten Märkte sind durch die inzwischen gut etablierten Bond- und MBS-Märkte gut in der Lage die Hypothekenforderungen nicht nur über Spareinlagen, sondern auch an den Kapitalmärkten zu refinanzieren. Allerdings müssen gerade die Plattformen für Verbriefungen einen hohen Standardisierungsgrad erreichen, damit die Ausgabe nicht zu kostspielig und damit unrentabel wird.

6.3.5 Wiederanlagerisiko

Das Wiederanlagerisiko beschreibt die Gefahr erwartet oder unerwartet freigewordene Mittel aus Investitionen zu vergleichbaren Konditionen wiederanlegen zu müssen. Dieses Risiko betrifft nur die letztendlichen Investoren in Hypothekendarlehen bzw. deren Titel.⁴⁰

6.3.5.1 Deutschland

In Deutschland hat dieses Risiko aufgrund des Ausschlusses der vorzeitigen Tilgungen eine geringe Relevanz. Darüber hinaus sind Pfandbriefe in ihrer üblichen Form endfällige Anleihen, so dass auch durch zwischenzeitliche Zahlungen keine Wiederanlageentscheidungen getroffen werden müssen.

6.3.5.2 Großbritannien

Da die Ausgabe der Covered Bonds nicht gesetzlich geregelt ist und auch deren Unterlegung frei gewählt werden kann, hängt das Wiederanlagerisiko der Investoren stark von der Qualität der zugrundeliegenden Hypothekendarlehen ab. In der Regel werden Darlehen bis zu einer Beleihungsgrenze von 75-80% in den Pool aufgenommen, so dass zumindest das Ausfallrisiko reduziert wird.

Investoren in RMBS gehen in der Regel ein höheres Risiko ein. Im Vergleich zu Covered Bonds sind sie regelmäßig mit einem Spreadaufschlag versehen, was zeigt, dass hier sowohl Ausfall- wie Wiederanlagerisiken höher sind.

6.3.5.3 Spanien

Ein großes Problem der Refinanzierung über Cédulas Hipotecarias (CH) ist, dass die Laufzeiten der zugrundeliegenden Kredite nicht mit denen der Cédulas übereinstimmen müssen (Asset-Liability Mismatch). Entweder werden die Darlehen im Hypothekenportfolio vor der Endfälligkeit der CHs zurückgezahlt, dann sind die Investoren mit einem Reinvestitionsrisiko konfrontiert, oder die zugrunde liegenden Kredite haben eine längere Laufzeit als die CHs. Die Tilgungszahlungen reichen dann nicht aus, die CHs zur Endfälligkeit zurückzuzahlen. Der sich ergebende Differenzbetrag muss refinanziert werden. Das setzt den Investor Refinanzierungsrisiken aus.⁴¹

Die Refinanzierung von FTHs und FTAs versucht diese Risiken zu strukturieren und garantiert den Gläubigern die Einhaltung der Vertragsbedingungen, insbesondere regelmäßiger Zahlungen.

⁴⁰ Das Wiederanlagerisiko ist abhängig vom Ausfallrisiko und dem Risiko der vorzeitigen Rückzahlung. Das Wiederanlagerisiko der Finanzintermediäre wurde daher schon unter diesen zwei Punkten behandelt.

⁴¹ Vgl. Burkert/Eichert (2006), S.46 f.

6.3.6 Schlussfolgerung

Insgesamt scheinen vor allem die Märkte in Spanien und Großbritannien große Anstrengungen zu unternehmen, das Angebot ihrer Produkte auszuweiten und die Risiken am Kapitalmarkt zu platzieren. So können diese unter Wettbewerbsbedingungen am besten bewertet und diversifiziert werden. Defizite lassen sich in beiden Märkten allerdings im Angebot der längerfristig festverzinsten Produkte erkennen. Für den deutschen Markt gilt umgekehrt, dass es hier einen Mangel der Nachfrage an variabel verzinsten Produkten gibt. Die angebotenen festverzinslichen Hypothekendarlehen schließen darüber hinaus das Recht der vorzeitigen Rückzahlung aus. Hier kann ebenfalls ein Effizienzmangel gesehen werden. Vor allem im Zuge der Europäischen Integration der Märkte wird die Abschaffung dieses Ausschlussrechtes heftig diskutiert. Unter Gesichtspunkten der Effizienz wäre allerdings statt der Abschaffung des Rechts die Erweiterung des Angebots um Produkte inklusive der Prepayment-Option sinnvoller. Es würde den Wettbewerb weiter ankurbeln und die Auswahl für die Kunden verbessern. In der Folge käme es zu einer verbesserten Informationslage für die Darlehensgeber. Sie könnten das Verhalten ihrer Kunden besser einschätzen und die gewährte Option besser bewerten. Denn es ist anzunehmen, dass mit der Wahlmöglichkeit zwischen festverzinsten Produkten mit und ohne Prepayment-Option eher jene Kunden den erhöhten Zinssatz der Produkte mit der Option zahlen, für die die Option einen Wert hat, d.h. die diese auch nutzen wollen, und jene die sie nicht nutzen wollen, aufgrund des niedrigeren Zinssatzes eher jene Produkte ohne Option wählen.⁴²

Vor allem die Art der Refinanzierung der Darlehen scheint aus mehreren Gründen wichtig zu sein: Die Refinanzierung über den Kapitalmarkt kann die Risiken der Darlehensgeber senken, den Wettbewerb ankurbeln, einen Kostendruck und damit eine Zinssenkung bewirken und die Darlehensgeber in die Lage versetzen, neue Darlehensprodukte anzubieten. Der spanische Markt scheint in dieser Hinsicht der aktivste. Als Refinanzierungsinstrumente haben sich sowohl Covered Bonds (CHs) als auch MBS (FTAs bzw. SMBS) schon etabliert. Auch auf dem britischen Markt ist inzwischen die Tendenz zu erkennen, neben den MBS die Covered Bonds stärker zu nutzen.

⁴² Siehe dazu auch Kap. 6.3 rechtliche Rahmenbedingungen.

6.4 Institutsebene

Auf dieser Ebene soll die strukturelle Form der Märkte vor allem hinsichtlich der gesetzlichen Rahmenbedingungen und dem Grad des Wettbewerbs, ihrer Stabilität und gleichzeitig ihrer Anpassungsfähigkeit näher beleuchtet werden.

Geschäftsbanken sind in allen EU Staaten und somit auch in den drei betrachteten Ländern mit einem Marktanteil über 50% die häufigsten Finanzintermediäre im Hypothekengeschäft.

6.4.1 Gesetze und Rahmenbedingungen / Sicherungsmöglichkeiten / Kapitalmarktzugang

Gesetze und Rahmenbedingungen sind notwendig, damit die Vertragspartner Sicherheit und Vertrauen erhalten. Die wichtigste und überall anzutreffende Grundlage der Wohneigentumsfinanzierung ist die Unterlegung der Kredite mit den zu finanzierenden Immobilien als Sicherheit. Erst die Sicherung des Zugriffs auf die Immobilie als Wert eröffnet den Darlehensgebern die Möglichkeit, günstige Hypothekendarlehen auszugeben. Die Ausgestaltung des Sicherheitsrechts fällt allerdings in den jeweiligen Ländern unterschiedlich aus. Grundsätzlich gibt es in Europa zwei Rechtskonstruktionen zur Absicherung der Darlehen, die streng akzessorische und die nicht akzessorische Hypothek (in Deutschland Grundschuld genannt). Während sich bei der streng akzessorischen Hypothek Änderungen hinsichtlich der Forderungen direkt auf sie auswirken und die Tilgung der Schuld auch das Erlöschen der Hypothek zur Folge hat, ist die nicht akzessorische Grundschuld nicht auf eine einzelne Forderung beschränkt. Sie kann übertragen werden und mehrere Forderungen sichern. In Deutschland hat sich die Grundschuld durchgesetzt. Diese sichert auch die Übertragung des Sicherungsrechts an einen Investor und somit die Refinanzierung über den Kapitalmarkt. Auch in Großbritannien ist das Sicherungsrecht nicht-akzessorischer Natur.¹

Je nach Bewertungspraxis und Bestimmungen zum Beleihungsauslauf ist die Sicherung durch die Immobilie höher oder niedriger einzustufen. Deutschland hat hier sicherlich die höchste Stufe der Absicherung unter den drei Ländern. Auch die neu eingeführte Beleihungswertverordnung (BelWertV), an die sich vor allem Pfandbriefinstitute halten müssen, wird daran nichts ändern, obwohl vor allem in §24 BelWertV Erleichterungen für überwiegend zu Wohnzwecken dienende Objekte bis zu einer Kreditgrenze von 400.000 € geregelt sind. Allerdings dürfen selbst nachrangig gewährte Immobilienkredite den Verkehrswert nicht überschreiten. Zurzeit halten sich die meisten deutschen Finanzinstitute noch an die traditionellen Beleihungswerte, die nach dem Ertrags-, Sach- und Vergleichswertverfahren ermittelt werden. Die daraus entstandenen branchenspezifischen Wertermittlungsanweisungen sind

¹ Jäger/Voigtländer (2006), S.28

jeweils mit der Bankenaufsicht (BaFin) abzustimmen.² Die Regulierungen erstrecken sich weiter auf die Festsetzung der Beleihungsgrenzen zur erst- und nachrangigen Beleihung und zur Ausgabe von Pfandbriefen. Auch in Spanien hat der Gesetzgeber eine neue ministeriale Richtlinie erlassen, um den bisherigen Missbrauch des Schätzwertes zur erhöhten Darlehensvergabe zu unterbinden. Allein in Großbritannien wird weiterhin der aktuelle Marktwert benutzt.

Einen sehr großen Einfluss auf die Ausprägung eines Finanzsystems hat die Rechtsprechung im Bereich der Refinanzierung über den Kapitalmarkt. Fehlen hier die entsprechenden gesetzlichen Rahmenbedingungen, entwickelt sich meist auch keine Refinanzierung über den Kapitalmarkt. Erst der Schutz einer formalen Gesetzgebung steigert das Vertrauen der Investoren und ihr Interesse an innovativen Refinanzierungsprodukten.

Die Refinanzierung wird in Deutschland und Spanien über die zivile Gesetzgebung geregelt, in Großbritannien über das Common Law. Daher müssen die Finanzintermediäre in Deutschland und Spanien eine rechtliche Genehmigung zur Ausgabe von verbrieften Titeln haben, in Großbritannien dagegen nicht. Beispielsweise ist die Hauptaufgabe der Regulierung für die Ausgabe von Hypothekendarlehen, die Risiken der Finanzintermediäre und der Investoren zu reduzieren. Dabei werden vor allem die folgenden drei Prinzipien verfolgt:³

Spezialbankenprinzip: Es beschränkt die Geschäfte der ausgebenden Finanzintermediäre, um das Insolvenzrisiko zu senken.

Bilanzprinzip: Um das Zinsänderungsrisiko zu beschränken, sollte die Laufzeit und der Zinssatz der Aktiv- und Passivseite übereinstimmen.

Prinzip der Überdeckung: Es beschränkt vorwiegend die Höhe der Hypothekendarlehen auf den Wert der sichernden Immobilie. Dies reduziert das Ausfallrisiko durch die Darlehensnehmer. Die europäischen Länder beschränken sich zumindest offiziell auf Beleihungsausläufe um die 80%.

Die wichtigsten Gesetze zum Schutz der Investoren in Covered Bonds sind:⁴

Die Forderungen der Investoren werden im Fall eines Darlehensausfalls von Seiten des Darlehensnehmers vor allen anderen Forderungen befriedigt.

Die Forderungen werden für den Fall der Insolvenz des Darlehensgebers gepoolt, so dass die zur Unterlegung dienenden Hypothekendarlehen nur zur Befriedigung der Investoren herangezogen werden.

Der Forderungspool besteht nach einer Insolvenz des ausgebenden Kreditinstituts weiter.

² Vgl. Holter (2006), S.478 und o.V. (2006), S.2f.

³ London Economics (2005), S.127 f.

⁴ London Economics (2005), S.128

	Spezialbankenprinzip	Überdeckungsprinzip (LTV)	Vorrang der Investoren bei Darlehensausfall	Trennung der Forderungen	Fortbestand des Forderungspools nach Insolvenz des DG
Deutschland	Ja, verstärkt bis 2005; alle FIs können sich dafür qualifizieren	60%	Ja	Ja	Ja
Großbritannien	Keine Spezialgesetzgebung in UK für Covered Bonds bisher; soll im Januar 2008 eingeführt werden	Nein; bisher beschränken sich die FIs auf 60-70%; das neue Gesetz sieht eine höhere Rate vor	Keine allgemeine Regelung	Keine allgemeine Regelung	Keine allgemeine Regelung
Spanien	FIs, die von der Banco de España reguliert sind	70/80%	Ja	Ja	Nein

Tabelle 6.4-1: rechtliche Rahmenbedingungen zu Covered Bonds (gedeckte Schuldverschreibungen)⁵

Sowohl in Deutschland als auch in Spanien wurde das Emissionsprivileg der Pfandbriefe bzw. Cédulas Hipotecarias ausgeweitet.⁶ Heute dürfen sich alle anerkannten Kreditinstitute für die Ausgabe qualifizieren.

Im Vergleich dazu sind die rechtlichen Rahmenbedingungen für die Refinanzierung über die Ausgabe von MBS nicht so eng gefasst. In Großbritannien und Spanien wird diese Art der Refinanzierung in jüngster Zeit vor allem für die Refinanzierung höherer Beleihungsausläufe genutzt.⁷ Dies erhöht allerdings die Risiken der MBS im Vergleich zu den Covered Bonds. Höhere Refinanzierungsrisiken bedeuten aber gleichzeitig auch höhere Zinskosten für die Darlehensnehmer.

Wesentlich für die Marktstruktur sowohl auf der Aktiv- wie auf der Passivseite⁸ sind auch die Auswirkungen der von Gesetzeswegen vorgegebenen Grenzen für Vorfälligkeitsentschädigungen. Diese wurden in Kapitel 6.2. bezüglich des Risikomanagements von vorzeitigen Rückzahlungen schon dargestellt. Vor allem in Spanien ist aufgrund dieser eng gesteckten Grenzen (0,5% der Restschuld für variabel und 2,5% für langfristig festverzinsten Darlehen) eine Verschiebung der Produktmarktanteile hin zu variabel verzinsten bzw. kurzfristig festverzinsten⁹ Hypothekendarlehen im Zeitraum von 1995 bis 2005 zu erkennen. Langfristige Kredite über fünf bis 15 Jahre sind um 65% zurückgegangen und echte Langfristkredite gibt es kaum noch. Auch in Großbritannien liegt der Anteil variabel verzinslicher Kredite von bis zu fünf Jahren bei 93% (65% bis zu einem Jahr, 28% bis zu fünf Jahren). Aufgrund der

⁵ London Economics (2005), S.129

⁶ In Deutschland gilt dies seit der Einführung des neuen Pfandbriefgesetzes im Jahr 2005 und in Spanien seit 1988.

⁷ Inzwischen versuchen vor allem Darlehensgeber aus dem Subprime-Markt diese Art der Refinanzierung verstärkt zu nutzen.

⁸ Damit sind sowohl Darlehens- wie auch Refinanzierungsprodukte angesprochen.

⁹ I.d.R. ein bis fünf Jahre.

gesetzten Grenzen für Vorfälligkeitsentschädigungen enthalten die Zinssätze der festverzinsten Hypothekendarlehen beider Länder für den Anteil der Prepaymentoption einen Aufschlag. Daher werden vor allem Kreditnehmer mit niedrigem Einkommen dazu veranlasst, die vermeintlich billigeren, weil nominal zinsgünstigeren kurzfristig verzinsten Produkte aufzunehmen. Darüber hinaus sorgen gerade die britischen Kreditgeber durch die cross-subsidiation der zinsgünstigen DVR-Darlehen mit überteuerten SVR-Darlehen dafür, dass es vermehrte Umschuldungsaktivitäten gibt. Die anhaltende Abwesenheit von Festzinskrediten und der wachsende Verschuldungsgrad der Haushalte könnten bei einem raschen Zinsanstieg in beiden Ländern verheerende Folgen haben. Miles (2004) empfiehlt daher der FSA (Financial Services Authority) in Großbritannien längerfristig verzinsten Hypothekendarlehen mit Entschädigungszahlungen nach dem Marktpreismodell Dänemarks einzuführen. Um eine Stärkung der langfristig verzinsten Kreditvergabe zu erreichen, sollte auch die Refinanzierung langfristig erfolgen. Geeignete Produkte sind vor allem Covered Bonds. Diese haben allerdings noch den Nachteil einer höheren Kapitalausstattung im Vergleich zu Pfandbriefen. Sie werden gemäß Basel II mit einem Risiko von 20% gewichtet, Pfandbriefe dagegen mit 10%. Dies wird sich unter Umständen mit der neuen ab 1.1.2008 geltenden Spezialgesetzgebung für Mortgage Bonds ändern.¹⁰ Allerdings widerspricht die Einführung langfristig festverzinsten Produkte mit Entschädigungszahlungen nach dem Marktpreismodell dem geltenden Mortgage Conduct of Business Code (MCOB), der den Ausweis eines Barbetrages für Entschädigungen vor Vertragsabschluss fordert. In diesem Zusammenhang wäre zu prüfen, ob der Staat als Emittent von Kreditderivaten zur Absicherung der Darlehensgeber vor dem Risiko der vorzeitigen Rückzahlung auftreten kann.¹¹

In Großbritannien hat der Schuldner grundsätzlich das Recht, sein Grundstück zu jedem Zeitpunkt auszulösen. Dies ist durch das *Equitable Right of Redemption (ERR)* im englischen Grundpfandrecht (law of mortgages) festgelegt. Die mit der Finanzmarktaufsicht betreuten Behörden, das FSA bzw. deren Unterabteilung Financial Ombudsman Service und das Office of Fair Trading (OFT), akzeptieren heute allerdings, dass vorfällige Tilgungen durch Vorfälligkeitsentschädigungen erschwert (*early redemption penalty*) werden. Im Zuge der Bemühungen um Transparenz und Verständlichkeit im Verbraucherschutz verlangt die FSA im *Mortgages Conduct of Business Code (MCOB)*¹² schon vor Vertragsschluss den Ausweis der Höhe der *redemption penalty* durch den Ausweis eines Barbetrages. In der Praxis allerdings ist die Vorfälligkeitsentschädigung infolge ihrer Vielfalt und der Detailgestaltung sehr intransparent. So berechnen die einen die Entschädigung nach entgangenen vertraglichen Bruttozinsen für einen bestimmten einheitlichen oder nach dem Zeitpunkt der Tilgung gestaffelten Zeitraum, während andere die Entschädigung als festen Prozentsatz vom getilgten Betrag ausweisen. In einigen Fällen wurde auch zu Vertragsbeginn ein Aufschlag der Nettokre-

¹⁰ Siehe auch Kap. 3.3.3.6

¹¹ Vgl. Köndgen (2006), S.83 ff.; Dübel (2006), S.52 f. und Miles (2004), S.101.

¹² Hier sind die Regulierungen zum Grundpfandkredit kodifiziert. Er ist Teil eines umfassenden *FSA Handbook*. www.fsa.gov.uk

ditsumme als Entschädigung einbehalten (z.B. 2,5%). Daher ist in den vom Finanzministerium herausgegebenen *CAT-Standards*¹³ für redemption penalties inzwischen eine laufzeitabhängig Obergrenze von 1% der Restschuld vorgesehen, ein Verbot von Vorfälligkeitsentschädigungen nach Ende der Zinsfestschreibungsfrist und ein Gebührenverbot, wenn der Schuldner das Darlehen für die Finanzierung von neuem Wohneigentum einsetzt. Dabei ist es unwichtig, ob die Gebühr dem tatsächlichen Schaden des Darlehensgebers entspricht. Die Ombudsman-Stelle des FSA schließt ohnehin aus, dass das Gros der Kunden eine solch komplizierte Berechnung verstehen könnte. Dagegen muss ihnen die erhobene Gebühr durch vereinfachte Erhebungsmethoden von den Kreditgebern ausreichend verständlich gemacht werden.¹⁴

In Deutschland sind vorfällig rückzahlbare Festzinshypotheken mit Prepaymentoption gesetzlich auf Produkte mit einer Zinsbindung von über 10 Jahren beschränkt (§ 489 Abs.1 Nr. 3 BGB, außer es liegt ein wichtiger Grund vor, dann gilt §490 Abs.2 BGB mit vollkompensatorischer Entschädigungszahlung¹⁵). Gleichzeitig geben die Kreditgeber aber auch eine geringe Nachfrage nach solchen Produkten an und erklären damit ihre begrenzte Existenz. Weiter könnte die in der Vergangenheit im Vergleich zu anderen europäischen Ländern geringere Zinsvolatilität ein Grund für das geringe Verlangen nach Prepaymentoptionen sein. Eine Festzinshypothek mit der Option der vorzeitigen Rückzahlung wäre aus dieser Sicht eine teure Lösung, da das Zinsrisiko eher klein ist. Doch lässt sich inzwischen auch auf dem deutschen Markt ein wachsendes Bedürfnis nach finanzieller Flexibilität und Mobilität verzeichnen. Darlehen mit Sondertilgungsoptionen werden stärker nachgefragt und auch der Anteil variabel verzinsten Darlehen mit Caps nimmt zu. Die hauptsächlichen Anbieter von Krediten mit Sondertilgungsoptionen sind allerdings Universalbanken und hier vor allem ausländische. Diese können auf die in ihrem Land zugelassenen Refinanzierungsquellen wie kündbare Pfandbriefe und MBS zurückgreifen. Dübel (2006) stellt die Annahme dieser mit einem notwendigen Margenaufschlag versehenen Produkte auf dem deutschen Markt aber in Frage, da sich auch diese am absoluten Zinsniveau orientieren.¹⁶

In Spanien ist die vorfällige Tilgung von Grundpfandrechten (*amortización anticipada*) seit 1994 in einem Spezialgesetz geregelt (*Ley 2/1994, 30 marzo, de surogación y modificación de préstamos hipotecarios*). Inzwischen wurde das Gesetz wiederholt geändert. Heute gilt die *Ley 36/2003*, mit dem Ziel der Erleichterung und Verbilligung der Umschuldung von Grundpfandrechten. Vor 1994 war es übliche Praxis der Kreditinstitute, hohe Umschuldungsgebühren zu verlangen. Im Interesse größerer Mobilität der Verbraucher wurde dies mit der *Ley 2/1994* bzw. *Ley 36/2003* unterbunden. Damit sind die Kosten sowohl für Umschuldungen variabel verzinsten als auch festverzinsten Darlehen in Spanien äußerst gering und gleich-

¹³ CAT ist die Abkürzung für „fair Charges, easy Access, decent Terms“

¹⁴ Vgl. Köndgen (2006), S.84 ff.

¹⁵ Siehe dazu auch Kap.6.2

¹⁶ Vgl. Dübel (2006), S.55

zeitig die Marktmobilität der Kunden sehr hoch. Das hat wiederum einen erhöhten Wettbewerb der Kreditinstitute um Kunden zur Folge.¹⁷

Auf europäischer bzw. internationaler Ebene haben vor allem die Baseler Eigenkapitalrichtlinien Basel I und BASEL II erheblichen Einfluss auf die Gestaltung der Finanz- und der Hypothekmärkte. Basel II soll in diesem Zusammenhang repräsentativer für das moderne Risikomanagement einer Bank sein. Es werden die Mindestkapitalanforderungen festgelegt, um den Kredit-, Markt- und operationalen Risiken zu begegnen. Vor allem werden neue Richtlinien zur Gewichtung der Forderungen und Verbindlichkeiten eingeführt. Dies hat entscheidenden Einfluss auf den Wettbewerb der Banken untereinander.

6.4.2 Hauptgeschäft der Finanzintermediäre, Marktkonzentration und Wettbewerbssituation

Die Liberalisierung und Diversifikation in den frühen 90er Jahren haben zu einer wesentlichen Erhöhung der Anzahl der Finanzintermediäre auf den Hypothekmärkten geführt. Gleichzeitig wurden auch die Kundenbetreuung und das Risikomanagement verbessert. Dadurch wurde die Bereitschaft neue Hypothekenprodukte einzuführen erhöht und der Wettbewerb unter den Darlehensgebern erheblich angekurbelt.

Um die Wettbewerbsintensität der Märkte quantitativ zu bestimmen, eignet sich beispielsweise die Bestimmung der Konzentrationsraten. Abbildung 6.4-1 zeigt einen Ausschnitt aus einer Untersuchung der Europäischen Zentralbank über die Konzentration der Hypothekmärkte in Europa im Jahr 2004. Dafür wurden die unvollständigen Konzentrationsraten CR3 und CR 5 sowie der Hirshman-Herfindahl-Index bestimmt, ein Maß für die vollständige Konzentrationsrate eines Marktes. Märkte mit Werten über 1800 sind demnach hochkonzentriert und Märkte mit Werten unter 1000 sind nicht konzentriert.

¹⁷ Vgl. Köndgen (2006), S.83

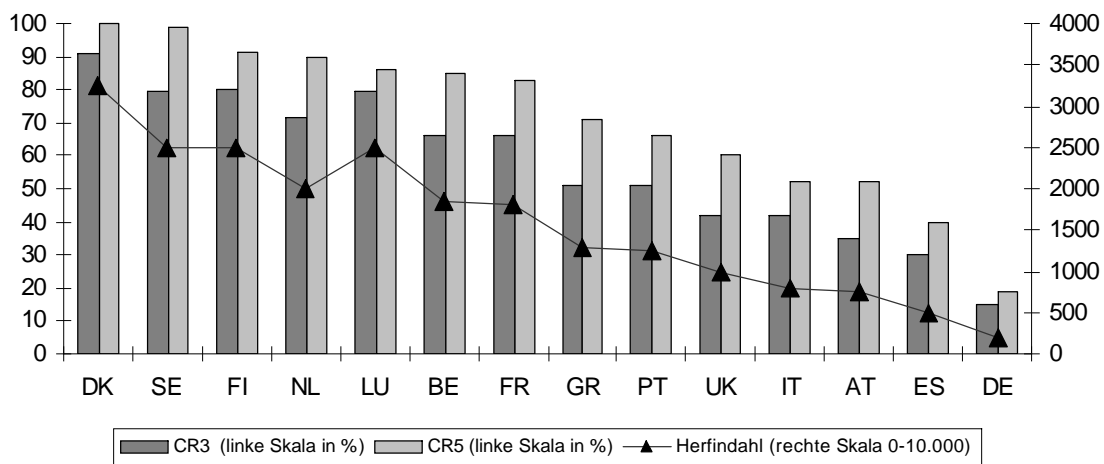


Abbildung 6.4-1: Konzentrationsraten der Hypothekemärkte: CR3, CR5 und Herfindahl (2004)¹⁸

Wie man sieht, erhalten die Länder Deutschland, Spanien und Großbritannien relativ niedrige Konzentrationsmaße, im Fall von Deutschland und Spanien sind es sogar niedrigsten Europas. Dies könnte auch auf die duale Bankenstruktur von Genossenschafts- und Regionalbanken zurückzuführen sein, die mit den Geschäftsbanken im Wettbewerb stehen.¹⁹

Allerdings sind die Konzentrationsrate bzw. der Marktanteil der Institute nicht immer geeignete Indikatoren zur Beurteilung der Marktstruktur und ihrer Effizienz. Es ist möglich, dass größere Marktteilnehmer effizienter arbeiten als kleinere und damit niedrigere Margen anbieten, was sich positiv auf die Effizienz auswirken würde. Es bliebe dann zu untersuchen, ob in konzentrierteren Märkten aufgrund der hohen Marktmacht Produktinnovationen ausbleiben oder Darlehensnehmer bzw. Investoren ausgeschlossen werden. In den hier betrachteten Märkten geschieht dies eher durch die Regulierung bezüglich der Beleihungsgrenzen und der Vorfälligkeit als durch Marktmacht einzelner Institute.

Um die Wettbewerbsbedingungen der Märkte weiter zu analysieren, können auch die Eintrittsbarrieren für neue Institute betrachtet werden und hier insbesondere jene für ausländische Institute. Ein gutes Maß hierfür ist der Anteil der ausländischen Finanzintermediäre am Markt. In diesem Punkt hat eindeutig der spanische Markt seit der Liberalisierung die eindrucksvollste Entwicklung durchgemacht. Während sich die ausländischen Banken in Deutschland und Großbritannien zurückhalten, haben sie in Spanien den Wettbewerb auf dem

¹⁸ Quelle: ECB (2005), S.26. Um die Konzentrationsrate der j größten Finanzinstitute (CR_j) zu ermitteln, werden die Marktanteile der Institute addiert. Der Wertebereich der Konzentrationsraten beträgt: $\frac{j}{n} \leq CR_j \leq 1$. Mit CR_3 und CR_5 werden demnach die Konzentrationsraten der 3 bzw. 5 größten Institute dargestellt. Der Herfindahl-Index wird folgendermaßen ermittelt: $H = \sum_{i=1}^n (100s_i)^2$. Das ist die Quadratsumme der Marktanteile aller Institute am Markt.

¹⁹ Vgl. ECB (2005), S.26

Hypothekenmarkt mit angekurbelt. Allerdings muss eingeräumt werden, dass das Angebot der ausländischen Institute bisher nicht unbedingt zur Einführung neuer Produkte beigetragen hat, da auch sie sich an die gesetzlichen Vorgaben und Traditionen halten müssen. Auch die Tatsache, dass Deutschland und Großbritannien keine vergleichbare Entwicklung wie Spanien durchgemacht haben, heißt unter Umständen nur, dass die Anreize für ein ausländisches Engagement fehlen, weil die Margen zu niedrig sind und mögliche Gewinne zu klein ausfallen.

In Zukunft wird vor allem auch Basel II den Wettbewerb der Kredit- und Hypothekensmärkte fördern. Vor allem Banken, die den Internen-Rating-Ansatz zur Bewertung ihrer Positionen verwenden, werden ihre Risiken effizienter bewerten und sich somit Wettbewerbsvorteile verschaffen.

Beurteilt man den erhöhten Wettbewerb nach seinen Auswirkungen auf die Stabilität der Märkte, so hat der erhöhte Wettbewerb vor allem zu einer Erleichterung der Kreditstandards geführt (v.a. in UK) und damit zu einer Erhöhung der Risiken im Allgemeinen. Die Risikoposition der Darlehensgeber hängt vor allem davon ab, welche Darlehensform dominiert, die langfristig festverzinst oder jene variabel verzinsten Produkte und wie hoch die gewährten Beleihungsausläufe sind.

6.4.3 Schlussfolgerung

Die gesetzlichen Rahmenbedingungen haben vor allem großen Einfluss auf das Refinanzierungsgeschäft der Kreditinstitute. Die Festlegung der Beleihungshöhen, die Verwendung von Hypothek oder Grundschuld und die Regeln zur Vorfälligkeitsentschädigung sind wesentliche Punkte, die letztlich auch den Wettbewerb auf europäischer Ebene beeinflussen können. So mangelt es in Großbritannien an einer Langfriskultur, sowohl auf der Aktiv- wie auch auf der Passivseite des Realkreditgeschäfts. Vielleicht kann die neue Gesetzgebung zu Covered Bonds neues Vertrauen in langfristige Refinanzierungsprodukte schaffen, so dass über einen liquideren Sekundärmarkt auch langfristig festverzinsliche Hypothekendarlehen populärer werden. Bislang verhindert die undurchsichtige Praxis der Vorfälligkeitsentschädigung die Akzeptanz dieser Produkte. Der britische Hypothekenmarkt hat sich in der Vergangenheit aber auch sehr reaktionsfreudig bezüglich gesetzlichen Veränderungen gezeigt. So stellte sich die Nachfrage innerhalb von nur einem Jahrzehnt (1993-2003) von endfälligen *endowment mortgages* auf kurzfristig festverzinsten bzw. variabel verzinsten Produkten um. Darüber hinaus wird unter anderem durch Zusammenlegen von Finanzaufsichtsbehörden versucht, Kompetenzen zu bündeln und Regulierungen zu reduzieren. Die neu gegründete FSA, die die Aufsicht über alle Kreditinstitute, auch die Building Societies hat, ist bestrebt den Kunden so viel Information wie möglich anzubieten und gleichzeitig so wenig wie möglich über Gesetzesvorgaben zu regeln.

Der deutsche Markt hat eine hohe Regelungsdichte und eine hohe Tendenz im etablierten System zu verharren. In der jüngsten Vergangenheit gab es aufgrund der historisch nicht sehr volatilen Immobilienpreise und Zinssätze auch keine Notwendigkeit dazu, etwas zu verändern. Die Kreditinstitute sind daher bestrebt, an ihren hohen Sicherheitsstandards und möglichen Privilegien festzuhalten. Sie begründen ihren Standpunkt meist mit der Stabilität des Marktes. Allerdings sind mit zunehmender Unsicherheit der Arbeitsstellen und erhöhtem Mobilitätsbedürfnis auch Tendenzen erkennbar, die nach neuen Produkten verlangen. So werden aufgrund fehlender Prepayment-Optionen im langfristig festverzinsten Bereich unter 10 Jahren immer mehr Hypothekendarlehen mit teilweise vorzeitigen Rückzahlungen individuell vereinbart. Vor allem die Pfandbriefbanken befürchten durch eine generelle Abschaffung des Verbots der vorzeitigen Kündigung die Gefährdung der Liquidität des Sekundärmarktes, der seinen Erfolg bislang vor allem den hohen Kongruenzstandards verdankt. Aufgrund der historisch niedrigen Zinsvolatilität scheint die Prepaymentoption für die meisten Kunden auch nicht besonders wertvoll. Allerdings könnte eine höhere europäische Marktdurchdringung im Refinanzierungsbereich hier zu einer Effizienzverbesserung des deutschen Marktes führen, indem beispielsweise deutsche Hypothekendarlehen ohne Prepaymentoption statt über deutsche Pfandbriefe am dänischen, sehr liquiden Sekundärmarkt veräußert werden.

Der spanische Hypothekenmarkt hat zwar auch eine hohe Regelungsdichte, ist aber trotzdem sehr flexibel. Dies lässt sich nicht zuletzt daran erkennen, dass die Beleihungsgrenzen und die Laufzeiten der Darlehensprodukte, die standardmäßig angeboten werden, sich im letzten Jahrzehnt an die wachsenden Bedürfnisse der Bevölkerung angepasst haben (siehe auch Abbildung 6.2.4). Dies wurde auch durch die schon sehr frühe gesetzliche Einführung der Verbriefung erreicht, wodurch der notwendige Zugang zum Kapitalmarkt geschaffen werden konnte. Darüber hinaus wurde der Kapitalmarktzugang für alle Kreditinstitute schon früh, im Jahr 1988, erleichtert. Trotzdem ist auch auf dem spanischen Hypothekenmarkt die Nachfrage nach langfristig festverzinsten Produkten ähnlich wie in Großbritannien sehr niedrig. Eine Veränderung ist nach der Senkung der Vorfälligkeitsentschädigung von max. 4 auf 2,5% der Restschuld kaum zu erwarten, außer die Zinsdifferenz zu den variabel verzinsten Darlehen steigt nicht weiter an.

Aus wettbewerbstechnischer Sicht sind alle drei Länder ähnlich aufgestellt. Der einzige Unterschied ist, dass in Spanien auch ausländische Wettbewerber Fuß fassen konnten, während Deutschland und Großbritannien weitgehend in einheimischen Händen blieb. Voraussichtlich wird sich auch in Zukunft an der direkten ausländischen Beteiligung an der Hypothekenvergabe nichts ändern. Es bleibt aber abzuwarten, ob der Einfluss von Basel II und die daraus für einige Banken entstehenden Refinanzierungsvorteile auf europäischer oder internationaler Ebene Wettbewerbsvorteile bringen.

6.5 Systemebene

Auf dieser Ebene wird vor allem der Grad der Funktionserfüllung geprüft. Deren Ausgestaltung wurde in Kapitel 3.3 bereits ausführlich dargestellt, so dass hier schließlich die Auswirkungen der bisherigen Analyse der Produktebene, der Aktivitätsebene und der Instutsebene auf die Fristen-, Risiko-, Losgrößen- und Informationstransformation betrachtet werden.

6.5.1 Deutschland

Der deutsche Hypothekenmarkt erfüllt zwar die Aufgaben zur Fristen- und Losgrößen- transformation ausreichend, doch werden bei weitem nicht alle Bedürfnisse gestillt. Da aufgrund der vorsichtigen Bewertungspraxis und fehlenden Produktvarianten ein relativ hoher Eigenkapitalanteil zur Finanzierung eines Eigenheims aufgebracht werden muss, wird ein Großteil möglicher Kunden vom Hypothekenmarkt ausgeschlossen. Die Vielfalt des standardisierten Produktangebots ist insgesamt sehr reduziert und innerhalb der Abschnittsfinanzierungen eher starr. Vor allem mangelt es an Produkten mit flexibel gestaltbaren Zahlungsstrukturen.

Bezüglich der Risikotransformation allerdings hat sich die konservative Bewertungs- und Beleihungspraxis bewährt. Der deutsche Markt weist im Vergleich das niedrigste Ausfallrisiko, die geringste Reagibilität gegenüber Zinsänderungen und ebenfalls nur geringe Liquiditäts- und Wiederanlagerisiken auf. Ein besonderes Erfolgsmodell und Liquiditätsgarant ist der hervorragend funktionierende Pfandbriefmarkt, für den sich nach der Abschaffung des Hypothekenbankgesetzes im Jahr 2005 inzwischen alle Kreditinstitute qualifizieren können. Der Regulierungsgrad dieses Marktes ist zwar äußerst hoch, schafft dadurch aber Vertrauen bei den Investoren. Auf Initiative der KfW-Bank und der TSI GmbH konnten auch standardisierte Plattformen zur Verbriefung von Hypothekendarlehen etabliert werden. Dadurch ist es heute allen Kreditinstituten möglich, ihre Darlehen kostengünstig zu verbiefen.

Allerdings werden durch das Fehlen von standardisierten Produktvarianten, z.B. durch den Ausschluss der Option der vorzeitigen Rückzahlung, auch einige Risiken nicht transformiert. In der Folge fehlen sowohl dem Darlehensnehmer als auch dem Darlehensgeber wichtige Informationen bezüglich dem Angebots- und Nachfrageverhalten. Wäre der Markt hier vollständig könnten beispielsweise die Kreditinstitute aufgrund des aktuellen Nachfrageverhaltens Rückschlüsse auf das zukünftige Verhalten der Darlehensnehmer bezüglich einer geplanten vorzeitigen Rückzahlung ziehen. Darlehensnehmer bezahlen die Optionsprämie eines entsprechenden Produktes nur, wenn sie auch vorhaben, die Option in Anspruch zu nehmen.

Ein Informationsmangel besteht aufgrund mangelnder Transparenz aber auch bei den standardmäßig angebotenen Produkten. So werden die Konditionen der verschiedenen Kredit-

anstalten oft nur in individuellen Beratungsgesprächen preisgegeben, was den Aufwand des Produktvergleichs und der optimalen Produktauswahl für den Darlehensnehmer erheblich erhöht.

6.5.2 Großbritannien

In Großbritannien ist die Vergabepaxis von Hypothekendarlehen durch das marktnahe Vergleichswertverfahren und den geregelten Subprime-Sektor nicht so restriktiv wie in Deutschland. Im Drei-Länder-Vergleich ist das Verhältnis von Haushaltsverschuldung zu Einkommen am höchsten. Zusätzlich gewährt eine breite Produktpalette einen leichteren Marktzugang. Doch die Angebotsfülle für die ersten zwei bis fünf Jahre der Darlehensphase täuscht. In den meisten Fällen schließt sich nach dieser Zeit ein SVR-Darlehen an, dessen Zinsen im Vergleich zu anderen, „freien“ Produkten zu hoch sind. Darlehen mit einer Zinsfestschreibungsfrist von über drei Jahren werden aber von den Kreditinstituten aufgrund der etablierten Kreuz-Subventionierung der DVR- und SVR-Darlehen nicht propagiert und von den Darlehensnehmern aufgrund unzureichender Information oder mangelnder Weitsicht bezüglich möglicher Zinsänderungsrisiken auch kaum nachgefragt.

Eine Folge des kurzsichtigen Verhaltens auf der Angebots- und Nachfrageseite ist die hohe Korrelation zwischen Hauspreisen und kurzfristiger Zinsentwicklung. Dadurch ist auch die Reagibilität der Annuitätenzahlungen bezüglich Marktzinsänderungen sehr hoch. Dieser Teufelskreis könnte durch entsprechend verständliche Aufklärung beispielsweise in den KFI unterbrochen werden. Die 2004 eingeführten KFI sind die Basis für eine effektive Kundenaufklärung und sorgen für die vergleichsweise hohe Transparenz und Vergleichbarkeit der angebotenen Produkte auf dem britischen Markt.

Die Analyse des angepassten Zinsspreads hat gezeigt, dass die Finanzintermediation bezüglich des Margenaufschlags in Großbritannien im Vergleich der Länder am effizientesten ist. Dieses Ergebnis ist auch die Folge von Innovationen und Umstrukturierungsmaßnahmen seit Mitte der 80er Jahre. Der Bankensektor erhielt Zutritt zum Hypothekenmarkt, der bis dahin in der Hand der Building Societies lag. Um in der Folge Wettbewerbsnachteile für die Building Societies auszuschließen und den Kapitalmarktzugang zu erleichtern, wurde den Building Societies im Anschluss erlaubt, ihre Geschäftstätigkeit über die Vergabe von Immobiliendarlehen und die Annahme von Spareinlagen hinaus auszudehnen und auch ihre Rechtsform zu ändern. Zusätzlich wurde der Anteil der über Spareinlagen zu refinanzierenden Hypothekendarlehen von 75% auf 50% gesenkt. Damit können auch die Building Societies das durch die Ausgabe der überwiegend variabel verzinsten Immobiliendarlehen eingegangene Ausfallrisiko durch die Ausgabe von RMBS an geeignete Investoren weitergeben.

Der britische RMBS-Markt ist der größte Europas. Um die Liquiditätssicherung des Hypothekenmarktes weiter zu erhöhen und die Refinanzierungskosten durch entsprechende

Bewertung der zugrunde liegenden Hypothekendarlehen nach Basel II zu senken, prüft der britische Gesetzgeber die Einführung eines entsprechenden Gesetzes zur Vergabe von Covered Bonds, ähnlich wie es schon in Deutschland und Spanien für den Pfandbriefmarkt bzw. den CH-Markt existiert.

Die vorzeitige Rückzahlung der Hypothekenprodukte wird in Großbritannien nicht ausgeschlossen. Eine anfallende Ausgleichszahlung ist aber auf drei bis fünf Prozent der Restschuld beschränkt. Da entsprechende Alternativprodukte ohne Option auf vorzeitige Rückzahlung fehlen, ist dies ein Hinweis auf fehlende Effizienz des Marktes. Darlehensnehmer, die eine solche Option nicht wahrnehmen wollen, müssen diese trotzdem bezahlen. Hier könnte das Marktmodell der Pfandbriefveräußerung aus Dänemark Abhilfe schaffen.

6.5.3 Spanien

Nachdem die spanischen Finanzdienstleister die Laufzeiten der Hypothekendarlehen in den 90er Jahren extrem verlängert haben (siehe auch Abbildung 6.2-4), ist inzwischen eine geeignete Fristentransformation durch die Finanzinstitute gegeben. Die Maßnahme war aufgrund der gestiegenen Immobilienpreise auch dringend notwendig geworden, um die Kapitaldienstfähigkeit der Haushalte zu erhalten. Durch die bis dahin gängige Praxis der Familiendarlehen konnten die notwendigen Finanzvolumina nicht mehr bereitgestellt werden, so dass sich die Nachfrage nach Hypothekendarlehen stark erhöhte. Dennoch ist aufgrund der günstigen Entwicklung auf dem Arbeits- und Finanzmarkt der Verschuldungsgrad mit 35% des zur Verfügung stehenden Einkommens auf einem historischen Tiefstand. Das gilt auch für den Zahlungsrückstand der Darlehensnehmer.

Das bis in die Mitte der 90er Jahre meistgenutzte Produkt, ein über die gesamte Laufzeit festverzinstes Darlehen, ist mit Einführung des Gesetzes 2/1994, das eine vorzeitige Rückzahlung festverzinsten Kredite zulässt, fast schlagartig aus dem Markt verschwunden. Inzwischen erreichen anfänglich, festverzinsten Produkte wieder einen geringen Marktanteil von ca. 6,2 %. Dabei ist zu beachten, dass aufgrund der spanischen Nomenklatur und der Laufzeitverlängerung inzwischen auch Produkte als variabel verzinslich erfasst werden, die zuvor unter die Kategorie festverzinslich fielen.

Die spanischen Finanzdienstleister sind bemüht, möglichst vielen potentiellen Wohneigentümern, den Zugang zum Hypothekenmarkt und damit zum Wohneigentum zu ermöglichen. Daher bieten sie inzwischen gruppenspezifisch standardisierte Darlehen an, die je nach Notwendigkeit der Zielgruppe unterschiedliche Merkmale aufweisen. So gibt es Darlehen für unter 35 Jährige, mit extrem langen Laufzeiten von bis zu 50 Jahren oder in einem vorgegebenen Rahmen flexibel gestaltbare Amortisationsmöglichkeiten. Da es in Spanien keinen nennenswerten Mietmarkt gibt, ist die Nachfrage entsprechend hoch. Andererseits soll mit der Einführung des *valor hipotecario* im Jahr 2004 der bis dahin üblichen Bewertungspraxis Ein-

halt geboten werden, nach der Immobilienwerte absichtlich höher geschätzt wurden, um den Kunden höhere Darlehenssummen gewähren zu können.¹

Nach der Analyse des Zinsänderungs- und des Ausfallrisikos steht Spanien im Ländervergleich trotz der überwiegend variablen Verzinsung zwar hinter Deutschland aber weit vor Großbritannien. Das Risiko der vorzeitigen Rückzahlung wird sowohl für variabel verzinsten und vor allem für festverzinsten Produkte durch die Beschränkung der Vorfälligkeitsentschädigung von den Finanzinstituten als Optionspreis im Zinssatz berücksichtigt. Da die Beschränkung für festverzinsten Produkte erst vor kurzem erniedrigt wurde, ist nicht davon auszugehen, dass die Nachfrage vor allem nach den teuren mittelfristig verzinsten Produkten in naher Zukunft ansteigt. Hier stellt sich wiederum die Frage, ob durch das Fehlen des festverzinsten Vertrags ohne Rückzahlungsoption dem Markt nicht entscheidende Informationen vorenthalten bleiben.

Der spanische Markt ist hinter Deutschland und Dänemark der zweitgrößte Markt für Structured Covered Bonds und nach Großbritannien der aktivste zur Refinanzierung von Hypothekendarlehen über RMBS. Da allen Finanzinstituten der Zugang zum Kapitalmarkt erlaubt ist, besteht daher ein geringes Liquiditätsrisiko bezüglich der Hypothekenbereitstellung. Allerdings sind die Investoren in Cédulas Hipotecarias (CH) anders als in Deutschland in größerem Maß dem Wiederanlagerisiko ausgesetzt. Hier fehlt entscheidend die Einhaltung von Kongruenzprinzipien. Bei der Anlage in FTHs und FTAs ist das Wiederanlagerisiko für Investoren durch die Strukturierung abschätzbar.

Aufgrund der gruppenspezifisch gestalteten Angebote ist die Vergleichbarkeit der Produkte in Spanien äußerst schwierig, zumal auch hier die Konditionen nicht immer leicht zugänglich sind und oft nur im persönlichen Beratungsgespräch mitgeteilt werden. Da die Verzinsung einfacher variabel verzinsten Produkte aber einem Referenzindex folgt und der Aufschlag veröffentlicht werden muss, können zumindest in diesem Segment schnelle Preisvergleiche vorgenommen werden.

6.5.4 Schlussfolgerung

Eine Rangbildung unter den Ländern ist auch auf dieser Ebene äußerst schwierig bzw. nicht möglich. Die beobachteten Strukturen und aktuellen Entwicklungen der Hypothekensmärkte gründen auf unterschiedlichen geschichtlichen und wirtschaftlichen Voraussetzungen und lassen sich auch theoretisch nachvollziehen. Doch führt selbst das gewählte Konzept der Unterteilung in verschiedene Untersuchungsebenen nicht zu einer Gesamtrangfolge der Länder. Die einzige Möglichkeit eine aussagekräftige Rangfolge zu bilden und eine objektive Gewichtung der Unterschiede umzusetzen, wäre die Simulation eines Gesamtszenarios über alle Bewertungskriterien und die Analyse ihrer Interdependenzen. Die Realisierbarkeit eines

¹ Damit wurde auch ein möglicher Preistreiber für die Entwicklung der Immobilienpreise abgeschafft.

solchen Projektes dürfte aber nicht zuletzt an mangelnden bzw. nicht vorhandenen einheitlichen Daten scheitern.

Ergebnis der vorliegenden Analyse auf der Systemebene hinsichtlich der Aufgabenerfüllung ist zunächst, dass Großbritannien und Spanien im Vergleich zu Deutschland größere, standardisierte und vergleichbare Produktpaletten haben. Vor allem in Großbritannien ist die Informationsversorgung vorbildhaft. Nach britischem Vorbild sollten in allen Ländern elektronisch abrufbare Informationsprospekte eingeführt werden, die die Produkte entsprechend den individuellen Eingaben vergleichbarer machen. Die Umsetzung der weiteren Systemaufgaben wie die Fristen-, Risiko- und Losgrößentransformation ist inzwischen in allen Ländern grundsätzlich gut, hinsichtlich der Stabilität und Anpassungsfähigkeit aber äußerst unterschiedlich.

Während das deutsche System in der jüngsten Vergangenheit nicht dazu gezwungen war, Veränderungen vorzunehmen, mussten die spanischen und britischen Systeme auf Marktänderungen reagieren. Dabei hat sich das spanische System durch strengere Rahmenbedingungen bezüglich der Refinanzierung und inzwischen umsichtigeren Beleihungswertmittlungen eher gegen zukünftige Preisschocks abgesichert als das britische. In Deutschland ist eine vergleichbare Preissteigerungsrallye in den letzten Jahren ausgeblieben, so dass die Finanzinstitute in der Folge auch nicht auf steigende Immobilienpreise reagieren mussten. Eine Begründung für die Immunität der deutschen Märkte auf europäische und internationale Entwicklungen der Immobilien- und Finanzmärkte ist neben den hohen Sicherheitsstandards bezüglich der Beleihung und Refinanzierung von Hypothekendarlehen die Existenz eines ausreichend großen, ausgleichenden Mietwohnungsmarktes. Der deutsche Wohnungssuchende ist aufgrund dieses gut funktionierenden Wohnungsmarktes nicht darauf angewiesen ist, Eigentum zu erwerben.

7 Zusammenfassung und Ausblick

Zielsetzung der Arbeit war neben der Darstellung der verschiedenen Systeme der Wohneigentumsfinanzierung in Europa auch die strukturierte Analyse ihrer Funktionenerfüllung am Beispiel von Deutschland, Spanien und Großbritannien. Die Auswahl der Länder erfolgte aufgrund unterschiedlicher Merkmale wie der Bedeutung der nationalen Hypothekenmärkte, dem Einfluss der Kapitalmärkte, der vorherrschenden Finanzierungsart und der Zugehörigkeit zu verschiedenen Ländergruppen. Zur Realisierung der angestrebten Effizienzbewertung der Systeme wurde ein Konzept gewählt, das auf der Idee der funktionalen Bewertung von Finanzstrukturen von Merton/Bodie (1995) basiert.

Das gewählte Konzept konnte zum Vergleich der Systeme der Wohneigentumsfinanzierung unter den drei Ländern allerdings kein eindeutiges Ergebnis liefern, so es nicht zu einer erhofften Rangfolge der Länder kommen konnte. Insgesamt sind die drei untersuchten Systeme ausreichend liquide bezüglich der Bereitstellung von Immobiliendarlehen, haben funktionierende Rechtssysteme zur Schaffung von Rechtssicherheit und versuchen die Risiken der Finanzmittelbereitstellung mit Hilfe verschiedener Refinanzierungstechniken an jene zu übertragen, die diese auch eingehen können. Die Unterschiede ergeben sich aus den historisch gewachsenen Strukturen, den sich daraus ergebenden Rahmenbedingungen zur Einführung neuer Produkte oder Techniken sowie den damit verbundenen Reaktionen auf ökonomische Veränderungen.

Hinsichtlich der Preisgestaltung konnte gezeigt werden, dass die untersuchten nationalen Märkte weitestgehend effizient sind. Die Ertragsspannen sind äußerst niedrig. Der Zinssatz der Hypothekendarlehen bestimmt sich neben den makroökonomischen Rahmenbedingungen v.a. aufgrund der Refinanzierungsbasis der Finanzintermediäre und deren Transformationseffizienz (Kostenprofile, Kreditabwicklungsprozesse, Risikobereitschaft), der Marktstrukturen, dem Marktanteil, dem Zugang zu effizienten Vertriebsnetzen, den gesetzlichen Rahmenbedingungen und der effizienten Zwangsversteigerungsverfahren. Der untersuchte angepasste Zinssatz aus Großbritannien ist in Bezug auf variabel verzinsten und über 10 Jahre festverzinsten Produkte im Vergleich am niedrigsten. Allerdings ist das Produktangebot und Annahmeverhalten für festverzinsten und variabel verzinsten Darlehen auf den drei Märkten sehr unterschiedlich. So mangelt es einerseits in Spanien und Großbritannien am Angebot und der Annahme von langfristig verzinsten Produkten und andererseits in Deutschland an variabel verzinsten Produkten. Eine immer wiederzufindende Begründung für diese Situation ist die unterschiedliche Ausstattung der Produkte hinsichtlich der Gewährung von sogenannten Prepaymentoptionen und möglichen Entschädigungszahlungen im Fall der vorzeitigen Rückzahlung. Eindrucksvoll ist der Einfluss dieser Ausstattungsmerkmale an der Reaktion des spanischen Marktes in den 90er Jahren zu erkennen, nachdem mit Einführung des Gesetzes 2/1994 festverzinsten Darlehen fast vollständig vom Hypothekenmarkt verschwanden.

Sowohl auf dem spanischen als auch dem britischen Hypothekenmarkt wurden in der jüngsten Vergangenheit großen Anstrengungen unternommen, die Angebotsbreite der Produkte zu erhöhen und den Marktzugang auch nach Immobilienpreiserhöhungen einem möglichst großen Kundenkreis zu ermöglichen. Vor allem der spanische Markt hat sich aber darüber hinaus durch flexible und gruppenspezifische Angebote als sehr besonnen erwiesen und dadurch die Stabilität des Marktes bisher erhalten. Der deutsche Markt war aufgrund seiner Strukturen als einer der wenigen europäischen Märkte nicht von steigenden Immobilienpreisen betroffen und hatte daher keine Veranlassung, Änderungen des Systems vorzunehmen. Allerdings ist anzunehmen, dass die sehr konservative Bewertungspraxis und die niedrigen Beleihungsausläufe einen großen Kundenkreis vom Marktzugang ausschließen.

Allen drei Märkten ist allerdings gemeinsam, dass sich die Finanzintermediäre zur Refinanzierung ihrer Produkte immer öfter am Kapitalmarkt orientieren. Dabei gewinnt die Ausgabe von Covered Bonds und Residential Mortgage Backed Securities (RMBS) eine immer größere Bedeutung. Der spanische Markt ist im Vergleich der aktivste. Als Refinanzierungsinstrumente haben sich sowohl Covered Bonds als Cédulas Hipotecarias als auch RMBS in Form von Fondos de Titulacion Hipotecaria bzw. Spanish Mortgage Backed Securities durchgesetzt.

Die Ausführungen zu den verschiedenen Analyseebenen zeigen, dass eine Effizienzsteigerung der einzelnen Märkte letztlich nur durch eine Erhöhung der Produktvielfalt und deren Verfügbarkeit zu erreichen ist. Aufgrund der unterschiedlichen Markt Voraussetzungen können aber keine spezifischen oder allgemeinen Empfehlungen zur Übernahme bestimmter Produktausstattungen oder Refinanzierungstechniken von einem System zum anderen gegeben werden. Eine Effizienzverbesserung könnte nicht mit Bestimmtheit vorhergesagt werden und das Annahmeverhalten solcher Vorschläge ist vermutlich eher gering. Darüber hinaus wäre eine solche Empfehlung u.U. mit der Abschaffung existierender Produkte verbunden, was in keinem Fall dem Erhalt der Produktvielfalt dient. Daher ist die Diskussion um eine Vereinheitlichung der Hypothekarkredite auf europäischer Ebene in keinem Fall effizienzsteigernd. Vielmehr ist davon auszugehen, dass ein einheitlicher europäischer Hypothekenmarkt die Produktvielfalt untergräbt.

Nachdem sich aber die nationalen Refinanzierungsmärkte ähnlich entwickeln, wird vorgeschlagen, die Strukturen auf dieser Ebene zu vereinheitlichen, um sie systemneutral nutzen zu können. So könnte ein grenzüberschreitender Sekundärmarkt für mehr Liquidität und damit auch zu einer höheren nationalen Effizienz beitragen. Ziel ist, die Finanzintermediäre in die Lage zu versetzen, ausländische Hypothekenportfolios zu erwerben und mit ihnen zu handeln. Dafür ist vor allem ein transparenter und liquider europäischer Marktplatz notwendig, um die Risikodiversifizierung zu erleichtern, die Refinanzierungsbedingungen zu optimieren und die Kapitalallokation zu verbessern. Als Folge würden sich weiter verbesserte Zinskonditionen für die Darlehensnehmer ergeben und für die Finanzintermediäre verbesserte Möglichkeiten, neue Produkte anzubieten. Durch die effizientere Refinanzierung über den Kapital-

markt verändert sich nur die Passivseite, die Aktivseite, der Vertrieb bliebe national beschränkt. Dies ist im Sinne des Erhalts und der Ausweitung der Produktvielfalt in den europäischen Märkten zu begrüßen. Eine Vereinheitlichung von Produkten wie im Grünbuch der EU mit der Abschaffung des Verbots der vollständigen Vorfälligkeitsentschädigung in Deutschland gefordert, ist dagegen kontraproduktiv.

Eine Entwicklung jedoch sollte nach britischem Vorbild von allen Märkten übernommen werden. Die Einführung elektronisch abrufbarer Informationsprospekte, die die verschiedenen Angebote der Finanzintermediäre entsprechend den verbraucher-spezifischen Eingaben vergleichbarer machen.

Literaturverzeichnis

- Abel, A., Mankiw, N. und Zeckhauser, R. (1989). *Assessing Dynamic Efficiency: Theory and Evidence*. The Review of Economic Studies Limited, S. 330-389.
- Aebersold, A. (1994). *Miete oder Eigentum? – Die ökonomische Entscheidung über den Wohnungsbesitz*. Dissertation, St. Gallen, 1994.
- AHE (2003). *La Financiación de la Vivienda y el Endeudamiento Familiar*. Asociación Hipotecaria Española, Junio 2003. www.ahe.es.
- AHE (2005). *Boletín Annual - Estadísticas del Mercado Hipotecario Año 2005*. Asociación Hipotecaria Española. www.ahe.es.
- AHE (2006). *Nota técnica sobre precios de vivienda, deuda de los hogares y estabilidad financiera*. Asociación Hipotecaria Española, Mayo 2006. www.ahe.es.
- AHE (2006). *Radiografía de 15 años de evolución del nivel de esfuerzo*. Asociación Hipotecaria Española, Octubre (2006). www.ahe.es.
- AHE (2006a). *Informe del Presidente. Asamblea General de la Asociación Hipotecaria Española*. Asociación Hipotecaria Española, Junio 2006. www.ahe.es.
- Allen, F. und Gale, D. (1999). Innovations in Financial Services Relationships, and Risk Sharing. *Management Science*, September 1999, Vol. 45 Issue 9, S. 1239-1244.
- Allen, F. und Gale, D. (2001). Comparative Financial Systems: A Survey. *Wharton. Financial Institutions Center, Working Paper 01-15*.
- Allen, F. und Santomero, A.M. (1997). The Theory of Financial Intermediation. *Journal of Banking and Finance*, Vol.21(11), S.1461-1485.
- Allen, F. und Santomero, A.M. (2001). What do financial intermediaries do?, *Journal of Financial Banking and Finance*, Vol.25(2), S.271-294.
- Allen, L. und Rai, A. (1996). Operational Efficiency in Banking: An International Comparison. *Journal of Banking and Finance*, Vol.20, S.655-672.
- Allen, M., Rutherford, R., und Wiley, M. (1999). The Relationship between Mortgage Rates and Capital-Market Rates Under Alternative Market Conditions. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 19, 3, S. 211-221.
- Alm, J. und Follain, J. Jr. (1984). Alternative Mortgage Instrumentes, the Tilt Problems, and Consumer Welfare. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.19 (1), S.113-126.
- Altenseuer, Th. (1995). *Die Preisentwicklung von Wohnimmobilien. Eine empirische Untersuchung für die Bundesrepublik Deutschland von 1973 bis 1994*. Empirische Wirtschaftsforschung Bd. 26, Dissertation, Münster.

- Álvarez Canal, P. y Gómez de Miguel J. (2003). *La estructura de tipos de interés en los préstamos hipotecarios sobre viviendas*. Banco de España / Boletín Económico / Julio-Agosto 2003.
- Ambrose, B. und Sanders, A. B. (2002). High LTV Loans and Credit Risk. *Paper presented at the Georgetown University Credit Research Center Subprime Lending Symposium*.
- Ambrose, B., LaCour-Little, M. und Sanders, A. (2002). Credit Spreads: Evidence from the Mortgage Market. *Working Paper*, Ohio-State University, January 15, 2002.
- Ambrose, B.W. und Buttimer, R.J.jr. (2000). Embedded Options in the Mortgage Contract. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 21,2, S. 95-112.
- Anderson, S. (2004). *The CML Mortgage Market Manifesto: Taking the past into the future*. CML Research, London.
- Andrew, M. und Meen, G. (2003). House Price Appreciation, Transactions and Structural Change in the British Housing Market: A Macroeconomic Perspective. *Real Estate Economics*, Vol. 31(1), S. 99-116.
- Andrew, M. und Meen, G. (2003). Housing Transactions and the Changing Decisions of Young Households in Britain: The Microeconomic Evidence. *Real Estate Economics*, Vol. 31(1), S. 117-138.
- Angele, J. (2001). *Bauspargeschäft 2000*. Statistisches Bundesamt, Wirtschaft und Statistik 10.
- Arbeitskreis Finanzierung der Schmalenbach Gesellschaft (1992): Asset Backed Securities – ein neues Finanzierungsinstrument für deutsche Unternehmen? In: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, Vol. 44(6), S.495-530.
- Archer, W. und Ling, D. (1997). The three dimensions of real estate markets: linking space, capital, and property markets. *Real Estate Finance*, Fall 97, Vol. 14, Issue 3.
- Arndt, F-J. und Tolckmitt, J. (2001). Der Pfandbrief – Aktuelle Entwicklungen und rechtliche Grundlagen. *Der Pfandbrief – Fakten und Daten 2001*, Verband Deutscher Hypothekendarbanken (VdH), S. 7-28.
- Arrow, K.J. und Debreu, G. (1954). Existence of an equilibrium for a competitive economy. *Econometrica*, Vol. 22 (3), July 1954, S. 265-290.
- Artle, R. und Varaiya, P. (1978). Life Cycle Consumption and Homeownership. *Journal of Economic Theory* 18, S. 38-58.
- Arwan, Lenny und Brueckner, J.K. (1986). Efficient Contracts in Credit Markets Subject to Interest Rate Risk: An Application of Raviv's Insurance Model. *The American Economic Review*, Vol. 76(1), S. 259-263.
- Azevedo-Pereira, J., Newton D. und Paxson, D (2002). UK Fixed Rate Repayment Mortgage and Mortgage Indemnity Valuation. *Real Estate Economics*, Vol. 30, 2, S. 185-211.
- Baesel, J. und Biger, N. (1980). The Allocation of Risk: Some Implications of Fixed versus

- Index-Linked Mortgages. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.25 (2), S.457-469.
- BAKred (2000). Überwachung der von Hypothekenbanken eingegangenen Zinsänderungsrisiken. www.bakred.de/texte/sonstige/071200.htm
- Ball, M., Martens, M. und Harloe, M. (1986). Mortgage Finance and Owner Occupation in Britain and West Germany. *Progress in Planning*, Vol.26, S.185-260.
- Bank of England. *Inflation Report 2003*. www.bankofengland.co.uk
- Bank, M.. (2001): Finanzintermediation. In: Gerke, W. und M. Steiner (Hrsg.): *Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens*. 3. Aufl., Schäffer-Poeschel, S.836-847.
- Bär, H. P. (1998). *Asset Securitization*, 2. Aufl., Dissertation, St. Gallen.
- Barbour, I., Damerow, F. und Thym, J. (2002). Verbriefungen von Aktiva im Rahmen des Hypothekenbankgeschäfts. *Der Pfandbrief 2000 - Fakten und Daten*, Verband der deutschen Hypothekenbanken (VdH), Berlin.
- Bartholamai, B. (2002). Wohnungsneubau weiter auf niedrigem Niveau – Modernisierung und Instandsetzung stehen im Vordergrund. *Wochenbericht des DIW Berlin*, 34/02.
- Batcharov, A. und Collins, J. (2002). European MBS: The Case of Spain. Mortgage-Backed. *Report of Merrill Lynch Global Securities Research & Economics Group Fixed Income Strategy*.
- Bausparkassen-Fachbuch (2004/2005). Deutscher Sparkassenverlag, Stuttgart.
- Baxmann, U. (1993). Die Transformationsleistung der Kreditinstitute. *WISU-Kompakt*. 2/93, S. 112-115.
- BBVA (2006). Situación Inmobiliaria. *Servicio de Estudios Económicos BBVA*. Madrid. www.bbva.es
- BCBS (2006). *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*. Basel Committee on Banking Supervision. BIS, S.12
- BdE (1993). Tipos de referencia recomendados para las operaciones de crédito hipotecario a tipo de interés variable, *Boletín Económico del Banco de España*, 1993. www.bde.es
- Behrens, P. (1992). Pro und Contra Maastricht: Eine Systemveränderung auf dem Prüfstand. *EuZW*, S.520-530.
- Behring, K. und Helbrecht, I. (2002). *Wohneigentum in Europa*. Wüstenrot Stiftung, Ludwigsburg.
- Bellinger, D. (1993). Entwicklung und Stand des EG-Bankrechts aus der Sicht des Hypothekar- und Kommunalkredits. In: Rüdhardt, K. (Hrsg.). *Handbuch des Hypothekarkredits*. 3. Auflage, Fritz Knapp Verlag, Frankfurt (a.M.), S. 661-684.
- Bellinger, D. (2001). Historische Entwicklung des Pfandbriefsystems. In: Europäischer Hypothekenverband (Hrsg.): *Die Hypothekenbanken und der Pfandbrief in Europa*. 3. Auflage,

- Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden, S. 49-59.
- Bellinger, D. (2001b). Bundesrepublik Deutschland. In: Europäischer Hypothekenverband (Hrsg.): *Die Hypothekenbanken und der Pfandbrief in Europa*. 3. Auflage, Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden, S. 123-151.
- Bellinger, D. und Reif, A. (1994). Anbietergruppen, ihre Produkte und ihre Refinanzierung. In: Kühne-Büning, L. Heuer, J. (Hrsg.): *Grundlagen der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft*. Fritz Knapp Verlag, Frankfurt (a.M.).
- Benjamin, J.D., Heuson, A.J. and Sirmans, C.F. (1995). The Effect of Origination Strategies on the Pricing of Fixed-Rate Mortgage Loans. *Journal of Housing Research*, Vol.6 (1), S. 137-148.
- Bennett, P., Pecah, R. und Peristiani, S. (2000). Implied Mortgage Refinancing Thresholds. *Real Estate Economics*, V28, 3, S. 405-434.
- Berndt et al. (1994). *Die Bausparkassen – Baufinanzierung und Bausparförderung*. Fritz Knapp Verlag, Frankfurt (a.M.).
- Bertele, B. (1993). *Optimale Finanzierung von selbstgenutztem Wohneigentum unter Unsicherheit*. Dissertation, Peter Lang Verlag, Frankfurt (a.M.), 1993.
- Bierwag, G.O. (1987). *Duration Analysis – Managing Interest Rate Risk*. Ballinger PC., Cambridge.
- BIS (2004). VII. Finanzsektor. 74. *Jahresbericht*, S. 135-156. www.bis.org
- BIS (2006). VII Finanzsektor. 76. *Jahresbericht*, S. 136-158. www.bis.org
- Bitz, H. (1989). Erscheinungsformen und Funktionen von Finanzintermediären. *WiSt Heft* 10.
- Blasco Torrejón, B. (2000). *La actual conyuntura de la financiación a la vivienda*. Anales de Economía Aplicada. Oviedo.
- BOE (2003). *Boletín Económico - Julio-Agosto 2003*. Banco de España
- Boelhouwer, P.J. (2000). Development of house prices in the Netherlands: An international perspective. *Journal of Housing and the Built Environment*, 15, S. 11-28.
- Boelhouwer, Peter J., Haffner, M.E.A. und van der Heijden (2000). Putting comparative housing research into practice. *Journal of Housing and the Built Environment* 15, S. 3-9.
- Bolder, M. und Doswald, Hugo (2002). Reges Treiben im Lagerhaus für Immobilienkredite. *Bankpraxis und Geschäftspolitik*, Heft 10, 2002, S. 30-39.
- Boleat, M. (1980). The British Building Society System and the European Community. In: Mülhaupt, L., Wielens, H. (Hrsg.): *Die Internationalisierung der Wohnungsbaufinanzierung*. Fritz Knapp Verlag, Frankfurt (a. M.)
- Boleat, M. (2003). Regulation of Mortgage Lending Institutions. *Housing Finance International*, September 2003, S. 3-9.
- Boléat, M. und Coles, A. (1987). *The Mortgage Market*. Allen & Unwin, London.

- Boletín Económico (4/1998). Préstamos hipotecarios: tipos oficiales de referencia y tipos efectivamente utilizados. *Boletín Económico*, Banco de España.
- Bonfig, K. (1999). Hypothekenbanken in Europa. *Der Pfandbrief 1999 - Fakten und Daten*, Verband der deutschen Hypothekenbanken (VdH), Berlin.
- Bouchain, H., Clasen, K. und de la Rubia, C. (2007). *Covered Bond Research Monthly*. HSH Nordbank, 10. August 2007. www.hsh-nordbank.com
- Bouveret, A. (1980). Bietet der französische Bausparmarkt Chancen für ausländische Systeme? In: Mülhaupt, L., Wielens, H. (Hrsg.): *Die Internationalisierung der Wohnungsbaufinanzierung*. Fritz Knapp Verlag, Frankfurt (a. M.).
- Brauer, K.U. (1999). Immobilienfinanzierung. In: Brauer, K.U. (Hrsg.): *Grundlagen der Immobilienwirtschaft*. Gabler, S.349-409.
- Braun, R. und Pfeiffer, U. (2004). *Haushalts- und personenbezogene Wohneigentumsquoten in Deutschland*. Empirica Forschung und Beratung, Projekt 24018, Berlin.
- Braun, R., Möhlenkamp, R. Pfeiffer, U. und Simons, H. (2001). Vermögensbildung in Deutschland – Studien zur Wohnungs- und Vermögenspolitik. *Empirica-Studie* im Auftrag der LBS – Landesbausparkassen. (Hrsg.) Bundesgeschäftsstelle der Landesbausparkassen, Berlin.
- Breuer, W. (1992). *Finanzmarktintermediation im Kapitalmarktgleichgewicht*. Dissertation, Gabler Verlag, Köln, 1992.
- Breuer, W. (1993): *Finanzintermediation im Kapitalmarktgleichgewicht*. Wiesbaden, Gabler-Verlag.
- Brueckner, J.K. (1992). Borrower mobility, self-selection, and the relative prices of fixed- and adjustable-rate mortgages. *Journal of Financial Intermediation* Vol.2, S.401-421
- Brueckner, J.K. (1993). Why do we have ARMs? *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association*, V21, 3, S. 333-345.
- Brueckner, J.K. (1994). The demand for mortgage debt: some basic results. *Journal of Housing Economics*, Vol. 3(4), S. 251-262.
- Brueckner, J.K. (1997). Consumption and Investment Motives and the Portfolio Choices of Homeowners. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 15 (2), S. 159-180.
- Brueckner, J.K. (2000). Mortgage Default with Asymmetric Information. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 20, 3, S. 251-274.
- Brueckner, J.K. und Follain, J.R. (1988). The Rise and Fall of the ARM: An Econometric Analysis of Mortgage Choice. *The Review of Economics and Statistics*, S. 93-102.
- Bruskin, E., A. Sanders und D. Sykes (1999). The Nonagency Mortgage Market: Background and Overview. *Ohio State University Working Paper*.
- Bryan, L.L. (1987): Securitized Credit – The Potential for a Sounder, more Effective Finan-

- cial System. In: Hearings Before The Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate: *Changes in our Financial System: Globalization of Capital Markets and Securitization of Credit*, S. 132-153
- Bryan, L.L. (1989): Introduction. In: Zweig, P.L. (Hrsg.): *The Asset Securitization Handbook*. Dow Jones-Irwin, S. 3-20
- Buerger, T. V. und L.S. Iseley (1989): An Overview of Securitization Risks. In: Zweig, P.L. (Hrsg.): *The Asset Securitization Handbook*. Dow Jones-Irwin, S. 505-528.
- Buhl, H-U., Roemer, M. und Sandbiller, K. (1996). Verteiltes Suchen und Erkennen zur Erstellung von Finanzdienstleistungen. *KI Künstliche Intelligenz*, 10, 4, 1996, S.17-24.
- Buist, H. and Yang, T. (2000). Housing Finance in a Stochastic Economy: Contract Pricing and Choice. *Real Estate Economics*, Vol. 28 (1), S. 117-139
- Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen (1997). *Rundschreiben 4/97: Veräußerung von Kundenforderungen im Rahmen von Asset-Backed Securities Transaktionen durch deutsche Kreditinstitute*, Stand: 19. März 1997, Berlin.
- Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen (1999). *Rundschreiben 10/99: Behandlung von Kreditderivaten im Grundsatz I gemäß §§10, 10a KWG und im Rahmen der Großkredit- und Millionenkreditvorschriften*, Stand: 7. Juni 1999.
- Bundesverband deutscher Banken (2002). *Banken 2002 – Fakten, Meinungen, Perspektiven*. Berlin, Stand Juni 2002
- Burkert, U. und Eichert, F. (2006). Sonnige Aussichten für Cédulas? In: *Deutscher Pfandbrief 2006. Aktuelle Entwicklungen und internationaler Vergleich*.. Hrsg.: Bundesverband öffentlicher Banken Deutschlands. www.voeb.de
- Büschgen, H.E. (1991). *Bankbetriebslehre – Bankgeschäfte und Bankmanagement*. 3. Aufl., Gabler, Wiesbaden.
- Campbell, J. and Cocco, J. (2003). Household Risk Management and Optimal Mortgage Choice. *The Quarterly Journal of Econometrics*, Vol.118(4), S.1449-1494.
- Capone, Ch. (2001). Introduction to the Special Issue on Mortgage Modelling. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 23, 2, S. 131-137.
- Carlsile, D. (2002). Can Mutuals Fina a Role? *Housing Finance International 2002*, S. 14-18.
- Case, K., Quigley, J. and Shiller, R. (2001). Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus the Housing Market. *Cowles Foundation Discussion Paper No. 1335*. Cowles Foundation for Research in Economics at Yale University.
- Case, K.E. and Shiller, R.J. (1989). The Efficiency of the Market for Single-Family Homes. *The American Economic Review*, March 1989, S.125-137.
- Casu, B. and Molyneux, P. (1998). A Comparative Study of Efficiency in European Banking. *Working Paper*, University of Wales.
- CGFS (2006). Housing finance in the global financial market. *CGFS Papers No. 26*, Bank for

- International Settlements, Basel, Switzerland.
- Chiang, R.C., Chow, Y-F. and Liu, M. (2002). Residential Mortgage Lending and Borrower Risk: The Relationship Between Mortgage Spreads and Individual Characteristics. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 25, 1, S. 5-32.
- Chinloy, P. (1995). Privatized Default Risk and Real Estate Recessions: The U.K. Mortgage Market. *Real Estate Economics*, Vol. 23(4), S.401-420.
- Clarke, B. (2002). The changing structure of the UK mortgage market. In: Newsletter, November 2002. *International Union for Housing Finance*, Hrsg. Coles, A., . www.housingfinance.org.
- CML (2005a). Regulation: the story so far. *CML news & views*, Nr.7, 26. April 2005, S. 1-5
- CML (2005b). Miles challenges goal of "integrated market". *CML news & views*, Nr.7, 26. April 2005, S.6.
- CML, Merrill Lynch, UBS (2005). The 2005 guide to UK Mortgage Institutions. *Euromoney Research Guides*, May 2005.
- Coase,R. (1937). The Nature of the Firm, *Economica*, Vol.4(13-16), S. 386-405.
- Coles, A. (2001). Mortgage markets: why US and EU markets are so different. www.housingfinance.org
- Coles, A. (2003). Newsletter, March 2003. *International Union for Housing Finance*, www.housingfinance.org.
- Colwell, P. and Dehring, C. (1996). Mortgage Mechanics, Part I: The Fixed Rate Mortgage Loan. *Illinois Real Estate Letter*, Summer/Fall 1996, S. 6-9.
- Commission of the European Communities (2004). Communication from the Commission to the Council, the European Parliament, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. www.
- Copeland T.E. und Weston, J.F. (1988). *Financial Theory and Corporate Policy*, Addison-Wesley P.C.
- Courchane, M.J. and Giles, J. (2002). A comparison of U.S. and Canadian residential mortgage markets. www.housingfinance.org
- Crimmann, W. (2006). Die neue Beleihungswertermittlungsverordnung. *HypZertNews*, Ausgabe 13, Juni 2006, S.4-5.
- Crone, T. and Voith, R. (1999). Risk and Return within the Single-Family Housing Market. *Real Estate Economics*, V. 27 (1), S. 63-78.
- Cünnen, A. und Landgraf, R. (2002). Branche setzt härtere Standards für Pfandbriefe. *Handelsblatt*, 12.09.2002.
- Dale-Johnson, D. and Gabriel, S. (1995). Introduction: Deregulation and Reform of Housing and Housing Finance Markets: Recent Lessons from Western and Central Europe. *Real*

- Estate Economics*, Vol. 23 (4), S.395-400,.
- Damerow, F. (2000). Alternativ Refinanzierungsmöglichkeiten für Hypothekenbanken. Der *Pfandbrief 2000 Fakten und Daten*, Verband der deutschen Hypothekenbanken (VdH), Berlin.
- De Mesa, Lara und A. Valiño (2001). Política de Vivienda: Aspectos teóricos y características en Europa y España. *Documento de Trabajo*, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, UCM
- Deng, Y., Quigley, J. and van Order, R. (2000). Mortgage Terminations, Heterogeneity and the Exercise of Mortgage Options. *Econometrica*, Vol.68(2), S. 275-307.
- DePfa Research 2/1999. *Rentenmarkt*.
- Deshmukh, S., Greenbaum, S. and Kanatas, G. (1983). Lending Policies of Financial Intermediaries – Facing Credit and Funding Risk. *Journal of Finance*, Vol.28(3), S. 873-886.
- Deurloo, R.C., Dieleman, F.M. and Clark, W.A.V. (1997). Tenure Choice in the German Housing Market: A Competing Risks Model. *Tijdschrift voor Economische en Sociale Geografie*, Vol. 88, No.4, S. 321-331.
- Deutsch, E. and Tomann, H. (1995). Home Ownership Finance in Austria and Germany. *Real Estate Economics*, Vol. 23 (4), S. 441-474.
- Deutsche Bundesbank (1997). Asset-Backed Securities in Deutschland: Die Veräußerung und Verbriefung von Kreditforderungen durch deutsche Kreditinstitute. *Monatsbericht Juli 1997*, Frankfurt a.M., S.57-67.
- Deutsche Bundesbank (2001). Statistiken, www.bundesbank.de
- Deutsche Bundesbank (2003a). Bankenstatistik. *Statistisches Beiheft zum Monatsbericht 1, März 2003*.
- Deutsche Bundesbank (2003b). Kapitalmarktstatistik. *Statistisches Beiheft zum Monatsbericht 2, März 2003*.
- Deutsche Bundesbank (2004). Die Ertragslage der deutschen Kreditinstitute im Jahr 2003. In: *Monatsbericht September 2004*, S.15-41.
- Deutsche Bundesbank (2004a). Bankenstatistik. *Statistisches Beiheft zum Monatsbericht 1, März 2004*.
- Deutsche Bundesbank (2004b). Kapitalmarktstatistik. *Statistisches Beiheft zum Monatsbericht 2, Juli 2004*.
- Deutsche Bundesbank (2005). Die Wirtschaftslage in Deutschland um die Jahreswende 2004/2005. *Monatsbericht Februar 2005*, 57(2).
- Deutsche Bundesbank (2005a). Bankenstatistik. *Statistisches Beiheft zum Monatsbericht 1, März 2005*.
- Deutsche Bundesbank (2005b). Kapitalmarktstatistik. *Statistisches Beiheft zum Monatsbericht*

2, Juli 2005.

Deutsche Bundesbank (2006). *Monatsbericht März 2006*. 58. Jahrgang, Nr.3.

Deutsche Bundesbank (2006a). Bankenstatistik. *Statistisches Beiheft zum Monatsbericht 1, Dezember 2006*.

Deutsche Bundesbank (2006b). Kapitalmarktstatistik. *Statistisches Beiheft zum Monatsbericht 2, Dezember 2006*.

Deutscher Pfandbrief (2006). *Aktuelle Entwicklungen und internationaler Vergleich*. Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands. www.voeb.de

DG-Bank (2000). Europäische Pfandbriefmärkte – spezial. *DG Bank Research 4*, Frankfurt. (a.M.)

Dhillon, U.S., Shilling, J.D. and Sirmans, C.F. (1987). Choosing between Fixed and Adjustable Rate Mortgages. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 19 (1), S. 260-267.

Diamond, Jr. D. and Lea, M (1992). Housing Finance in Developed Countries -An International Comparison of Efficiency. *Journal of Housing Research*, Vol. 3 (1), 1992.

Díaz Fernández, Costa Reparaz, E. und Llorente Marrón, M.M. (1997). Análisis econométrico de la demanda de viviendas en España. El papel de la financiación externa. *Actualidad Financiera*, Julio, S.27-36.

Dietsch, M. And Vivas, A.L.(1996). How the environment determines the efficiency of banking: a comparison between French and Spanish banking industry. *Working Paper*, Université Robert Schuman de Strasbourg/Universidad de Málaga.

Dokko, Y. and Edelstein, R. H. (1989). Interest Rate Risk and Optimal Design of Mortgage Instruments. ORER Working Paper Series Nr. 76, 1989. (Office of Real Estate Research)

Dokko, Y. and Edelstein, R. H. (1991). Interest Rate Risk and Optimal Design of Mortgage Instruments. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 4, S. 59-68

Dolde, W. (1978). Capital markets and short-run behaviour of life cycle savers. *Journal of Finance*, 33, S. 413-28.

Donner, Ch. (2000). *Wohnungspolitik in der Europäischen Union*. Im Selbstverlag, Wien.

Dübel (2004). Vorfällige Rückzahlung von Festzinshypotheken – Nichts auf der Welt ist umsonst. *Professionelles Immobilien-Banking 2004 – Fakten und Daten*, S.48-59.

Dübel, A. (2000). Separating Mortgage Subsidies and Finance. *Urban and Local Government Backgroundseries – The World Bank*, 14. S.17 ff.

Dübel, A. und Lea, M.J. (1997). Micro- and Macroeconomic Consequences of Residential Mortgage Prepayment. In: VdH (Hrsg.): *Die vorzeitige Rückzahlung von Festzinskrediten*. Band 8, Fritz Knapp Verlag, Frankfurt (a. M.)

Dübel, A. und U. Pfeiffer (1996). *Risikogewichtete Eigenkapitalanforderungen und die Risiken des gewerblichen Hypothekarkredits in Europa*. Schriftenreihe des Verbands deut-

- scher Hypothekenbanken, Fritz Knapp Verlag, Frankfurt (a.M.).
- Dübel, H. (2006). Festzinshypotheken und vorfällige Rückzahlung in Europa. In: vdp (Hrsg.): *Die vorzeitige Rückzahlung von Festzinskrediten in Europa*. Schriftenreihe des Verbandes Deutscher Pfandbriefbanken, Band 20, Fritz Knapp Verlag, Frankfurt (a.M.).
- Dübel, H.-J. (2005). Festzinshypotheken und Vorfälligkeit in Europa. *ImmobilienManager* September 2005, S.10-11
- Duca, J.V. and Rosenthal, S.S. (1994). Do mortgage rates vary based on household default characteristics? Evidence on rate sorting and credit rationing. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol.8, S.99-113.
- Dudleston, A. (2001). The Flexible Mortgage: A Risk Reducing Product? *Housing Studies*, Vol. 16 (2), S. 163-177.
- Duebel, A. (2002). Mortgage Credit Risk, Regulatory Standards and the Basel II Banking Supervision Reforms. *Housing Finance International*, September, S. 3-12.
- Duisenberg, W.F. (1998). *EMU and the Financial Sector*. Inaugural Lecture at the Katholieke Universiteit van Leuven, 5. Februar 1998.
- Dunn, K.B. and Spatt, C.S. (1985). An Analysis of Mortgage Contracting: Prepayment Penalties and the Due-on-Sale Clause. *The Journal of Finance*, Vol. XL, No.1, S. 293-308.
- Dymski, G. and Isenberg, D. (1998). *Housing finance in the age of globalization: from social housing to life-cycle risk*. In: Globalization and Progressive economic policy, ed. By Dean Baker, Gerald Epstein, Robert Pollin, Cambridge University Press, 1998.
- Early, F. (2005). What influences Mortgage Products? *CML Housing Finance Issue 07/2005* S. 1-8.
- ECB (2005). *EU Banking Structures*. European Central Bank, Frankfurt (a.M.).
- ECBC (2006). European Covered Bond Council Statistics, <http://ecbc.hypo.org>
- Edelstein, R. and Urosevic, B. (2002). Optimal Loan Interest Rate Contract Design. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 26 Issue 2&3.
- Edmister R. and Merriken, H. (1988). Pricing Efficiency in the Mortgage Market. *AREUEA Journal*, Vol. 16 (1)
- Edwards, W. (2001). Financial Innovation and Derivatives in Housing Finance. *Housing Finance International*, Vol. 15 (4), June 2001.
- Eichholtz, P. (1995). Regional Economic Stability and Mortgage Default Risk in the Netherlands. *Real Estate Economics*, Vol 23 (4), S.421-439.
- EMF (1997). *Eigengenutztes Wohneigentum in der Europäischen Union: Steuerbefreiungen, Subventionen und Kosten*. Europäischer Hypothekenverband, Januar 1997.
- EMF (2004). *European Mortgage Markets power ahead despite difficult economic conditions*. Press Release, European Mortgage Federation, Brussels, 6 October 2004.

- EMF (2005). *Overview of EU residential mortgage markets 2005*. www.hypo.org
- empirica (1994). *Mehr Wohneigentum für mittlere Einkommensschichten – Strategien einer effizienteren Förderung*. Bundesgeschäftsstelle der LBS (Hrsg.), Bonn 1994
- empirica (1999). Stützung der Wohneigentumsbildung durch Sicherungsinstrumente – ein internationaler Vergleich. *Empirica*, Fraunhofer IRB Verlag, Stuttgart, 1999.
- Engelhard, F. (2004). Zunehmende Verbreitung der Pfandbrieftechnologie in Europa - Ursachen, Konsequenzen, Investmentimplikationen. *Der Pfandbrief – Daten und Fakten 2004*, Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp), S.27-39.
- Englert, W. (1980). Chancen und Risiken für deutsche Bausparkassen zur Internationalisierung ihres Kollektivs bzw. zur Übertragung ihres Systems ins Ausland. In: Mülhaupt, L., Wielens, H. (Hrsg.): *Die Internationalisierung der Wohnungsbaufinanzierung*. Fritz Knapp Verlag, Frankfurt (a. M.)
- Englund, P., Hwang, M. and Quigley, J.M. (2002). Hedging Housing Risk. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 24, 1/2, S. 167-200.
- Erlei, M., Leschke, M. und Sauerland, D. (1999). *Neue Institutionenökonomik*, Stuttgart.
- EuBV (2007). Kein Nährboden für Hypotheken-Grippe schaffen – Subprime Krise als Vorbild für die EU? www.lifepr.de, 28.08.2007
- Europäische Zentralbank (2006). Entwicklung der Preise für Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet, *Monatsbericht Februar*, S.61-78
- Europäischer Hypothekenverband (2001). *Die Hypothekenbanken und der Pfandbrief in Europa*. 3. Auflage, Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden.
- European Central Bank (2003). *Structural factors in the EU housing markets*. March 2003.
- EVS (2000). *European Valuation Standards 2000*, 4. Ed., TEGoVA and Estates Gazette, London.
- Ewerhart, C. und Schmitz, P.W. (1997). Ausgewählte Anwendungen der Theorie unvollständiger Verträge, *Jahrbuch für Wirtschaftswissenschaften*, 48, S.57-69.
- Fabozzi, F. und F. Modigliani (1992): *Mortgage and Mortgage-Backed Securities Markets*, 1. Aufl., Boston: Harvard Business School Press.
- Faller et al. (2001). *Hemmnisse der Wohneigentumsbildung*. Forschungsbericht im Auftrag des Bundesamtes für Bauwesen und Raumordnung, empirica, Heft 106, Bonn.
- Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, Vol. 5(2), S. 383-417.
- Fama, E. (1976). *Foundations of Finance – Portfolio Decisions and Securities Prices*. 1. Auflage, Basic Books, New York.
- Field A. and Cassidy, H.J. (1977). Simulation Analysis of Alternative Mortgage Instruments. *AREUEA*, Vol 5, S. 411-433.

- FitchRatings (2005). Masters of the House – A Review of UK RMBS Master Trusts. *RMBS / UK Special Report*. www.fitchratings.com, 8. Juni 2005.
- Flavin, M. and Yamashita, T. (1998). Owner-occupied Housing and the Composition of the Household Portfolio over the Life Cycle. *Discussion Paper 98-02*, Department of Economics, University of California, San Diego.
- Follain, J. (1990). Mortgage Choice. *AREUEA*, Vol. 18(2).
- Foro Cinco Dias (2006). La Ley Hipotecaria reducirá los costes de las hipotecas. *Foro cinco Dias*, 24.10.2006.
- Forrest, R. Kennett, P. und Leather, P. (1999). *Home Ownership in Crisis? The British experience of negative equity*. Ashgate Publishing Company, Aldershot, Great Britain.
- Freixas, X. und Rochet, J.-Ch. (). *Microeconomics of Banking*.
- Fröhlich, H.-W. (2002). *Geldanlage: Windmühlen ums Eigenheim*.
- FSA. <http://www.fsa.gov.uk/tables>
- Fuge, H.-F.(2001). Weiterentwicklung der Informations- und Kommunikationstechnologie: Driving force für die Entscheidung von virtuellen Finanzintermediationssystemen? *Seminararbeit – Doktorandenseminar*, Universität St. Gallen.
- Gale, D. (1991). Optimal Risk Sharing through Renegotiation of Simple Contracts. *Journal of Financial Intermediation*, 1, S. 283-306.
- Garcia Alonso, J.M. (1984). *Regulación del Mercado Hipotecario*. El Mercado Hipotecario, Ed. Instituto Empresa.
- Garcia Trujillo, S. y Pizarro, J. (1997). El euro y el mercado hipotecario. *El Pais*, Negocios, 21 de diciembre de 1997, p. 12.
- Garratt, D. (2000). UK housing supply and price volatility: evidence in an international context. *Economic Assessment / Structural Issue*, 27, January, 2000.
- Garratt, D. and Pannell, B. (2001). Falling Credit Standards? *Housing Finance* , 50, May.
- GE Mortgage Insurance (2002). Análisis del mercado hipotecario español: Riesgos y sensibilidad al ciclo. *Analistas Financieros Internacionales, S.A.*, 27 mayo de 2002, Madrid.
- Glenn, D.W. (1999). Future Trends in Housing Finance. *Mortgage Banking Magazine*, April 1999, p.37.
- Goedecke, W., Volkher, K. und Scholz, H. (1997). *Die deutschen Hypothekenbanken*. Fritz Knapp Verlag, Frankfurt (a.M.)
- Gondring, H. (2001). Einführung in die Grundlagen der Immobilienwirtschaft. In: Gondring, H., Lammel,E. (Hrsg.), *Handbuch der Immobilienwirtschaft*, Gabler Verlag, Wiesbaden. S. 3-22.
- Gondring, H. und Lammel,E. (2001). *Handbuch der Immobilienwirtschaft*. Gabler Verlag,

Wiesbaden.

- González Sánchez (2005). Expertengespräch an der Universidad San Pablo CEU, Escuela de Negocios am 10. Mai 2005.
- González, C. und Jordá, M. (2000). Comparación entre metodologías de valoración de BTH a tipo fijo en el mercado español. *Jornadas sobre estructura temporal de tipos de interes*, ICAE, Universidad Complutense de Madrid.
- Göpl, H. (1981). Banken und Versicherungen als Finanzvermittler. In: Göpl, H. und Henn, R. (Hrsg.): *Geld, Banken und Versicherungen, Band II*. Athenäum Verlag GmbH, Königstein/Ts., S. 655-671.
- Grodzki, G. (2000). Der Pfandbrief und pfandbriefähnliche Produkte in Europa. *Der Pfandbrief 2000 - Fakten und Daten*, Verband der deutschen Hypothekenbanken (VdH), Berlin.
- Grossman, S.J. and Hart, O.D. (1986). The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration, *Journal of Political Economy*, 94, S.691-719.
- Grossmann, R. und Patzschke, H. (1999). Perspektiven des Pfandbriefs als Spreadprodukt im Euro. *Der Pfandbrief 1999 - Fakten und Daten*, Verband der deutschen Hypothekenbanken (VdH), Berlin.
- Guiso, L., Jappelli, T. und Terlizzese, D. (1994). Housing finance arrangements, intergenerational transfers and consumption – the Italian experience. *Economic Modelling* 11(2), S. 145-155.
- Gurley, J.G. und Shaw, E. S. (1960). *Money in the Theory of Finance*. The Brookings Institution, Washington (D.C.).
- Guttentag, J. (2001). Is the Standard Mortgage Obsolete? Introducing a Flexible Payment Mortgage. *Housing Finance International*, Vol. 15 (4), June 2001.
- Haffner, M.E. (2000). Costs and fiscal subsidies in owner occupation: method and outcomes. *Journal of Housing and the Built Environment* 15, S. 53-69.
- Haffner, M.E.A. und Dol, C. P. (2000). *Housing Statistics in the European Union 2000*. Ministerie van Volkshuisvesting, Ruimtelijke Ordening en Milieubeheer, Delft, The Netherlands.
- Hagen, Dr. L. und Holter, R. (200). Implications of Basel II for the Risk Management of German Mortgage Banks. *Housing Finance International*. www.housingfinance.org
- Hagen, L. (2002). Die Novelle des Hypothekengesetzes: Sicherheit des Pfandbriefs weiter gestärkt. *Der Pfandbrief 2002 - Fakten und Daten*, Verband der deutschen Hypothekenbanken (VdH), Berlin.
- Hagen, L. (2003). Covered Bond – Das unbekanntes Wesen. *Der Pfandbrief 2003 – Daten und Fakten*. Verband deutscher Hypothekenbanken (VdH), S.29-36.
- Hagen, L. (2004). Der Pfandbrief auf dem Weg in eine neue Ära. *Der Pfandbrief 2004 - Fakten und Daten*, Verband der deutschen Hypothekenbanken (VdH), Berlin., S.12-18.

- Hagen, L. (2005). Neues Pfandbriefgesetz als einheitliche Grundlage zur Emission von Pfandbriefen stärkt den Pfandbrief und den Finanzplatz. *Der Pfandbrief - Fakten und Daten 2005*, Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp), Berlin, S.12-18.
- Hagen, L. (2005a). Neues Pfandbriefgesetz und Implikationen. *Investorenseminar „Ausblick zum deutschen Pfandbriefmarkt und zur Bankenlandschaft in Deutschland“*, am 5. Oktober 2005, Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp), Zürich. www.hypverband.de
- Hagen, L. (2005b). Europäisches Parlament honoriert niedriges Risikoprofil des Realkredits. *Pressebericht*, vdp, 30. September 2005.
- Hagen, L. and Holter, R. (2002). Implications of Basel II for the Risk Management of German Mortgage Banks. *Housing Finance International*, September, S. 33-42.
- Hagen, L. und Holter, R. (2002). Auswirkungen von Basel II auf das Risikomanagement deutscher Hypothekenbanken. *Professionelles Immobilienbanking 2002 – Fakten und Daten*, S.53-64.
- Hammer, T. (2000). Das Puzzle richtig zusammensetzen. *Süddeutsche Zeitung*, 53, 4./5. März 2000, S. 31.
- Hardt, J. (2000). European integration: prospects for the mortgage lending industry. *European Mortgage Federation*, S. 1-14. www.housingfinance.org
- Hardt, J. (2000). European mortgage markets: structure, funding and future development. *OECD*, June S. 1-37
- Hardt, J. und Lichtenberger, J.-D. (2001). The Economic and Financial Importance of Mortgage Bonds in Europe. *Housing Finance International*, Vol. 15 (4), June 2001.
- Harker, P. und Zenios, S. (1998). What Drives the Performance of Financial Institutions?. *Wharton Working Paper Series*, 98, 21.
- Harlander, T. und Kuhn, G. (2003). *Der Wunsch nach den eigenen vier Wänden – Tendenzen der Wohneigentumsbildung in Baden-Württemberg*. Arbeitsgemeinschaft Baden-Württembergischer Bausparkassen. Schwäbisch-Hall.
- Harrison, D.M., Noordewier, T.G. und Yavas, A. (2004). Do riskier borrowers borrow more? *Real Estate Economics* (forthcoming)
- Hart, O.D. (1995). *Firms, Contracts and Financial Structure*, Oxford.
- Haueisen, P. und Kruwinnus, D. (2003). Herausforderungen und Chancen in der wohnungswirtschaftlichen Immobilienfinanzierung. *Der langfristige Kredit*, 53.
- Heinemann, F. und Jopp, M. (2002). *The Benefits of a Working European Retail Market for Financial Services. Report to European Financial Services Round Table*. Institut für Europäische Politik, Europa Union Verlag GmbH, Bonn.
- Heizmann, Th. (1990). *Die Bewertung von Bausparverträgen als Finanzkontrakt*. Diplomarbeit am Institut für Entscheidungstheorie und Unternehmensforschung an der Universität Karlsruhe (TH), Karlsruhe.

- Hellwig, M. (1997). Unternehmensfinanzierung, Unternehmenskontrolle und Ressourcenallokation: Was leistet ein Finanzsystem? In: Gahlen, B. et al. (Hrsg.): *Finanzmärkte*, Mohr Siebeck, Tübingen.
- Hendershott, P. und Hendershott, R. (2002). On measuring real estate risk. *Real Estate Finance*. Winter 2002, Vol. 18, Issue 4.
- Hendershott, P. und Villani, K. (1980). Residential Mortgage Markets and the Cost of Mortgage Funds. *AREUEA Journal*, Vol. 8, S. 50-76.
- Hendershott, P., Shilling, J. und Villani, K. (1983). Measurement of the Spreads Between Yields on Various Mortgage Contracts and Treasury Securities. *AREUEA Journal*, Vol. 11 (4), S. 476-490
- Hendershott, P.H. (1986). Mortgage Pricing: What Have We Learned So Far? *AREUEA Journal*, Vol. 14, No. 4, S.497-509.
- Hendershott, P.H. und Van Order, R. (1987). Pricing Mortgages: An Interpretation of the Models and Results. *Journal of Financial Services Research*, 1, S. 77-111.
- Hendershott, P.H. und van Order, R. (1989). Integration of mortgage and capital markets and the accumulation of residential capital. *Regional Science and Urban Economics* 19, S. 189-210.
- Henderson, J. und Ioannides, Y. (1983). A Model of Housing Tenure Choice. *The American Economic Review*, Vol. 73 No.1, S. 98-113.
- Herring, R. und Santomero, A. (1995). The Role of Financial Sector in Economic Performance. *Wharton Working Paper 95-08*, The Wharton School, University of Pennsylvania.
- Heuson, A., Passmore, W. und Sparks, R. (2001). Credit Scoring and Mortgage Securitization: Implications for Mortgage Rates and Credit Availability. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 23(3), pp- 337-363.
- Hies, M. (1996). *Die Refinanzierung deutscher Hypothekenbanken – Gegenwart und Zukunft*, Dissertation, St. Gallen.
- HM Treasury (2003). *Housing, consumption and EMU – EMU study*. www.hm-treasury.gov.uk
- Hohensee, M. (2006). Die Leute sind viel skeptischer. *Wirtschaftswoche*, 43, S.162.
- Holter, R. (2006). Inhalt und Wirkung der BelWertV. *Immobilien und Finanzierung*, 14, S.478-480.
- Housing Statistics in the European Union 2004. National Board of Housing, Building and Planning, Sweden and Ministry for Regional Development of the Czech Republic, Sweden 2005.
- Housing Statistics in the European Union. National Agency for Enterprise and Housing. Denmark, 2004.

- Hypostat (2000). *Hypostat 1989-1999 – Mortgage and Property Markets in the European Union and Norway*. European Mortgage Federation. Bruxelles.
- Hypothekenbankgesetz (2004). Verband der deutschen Hypothekenbanken (VdH), April 2004.
- INE (2001). *Censo de Población y Viviendas 2001*, Instituto Nacional de Estadística www.ine.es/censo2001/internet.htm
- InJuve (2006). Sondeo de opinión y situación de la gente joven 2006. Instituto de la juventud, www.injuve.metas.es
- Integrated Financial Business Consulting AG (1998). Lage und Zukunft der Wohnungsbaufinanzierung in der Schweiz. *Studie im Auftrag des Bundesamtes und der Forschungskommission Wohnungswesen*, Zürich, Februar 1998.
- Jacobi, J. (1988). *Konditionen Anpassungsregeln beim Hypothekarkredit*. Fritz Knapp Verlag, Frankfurt a.M..
- Jaffee, D. und Renaud, B. (1995). *Securitization in European Mortgage Markets*. First International Real Estate Conference Stockholm, June 28 to July 1, 1995.
- Jäger, M. und Voigtgländer, M. (2006). *Immobilienfinanzierung – Hypothekenmärkte und ihre gesamtwirtschaftliche Bedeutung*. Forschungsberichte aus dem Institut der deutschen Wirtschaft Köln, Nr.22, Deutscher Instituts-Verlag, Köln.
- Jarchow, H.-J. (1995). *Theorie und Politik des Geldes – II. Geldpolitik*, Vandenhoeck + Ruprecht Gm, Göttingen.
- Jiménez Aguilera, J.D. (1995). La financiación al sector inmobiliario. *Papeles de Economía Española*, n° 65, S.241-247.
- Jokl, S. (1998). *Wohnungsfinanzierung*. Fritz Knapp Verlag, Frankfurt (a.M.).
- Jokl, S. (1999). *Living Conditions of the Elderly – a European Comparison*. Presented from the 1999 Annual Report European Federation of Building Societies. www.efbs.org.
- Jones, L.D. (1993). The demand for home mortgage debt. *Journal of Urban Economics*, Vol.33, S.10-28.
- Jones, R.A. und Nicerson, D. (2002). Mortgage Contracts, Strategic Options and Stochastic Collateral. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 24, 1, S.35-58.
- Junker, B. (1998). Traumhaus im Grünen. *Credit Suisse Bulletin*, No. 6, S. 21-22
- Kälberer, W. (2005). Die Verwirklichung des EU-Binnenmarktes im Hypothekarkredit. *Immobilien-Banking 2005 - Fakten und Daten*, vdp, S.24-36.
- Kälberer, W. (2006). Hypothekarkredit und Pfandbrief – Gewinner der neuen Eigenkapitalvorschriften. *ImmobilienManager*, Februar 2006, S.2-3.
- Kasparova, D. (2000). EMU and its housing consequences. *Paper presented at the ENHR*

- Conference*, Gavle, June 2000.
- Kau, J. und Keenan, D. (1995). An Overview of the Option-Theoretic Pricing of Mortgages. *Journal of Housing Research*, Vol.6 (2), 1995, S. 217-244.
- Kau, J.B. und L.C. Peters (2005). The Effect of Mortgage Price and Default Risk on Mortgage Spreads. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol.20, S.285-295.
- Kau, J.B. und Slawson, V.C. jr. (1999). Frictions and Mortgage Options. *Working Paper* University of Georgia, Athens, 18. November 1999.
- Kendig, H.L. (1984). Housing Carers, Life Cycle, and Residential mobility: Implications for the Housing Market. *Urban Studies*, 21, S. 271-283.
- Keogh, Geoffrey und D'Arcy, E. (1999). Property Market Efficiency: An Institutional Economics Perspective. *Urban Studies*, Vol. 36, No.13, S. 2401-2414.
- Kerl, V. (1999). Staatliche Aufsicht über die deutschen Hypothekenbanken. *Der Pfandbrief 1999 - Fakten und Daten*, Verband der deutschen Hypothekenbanken (VdH), Berlin.
- Kerl, V. (2000). Die Struktur der Hypothekenbanken als Qualitätsmerkmal für Pfandbriefe. *Der Langfristige Kredit* 15 und 16, S.510-519.
- Kerl, V. (2000a). Staatliche Aufsicht über deutsche Hypothekenbanken. *Der Pfandbrief 2000 - Fakten und Daten*, Verband der deutschen Hypothekenbanken (VdH), Berlin.
- KfW (2006). Deutscher Verbriefungsmarkt – Aktuelle Entwicklungen und Hintergrundinformationen. www.kfw.de/ABS-Deutschland/KfWBankengruppe-DeutscherVerbriefungsmarkt.html
- Kim, T. (1996). Banking in the United States of America. In: Warner, M. (Hrsg.): *International Encyclopedia of Business and Management*. Routledge, S.325-333.
- King, P. (1997). Constructivism, Individual Action and Housing Finance: an Individualist critique of Approaches to Housing Finance. *Neth. Journal of Housing and the Built Environment*, Vol. 12 (3), S. 307-323.
- Klein, D.K.R. (1998). *Die Bankensysteme der EU-Länder*. Fritz Knapp Verlag, Frankfurt (a.M.)
- Klopfer, E. (2002). A Mortgage Insurer's Look at Basel II and Residential Mortgage Credit Risk. *Housing Finance International*, September, S. 22-32. .
- Kolari, J. und Fraser, D. (1998). The Effects of Securitization on Mortgage Market Yields: A Cointegration Analysis. *Real Estate Economics*, Vol. 26, S. 677-693, 1998.
- Köller, K. von (2001). Hypothekenbanken. In: Gerke, W. und Steiner, M. (Hrsg.): *Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens*. Schäffer-Poeschel, S.1022-1032.
- Kölln, W. (1994). Zinsbindungsfristen und Pfandbrieflaufzeiten – keine Chance für Langläufer. *Der Langfristige Kredit* 17/18, S.603-604.
- Kölsch, D., Zlotnik, M. und Carron, A. (2003). Standard & Poor's analytischer Ansatz für das

- Rating von Pfandbriefen. *Der Pfandbrief 2003 – Fakten und Daten*, Verband deutscher Hypothekenbanken (VdH), S.62-69.
- Köndgen, J. (1999). Vorzeitige Tilgung hypothekarisch gesicherter Festzinskredite – Ein Rechtsvergleich. In: Verband Deutscher Hypothekenbanken (2000): *Die vorzeitige Rückzahlung von Festzinskrediten – Eine rechtsvergleichende und ökonomische Analyse*. Fritz Knapp Verlag, Frankfurt (a. M.).
- Köndgen, J. (2006). Die Vorfälligkeitstilgung langfristiger Festzinskredite in Europa. In: vdp (Hrsg.): *Die vorzeitige Rückzahlung von Festzinskrediten in Europa*. Schriftenreihe des Verbandes Deutscher Pfandbriefbanken, Band 20, Fritz Knapp Verlag, Frankfurt (a.M.).
- Krings-Heckenmeier, M.-T., Braun, R., Faller, B. und Geiss, S. (1997). *Potentiale für kostengünstige Eigenheime*. Studien zur Wohnungs- und Vermögenspolitik LBS und empirica, Bonn.
- Kühne-Büning, L. und Heuer, J. (1994). *Grundlagen der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft*. Fritz Knapp Verlag, Frankfurt. (a.M.).
- Kullig, S. und Walburg, C. (2003). Der Pfandbrief am europäischen Kapitalmarkt. *Der Pfandbrief 2003 - Fakten und Daten*, Verband der deutschen Hypothekenbanken (VdH), Berlin. S. 7-28.
- Kundisch, D. (2001). Ein Beitrag zur Vorteilhaftigkeit von Online-Immobilienfinanzierungen mit KfW-Darlehen. *Diskussionspapier WI-101*, Universität Augsburg.
- Kunz, P. (1989b). Mortgage related securities (II). In: *Der langfristige Kredit 40*, S.174-175.
- Kurz, K. (2000). Soziale Ungleichheiten beim Übergang zu Wohneigentum. *Zeitschrift für Soziologie*, Jg. 29, Heft 1, Februar 2000, S. 27-43.
- Kwan, S. und Eisenbeis, R. (1997). Bank Risk, Capitalization and Inefficiency. *Journal of Financial Services Research*, Vol.12 (2/3), S. 117-131.
- KWG (2007). *Gesetz über das Kreditwesen (Kreditwesengesetz – KWG)* in der Neufassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I. S.2776) – letzte Änderung durch Artikel 8 des Gesetzes am 5. Januar 2007. www.bafin.de.
- Lang, V. (2003): *Die vorzeitige Rückzahlung von Festzinskrediten*. www.uni-leipzig.de/bankinstitut//dokumente/2001-07-26-03.pdf.
- Laux, H. (1990). Der Bausparvertrag als Kapitalanlage und Finanzierungsinstrument. *Frankfurter Vorträge zum Versicherungswesen*. Verlag Versicherungswirtschaft e.V., Karlsruhe, 1990.
- Laux, H. (1994). Das gemeinschaftliche Bausparen in seiner deutschen Ausprägung innerhalb und außerhalb unserer Grenzen. *Frankfurter Vorträge zum Versicherungswesen*. Verlag Versicherungswirtschaft e.V., Karlsruhe.
- LBS (2001). Vermögensbildung in Deutschland. *Studien zur Wohnungs- und Vermögenspolitik*, Berlin.
- LBS (2004). *Bausparkassen-Fachbuch 2004/2005*. Bundesgeschäftsstelle der Landes-

- bausparkassen (Hrsg.). Deutscher Sparkassenverlag, Stuttgart.
- Lea, M. (1990). Sources of Funds for Mortgage Finance. *Journal of Housing Research* 1, no. 1, S. 139-162.
- Lea, M. (1994). Efficiency and Stability of Housing Finance Systems: A Comparison of the United Kingdom and the United States. *Housing Policy Debate*. Vol. 5 (3), S. 361-379
- Lea, M. (2001). *Types of Housing Finance Systems*. International Housing Finance Sourcebook 2000, publ. International Union for Housing Finance.
- Lea, M. (2002). Basel II: Are You Ready? In: *Newsletter*, November 2002. International Union for Housing Finance, Hrsg. Coles, A., . www.housingfinance.org.
- Lea, M. (2003). The Fixed-Rate Model. *Mortgage Banking*. April, S. 52-58.
- Lea, M.J. und Diamond, D.B. (1991). Housing Finance Arrangemens in the European Community: A Comparatative Analysis. *Working Paper Series, Fannie Mae Office of Housing Policy Reseach*, Washington, July 1991.
- Leece, D. (2001). Choice of mortgage instrument, liquidity constraints and the demand for housing debt in the UK. *Applied Economics*, Vol. 32, S. 1121-1132.
- Leece, D. (2004). *Economics of the Mortgage Market - Perspectives on Household Decision Making*. Real Estate Issues, Blackwell Publishing, Oxford.
- Leibenstein, H. (1966). Allocative efficiency versus X-inefficiency. *Amercian Economic Review*, Vol.56, S. 392-415.
- LeRoy, S.F. (1996). Mortgage valuation under optimal prepayment. *Review of Financial Studies*, Vol.9, S.817-844.
- Leung, W.K. und Sirmans, C.F. (1990). A Latice Approach to Pricing Fixed-Rate Mortgages with Default and Prepayment Options. *AREUEA Journal*, Vol.18, No.1, S. 91-104.
- Levitt, J. (2002). House prices stay at record highs. *Financial Times, Special Report on Property*, Wednesday, September 25, 2002.
- Ling, D. und MacGill, G. (1998). Evidence on the demand for mortgage debt by owner-occupiers. *Journal of Urban Economics*, Vol.44, S. 391-414.
- London Economis (2005). *The Costs and Benefits of Integration of EU Mortgage Markets*. Report for European Commission, DG-Internal Market and Services, London.
- Looman, V. (2003).Schnellspartarife der Bausparkasse sind fragwürdige Finanzierungsmodelle. *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 08.03.2003, Nr.57, S. 21.
- Looman, V. (2003a). Bausparverträge sind in vielen Fällen ein teures Vergnügen. *Süddeutsche Zeitung*, 18.02.03
- Lord, T. und Wells, D. (2001). Zunehmende Internationalisierung des Pfandbriefs und anhaltendes Wachstum bei Mortgage-Backed-Securities. *Der Pfandbrief 2001 - Fakten und Daten*, Verband der deutschen Hypothekenbanken (VdH), Berlin.

- Lorenz, M. (2006). Pfandbriefe versus MBS – Rivalen oder komplementäre Instrumente? *Der Pfandbrief 2006 - Fakten und Daten*, Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp), S. 47-57.
- Low, S. und Sebag-Montefiore, M. (2005). Befriedigung der Konsumentennachfrage – Das Marktpotenzial in Europa für Immobilienfinanzierungen mit erhöhtem Risiko. *Immobilien-Banking 2005 - Fakten und Daten*, vdp, S.18-23.
- Lux, R. (2000). Bewertung von Immobilien zum Zwecke der Immobilienfinanzierung. *Der Pfandbrief 2000 - Fakten und Daten*, Verband der deutschen Hypothekenbanken (VdH), Berlin.
- MacLennan, D., Muellbauer, J. und Stephens, M. (1998). Asymmetries in Housing and Financial Market Institutions and EMU. *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 14 (3), S. 54-80
- Malkiel, B. (1992). Efficient Market Hypothesis. In Newman, P. et al. (Hrsg.). *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Volume 1, The Macmillan Press Ltd., London.
- Manzano, M.C. (2005). *Structure of the Spanish Housing market and sources of finance: an overview*. Banco de España, www.bde.es
- Martínez, J. und Maza, L.A. (2003). Analisis del Precio de la Vivienda en España, *Documento de Trabajo No. 0307*, Banco de España.
- Mastroeni, O. (2002). Pfandbrief-style products in Europe. *BIS Papers* 5, S. 44-66.
- Mattey, J. (1998). Mortgage interest rates, valuation, and prepayment risk. *FRBSF Economic Letter*, Vol. 98 Issue 20.
- Maudos, J. et al. (1998). The Single European Market and Bank Efficiency: The Importance of Specialisation, *Working Paper*, Universitat de Valencia
- Mayayo, G. (2003). Los tipos medios hipotecarios tenderan a subir en España al entorno del 5-7%. *Recoletos Cia Editorial Expansion*, Madrid.
- Mayo, S. (1994). *The Do's and Don'ts of Housing Policy*. Urban No. HS- 9. The World Bank.
- McLaughlin, A. und Fenton, D. (2000): Prospects for Mortgage Profitability, Executive Summary. *CML Research Report No. 30*, London.
- Meen, G. (1996). Ten Propositions in UK Housing Macroeconomics: An Overview of the 1980s and Early 1990s. *Urban Studies*, Vol. 33, No. 3, S.425-444
- Megbolugbe, I.F. und Linneman, P.D. (1993). Home Ownership. *Urban Studies*, Vol. 30, Nos.4/5, S. 659-682.
- MEH (2006). Anteproyecto de ley de modernización del Mercado Hipotecario, de regulación del régimen de las hipotecas inversas y del seguro de dependencia. *Ministerio de Economía y Hacienda. Audiencia Publica*, 27.10.2006.
www.tesoro.es/doc/SP/legislacion/entramitacion/Audiencia/Sleg3296.pdf

- Meister, E. und Nehls, H. (2006). Bedeutung des Festzinssystems für die Stabilität von Immobilienkrediten. *Professionelles Immobilien-Banking 2006 – Fakten und Daten*, S. 6-11.
- Mercer Oliver Wyman (2003). *Estudio sobre la integración financiera de los mercados hipotecarios europeos*. European Mortgage Federation, 2003.
- Merrill, S. R., Kozlowski, E. und Laszek, J. (2000). *Poland: Housing Finance at the Millennium – An assessment of achievements and outstanding issues*. USAID
- Merton, R. C. und Bodie, Z. (1995). A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment. In: *The Global Financial System* ed. Dwight B. Crane et. al. Boston, Harvard Business School Press. S. 3-32.
- Meyer, R. und Wieand, K. (1996). Risk and Return to Housing, Tenure Choice and the Value of Housing in an Asset Pricing Context. *Real Estate Economics*, V. 24(1), S. 113-131.
- Meyer, S. (2000). Besonderheiten des spanischen Hypothekenrechts. *Die Bank 8/2000*. S. 512-514.
- Meyer, S. (2002). Was kostet ein Hypothekenbestellung in Spanien. *Der langfristige Kredit*, 18, S. 13-15.
- Meyer, W. und Wieand, K. (1996). Risk and Return to Housing, Tenure Choice and the Value of Housing in an Asset Pricing Context. *Real Estate Economics*, Vol 24(1), S. 113-131.
- Miles, D. (1994). *Housing Financial Markets and the Wider Economy*. John Wiley & Sons, London. .
- Miles, D. (2004). *The UK Mortgage Market. Taking a Longer-Term View*. Final Report and Recommendations. HM Treasury.
- Miles, D. (2005). Incentives Information and Efficiency in the UK Mortgage Market. *The Economic Journal*, Vol.115(March), S. C82-C98.
- Millar, J. und Stansell, S. (1975). Variable Rate Mortgage Lending: Some Empirical Results. *AREUEA Journal*, Winter 1975, S. 95-111.
- Milleker, D.F. (2004). Internationale Immobilienmärkte: Zyklus, Überbewertung oder Blase?, *Wirtschaft und Märkte*, 5, S.26-30.
- Möbius, C. (1997). *Optimale Finanzplanung von selbstgenutztem Wohneigentum*. DU-Verlag, Wiesbaden.
- Modigliani, F. und Miller M.H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. *AER*, 48, S.261-297.
- Moles, P. und Terry, N. (1997). *The Handbook of International Financial Terms*. Oxford University Press, Great Britain.
- Moore, Ph. (2000). *The Pfandbrief – A European Perspective*. Euromoney Publications PLC, London.

- Muldavin, S. (2001). The new world of real estate finance. *Real Estate Finance*, Summer 2001, Vol. 18, Issue 2.
- Mulder, C. und Hooimeijer, P. (1995). Moving into owner-occupation: Compositional and contextual effects on the propensity to become a homeowner. *Netherlands Journal of Housing and the Built Environment*, Vol. 10 N° 1.
- Munsberg, F. (1997). Hypothekenpfandbriefe und Mortgage Backed Securities. *Der Pfandbrief 1997– Fakten und Daten*, Verband Deutscher Hypothekenbanken (VdH), S. 65-77.
- Mustafa, M. und Rahman, M. (1996). Housing, Starts, and Mortgage and Capital Markets: Tests for Causality and Cointegration. *Southwest Oklahoma Economic Review/1996*, S. 14-20.
- N.N. (1991). Snapped Down. *Economist*, 2/23/91, Vol. 318 Issue 7695, p. 52-53.
- N.N. (2003). El banco de España pide a las cajas que moderen el credito hipotecario. *El Pais*, Noviembre 6, 2003.
- N.N. (2003). El SCH responde al BBVA con un prestamo hpiotecario fijo y variable a 30 años. *El Pais*, Noviembre 6, 2003.
- Nadler, Michael (2001). *Internationale Wohnungsfinanzierung*. München, Oldenbourg Verlag
- Narbona, Cristina (2002). *El encarecimiento de la vivienda en España*. www.psoe.es
- Narbonna Ruiz, C. (2003). La vivienda y los presupuestos de 2004. www.elpais.es, 12.11.2003.
- Nasarre Aznar, S. (2000). Hypothekenrefinanzierung und Sicherheit in Spanien. *Der langfristige Kredit*, 24, S. 870-872.
- Nasarre Aznar, S. (2002). The Funding of the Mortgage Loans in Spain by the Issue of Mortgage Securities. Their Legal Structure. *Housing construction. An interdisciplinary task*, Vol I, IAHS World Congress on Housing, S. 347-354.
- Nogueras Lozano, M.T. (1996). *La Financiación del Mercado Hipotecario Español desde 1981*. Universidad Nacional de Educación a Distancia, Madrid.
- Norris, M. und Shiels, P. (2004). *Regular National Report on Housing Developments in European Countries, Synthesis Report*. The Housing Unit, Dublin.
- North, D. (1990). *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Political Economy of Institutions and Decisions, Washington.
- North, D. (1992). *Institutionen, institutioneller Wandel und Wirtschaftsleistung*. Mohr-Verlag, Tübingen.
- Nyberg, L. (2004). The mortgage market from a Riksbank perspective. *BIS Review 67/2004*.
- o.V. (2001). Globale Immobilienzyklen: Konsequenzen von Basel II auf die Immobilienmärkte? *VdH Immobilien Special*, Nr.2, Oktober 2001.

- o.V. (2001a). *Zahlen, Fakten. Argumente zur Wohnungspolitik*. Bayerisches Staatsministerium des Inneren. Oberste Staatsbehörde, München, Juli 2001
- o.V. (2002). Die neue Eurohypo hält an der Staatsfinanzierung fest. *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 19. August 2002, S.15.
- o.V. (2002). Steuerhindernisse bremsen Verbriefungsgeschäfte in Deutschland. *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 15. Februar 2002, S.31
- o.V. (2005). Die Integration der Hypothekarkreditmärkte in der EU. *ImmobilienManager*, S.10-11.
- o.V. (2006). Beleihungswertermittlungsverordnung – mehr Transparenz in der Wertermittlung. *ImmobilienManager*, August 2006, S.2-3
- o.V. (2007). Unternehmen/Banken und Versicherungen - Streit um Hypothekenmärkte. *www.handelsblatt.com*, 29. August 2007.
- O'Reilly, P. (1999). *Housing Finance and Regulation Ireland in Euroland*. May 1999
- Obermüller, M. Das Refinanzierungsregister. *ZinsO*, 20/2005, S.1079 ff.
- ODPM (2005). Office of the Deputy Prime Minister. *www.odpm.org.uk*.
- OECD (2004). Economics departement working papers, Nr.394, Paris. *www.oecd.org*
- OECD (2005). Recent House Price Developments: The Role of Fundamentals, *OECD Economic Outlook*, Nr.78, Paris, S.123-154
- Padoa-Schioppa (1998). *The housing finance markets and the EMU*. Speech at the Annual General Meeting of the European Mortgage Federation, Brussels.
- Pareja Eastaway, M. und San Martin, I. (1999). General Trends in Financing Social Housing in Spain. *Urban Studies*, Vol. 36, No. 4, S. 699-714.
- Partisch, Chr. (2001). *Branchen und Märkte, Deutscher Bau auf schwachem Fundament. Die Ursachen der deutschen Baukrise*. Dresdner Bank AG, Frankfurt a.M., Februar 2001
- Pastor, J.M., Perez, F. und Quesada, J. (1995). Efficiency Analysis in Banking Firms: An International Comparison. Working Paper 18, Instituto Valenciano de Investigaciones Economicas.
- Paul, S. (1994). *Bankenintermediation und Verbriefung – Neue Chancen und Risiken für Kreditinstitute durch Asset Backed Securities?* Wiesbaden: Gabler.
- Pauluhn, B. (2001). Allfinanzpolitik. In: Gerke, W. und Steiner, M. (Hrsg.): *Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens*. Schäffer-Poeschel, S.93-107.
- Perry, S., Robinson, S. und Rowland, J. (2003). A Study of Mortgage Prepayment Risk. *Housing Finance International*. S. 36-51.
- PfandBG (2006). *Pfandbriefgesetz (PfandBG) – Barwertverordnung (PfandBarwertV) - Deckungsregisterverordnung (DeckRegV) – KWG: Vorschriften zum Refinanzierungsregis-*

- ter. Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp), Berlin.
- Pfandbrief Update (2001): Basel II: Hypothekenbanken begrüßen neue Auswirkungsstudie – Nachbesserungen in Teilbereichen erforderlich. *Pfandbrief Update*, Nr. 5, VdH, Dezember 2001, S. 2-6
- Pfeiffer, U. und Braun, R. (1998). Wohneigentum oder Mietwohnung – Eine rationale Entscheidung. *Der langfristige Kredit*, Heft 18, S. 598-602.
- Phillips, R.A. und J.H. Vanderhoff (1992). Adjustable rate mortgages and housing demand: the impact of initial rate discounts. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 5, S. 269-279.
- Picherer, M. H. (2001). *Sicherungsinstrumente bei Konsortialfinanzierungen von Hypothekenbanken*. Schriftenreihe des Verbandes der deutschen Hypothekenbanken, Band 14, Fritz Knapp Verlag, Frankfurt (a.M.)
- Plaut, S.E. (1986). Mortgage design in imperfect capital markets. *Journal of Urban Economics*, Vol.20, S.107-119.
- Pollock, A. (2003). Darwinian competition between clubs and markets. In: *Newsletter*, March 2003. International Union for Housing Finance. www.housingfinance.org.
- Pollock, A. (1997). Financial System Evolution. *The Financier*, Vol.4(4), November 1997, S.32-36
- Porter T. (2003). Enhancing Europe's Covered Bond Programs. In: *Newsletter*, March 2003. International Union for Housing Finance. www.housingfinance.org.
- Posey, L.L. und Yavas, A. (2001). Adjustable and fixed rate mortgages as a screening mechanism for default risk. *Journal of Urban Economics*, Vol.49, S.54-79.
- Proxenos, S. und Taff, L.G. (2003). Mortgage Models, Interest Rate Risk, and the Consumer: A Four Country Comparison. *Housing Finance International*, Vol. 18 (3), S.14-23.
- Quigley, J.M. und Van Order, R. (1990). Efficiency in the Mortgage Market: The Borrower's Perspective. *AREUEA Journal*, Vol. 18, No.3, S. 237-252.
- Rajan, R. und Zingales, L. (2003). Banks and markets: the changing character of European finance. In: Gaspar, V. Hartmann, Ph., Sleijpen, O. (Hrsg.): *The Transformation of the European Financial Systems*, Frankfurt (a.M.).
- Ranieri, L.S. (1996). The Origins of Securitization, Sources of Its Growth, and Its Future Potential. In: Kendall, L.T. und M.J. Fishman (Hrsg.): *A Primer on Securitization*. MIT Press, S.31-43.
- Ranney, S.I. (1981). The future price of houses, mortgage market conditions, and the returns to homeownership. *American Economic Review*, Vol.71(3), S.323-330.
- Rasmussen, M. (2003). Establishing a Mortgage Bank in Poland. In: *Newsletter*, March 2003. International Union for Housing Finance. www.housingfinance.org.
- Rauch, W. und Zimmermann, St. (1998). *Grundschild und Hypothek – Der Realkredit in der Bankenpraxis*. 2. Aufl., C.H. Beck'she Verlagsbuchhandlung, München.

- Raviv, Artur (1979). The Design of an Optimal Insurance Policy. *The American Economic Review*, Vol. 69(1), S. 84-96
- Real Decreto 1186/1998, de 12 de junio, sobre medidas de financiación de actuaciones protegidas en materia de vivienda y suelo del Plan 1998-2001. *Ministerio de fomento*.
- Rees, A. (2001). Ein Fair Value-Modell für den Pfandbrief-Spread. *Der Pfandbrief 2001 - Fakten und Daten*, Verband der deutschen Hypothekenbanken (VdH), Berlin.
- Rees, A. (2001). Ein Fair Value-Modell für den Pfandbrief-Spread. *Pfandbrief-News, Märkte und Meinungen*, 2/2001.
- Regenbogennachrichten (2007). Banken-Krise: Britische Notenbank warnt. www.netzwerk-regenboten.de, 25.10.2007
- Reich, R.I. und C.W. Sewright, Jr. (1989). The Bank Role. In: Zweig, P.L. (Hrsg.): *The Asset Securitization Handbook*. Dow Jones-Irwin, S.385-415.
- Reiter, S. (1987). Efficient allocation. In: *The new palgrave: A dictionary of economics* ed. by:John Eatwell, Murray Milgate, Peter Newman, Vol. 2 , McMillan Press, 1987.
- Renaud, B. (2003). Housing Finance Systems in Emerging Markets: An Overview. *Conference: Policy and Regulatory Challenges*, The World Bank, 10th February 2003.
- Revell, J. (1980). More Flexibility for European Housing Finance Institutions and Instruments. In: Mülhaupt, L., Wielens, H. (Hrsg.): *Die Internationalisierung der Wohnungsbaufinanzierung*. Fritz Knapp Verlag, Frankfurt (a. M.)
- Richter, R. und Furubotn, E. (1996). *Neue Institutionenökonomik*. Tübingen, J.C.B. Mohr Siebeck.
- Rittgen, H. (2006). *Basel II aus der Sicht der Banken*. Vortrag anlässlich des 7. Steuertages der Fachhochschule Worms, 10. November 2006, Deutsche Bundesbank. www.bundesbank.de
- Rose, P.S. (1994). *Money and Capital Markets*, 5.Aufl., Irwin, Burr Ridge.
- Rothberg, J. Nothaft and F. Gabriel, S. (1989). On the Determinants of Yield Spreads Between Mortgage Pass-Through and Treasury Securities. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 2, S. 301-315.
- Roy, F. (2003). Förderung und Finanzierung des Wohnungsbaus in Europa. *Immobilien und Finanzierung – der langfristige Kredit*, 53, Januar 2003.
- RR (1995). Bausparen und Hypothek – zum Rollenspiel im Bankkonzern. *Kreditwesen*, S. 1008 f.
- Rüchardt, K. (1993). *Handbuch des Hypothekarkredits*. 3. Auflage. Fritz Knapp Verlag, Frankfurt (a.M.).
- Rüchardt, K. (2001). *Der Beleihungswert. Bedeutung, Anforderungen, Ermittlung und Verwendung von Beleihungswerten für Immobilien*. Fritz Knapp Verlag, Frankfurt (a.M.)

- Rudolph, P. und Griffith, J. (1997). Integration of the Mortgage Market into the National Capital Markets: 1963-1993. *Journal of Housing Economics*, 6, S. 164-183.
- Ruiz, Chr. (2006). Los españoles pasan de las hipotecas fijas. *La Razón* v. 17.09.2006, S.59.
- San Martín, I. (1998). *La Financiación a la Vivienda en España*. Seminario Internacional: Los retos de la Vivienda ante la Integración Europea. Departamento de Estudios Económicos y Monetarios, Argentina, Madrid.
- Sauermann, H. (2000). Finanzmärkte und Kapitalmarkteffizienz. *Seminararbeit*, Universität Potsdam.
- Schäfer, S. (2006). Vorfälligkeitsentschädigung verträgt keine Beschädigung. *EU Monitor 36 – Finanzmarkt Spezial*. Deutsche Bank Research, 15. Mai 2006.
- Schäfer, S. (2006a). Integration des EU-Hypothekenmarktes – It's the funding, commissioner! *EU Monitor 38 – Finanzmarkt Spezial*. Deutsche Bank Research, 4. Oktober 2006.
- Schirmeister, R. und Nadler, M. (1997). Dynamische Hypothekenfinanzierung – weltweit eine Herausforderung. *Der Langfristige Kredit* 12, S.397-402.
- Schirmeister, R. und Nadler, M. (1998). Intermediation der Wohnungsfinanzierung: Vom kollektiven Zwecksparen zur Kreditverbriefung. *WISU*, Heft 5.
- Schirmeister, R. und Nadler, M. (2002). Effiziente Wohnungsfinanzierungssysteme für Entwicklungs- und Transformationsländer – Ein Transfer der Globalstrategien und Resolutionen der Vereinten Nationen auf die Ebene der Finanzdienstleistungen. *Kredit und Kapital*, Heft 1/2002, S- 73-100.
- Schmid, F.A. (2002). *Behavioral Finance*. Chapter 6, S. 1-4.
- Schmidt, R. H. (1999). Differences between financial systems in European countries: Consequences for the EMU. *Working Paper Series Finance & Accounting 35*, Universität Frankfurt. (a.M.).
- Schmidt, R. H. und Tyrell, M. (1997). Financial systems, corporate finance and corporate governance. *European Financial Management*, Vol 3(3), S. 333-361.
- Schönmann, H. (1993). Geschichte des deutschen Hypothekarkredits. In: Rüchardt, K. (Hrsg.). *Handbuch des Hypothekarkredits*. 3. Auflage. Fritz Knapp Verlag, Frankfurt (a.M.), S. 819-984.
- Schub, A. (1993). Allgemeine rechtliche Voraussetzungen des Hypothekarkredits in den Ländern der Europäischen Gemeinschaft und den benachbarten EFTA-Staaten. In: Rüchardt, K. (Hrsg.). *Handbuch des Hypothekarkredits*. 3. Auflage. Fritz Knapp Verlag, Frankfurt (a.M.), S. 685-755.
- Schulte et al. (1998). Betrachtungsgegenstand der Immobilienökonomie. In: Schulte, K.W. (Hrsg.), *Immobilienökonomie Bd.1*, Oldenbourg Verlag, München.
- Shen, L. und Su, Y. (2000). A Review of Factors Analysis for the Development of Housing Finance System. *Housing Science*, Vol. 24 (4), S. 283-294.

- Siebertz, P. (2001): Immobilienfinanzierung. In: Gerke, W. und M. Steiner (Hrsg.): *Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens*. Schäffer-Poeschel, S. 1033-1043.
- Siebrits, J und Tatch, J. (2005). The Mortgage Market in 2004: Results from the Survey of Mortgage Lenders. *CML Housing Finance Issue 06/2005*, S. 1-13.
- Sindt, R. und Nielsen, D. (1998). The growing variety of alternative home mortgage options. *Real Estate Review*, Fall 98, Vol. 27, Issue 3.
- Smith, D.J. (1987). The Borrower's Choice between Fixed and Adjustable Rate Loan Contracts. *AREUEA Journal*, Vol.15, No. 2, S. 110-116.
- Smith, L.B., Rosen, K.T. und Fallis, G. (1988). Recent Developments in Economic Models of Housing Markets. *Journal of Economic Literature*. Vol. XXVI, March 1988, S. 29-64.
- Smith, S. (2005). Risky Business? The Challenge of Residential Mortgage Markets. *Housing Finance International*, June 2005.
- Smith, S. J. et al. (2002). A Review of Flexible Mortgages. *CML Research*. MORI, London.
- SolvV (2006). *Verordnung über die angemessene Eigenmittelausstattung von Instituten, Institutsgruppen und Finanzholding-Gruppen – Solvabilitätsverordnung – SolvV*. Bundesgesetzblatt Jahrgang 2006 Teil I Nr.61, ausgegeben zu Bonn am 20. Dezember 2006. www.bafin.de, S. 2926-3064.
- SolvV-Begründung (2007). *Begründung zur Verordnung über die angemessene Eigenmittelausstattung (Solvabilität) von Instituten - Solvabilitätsverordnung (SolvV) am 18.01.2007*. www.bafin.de
- Sörensen, J.P. (2006). Danish mortgage bonds – The cost of the prepayment option. *Seminar on Fixed Rate Mortgages and Early Repayment in Europe*. 24 March 2006, Brussels.
- Sotelo, R. (1996). Kauf oder Miete? *Wohnungswirtschaft und Mietrecht* 11/1996, S. 679-684.
- Spars, Guido (2001): Die Wohnungs- und Immobilienwirtschaft im Licht der Neuen Institutionenökonomik. In: Gondring, H. und Lammel, E. (Hrsg.): *Handbuch Immobilienwirtschaft*. Gabler-Verlag, Stuttgart, S.23-55.
- Sprecher, C. (2000). The Role of the Initial Discount in the Pricing of Adjustable-Rate Mortgages. *Journal of Housing Economics*, 9, S. 64-75.
- Stannigel, Kremer, Weyers (1984). *Beleihungsgrundsätze für Sparkassen*. Kommentar und Handbuch, Stuttgart 1984.
- Stanton, R. und Wallace, N. (1998). Mortgage Choice: What's the Point? *Real Estate Economics*, Vol.26(2), S.173-205.
- Stanton, R. und Wallace, N. (1999). Anatomy of an ARM: The Interest-Rate Risk of Adjustable-Rate Mortgages. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 19, 1, S. 46-67.
- Statistisches Bundesamt (200). Statistisches Jahrbuch für die Bundesrepublik Deutschland 2000.

- Statman, M. (1982). Fixed Rate or Index-Linked- Mortgages from the Borrower's Point of View: A Note. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27, 3, September, S. 451-457.
- Steiner, J. und Wilhelm, J. (1998). Hypothekenversicherung versus Bankhypothek zur Finanzierung privat genutzten Wohneigentums. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 68, H.1, S. 49-70.
- Stephens, M. (1999). The Fiscal Role of the European Union: The case of Housing and the European Structural Funds. *Urban Studies*, Vol. 36 (4), S. 715-735.
- Stephens, M. (2000). International Models of Housing Finance. *OECD Workshop on Housing Finance in Transition Economies*, Paris, 19-20 June, 2000.
- Stephens, M. (2000a). Convergence in European mortgage systems before and after EMU. *Journal of Housing and the Built Environment* 15, S. 29-52.
- Stephens, M. (2001). Building Society Demutualisation in the UK. *Housing Studies*, Vol. 16, No. 3, S. 335-352.s
- Stöcker, O. (2006). Exploring the Funding of Mortgage via Covered Bonds – The European Experience. *Vortrag in Warschau*, 2. Juni 2006, Verband deutscher Pfandbriefbanken, www.hypverband.org.
- Stöcker, O.M. (2001). The Renaissance of the Pfandbrief in Europe. *Housing Finance International*, Vol. 15 (4), June 2001.
- Stöcker, O.M. (2004). *Realkredit und Pfandbriefsicherheit. Der Beleihungswert im Bankenaufsichtsrecht*. Fritz Knapp Verlag, Frankfurt (a.M.).
- Strassmann, W.P. (2001). Residential Mobility: Contrasting Approaches in Europe and the United States. *Housing Studies*, 16, 1, S. 7-20.
- Stürmer, R. und Stadler, A. (2002). *Pfandbriefe und Beleihung in Spanien*. Fritz Knapp Verlag, Frankfurt (a.M.)
- Subrahmanyam, A. und Titman, S. (1997). Information, Resource Allocation, and the Development of Financial Markets. *Journal of Finance*.
- Tantum, E. (1997): Seminar: Performance of Financial Institutions
<http://mat.gsia.cmu.edu/OP-RESEARCH/0023.html>
- Tatch, J. und Vass J. (2004). Mortgage Lending in 2003: analysis from the SML, *Housing Finance Summer 2004*, Council of Mortgage Lenders, London. www.cml.org.uk
- Thakor, A. (1996). The Design of Financial Systems: An Overview. *Journal of Banking and Finance*, 20, S. 917-948.
- Thomsen, J. und Verbeek, A. (2002). *Danish Mortgage Bonds (Realkreditobligationer) Highly Secure Financial Instruments*. Moody's Investors Service – Global Credit Research.
- Tobin, J. (1984). On the efficiency of the financial system. *Lloyds Bank Review*, July 1984.

- Todd, S. (2001). The effects of securitization on consumer mortgage costs. *Real Estate Economics*, 29, S. 29-54
- Torrejón, B. (2000). La actual conjuntura de la Financiación a la vivienda. *Anales de Economía Aplicada*. XIV Reunión ASEPELT-España
- Trello, J. (1999). Argentaria y la financiación de la vivienda sostenible. *Mercado inmobiliario*, 19, Madrid.
- Trello, J. (2006). El beneficio social derivado de la financiación a la vivienda. *Working paper*. Universidad Complutense Madrid.
- Trimbath, S. und Montoya, J.(2002). Housing affordability in three dimensions: price, income and interest rates. *Milken Institute Policy Brief*, Number 31, September 2002.
- Troberg, P. (1980). Die Beurteilung der Internationalisierungstendenzen in der Wohnungsfinanzierung aus der Sicht der EG-Kommission. In: Mülhaupt, L., Wielens, H. (Hrsg.): *Die Internationalisierung der Wohnungsbaufinanzierung*. Fritz Knapp Verlag, Frankfurt (a. M.)
- Trotz, R. und Bärwald, D. (2006). Bewertung von Immobilien aus Finanzierungssicht. *Immobilien-Banking 2006 - Fakten und Daten*, vdp, S.30-40.
- Tsatsaronis,K. und Zhu,H. (2004). What drives housing price dynamics: cross-country evidence, *BIS Quarterly Review* March 2004. www.bis.org
- Turnbull, G.K., Glascock, J.L. und Sirmans, C.F. (1991). Uncertain Income and Housing Price and Location Choice. *Journal of Regional Science*, Vol.31, No.4, S. 417-433.
- UNECE (2005). *Wohnungsbaufinanzierungssysteme für Transformationsländer*. UNECE Committee on Human Settlements, New York, 2005.
- Valenzuela, R.M. (1994). La vivienda. In: Fundación Foessa (Hrsg.): *Informe sociológico sobre la situación social en España*, Sociedad para todos en el año 2000, Madrid.
- VDH (1997). Der Pfandbriefindex-PEX. *Verband deutscher Hypothekenbanken*, Bonn.
- VDH (1998). Das Pfandbrief-Einmaleins. *Verband deutscher Hypothekenbanken*, Bonn.
- VDH (1999). Das Einmaleins der Festzinshypothek. *Verband deutscher Hypothekenbanken*, Bonn.
- VDH (2005). *Neues Pfandbriefgesetz – eine gute Basis für die Fortsetzung der Pfandbrief-Erfindung*. www.hypverband.de, Stand 3. Mai 2005
- vdp (2005). *Europäische Immobilienmärkte und ihre Bewertungsverfahren*. Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp), Berlin.
- vdp (2006). *Immobilienfinanzierung transparent gemacht*. Informationsbroschüre des Verbandes deutscher Pfandbriefbanken (vdp), Berlin.
- vdp (2006a). *Germany's Pfandbrief Banks*. Präsentation in Tokyo, 11-12 Mai 2006, Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp), www.hypverband.de

- vdp (2006b). *Der Pfandbrief 2006 - Fakten und Daten*, Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp).
- Verband deutscher Hypothekenbanken (2001). *The German Mortgage Market*. Präsentation von F.J. Arndt anlässlich der 3. Europäischen Hypotheken Konferenz in Rom im Oktober 2001.
- Verband deutscher Hypothekenbanken (2002). *Jahresbericht 2001*, Berlin.
- von Köller (1993). Die verschiedenen Hypothekarkreditsysteme und die bedeutendsten Hypothekarkreditgeber in den europäischen Ländern. In: Rüchardt, K. (Hrsg.). *Handbuch des Hypothekarkredits*. 3. Auflage. Fritz Knapp Verlag, Frankfurt (a.M.), S. 757-817.
- Wagner, M. und Mulder, C. (2000). *Wohneigentum im Lebenslauf*. Zeitschrift für Soziologie, Jg. 29, Heft 1, Februar 2000, S. 44-59.
- Wagner, R. (2001). Bausparen in Konkurrenz zum internationalen Kapitalmarkt. *Immobilien und Finanzierung – der langfristige Kredit*, 52.
- Walker, S. (2002). *The Changing Structure of the UK Mortgage Market*. CML Research, London.
- Watson, R. (2006). Funding – The Alternative Route to Integrate Mortgage Markets? Evolution of the European RMBS Market. *Vortrag anlässlich der EMF Annual Conference*, Brüssel, November 2006. www.hypverband.org
- Weber, W.L. und Devaney, M. (1999). Bank Efficiency, Risk-Based Capital, and Real Estate Exposure: The Credit Crunch Revisited. *Real Estate Economics*, V27, 1, S. 1-25.
- Wieand, K. (1999). The Urban Homeowner's Residential Location Decision in an Asset-Pricing Context. *Real Estate Economics*, V27 (4), S. 649-667.
- Wielens, H. (1980). Die Internationalisierung der Wohnungsfinanzierung. In: Mülhaupt, L., Wielens, H. (Hrsg.): *Die Internationalisierung der Wohnungsbaufinanzierung*. Fritz Knapp Verlag, Frankfurt (a. M.)
- Williams, J. und Gardener, E. (2000). Efficiency and European Regional Banking. *Paper presented at the Annual Seminar of the European Association of University Teachers of Banking and Finance*, Göteborg, Sweden, August 31st-September 1st, 2000.
- Williams, J.T. (1999). What is Real Estate Finance? *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol.19 (1), S. 9-19.
- Wong, G.K. (2000). The Household's Holding Decision-Making Process. *International journal for housing science and its applications*, 24, 4, S. 329-352.
- www.immopilot.de/Marktlage/marktlage.html, 22.06.2005
- Zahlen und Fakten (2001). *Argumente zur Wohnungspolitik*. Bayerisches Staatsministerium des Innern, Oberste Baubehörde (Hrsg), Vögel-Versand, München.
- Zehnder, A. (2002). Business Development of German Bausparkassen in 2001 and the Eco-

conomic Environment. In: Coles, A. (Hrsg.). *Newsletter, International Union for Housing Finance*, November 2002. www.housingfinance.org.

Zehnder, A. (2003). Welche Aussichten hat der Wohnungsbau angesichts niedriger Zinsen? *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 23.05.2003.

Zietemann, Ulrich (1987). *Die Finanzierung von selbstgenutztem Wohneigentum*. Verlag Versicherungswirtschaft Karlsruhe e.V., Karlsruhe.

Zink, A. (1982). *Bausparen zwischen Konjunktur und Kapitalmarkt*. Verlag Versicherungswirtschaft Karlsruhe e.V., Karlsruhe.

Zinsen 08/2002: Nationwide BS, Abbey National.

Universität Karlsruhe (TH)

Lehrstuhl Ökonomie und Ökologie des Wohnungsbaus

Die europäischen Systeme der Wohneigentumsfinanzierung haben sich innerhalb ihrer nationalen Grenzen weitgehend eigenständig entwickelt. Grundlegende Aufgabe eines jeden Systems ist, jenen Haushalten zu Wohneigentum zu verhelfen, die dieses wünschen und das so günstig wie möglich. In dieser Arbeit werden die Systeme der Wohneigentumsfinanzierung in Europa detailliert am Beispiel der Länder Deutschland, Spanien und Großbritannien dargestellt und ihre Funktionen bzgl. der Erfüllung der Kundenbedürfnisse, dem Risikomanagement und der strukturellen Umsetzung analysiert. Die Untersuchung zielt darauf ab, Effizienzdefizite aufzuzeigen und Verbesserungsvorschläge zu liefern.

ISSN: 1863-8694

ISBN: 978-3-86644-255-9

www.uvka.de