

Michael Hüther / Michael Voigtländer /
Heide Haas / Philipp Deschermeier

Die Bedeutung der Langfristfinanzierung durch Banken

Vorteile und zukünftige Herausforderungen

Michael Hüther / Michael Voigtländer /
Heide Haas / Philipp Deschermeier

Die Bedeutung der Langfristfinanzierung durch Banken

Vorteile und zukünftige Herausforderungen

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek.

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

ISBN 978-3-602-14947-6 (Druckausgabe)

ISBN 978-3-602-45565-2 (E-Book|PDF)

Die Analyse wurde im Rahmen eines Forschungsauftrags gefördert durch den Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp).

Herausgegeben vom Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Grafik: Dorothe Harren

© 2015 Institut der deutschen Wirtschaft Köln Medien GmbH

Postfach 10 18 63, 50458 Köln

Konrad-Adenauer-Ufer 21, 50668 Köln

Telefon: 0221 4981-452

Fax: 0221 4981-445

iwmedien@iwkoeln.de

www.iwmedien.de

Druck: Hundt Druck GmbH, Köln

Inhalt

1	Management Summary	5
2	Einleitung	9
3	Langfristfinanzierung und Realwirtschaft: das Beispiel des Wohnungsmarktes	10
3.1	Wohnungsfinanzierung in Europa	11
3.2	Exkurs: Wohnungsfinanzierung in Deutschland	15
3.3	Effekte unterschiedlicher Wohnungsfinanzierungssysteme	17
3.3.1	Wechselwirkungen zwischen Immobilienfinanzierung, Immobilienmarkt und Gesamtwirtschaft	18
3.3.2	Folgen unterschiedlicher Finanzierungssysteme für den Wohnungsmarkt	25
3.4	Übertragung auf andere Märkte	27
3.5	Gründe für die unterschiedliche Nutzung von Langfristfinanzierung	30
3.6	Fazit	34
4	Bereitstellung von Langfristfinanzierung	35
4.1	Volkswirtschaftliche Funktion von Banken	35
4.2	Refinanzierung von Banken	37
4.2.1	Einlagen	38
4.2.2	Schuldverschreibungen	40
4.2.3	Gedekte Schuldverschreibungen	41
4.2.4	Verbriefungen	44
4.2.5	Vorteile des Refinanzierungsmixes	45
4.3	Alternative Langfristfinanzierer	46
4.3.1	Crowdfunding	46
4.3.2	Versicherungen und Einrichtungen der betrieblichen Altersvorsorge	48
4.3.3	Kreditfonds	50
4.4	Exkurs: Langfristfinanzierung durch Banken in der Historie	52
4.5	Fazit	59

5	Langfristfinanzierung unter neuen Regeln	60
5.1	Langfristfinanzierung und Basel III	61
5.2	Kreditvergabe von Versicherungsunternehmen nach Solvency II	68
5.3	Regulierung von Kreditfonds	70
5.4	Akkumulative Wirkungen regulatorischer Anforderungen	72
5.5	Notwendige Anpassungen im Regelwerk	75
6	Schlussfolgerungen	81
	Literatur	83
	Kurzdarstellung / Abstract	89
	Die Autoren	90

1

Management Summary

Die neuen Finanzmarktregulierungen, die vor dem Hintergrund der Finanzmarktkrise entwickelt wurden, werden die Rahmenbedingungen für die Kreditvergabe durch Banken deutlich verändern. Das wesentliche Ziel ist es dabei, die Krisenanfälligkeit des Finanzsystems zu reduzieren und künftige Interventionen der Staaten aufgrund von Insolvenzen von Banken, die systemisch wirken können, zu vermeiden. Dieses Ziel ist verständlich. Basel III und auch Solvency II werden dazu beitragen können, dass Banken und Versicherungen in Zukunft robuster werden. Allerdings stellt sich zunehmend die Frage, ob Banken in Zukunft noch genauso leistungsfähig sind und vor allem ihre volkswirtschaftlichen Funktionen noch ausfüllen können. Insbesondere die Fähigkeit zur langfristigen Kreditvergabe scheint gefährdet, wie etwa das Grünbuch der EU-Kommission zur Langfristfinanzierung herausstellt. Die EU-Kommission schlägt daher vor, die Langfristfinanzierung künftig verstärkt auf andere Finanzintermediäre zu verlagern, zum Beispiel Versicherungen und Fonds.

Dies stellt die Ausgangslage für die folgende Analyse dar, in der vor allem drei wichtige Leitfragen im Mittelpunkt stehen:

- Welche Bedeutung hat die Langfristfinanzierung für die Realwirtschaft?
- Können alternative Finanzintermediäre Banken in der Langfristfinanzierung substituieren?
- Wie stellt sich die Langfristfinanzierung durch Banken unter den neuen Regeln dar und welche Anpassungen müssen im Regelwerk vorgenommen werden, um die Funktionsfähigkeit der Banken zu erhalten?

In Kapitel 3 wird die Bedeutung der Langfristfinanzierung für die Realwirtschaft beleuchtet. Die Darstellung erfolgt dabei anhand des Wohnungsmarktes, der zum einen quantitativ äußerst bedeutend ist und für den zum anderen auch genügend Daten für einen internationalen Vergleich zur Verfügung stehen. Wie sich zeigt, ist die Finanzierung des Wohnungsmarktes international sehr unterschiedlich. Während etwa in Deutschland langfristige Zinsbindungen dominieren, werden im Vereinigten Königreich die meisten Darlehen variabel verzinst. Diese Unterschiede wirken sich maßgeblich auf die Stabilität der Wohnungsmärkte aus. So weisen Märkte, in denen die Langfristfinanzierung dominiert, wesentlich geringere Preisschwankungen auf als andere Märkte. Ursächlich hierfür ist, dass Zinsschwankungen einen

geringeren Effekt auf die Nachfrage haben. Diese Zusammenhänge lassen sich grundsätzlich auch auf andere Märkte übertragen, wobei etwa die Unternehmensfinanzierung auch innerhalb eines Landes deutlich größere Unterschiede aufweist. Dass die Vorteile der Langfristfinanzierung hinsichtlich der makroökonomischen Stabilität nicht überall genutzt werden, hängt mit den Kosten der Langfristfinanzierung, die maßgeblich durch den regulatorischen Rahmen und durch Größenvorteile in der Bereitstellung determiniert werden, sowie den individuellen Präferenzen zusammen. Gerade in Ländern mit geringerer Sparquote dominieren oft kurzfristige Darlehen, auch weil die Haushalte und Unternehmen flexibel bleiben möchten.

In Kapitel 4 wird diskutiert, welche Finanzintermediäre langfristige Darlehen anbieten können. Die Darstellung beginnt dabei mit den Banken, deren volkswirtschaftliche Aufgaben gerade in der Zusammenführung von Sparern und Investoren sowie in der Fristentransformation bestehen. Banken verfügen darüber hinaus über einen breiten Refinanzierungsmix, der ihnen in besonderer Weise die Möglichkeit der langfristigen Kreditvergabe eröffnet. Generell können langfristige Darlehen über Einlagen, Schuldverschreibungen oder Asset Backed Securities (ABS) refinanziert werden. Diese Refinanzierungen sind in allen betrachteten Ländern verfügbar, wenn auch in unterschiedlicher Gewichtung. Sofern sich eine entsprechende Nachfrage entfaltet, können somit auch in allen Ländern langfristige Kredite durch Banken vergeben werden. Allerdings zeigt ein historischer Exkurs auch, dass sich die Langfristfinanzierung zunächst etablieren muss, das heißt, die Langfristfinanzierung setzt entsprechende Erfahrungen der Marktteilnehmer voraus.

Im Vergleich zu anderen Finanzintermediären haben Banken strukturelle Vorteile in der Langfristfinanzierung. So können sie aufgrund der Größe ihrer Kreditportfolios Losgrößen besser transformieren und Laufzeitenunterschiede besser austarieren, wodurch sie Kredite durchschnittlich günstiger anbieten können. Außerdem sind sie auf die Bonitätsprüfung und Überwachung der Risiken spezialisiert. Versicherungen können zwar auch Kredite bereitstellen, doch für sie ist die Kreditvergabe immer nur eine unter vielen Anlagen, da ihr Ziel in der Portfoliodiversifikation besteht. Daher vergeben Versicherungen zwar Kredite, kooperieren dabei aber in der Regel mit Banken. Dies gilt im Wesentlichen auch für Kreditfonds und andere alternative Anbieter, die im Vergleich zu Banken Größennachteile haben. Hinzu kommt, dass es den Fonds in der Regel an langfristigen Kapitalgebern fehlt, die für eine Langfristfinanzierung notwendig wären. Alles in allem können alternative Finanzintermediäre Banken nicht substituieren, sondern vor allem als

Komplementäre fungieren. Insbesondere können sie über den Kauf von gedeckten Schuldverschreibungen (Covered Bonds) oder ABS die Refinanzierung der Banken verbessern und gleichzeitig an dem Rendite-Risiko-Profil der Kreditvergabe partizipieren.

Dennoch ist zukünftig mit einer stärkeren Kreditvergabe durch alternative Finanzierer zu rechnen. Der Grund ist in der Regulierung zu sehen, die diese Finanzierer gegenüber klassischen Finanzierern begünstigt. Dies steht in Kapitel 5 im Fokus. Für Banken erweisen sich die im Rahmen der CRD IV (Capital Requirements Directive) vereinbarte ungewichtete Leverage Ratio und die Net Stable Funding Ratio (NSFR) als Hemmnis für die Langfristfinanzierung. Die ungewichtete Leverage Ratio stellt eine Mengenbegrenzung dar, die vor allem Spezialfinanzierer trifft, die sich auf die risikoarme Langfristfinanzierung von Immobilien und Gebietskörperschaften fokussieren. Dieses Geschäftsfeld ist im Vergleich zum Investmentbanking margenarm, weshalb unter den gegebenen Bedingungen zusätzliche Eigenkapitalgeber nur schwer zu akquirieren sind. In der Folge verkürzen diese Institute ihre Bilanzen, was auch die Langfristfinanzierung schwächt. Die NSFR setzt zusätzlich Anreize, die Kreditlaufzeiten zu reduzieren. Zudem werden auch die neuen internationalen Rechnungslegungsstandards (IFRS 9) des International Accounting Standards Boards den Rückstellungsbedarf für die langfristige Kreditvergabe vergrößern. Darüber hinaus wird die Nachfrage nach langlaufenden Schuldverschreibungen durch Versicherungen aufgrund von Solvency II gemindert, weshalb die langfristige Refinanzierung erschwert wird.

Im Vergleich hierzu werden andere Finanzintermediäre weniger reguliert. Dies setzt Anreize, die Kreditvergabe zu verlagern, womit aber gleichsam auch neue Risiken entstehen. Schließlich wird die Stabilität des Finanzsystems nicht erhöht, wenn Banken zwar stabiler werden, dafür aber neue Risiken in weniger regulierten Bereichen entstehen. Im Gegenteil: Während man über einen reichen Erfahrungsschatz bei der Beurteilung von aufkommenden Banken Krisen verfügt, ist die Situation im Schattenbankensektor deutlich schwieriger zu beurteilen.

Gefordert wird daher ein einheitliches Level Playing Field, also ein einheitliches Rahmenwerk für Finanzintermediäre. Außerdem muss der Ansatz von Basel III überdacht werden. Sowohl die ungewichtete Leverage Ratio als auch die NSFR sind Hilfsmaße, die nur indirekt auf die Insolvenzwahrscheinlichkeit hindeuten. Daher ist es geboten, diese Kennziffern weniger restriktiv zu handhaben, sondern eher als Beobachtungskennziffern zu nutzen. Bei

Abweichungen kann dann eine eingehendere Prüfung eingeleitet werden. Mehr individuelle Prüfungen würden zwar vermutlich zu höheren Kosten in der Regulierung und Aufsicht führen. Allerdings ist ein einheitlicher Ansatz angesichts der Vielzahl der Geschäftsmodelle nicht zu rechtfertigen. Vor allem aber wäre die Reduzierung der Langfristfinanzierung für die Realwirtschaft mit weit höheren Kosten verbunden.

2

Einleitung

Die Finanzkrise hat die Finanzwelt schwer getroffen. Zahlreiche Banken gerieten in die Gefahr einer Insolvenz und mussten zur Vermeidung von Kettenreaktionen im Finanzmarkt von Staaten gerettet werden. Dies wiederum bereitete den Boden für die Staatsschuldenkrise, die immer noch andauert. Darüber hinaus führten die Verwerfungen im Finanzmarkt auch zu Einbrüchen in der Realwirtschaft, von denen sich einige Volkswirtschaften erst langsam erholen.

Zur Vermeidung derartiger Krisen wird versucht, neue Regulierungsvorschriften für Banken zu schaffen. Basel III, das in Europa unter dem Namen CRD IV (Capital Requirements Directive) eingeführt wird, soll dafür sorgen, dass Banken künftig robuster werden und damit Insolvenzen weitestgehend ausgeschlossen werden können (Hüther, 2013). Neben höheren Eigenkapitalunterlegungen verlangt das neue Rahmenwerk unter anderem auch eine bessere Liquiditätssteuerung der Banken.

Es ist weitestgehend unstrittig, dass die neuen Regeln die Stabilität von Banken erhöhen werden. Allerdings gibt es zunehmend Bedenken, ob die Banken unter den neuen Regeln auch ihrer eigentlichen volkswirtschaftlichen Funktion, der Zusammenführung von Sparern und Investoren (Kreditnehmern), vollumfänglich nachkommen können. In ihrem Grünbuch „Langfristige Finanzierung der Europäischen Wirtschaft“ interpretiert die EU-Kommission die aktuelle Lage wie folgt: „Die Banken können infolge der Finanzkrise weniger Kredite mit langen Laufzeiten anbieten, da sie den Fremdkapitalanteil weiter verringern und die Exzesse der Vergangenheit korrigieren müssen“ (EU-Kommission, 2013b, 3). Die Folgerung der EU-Kommission ist daraus, dass die langfristige Kreditvergabe in der EU zukünftig verstärkt über andere Finanzintermediäre, wie etwa Versicherungen oder Fonds, erfolgen muss.

Diese Überlegungen sind Ausgangspunkt dieser Analyse. Im Mittelpunkt steht dabei die Frage, welche privaten Institutionen generell für die Langfristfinanzierung geeignet sind und wie die Langfristfinanzierung unter den neuen Finanzmarktregeln gewährleistet werden kann beziehungsweise welche Anpassungen notwendig sind. In Anlehnung an die Deutsche Bundesbank werden im Rahmen dieser Analyse alle Finanzierungen mit einer Laufzeit von über fünf Jahren zur Langfristfinanzierung gezählt. Ein wesentlicher Schwerpunkt liegt dabei auf der Frage, wie Banken auch zukünftig als Träger

der Langfristfinanzierung fungieren können. Schließlich bringen Banken die besten Voraussetzungen mit. Verlagerungen der Kreditvergabe auf weniger regulierte Bereiche, also den Schattenbankensektor, erhöhen dagegen die Gefahr künftiger Krisen. Um die Leistungsfähigkeit der Banken zu verbessern, sind jedoch Anpassungen im Regelwerk erforderlich. Solche Anpassungen lassen sich weitestgehend realisieren, ohne die Stabilität des Finanzsystems zu verringern.

Die Analyse ist wie folgt aufgebaut. Zunächst werden in Kapitel 3 die Verbreitung der Langfristfinanzierung und ihre Bedeutung für die Realwirtschaft dargestellt. Dies erfolgt am Beispiel der Wohnungsfinanzierung, nicht nur aufgrund der quantitativen Bedeutung des Marktes, sondern weil hier die Effekte langfristiger Finanzierung am besten erforscht sind. In Kapitel 4 wird dann diskutiert, wie Langfristfinanzierung bereitgestellt werden kann und welche Träger hierfür geeignet sind. Dabei wird auch auf historische Erfahrungen zurückgegriffen. In Kapitel 5 erfolgt dann eine Diskussion der Langfristfinanzierung unter den geänderten Regeln der Finanzmarktregulierung, wobei auch Ansätze für eine Reform aufgezeigt werden.

3

Langfristfinanzierung und Realwirtschaft: das Beispiel des Wohnungsmarktes

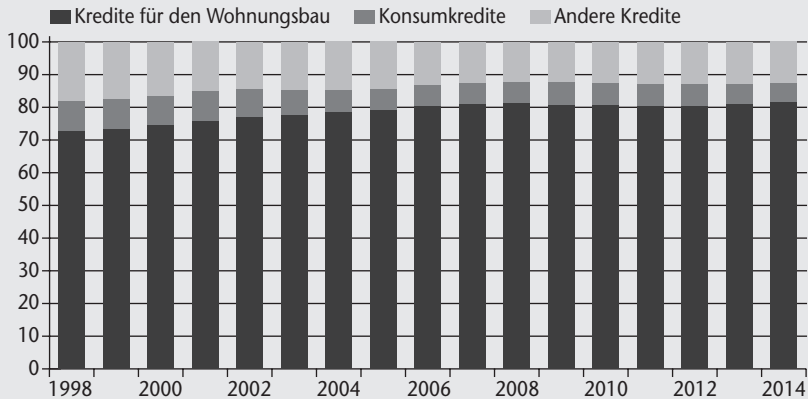
Die Immobilienfinanzierung stellt das wichtigste Scharnier zwischen Finanz- und Realwirtschaft dar. So werden beispielsweise in Deutschland rund 55 Prozent aller Kredite mit Immobilien besichert (Voigtländer et al., 2013). Obwohl die Finanzierung von Wohneigentum in verschiedenen Ländern sehr unterschiedlich ausgestaltet sein kann, dominieren gerade in der Langfristfinanzierung privater Haushalte die Kredite für den Wohnungsbau. Nach Angaben der Europäischen Zentralbank (EZB) entfielen im April 2014 in der Eurozone rund 82 Prozent der ausstehenden Kredite mit einer Laufzeit von mehr als fünf Jahren auf den Wohnungsbau. Die Bedeutung der Wohnungswirtschaft in der langfristigen Kreditvergabe hat dabei in den letzten Jahren nochmals leichte Zuwächse verzeichnen können (Abbildung 1).

Somit kommt dem Wohnungsbau eine entscheidende Rolle in der Langfristfinanzierung in Europa zu. Daher liegt der Fokus der folgenden Betrachtungen zur Langfristfinanzierung auf der Wohnungsfinanzierung in Europa

Verwendungen langfristiger Kredite in der Eurozone

Abbildung 1

Anteile bei ausstehenden Krediten an private Haushalte und private Organisationen ohne Erwerbszweck, in Prozent



2014: April.
Quelle: EZB, 2014

(Kapitel 3.1). Diese bietet sich für einen internationalen Vergleich auch aufgrund der Datenverfügbarkeit an. Da Deutschland im europäischen Vergleich eine Sonderrolle einnimmt, folgt ein kurzer Exkurs zur Wohnungsfinanzierung in Deutschland (Kapitel 3.2). Anschließend werden die Effekte unterschiedlicher Wohnungsfinanzierungssysteme näher betrachtet (Kapitel 3.3). Prinzipiell können die für die Wohnungsfinanzierung und die Wohnungsmärkte abgeleiteten Ergebnisse auch auf andere Märkte übertragen werden. Dies wird kurz am Beispiel der Finanzierung von Immobilienunternehmen dargestellt (Kapitel 3.4). In Kapitel 3.5 folgen die Gründe für die unterschiedliche Nutzung von Langfristfinanzierung im europäischen Kontext. Das Kapitel schließt mit einem Zwischenfazit.

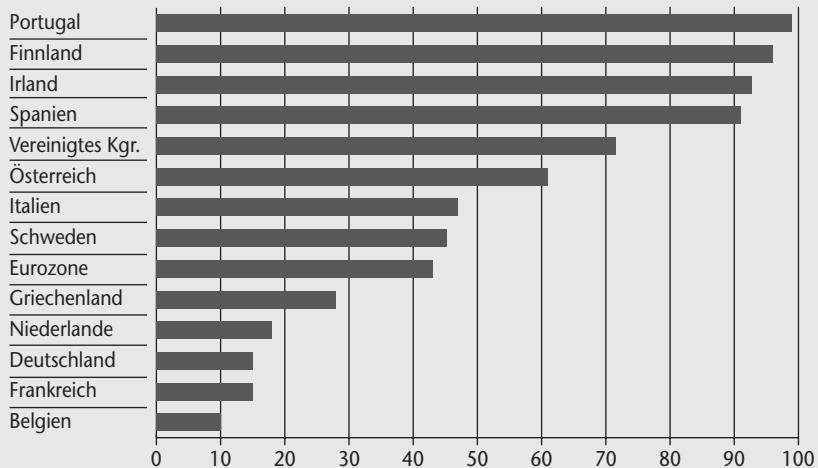
3.1 Wohnungsfinanzierung in Europa

Die Ausgestaltung der Wohnungsfinanzierung in Europa weist große Unterschiede im Ländervergleich auf. Ein erster wesentlicher Unterschied zeigt sich in der Zinsbindung. Nimmt man den Anteil von Darlehen mit variablen Zinsen als Proxy für die Präferenz für eher kurzfristige Zinsbindungen, ergeben sich deutliche Unterschiede in der Europäischen Union. Deutschland gehört mit Belgien und Frankreich zu den Ländern, für die

Anteil variabler Darlehen bei neu vergebenen Hypothekendarlehen

Abbildung 2

im 1. Quartal 2013, in Prozent



Quellen: EZB, 2009; EMF, 2013

variable Darlehen von geringer Bedeutung sind, während in Spanien, Irland, Finnland und Portugal solche Darlehen dominieren (Abbildung 2).

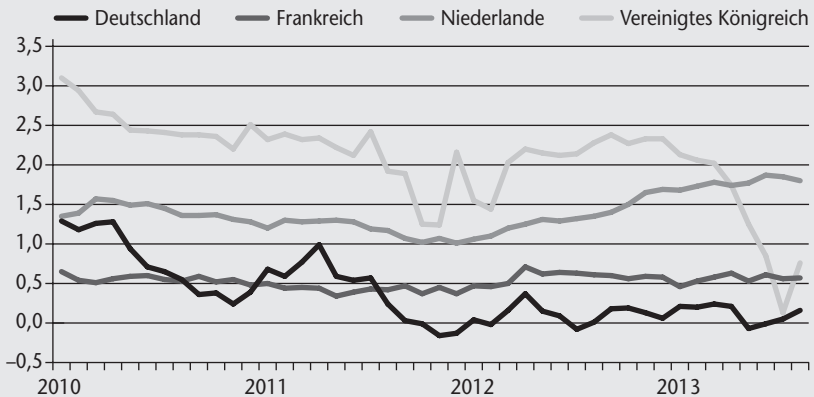
Auch im Vereinigten Königreich überwiegen variable Darlehen. Nach Daten des Council of Mortgage Lenders lag der Anteil an allen ausstehenden Hypothekendarlehen am Ende des Jahres 2011 bei 72 Prozent. Ein Grund für die unterschiedliche Verbreitung von Festzinsdarlehen dürfte der Preis der Darlehen in den verschiedenen Volkswirtschaften sein. Beispielhaft ist in Abbildung 3 der Zinsabstand (Spread) zwischen Hypothekendarlehen mit einer Zinsbindung von mehr als zehn Jahren und einem variabel verzinsten Darlehen für Deutschland, Frankreich, die Niederlande und das Vereinigte Königreich dargestellt. Im Zeitraum Januar 2010 bis August 2013 betrug der Spread in Deutschland durchschnittlich 37 Basispunkte, in Frankreich 52 Basispunkte, in den Niederlanden 140 Basispunkte und im Vereinigten Königreich sogar 207 Basispunkte.

Eine Ursache kann in den unterschiedlichen Umfinanzierungsbedingungen gesehen werden. Während in Deutschland Banken innerhalb der ersten zehn Jahre bei vorzeitigen Kündigungen den Kunden den vollen Zinsschaden in Rechnung stellen können, ist in Frankreich das Vorfälligkeitsentgelt auf sechs

Zinsspread bei zehnjähriger Zinsbindung und variabel verzinstem Hypothekendarlehen

Abbildung 3

Monatswerte, in Prozentpunkten



Quelle: EZB, 2014

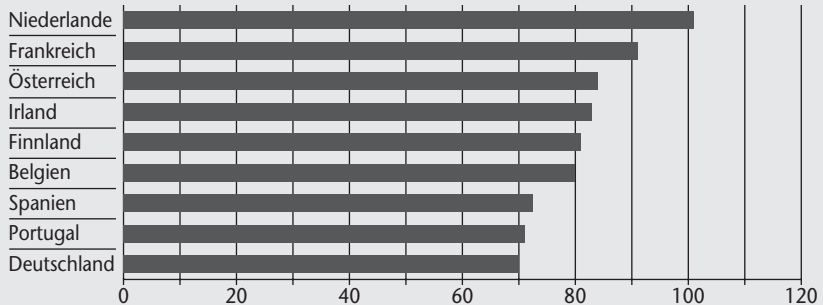
Monatsraten oder 3 Prozent der Restschuld begrenzt (Voigtländer, 2010). Auch in den Niederlanden gibt es teilweise großzügige Umfinanzierungsmöglichkeiten. Das damit einhergehende Risiko müssen die Banken durch einen Zinsaufschlag kompensieren. Daher sind auch die Zinssätze für langfristige Zinsbindungen in Frankreich und den Niederlanden trotz gleichen Währungsraums sehr unterschiedlich. Durchschnittlich kostete ein Darlehen mit über zehnjähriger Zinsbindung in Frankreich etwa 20 Basispunkte, in den Niederlanden sogar 150 Basispunkte mehr als in Deutschland. Allerdings spielen für die Unterschiede im Zinsniveau auch Fragen der Refinanzierung und die makroökonomischen Risiken eine Rolle, die gerade in Zeiten der Eurokrise sehr unterschiedlich verteilt sind.

Deutliche Unterschiede gibt es zwischen den europäischen Ländern auch in Bezug auf den Fremdmiteinsatz. Gemäß Angaben der Europäischen Zentralbank lag das Verhältnis des Kredits zu den Kosten für den Bau einer Immobilie (Fremdkapitalquote) im Durchschnitt der Euroländer im Jahr 2007 bei 79 Prozent. In Frankreich rangierte die Fremdkapitalquote bei einem relativ hohen Wert von über 91 Prozent, in den Niederlanden sogar bei über 100 Prozent (Abbildung 4). Deutschland gehört zu den Ländern mit einer beständig niedrigen Fremdkapitalquote von etwa 70 Prozent. Zwar sind aufgrund der Finanzkrise die Kreditanforderungen gestiegen und die Fremd-

Fremdkapitalquoten

Abbildung 4

im Jahr 2007, in Prozent



Quelle: EZB, 2009

kapitalquoten in der Mehrzahl der Länder gesunken (Scanlon et al., 2011), aber die Niveauunterschiede dürften größtenteils geblieben sein.

Dies zeigt sich auch mit Blick auf die Tilgungsgewohnheiten. Vor der Finanzkrise waren Darlehen ohne anfängliche Tilgung in vielen Ländern weit verbreitet. In den Niederlanden sahen über 80 Prozent der Darlehen keine anfängliche Tilgung vor, im Vereinigten Königreich war es etwa ein Viertel. Wie auch in vielen anderen Ländern sank nach der Krise der Anteil im Vereinigten Königreich (bis auf 20 Prozent), dennoch werden solche Produkte immer noch standardmäßig angeboten (Scanlon et al., 2011). In Deutschland dagegen gibt es solche Darlehen kaum; lediglich die staatseigene KfW bietet tilgungsfreie Darlehen standardmäßig an, wenn auch immer nur in Ergänzung eines regulären Darlehens.

Neben der Tilgung ist auch die Möglichkeit zur Aufstockung des Kreditrahmens zu beachten. Gerade in den angelsächsisch geprägten Finanzierungsmärkten ist es üblich, dass Haushalte ihren Kreditrahmen an die Marktpreisentwicklung anpassen können. Steigen also die Immobilienpreise, können die Haushalte ihren Kredit aufstocken. Vor allem in den USA und im Vereinigten Königreich kann über das sogenannte Housing Equity Withdrawal die Kreditvergabe deutlich ausgeweitet werden. Die zusätzlich aufgenommenen Mittel können dann für Sanierungen, die Tilgung anderer Darlehen oder aber den Konsum verwendet werden (Jäger/Voigtländer, 2006). Allein im Jahr 2003 summierten sich die Eigenkapitalentnahmen im Vereinigten Königreich auf 48 Milliarden Pfund – was 4,2 Prozent des britischen Bruttoinlandsprodukts (BIP) entsprach. Allerdings kann die aggregierte Eigenkapital-

entnahme auch negativ sein, wenn die Haushalte insgesamt mehr tilgen. Gerade in den letzten Jahren ist das Housing Equity Withdrawal negativ, weil die Haushalte ihre Verschuldung im Nachgang der Finanzmarktkrise zurückführen.

Auch in anderen europäischen Ländern wie Deutschland wäre eine Eigenkapitalentnahme nach angelsächsischem Vorbild theoretisch denkbar, wird aber in der Regel nicht aktiv angeboten. Zwar ist es beispielsweise in Deutschland möglich, den Kredit bis zum ursprünglichen Kreditbetrag wieder aufzustocken, aber eine Erhöhung der ursprünglichen Kreditlinie ist unüblich. Dies liegt auch an der Bewertung. Da in den meisten Fällen die Beleihung an den Beleihungswert anknüpft, ist eine Ausweitung des Kreditbetrags nur möglich, wenn werterhöhende Investitionen am Pfandobjekt vorgenommen werden und ein neues Wertgutachten erstellt wird. Ohne werterhöhende Maßnahmen ist eine Wertfortschreibung des ursprünglichen Beleihungswerts nicht zulässig.

Eine wichtige Konsequenz der unterschiedlichen Finanzierungskulturen ergibt sich in der Stetigkeit der Kreditvergabe. Während in Deutschland der Variationskoeffizient der Bruttokreditvergabe – der die Schwankungen der Kreditvergabe misst – nur bei 12 Prozent vom Mittelwert liegt, beträgt er in den Niederlanden 22 Prozent und im Vereinigten Königreich 43 Prozent (EMF, 2013; eigene Berechnungen). Dies hängt natürlich auch mit der unterschiedlichen Immobilienpreisentwicklung zusammen. Es wird sich aber noch zeigen, dass insbesondere die Stetigkeit der Finanzierung zur Beruhigung der Immobilienmärkte beiträgt.

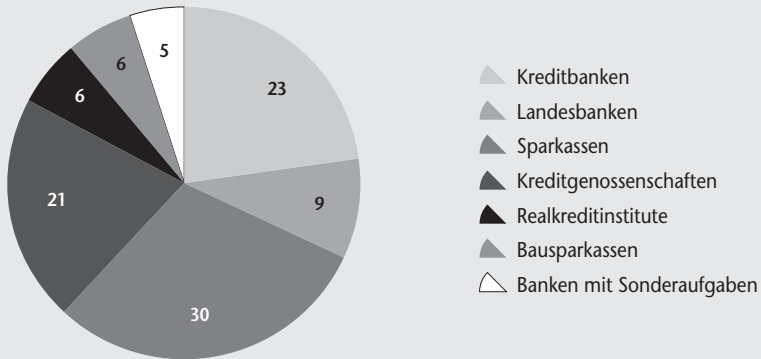
3.2 Exkurs: Wohnungsfinanzierung in Deutschland

Im internationalen Vergleich nimmt die Wohnungsfinanzierung in Deutschland durch ihre Festzinskultur und das besonders ausgeprägte Vorsichtsprinzip eine Sonderrolle ein. Dies lässt sich an der Zinsbindung, den Beleihungsausläufen und den Zyklen der Kreditvergabe festmachen. So wird in Deutschland ein Großteil aller Kredite langfristig vergeben. Als langfristig gilt nach der Abgrenzung der Deutschen Bundesbank ein Kredit mit einer vereinbarten Laufzeit von über fünf Jahren. Tatsächlich sind jedoch auch Zinsbindungen von zehn Jahren und mehr nicht unüblich, seit 2000 sind konstant über 70 Prozent aller Kredite langfristiger Art. Weitere knapp 10 Prozent der Kredite verfügen über eine mittelfristige Zinsbindung und nur knapp 15 Prozent aller Kredite werden variabel verzinst. Deutschland ist damit in besonderer Weise durch eine Festzinskultur geprägt. Aufschlussreich ist auch, dass in Deutschland nahezu alle Bankengruppen langfristige Kredite vergeben und die Anteile an

Langfristige Buchkredite nach Bankengruppen

Abbildung 5

Anteile im 3. Quartal 2013, in Prozent



Basis: 1.867,5 Milliarden Euro.

Quellen: Deutsche Bundesbank, 2014; eigene Berechnungen

der Langfristfinanzierung in etwa auch der Verteilung der gesamten Kreditbestände entsprechen (Abbildung 5). Entsprechend ihrem gesamten Kreditbestand sind die Sparkassen auch in der Langfristfinanzierung mit 30 Prozent Marktführer, gefolgt von den Kreditbanken und den Genossenschaftsbanken.

Darüber hinaus dominieren auf dem deutschen Markt Hypothekendarlehen mit einer langen Zinsbindung und einer Kompensation des Zinschadens (Vorfälligkeitsentgelt) im Fall einer Kündigung. Nach Angaben der Deutschen Bundesbank hatten im Jahr 2012 über 72 Prozent der neu vergebenen Hypothekendarlehen eine Zinsbindungsdauer von mehr als fünf Jahren (Voigtländer et al., 2013, 87). Im Vergleich zu 2008 ist dieser Anteil um knapp 4 Prozentpunkte angestiegen. Über 30 Prozent der Darlehen hatten sogar eine Laufzeit von zehn oder mehr Jahren. Variable Darlehen mit einer innerhalb eines Jahres anzupassenden Zinsbindung machten 2012 demgegenüber nur einen Anteil von 14 Prozent an den vergebenen Darlehen aus, wobei der Anteil seit 2008 (15 Prozent) leicht rückläufig war. Bei den Kreditbeständen ist der Anteil der kurzfristigen Darlehen noch einmal erheblich geringer. Dies ist ein Indiz dafür, dass sie von Kreditnehmern größtenteils zur Zwischenfinanzierung und nicht als Alternative zur langfristigen Finanzierung verwendet werden.

Eine weitere bestimmende Größe für die Finanzierung von Immobilien stellt die Bewertung des betreffenden Objekts dar, die für Deutschland aus internationaler Perspektive als konservativ bezeichnet werden kann. Die

Finanzierung orientiert sich am Beleihungswert einer Immobilie, was nur in wenigen weiteren Ländern (beispielsweise in Polen) der Fall ist. Entgegen dem Marktwert einer Immobilie entspricht der Beleihungswert dem Wert „der Immobilie, der erfahrungsgemäß unabhängig von vorübergehenden, etwa konjunkturell bedingten Wertschwankungen am maßgeblichen Grundstücksmarkt und unter Ausschaltung von spekulativen Elementen während der gesamten Dauer der Beleihung bei einer Veräußerung voraussichtlich erzielt werden kann“ (§ 3 Beleihungswertermittlungsverordnung).

Ein wichtiges Charakteristikum der deutschen Immobilienfinanzierung ist außerdem die Beleihungshöhe. Je höher der Anteil an verwendetem Fremdkapital ist, desto größer ist das Verlustrisiko aus einem Zahlungsausfall des Kreditnehmers. Das derzeit niedrige Zinsniveau bietet Kreditnehmern Anreize für eine verstärkte Aufnahme von Fremdkapital, wodurch sich auch eine lange Zeit des Ansparens von Eigenkapital umgehen lässt. In Deutschland ist trotz historisch niedriger Zinsen die Beleihungshöhe jedoch weitgehend konstant geblieben beziehungsweise sogar leicht gesunken, wie Erhebungen des Verbands deutscher Pfandbriefbanken belegen. Der niedrige Zinssatz wird vor allem genutzt, um Kreditschulden über höhere Tilgungsraten schneller zurückzuführen. Gerade auch die Banken werben dafür.

Insgesamt ist die deutsche Wohnungsfinanzierung somit durch das Vorsichtsprinzip gekennzeichnet. Lange Zinsbindungen und hohe Eigenkapitalunterlegungen mindern das Risiko von Zahlungsausfällen und erhöhen die Planungssicherheit für die Kunden.

3.3 Effekte unterschiedlicher Wohnungsfinanzierungssysteme

Die Märkte für Finanzierungen sind international unterschiedlich. Während etwa in Deutschland langfristige Finanzierungen mit geringen Beleihungsausläufen im Immobilienmarkt dominieren, wird im Vereinigten Königreich eher kurzfristig und mit höheren Beleihungsausläufen finanziert. Wie sich diese unterschiedlichen Finanzierungsgewohnheiten auf die Realwirtschaft auswirken, soll im Weiteren analysiert werden. Dabei liegt der Fokus der Analyse wiederum auf dem Wohnungsmarkt, der hier stellvertretend für die Realwirtschaft steht. Zunächst wird der Zusammenhang zwischen Finanzierung, Wohnungsmarkt und Gesamtwirtschaft theoretisch diskutiert. Daran anschließend folgt eine Darstellung der empirischen Konsequenzen der unterschiedlichen Finanzierungssysteme. Schließlich sollen dann die wesentlichen Ergebnisse auf weitere Teile der Realwirtschaft übertragen werden.

3.3.1 Wechselwirkungen zwischen Immobilienfinanzierung, Immobilienmarkt und Gesamtwirtschaft

Die Geldpolitik hat einen großen Einfluss auf die Finanzierungskosten und die Vermögenspreise (Bernanke/Gertler, 2000). Im Folgenden wird das Zusammenspiel von Geldpolitik und Wohnungspreisen anhand einer Darstellung von Giuliadori (2005) erläutert. Auf dieser Basis wird zunächst der grundlegende Zusammenhang zwischen der Geldpolitik, den Wohnungspreisen und der Gesamtwirtschaft erklärt. Darauf folgend werden Auswirkungen unterschiedlicher Finanzierungsbedingungen diskutiert. Die Darstellung ist bewusst einfach gehalten, um die wesentlichen Elemente in den Fokus stellen zu können. Für eine detaillierte Darstellung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus sei zum Beispiel auf Mishkin (2007) und Bjørnland/Jacobsen (2010) verwiesen.

Den Startpunkt stellt ein geldpolitischer Impuls dar. Reduziert die Zentralbank beispielsweise die Leitzinsen, um die Versorgung der Banken mit Liquidität zu verbessern, so werden die Banken im Wettbewerb grundsätzlich den verringerten Zins an die Kreditnehmer weitergeben. Auch für Anleger ändert sich die Situation, weil bedingt durch die geringeren Zinsen die Attraktivität festverzinslicher Anlagen – wie etwa Anleihen und Termingeld – abnimmt. In der Konsequenz erhöht sich die Nachfrage nach realen Anlagen wie Aktien und eben Wohnungen, zum einen weil diese günstiger finanziert werden können und zum anderen weil Alternativen an Attraktivität verlieren. Zusätzlich wirken sich die niedrigeren Kreditzinsen direkt auf Haushalte aus, die Kredite mit kurzen Zinslaufzeiten vereinbart haben. Geringere Zinsen führen daher zu einer direkten Ausweitung des verfügbaren Einkommens und damit des Konsums.

Die steigende Nachfrage nach Wohnungen trifft auf ein kurzfristig unelastisches Angebot, weil der Wohnungsbau nur mit deutlicher Verzögerung ausgeweitet werden kann. Damit kommt es zu Preissteigerungen im Wohnungsmarkt, die über zwei Kanäle den gesamtwirtschaftlichen Konsum anregen können. Dies ist zum einen der Vermögenskanal und zum anderen der Kreditkanal. Der Vermögenskanal wurde zuerst von Milton Friedman (1957) beschrieben. Demnach können Haushalte, die von einer dauerhaften Wertsteigerung ihres Vermögens ausgehen, ihren Lebenszykluskonsum erhöhen, zum Beispiel indem sie aufgrund der Vermögensgewinne weniger für die Altersvorsorge sparen. Dies ist plausibel, jedoch ist davon auszugehen, dass der Kreditkanal in modernen Volkswirtschaften eine wesentlich wichtigere Rolle einnimmt (Miles, 1994). Demnach stellen Immobilien in einer

Volkswirtschaft die wichtigste Sicherheit für Kredite dar. So werden beispielsweise in Deutschland mehr als die Hälfte der Kredite (rund 55 Prozent) mit Immobilien besichert (Voigtländer et al., 2013). Steigen folglich die Immobilienpreise, erhalten Haushalte und Unternehmen zusätzliche Möglichkeiten der Kreditaufnahme. Diese Kredite können dann wiederum genutzt werden, um Sanierungen durchzuführen, um andere Verbindlichkeiten wie etwa Kreditkartenschulden zurückzuführen oder aber um den Konsum zu verstärken.

Die Steigerung des gesamtwirtschaftlichen Konsums hat Rückwirkungen auf die Wohnungsnachfrage. Steht den Haushalten mehr Geld für Konsum zur Verfügung, werden sie die Nachfrage nach Wohnungen ausweiten. Hieraus kann eine Aufwärtsspirale resultieren, in welcher der Wohnungsmarkt zunehmend die gesamtwirtschaftliche Entwicklung beflügelt. Das Wachstum in den USA vor dem Jahr 2005 wird häufig auf das Zusammenspiel von gesamtwirtschaftlichem Konsum und steigenden Wohnungspreisen zurückgeführt (Akerlof/Shiller, 2009). Allerdings kann sich die Entwicklung auch gegenläufig vollziehen. Steigen die Leitzinsen, verteuern sich die Hypothekendarlehen und der Anleihenmarkt wird attraktiver. Dann fällt die Nachfrage nach Wohnimmobilien und die Preise gehen zurück. Dies wiederum führt über den Vermögenskanal und den Kreditkanal zu Einschränkungen beim Konsum, was sich wiederum negativ auf den Immobilienmarkt auswirkt. In der Konsequenz kann eine Abwärtsspirale entstehen, wie sie etwa das Vereinigte Königreich oder aber die USA bis vor kurzem erlebt haben. Gerade wenn sich die Preisentwicklung aufgrund zu optimistischer Erwartungen verselbstständigt hat, kann ein Zinsanstieg eine solche spekulative Blase zum Platzen bringen und eine Vielzahl von Haushalten in die Überschuldung stürzen.

Wie stark der geldpolitische Impuls auf den Immobilienmarkt wirkt, hängt jedoch entscheidend von den Finanzierungsbedingungen ab. Im Weiteren wird deshalb diskutiert, wie sich unterschiedliche Finanzierungsgewohnheiten auf den Zusammenhang von Hypothekendarlehen und der Nachfrage nach Wohnimmobilien und Konsumgütern auswirken und wovon die Relevanz des Kreditkanals und die der Feedbackschleife zwischen dem Konsum und den Wohnimmobilienpreisen abhängen.

Kreditkosten, Konsum und Wohnimmobilien

Im ersten Schritt wird der Effekt einer Veränderung der Kosten für Hypothekendarlehen auf die Nachfrage nach Wohnungen und anderen Konsumgütern untersucht. Konsumgüter und Immobilien werden hier gemeinsam betrachtet, weil die Wirkungszusammenhänge in beiden Fällen gleich sind.

Außerdem sind gerade Wohnimmobilien auch Konsumgüter. Im zweiten Schritt wird analysiert, welche Rückwirkungen gesteigerte Konsummöglichkeiten auf den Wohnungsmarkt haben.

Entscheidend für die Stärke des Zusammenhangs zwischen den Hypothekenzinsen und der Nachfrage nach Wohnungen und Konsumgütern ist die Zinsbindung der Darlehen. Selbstverständlich beeinflussen in allen Ländern Veränderungen der Zinsen die Nachfrage derjenigen, die noch kein Eigentum haben und noch keinen Kredit abgeschlossen haben. Angesichts der großen Bedeutung der Kreditbestände in einer Volkswirtschaft ist der Blick auf die Wirkungen einer Zinsänderung auf die Kreditnehmer jedoch noch wichtiger. Eine Überschlagsrechnung kann dies verdeutlichen. Wie in Kapitel 3.1 dargestellt wurde, sind variable Darlehen in den verschiedenen Ländern sehr unterschiedlich verbreitet. In Portugal, Finnland, Irland, Spanien oder im Vereinigten Königreich sind sie sehr häufig vertreten, in Belgien, Deutschland und Frankreich dagegen weniger. Leider fehlen für die Länder detaillierte Daten zu der Verteilung der Zinsbindungen der übrigen Darlehen.

Aus Einfachheitsgründen wird im Weiteren davon ausgegangen, dass alle übrigen Darlehen eine Zinsbindung von zehn Jahren aufweisen. Damit wird die Verbreitung von Zinsbindungen in einigen Ländern sicherlich überschätzt, da etwa im Vereinigten Königreich oder in Irland solche langfristigen Kreditprodukte eine Ausnahme darstellen. Nichtsdestotrotz wird so die unterschiedliche Bedeutung von Zinsänderungen deutlich. Auf Basis dieser Annahme lässt sich bestimmen, wie viel Prozent der Kreditnehmer innerhalb eines Jahres von einer Zinsänderung betroffen sind. Dies gilt selbstverständlich für alle Kreditnehmer mit variablen Darlehen. Hinzu kommen 10 Prozent aller Kreditnehmer mit langfristigen Darlehen, weil die Zinsbindung gerade ausläuft. Hieraus ergibt sich für Deutschland eine Quote von 23,5 Prozent, im Vereinigten Königreich sind hingegen fast 75 Prozent der Kreditnehmer betroffen.

Berücksichtigt man zusätzlich das Volumen der ausstehenden Wohnungskredite als Anteil am BIP, so lässt sich bestimmen, wie sich das verfügbare Einkommen der Haushalte aufgrund einer Zinsveränderung um 1 Prozentpunkt verändert. Sinken die Zinsen in Deutschland um 1 Prozentpunkt, steigt das Einkommen um 0,16 Prozent des BIP. In Portugal, Spanien und im Vereinigten Königreich beträgt der Effekt dagegen fast 0,90 Prozent des BIP, der Effekt ist also fast sechsmal so stark. Die Ergebnisse dieser Berechnungen für das Jahr 2012 finden sich in Tabelle 1. Insgesamt ergeben sich aufgrund der Kombination von Kreditvolumen und Zinsbindungen sehr unterschiedliche Potenziale für die Wohnungsnachfrage bei einer Zinsänderung. In

Effekt einer Zinsänderung auf das verfügbare Einkommen der Haushalte

Tabelle 1

im Jahr 2012, in Prozent

Land	Verhältnis von ausstehenden Wohnungskrediten und BIP	Anteil variabler Darlehen	Anteil der von einer Zinsänderung betroffenen Haushalte in einem Jahr	Anstieg des verfügbaren Einkommens infolge der Zinsveränderung um 1 Prozentpunkt, in Prozent des BIP
Belgien	80,0	10	19,0	0,15
Deutschland	66,2	15	23,5	0,16
Finnland	72,9	96	96,4	0,70
Frankreich	63,0	15	23,5	0,15
Griechenland	55,6	28	35,2	0,20
Irland	140,7	67	93,5	1,32
Italien	33,9	47	52,3	0,18
Niederlande	227,4	18	26,2	0,60
Österreich	44,3	61	64,9	0,29
Portugal	89,2	99	99,1	0,88
Spanien	94,7	91	91,9	0,87
Vereinigtes Kgr.	119,1	72	74,4	0,89

Anmerkung: Es wird unterstellt, dass alle Darlehen außer den variablen Darlehen eine Zinsbindung von zehn Jahren haben; Berechnungen für Irland und das Vereinigte Königreich auf Basis von Daten aus 2013.

Quellen: EMF, 2013; EZB, 2014; eigene Berechnungen

Belgien, Frankreich, Deutschland, Italien und Griechenland ist der Immobilienmarkt gegenüber Veränderungen des Zinsumfelds weitgehend geschützt, während in Ländern wie den Niederlanden, Finnland, Spanien, Portugal, dem Vereinigten Königreich und Irland die Zinsreagibilität sehr viel stärker ausgeprägt ist.

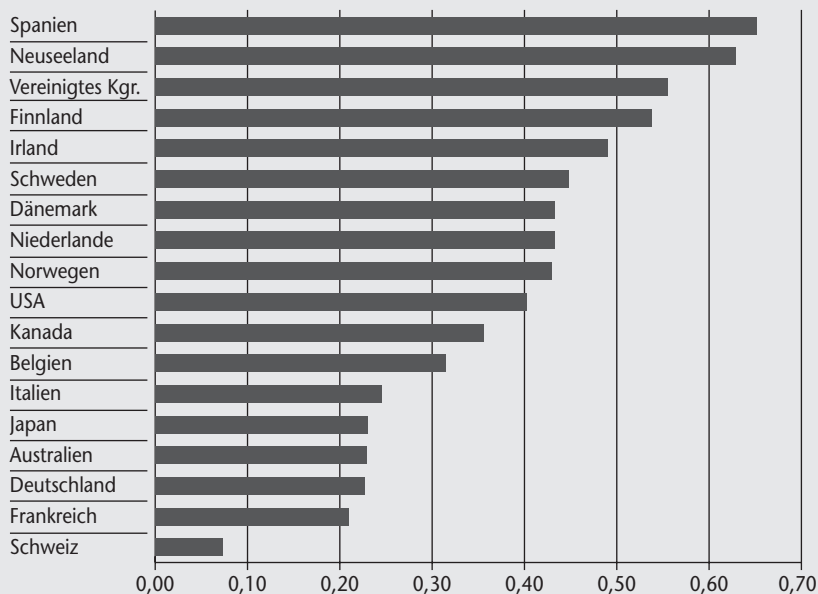
Wohnimmobilienpreise und Konsum

Immobilien stellen in einer Volkswirtschaft die wichtigste Kreditsicherheit dar (Voigtländer et al., 2013). Allerdings ist der Zusammenhang zwischen der Wohnungspreisentwicklung und dem Konsum über den Kreditkanal in einigen Ländern dennoch schwach ausgeprägt. In den Jahren von 1990 bis 2013 betrug der Korrelationskoeffizient zwischen einem Wohnungspreisanstieg und einem Konsumanstieg in Deutschland nur etwa 0,23, in Frankreich 0,21 und in Belgien 0,31, hingegen 0,56 im Vereinigten Königreich (Abbildung 6). Im Durchschnitt der OECD lag der Wert bei 0,38, sodass das Vereinigte Königreich und Deutschland klare Gegensätze darstellen.

Korrelation zwischen Wohnimmobilienpreisen und Konsum

Abbildung 6

Korrelationskoeffizienten für ausgewählte OECD-Länder von 1990 bis 2013



Quellen: OECD, 2014; eigene Berechnungen

Das eher schwache Zusammenspiel von Wohnungspreisen und Konsum beispielsweise in Deutschland wie auch in anderen Ländern kann im Wesentlichen auf drei Faktoren zurückgeführt werden: erstens auf die verhältnismäßig geringen Beleihungsausläufe, zweitens auf die sehr eingeschränkten Möglichkeiten zur Eigenkapitalentnahme und drittens auf die Bewertungsregeln (Beleihungswertermittlungsverordnung).

Typischerweise wird in Deutschland mit relativ viel Eigenkapital finanziert, in den Niederlanden und auch im Vereinigten Königreich hingegen mit deutlich höheren Beleihungsausläufen. Je höher der Beleihungsauslauf ist, umso mehr Potenzial gibt es, Hauspreisanstiege über den Kreditkanal in Konsum zu wandeln. Wesentlich hierfür ist aber vor allem das im Vereinigten Königreich und auch in den USA übliche Housing Equity Withdrawal, also die Entnahme von Eigenkapital (Reifner et al., 2010; Reinhold, 2011), wie bereits in Kapitel 3.1 erläutert. Teilweise wird die Anpassung der Darlehenslinien an den Marktwert der Immobilien sehr aktiv beworben. Wie gezeigt kann

das Housing Equity Withdrawal einen bedeutenden Bestandteil der Kreditvergabe darstellen. In Deutschland und in anderen Ländern wäre eine solche Eigenkapitalentnahme beziehungsweise die Aufnahme eines zweiten Hypothekendarlehens rechtlich zwar möglich, wird de facto aber nicht angeboten. Wie oben ausgeführt wurde, ist ein Grund hierfür in den Bewertungsregeln zu sehen, nach denen nachträgliche Wertaufholungen grundsätzlich nicht vorgesehen sind.

Wichtiger ist aber, dass die Anbindung an den Beleihungswert zyklische Kreditvergaben wie in den meisten angelsächsischen Ländern vermeidet. Da der Beleihungswert im Zeitablauf konstant bleibt, können die Kreditnehmer ihren Kreditrahmen nicht beliebig an die Marktsituation anpassen. Hierdurch wird auch vermieden, dass Haushalte in boomenden Märkten ihre Kredite ausweiten und dann im Fall eines Abschwungs überschuldet sind. Auch andere Länder weisen einen geringen Zusammenhang zwischen Wohnungspreisen und Konsum auf, zum Beispiel Italien oder die Schweiz. Der Grund hierfür dürfte vor allem in der insgesamt geringen Verbreitung von Darlehen zu finden sein, wie beispielsweise durch geringe Eigentumsquoten (Schweiz) beziehungsweise durch dominierende Eigenkapitalfinanzierung (Italien). Eine besonders hohe Korrelation weist Spanien auf, in dem das Housing Equity Withdrawal untypisch ist. Dass Spanien dennoch auf einen so hohen Wert kommt, hängt wahrscheinlich mit der hohen Konsumpräferenz fürs Wohnen im vergangenen Jahrzehnt zusammen.

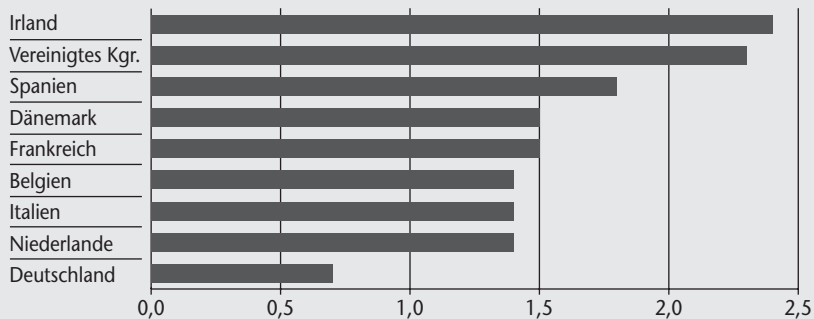
Konsum und Wohnimmobilienpreise

Die Wohnungspreisentwicklung hat nicht nur Folgen für den Konsum, sondern auch eine Veränderung des Konsums hat Auswirkungen auf die Wohnungspreise. Diese Rückwirkungen stellen die Basis für das Auftreten von Aufwärts- oder auch Abwärtsspiralen dar, wie sie etwa die USA in den letzten 15 Jahren erlebt haben. Wie bereits beschrieben, sind die Zusammenhänge zwischen Wohnungspreisen und Konsum sehr unterschiedlich, weshalb auch die Rückwirkungen sehr unterschiedlich ausfallen. Dies ist aber nur ein Teil der Erklärung. In allen Ländern stellen Wohnungen wichtige Konsumgüter dar, aber in einigen Ländern werden Wohnungen häufiger gehandelt, wie Abbildung 7 für den Zeitraum 2002 bis 2012 zeigt. In Irland und im Vereinigten Königreich sind durchschnittlich etwa 2,3 Prozent der über 18-Jährigen im Immobilienmarkt als Käufer aktiv, in Frankreich und Belgien sind es etwa 1,4 Prozent der über 18-Jährigen und in Deutschland nur 0,7 Prozent. Entsprechend wirkt sich dies auf den Zusammenhang von Kon-

Verhältnis von Wohnungskäufen und über 18-jähriger Bevölkerung

Abbildung 7

2002 bis 2012, in Prozent



Quellen: EMF, 2013; eigene Berechnungen

sumveränderung und Wohnungspreisen aus. Wird generell weniger gehandelt, ist auch das Potenzial für Auf- und Abwärtsspiralen geringer.

Ein Grund für die unterschiedlichen Transaktionszahlen ist in der Immobilienmarktentwicklung im Betrachtungszeitraum zu sehen. Schließlich boomten zwischen 2000 und 2007 die meisten Wohnimmobilienmärkte, während der Markt in Deutschland stagnierte. Allerdings war auch im Zeitraum 2010 bis 2012, in dem in den meisten Ländern die Märkte kriselten und der deutsche Markt durch eine hohe Nachfrage gekennzeichnet war, das Transaktionsvolumen im Ausland größer.

Zwei wesentliche Gründe können für das strukturell geringere Transaktionsvolumen in Deutschland angeführt werden: Zum einen sind die Transaktionskosten in Deutschland deutlich höher als in anderen Ländern. Wie eine Studie von Zander/Faller (2006) zeigt, betragen die Transaktionskosten im Vereinigten Königreich inklusive der Makler- und Notarkosten sowie der Steuern etwa 5 Prozent des Immobilienwerts. In Deutschland liegen die Kosten hingegen, je nach Bundesland, bei 9 bis 13 Prozent. Da die Grunderwerbsteuersätze in der Zwischenzeit noch kräftig gestiegen sind, dürften die Gesamttransaktionskosten sogar teilweise noch wesentlich höher sein.

Zum anderen ist die Anzahl der Wohnungseigentümer hierzulande geringer, sodass von vornherein das Potenzial an Käufern niedriger ist. Zwar werden auch vermietete Wohnungen verkauft, dies aber viel seltener als selbstgenutzte Wohnungen; zumindest dann, wenn die Eigentümer Privatinvestoren sind. Schließlich ist auch ein kultureller Unterschied bedeutsam. Deutsche bilden

in der Regel erst spät Eigentum und bleiben dann darin, während beispielsweise im Vereinigten Königreich „climbing the property ladder“ eine typische Lebenszyklus-Strategie ist. In der Folge sind in Deutschland nur 28 Prozent der Wohnungseigentümer jünger als 39 Jahre alt, während es im Vereinigten Königreich 32 Prozent sind. Noch auffälliger ist der Anteil der Wohnungseigentümer in der Alterskohorte 25 bis 29 Jahre: Dieser beträgt im Vereinigten Königreich 59 Prozent, in Deutschland dagegen gerade einmal 11 Prozent (Chiuri/Jappelli, 2003). Dies zeigt, dass nicht nur die Ausgestaltung der Immobilienfinanzierung Rückwirkungen auf den Wohnungsmarkt hat, sondern auch andere institutionelle Regeln den Zusammenhang von Kapitalmarkt und Wohnungsmarkt tangieren. Weitere Einflussfaktoren, wie das Angebot auf dem Mietwohnungsmarkt, werden in Kapitel 3.5 diskutiert.

3.3.2 Folgen unterschiedlicher Finanzierungssysteme für den Wohnungsmarkt

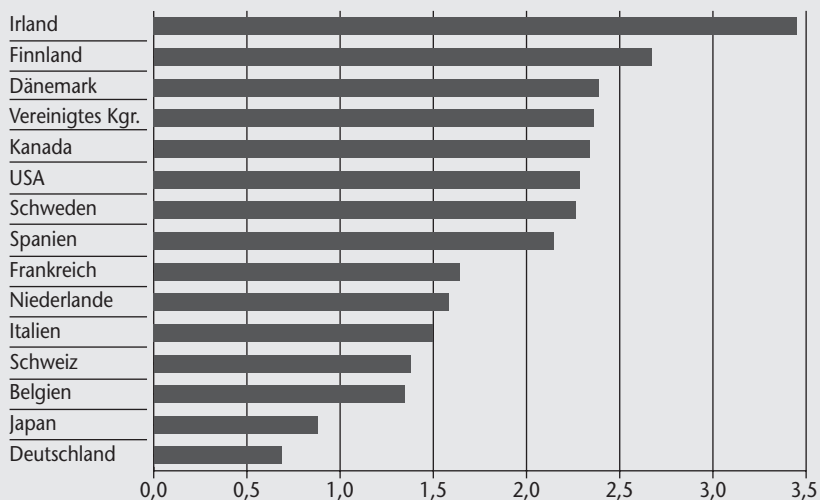
Nachdem dargestellt wurde, wie unterschiedliche Finanzierungssysteme das Zusammenspiel von Geldpolitik, Immobilienmarkt und gesamtwirtschaftlichem Konsum beeinflussen, steht nun die Frage im Raum, wie sich dies quantitativ auswirkt. Dabei ist es naheliegend, zunächst die Volatilität der Märkte zu betrachten. Abbildung 8 gibt hierzu einen Überblick für verschiedene Märkte im Zeitraum 1990 bis 2010.

Die Standardabweichung der Wohnungspreise ist zwischen den Ländern sehr unterschiedlich. In der EU weisen Frankreich, Italien, Belgien und vor allem Deutschland eine relativ geringe Standardabweichung auf, das heißt, die Preise schwanken nur wenig. Dies war zu erwarten, weil in diesen Ländern die Festzinsbindung, die Eigenkapitalunterlegung und weitere Regeln den Zusammenhang zwischen Zinsentwicklung und Wohnungspreisen moderieren. Deutlich volatil sind dagegen die Märkte in Irland, Finnland und im Vereinigten Königreich, wo über die variablen Zinsen, hohe Beleihungsausläufe oder Eigenkapitalentnahmemöglichkeiten der Zusammenhang zwischen Finanzmarktentwicklung und Immobilienwirtschaft wesentlich enger ist. Hier überraschen die USA, deren Finanzierungssystem dem britischen Markt auf den ersten Blick nicht unähnlich ist. Zwar sind in den USA auch variable Darlehen üblich, aber wichtiger noch sind Darlehen mit langfristiger Zinsbindung, teilweise sogar mit einer Zinsfestschreibung von 30 Jahren. Dies dürfte ein wesentlicher Grund für die größere Stabilität der Wohnungspreise sein.

Aufschlussreich sind auch empirische Untersuchungen zum Zusammenhang von Zins- und BIP-Schocks auf den Immobilienmarkt. Mithilfe öko-

Standardabweichung der Wohnimmobilienpreise Abbildung 8

1990 bis 2010, in Prozentpunkten



Quellen: OECD, 2014; eigene Berechnungen

nometrischer Modelle wird dabei analysiert, wie sich etwa eine plötzliche Zinsveränderung auf die Wohnungspreise innerhalb eines bestimmten Zeitraums auswirkt. Im Folgenden sollen hierzu die Ergebnisse einer Studie von Jäger/Voigtländer (2006) kurz skizziert werden.

Steigen die Zinsen überraschend um 1 Prozentpunkt, fallen die Wohnungspreise in Finnland innerhalb eines Jahres um 8,3 Prozent, im Vereinigten Königreich um 7,5 Prozent, in den Niederlanden um 4,4 Prozent und in Deutschland nur um 0,2 Prozent. Gerade Länder mit einer Festzinskultur wie Deutschland, Frankreich und Japan weisen nur eine sehr geringe Zinsreagibilität auf, das heißt, der Immobilienmarkt wird von den Volatilitäten des Kapitalmarktes weitestgehend geschützt. In den Ländern mit überwiegend variablen Darlehen ist der Zusammenhang zwischen Zinsen und Preisen dagegen viel enger. Einzig Spanien bildet hier eine Ausnahme, was aber dem verwendeten Datenmaterial geschuldet sein kann. So wurden in der Studie Daten von 1970 bis 2005 berücksichtigt. Da Spanien erst in den 1990er Jahren den Finanzmarkt liberalisiert hat und auch erst seitdem Hypothekendarlehen massenhaft angeboten wurden, wird die aktuelle Zinsreagibilität Spaniens hier sicherlich unterschätzt.

Im Kern bestätigt sich dieses Bild auch für die Veränderung des BIP, allerdings sind die Unterschiede dabei weniger groß. Nichtsdestotrotz zeigt sich

auch hier mit Blick auf das Vereinigte Königreich und auf Deutschland der erwartete deutliche Unterschied. So reagieren die Preise im Vereinigten Königreich etwa fünf- bis sechsmal so stark auf eine Veränderung des BIP wie in Deutschland. Auch Demary (2010) kommt auf Basis eines etwas anderen methodischen Ansatzes zu dem Schluss, dass die Preisreaktion im Vereinigten Königreich etwa fünfmal so stark ist wie die in Deutschland. Weitere Studien, zum Beispiel Carstensen et al. (2009) und Tsatsaronis/Zhu (2004), bestätigen diese Unterschiede ebenfalls, weisen jedoch keine konkreten Zahlen aus.

3.4 Übertragung auf andere Märkte

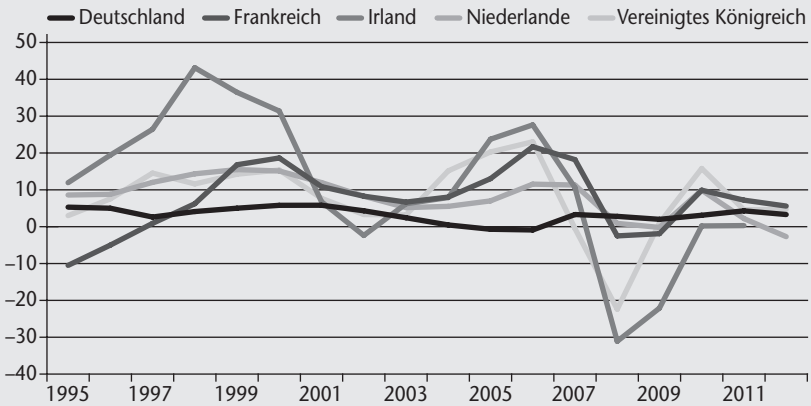
Prinzipiell können die für die Wohnungsfinanzierung und die Wohnungsmärkte abgeleiteten Ergebnisse auch auf andere Märkte übertragen werden. Allerdings lassen sich diese Zusammenhänge mangels verfügbarer Daten in der Regel empirisch schlechter nachweisen. In diesem Kapitel werden deshalb die Büroimmobilienmärkte und die Immobilienunternehmensfinanzierung exemplarisch betrachtet. Schließlich dürften Zinsvolatilitäten auch in anderen Märkten nur einen begrenzten Effekt auf die Sachwertenachfrage haben, wenn überwiegend festverzinslich finanziert wird.

Abbildung 9 zeigt die Entwicklung des Total Returns von Büroimmobilien für den Zeitraum 1995 bis 2012. Der Total Return setzt sich aus der laufenden Rendite aus der Vermietung sowie der Wertänderung der Immobilie zusammen. Typischerweise weisen die Renditen von Büroimmobilien sehr starke zyklische Schwankungen auf, was sich in der Abbildung auch bestätigt. Doch es gibt sehr große Unterschiede. So ist der irische Büroimmobilienzyklus sehr stark ausgeprägt und auch im Vereinigten Königreich gibt es starke Ausschläge, während in Deutschland der Zyklus eher flach ist. Die Standardabweichung der Büroimmobilienrenditen beträgt in Deutschland nur 1,9 Prozentpunkte, im Vereinigten Königreich dagegen fast 10 Prozentpunkte und in Irland über 19 Prozentpunkte. Auch auf Basis anderer Datenquellen lässt sich der Unterschied bestätigen. So berechnen Pomogajko/Voigtländer (2011) auf Basis von Kapitalwerten von Jones Lang LaSalle, dass die Standardabweichung in den britischen und spanischen Bürohochburgen rund zwei- bis dreimal so hoch ist wie in den deutschen und belgischen Bürometropolen. Dies spricht dafür, dass sich auch in der Gewerbeimmobilienfinanzierung die Unterschiede auf die Märkte auswirken. Allerdings zeigen die Niederlande nach beiden Datenquellen eine große Stabilität, während Frankreich deutlich volatil ist.

Total Return von Büroimmobilien

Abbildung 9

in Prozent



Quelle: IPD, 2013

Im Vergleich zu den internationalen Märkten der privaten Wohnungsfinanzierung (vgl. Kapitel 3.1) sind die Märkte für Unternehmensfinanzierungen oder Gewerbeimmobilienfinanzierungen wesentlich individueller gestaltet, das heißt, typische Finanzierungsmodelle sind weniger eindeutig identifizierbar und es zeigen sich weniger auffällige Unterschiede zwischen Ländern mit einer Festzinskultur und solchen, die eher kurzfristig finanzieren. Methodisch gesehen entsteht das Problem, dass es wenig vergleichbare Daten gibt, da die Finanzierung von Unternehmen in der Regel komplexer ist als die Finanzierung von privaten Immobilieninvestitionen. Darüber hinaus haben Unternehmen viel mehr Finanzierungsmöglichkeiten als private Haushalte. So können Unternehmen je nach Größe zum Beispiel eigene Anleihen emittieren, Eigenkapitalgeber börslich und außerbörslich hinzugewinnen, Lieferantenkredite nutzen und hybride Finanzierungsformen verwenden. Daher ergeben sich auch auf nationaler Ebene deutliche Unterschiede in der Unternehmensfinanzierung.

Um die Finanzierung von Immobilienunternehmen zu vergleichen, wurden Daten der Bloomberg-Datenbank ausgewertet. Diese Datenbank bietet eine Fülle von Informationen für börslich notierte Unternehmen, unter anderem auch zur Finanzierung. Untersucht wurden Unternehmen, die im GPR-250-Index (Global Property Research) notiert sind. Dies sind Unternehmen, die sich auf die Bewirtschaftung von Immobilien konzentrieren und die an Börsen aktiv gehandelt werden, also entsprechend liquide sind. Aggregiert

Eigenkapitalquoten und Anteil langfristiger Finanzierungen bei börslich gehandelten Immobilienunternehmen

Tabelle 2

im Jahr 2012, in Prozent

Land	Eigenkapitalquote	Anteil langfristiger Finanzierungen
Belgien	45	67
Deutschland	29	71
Frankreich	43	78
Italien	14	65
Niederlande	51	89
Österreich	42	76
Schweden	44	70
Spanien	17	60
Vereinigtes Kgr.	52	85

Quellen: Bloomberg, 2014; eigene Berechnungen

man die Ergebnisse auf nationaler Ebene, erhält man in Bezug auf die Eigenkapitalquoten und den Anteil langfristiger Finanzierungen (Laufzeit mehr als ein Jahr) das in Tabelle 2 gezeigte Bild.

Die Eigenkapitalquoten sind international sehr unterschiedlich. Die Spanne reicht von 14 Prozent in Italien bis zu 52 Prozent im Vereinigten Königreich; Deutschland liegt mit einer Quote von 29 Prozent dazwischen. Ähnlich wie im privaten Immobilienfinanzierungsmarkt deutet eine hohe Eigenkapitalquote auf eine höhere Sicherheit hin, da die Unternehmung dann Verluste leichter auffangen kann. Allerdings deuten höhere Eigenkapitalquoten in der Unternehmensfinanzierung auch auf eine geringere Abhängigkeit von Bankkrediten hin. Gerade in den angelsächsischen Ländern spielen Banken in der Unternehmensfinanzierung eine deutlich geringere Rolle, weil Eigenkapitalfinanzierungen überwiegen. In den kontinentaleuropäischen Ländern pflegen die Unternehmen hingegen einen engeren Kontakt zu ihren Banken. Darüber hinaus sind die niedrigen Eigenkapitalquoten in Italien und Spanien auch eine Folge der wirtschaftlichen Krise. So erreichten die Quoten dort Anfang der 2000er Jahre noch Werte um die 30 Prozent.

Wichtiger ist jedoch die Verbreitung der Langfristfinanzierung. Hier zeigt sich ein homogeneres Bild mit Anteilen zwischen 60 Prozent (Spanien) und 89 Prozent (Niederlande). In der Datenbank werden aber nur Kredite mit einer (Rest-)Laufzeit von mehr als einem Jahr erfasst, eine feinere Untergliederung ist leider nicht möglich. Die Unternehmensfinanzierung folgt jedoch

anderen Mustern als die Wohnungsbaufinanzierung. Sie ist insgesamt wesentlich vielfältiger, aber zwischen den Ländern wiederum deutlich homogener (EZB, 2013). Außerdem verdeutlichen die Unterschiede zur Wohnungsbaufinanzierung, dass die Finanzierung nicht nur von den Rahmenbedingungen im Markt abhängt, sondern auch von der Nachfrage der Kunden und von den Gepflogenheiten im jeweiligen Sektor. Schließlich würden sich ansonsten die strukturellen Unterschiede in der Wohnungsbaufinanzierung auch auf andere Sektoren unmittelbar übertragen.

3.5 Gründe für die unterschiedliche Nutzung von Langfristfinanzierung

Die Ursachen für das Bestehen unterschiedlicher Finanzierungssysteme sind vielfältig und können sowohl auf der Angebots- als auch auf der Nachfrageseite zu finden sein. Bevor in Kapitel 4 die Angebotsseite mit den Rahmenbedingungen für die Bereitstellung von Langfristfinanzierung dargestellt wird, soll vorab ein kurzer Überblick nachfrageseitig bedingter Unterschiede hinsichtlich der divergierenden Präferenzen für und Anforderungen an verschiedene Finanzierungen gegeben werden. Diese erklären, warum trotz der gezeigten makroökonomischen Vorteile der Langfristfinanzierung in vielen Ländern kurzfristige Darlehen dominieren.

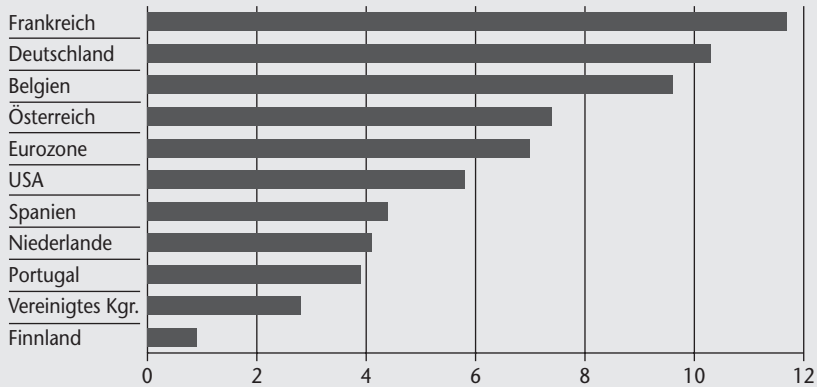
Bei der Betrachtung nachfrageseitiger Unterschiede zwischen den Finanzierungssystemen wird deutlich, dass diese nicht nur in mehr oder weniger präferierten Fristen, sondern bereits in der allgemeinen Sparneigung zu finden sind. Letzteres zeigt sich schon in der Varianz der Sparquoten zwischen einigen OECD-Ländern. Während private Haushalte in Ländern wie Deutschland oder Frankreich über Jahre eine Sparquote von über 10 Prozent des Nettoeinkommens aufweisen, liegen die durchschnittlichen Sparquoten in Ländern wie Finnland oder dem Vereinigten Königreich entweder im Bereich der Verschuldung oder nur leicht oberhalb der Null-Prozent-Grenze. In Abbildung 10 sind die unterschiedlichen Sparquoten ausgewählter OECD-Länder angeführt. Vergleicht man diese Werte mit den Anteilen variabler Darlehen (vgl. Kapitel 3.1), so fällt auf, dass vor allem Länder mit hohen Sparquoten tendenziell auch zu langfristigeren Finanzierungen neigen. In Ländern mit niedrigen Sparquoten wie Finnland oder dem Vereinigten Königreich dominieren hingegen kurzfristige Darlehen. Das Gesamtbild spricht also für systematische Unterschiede in den Finanzierungspräferenzen, die sich nicht allein auf die Frist beschränken.

In der ökonomischen Theorie wird neben dem Niveau des verfügbaren Einkommens und des bestehenden Vermögens das individuelle Sparverhalten

Sparquoten privater Haushalte

Abbildung 10

im Jahr 2012, in Prozent des Nettoeinkommens



Quelle: OECD, 2014

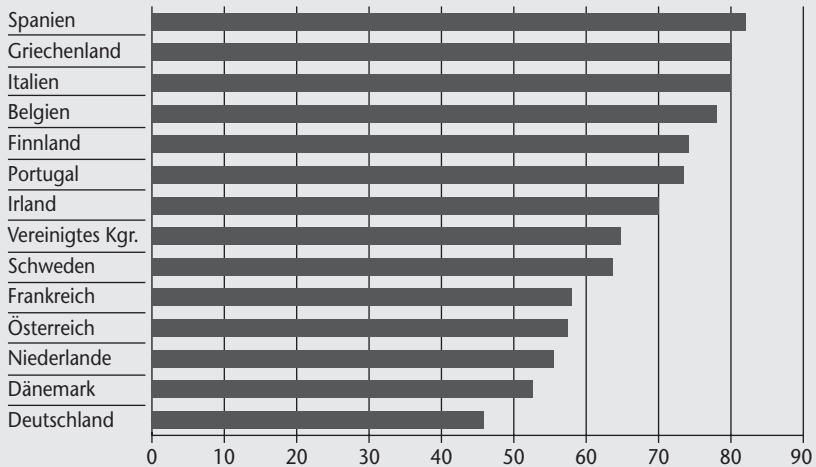
mitunter als ein Ausdruck der Vorsicht interpretiert. Je vorsichtiger, je risikoaverser eine Person ist, desto größer wird demnach der von ihr gesparte Anteil des verfügbaren Einkommens ausfallen (Ventura, 2007). Browning/Lusardi (1996) verweisen darauf, dass gerade die Unsicherheit bezüglich des Einkommens einen entscheidenden Einfluss auf die Höhe der Ersparnis hat. Nach den Ergebnissen einer aktuellen Umfrage sind für die meisten Sparer in Deutschland die Absicherung von unvorhergesehenen Ereignissen und die Altersvorsorge die wichtigsten Sparmotive (MEA, 2008).

Diese Neigung zu einer stärkeren Risikoabsicherung erscheint zunächst rein individuell, wird jedoch maßgeblich durch regionale und kulturelle Faktoren mitbeeinflusst. So wird das Sparen in jeder Gesellschaft anders bewertet und über die unterschiedlichen geltenden Maßstäbe erlernt. Einen Versuch, derartige kulturelle Unterschiede zu erfassen und messbar zu machen, liefern die GLOBE-Studien (Global Leadership and Organizational Behaviour Effectiveness), die 1993 an der Wharton School of Management an der University of Pennsylvania initiiert wurden. Zu den Dimensionen, die mit dem Projekt erfasst werden sollten, gehören unter anderem die Tendenz zur Unsicherheitsvermeidung, also der Grad, mit dem Menschen versuchen, Unsicherheiten zu vermeiden, sowie die Zukunftsorientierung des Handelns (House, 2004). Nach den Umfrageergebnissen aus 62 Ländern zu urteilen, weisen Befragte aus Deutschland eine überdurchschnittlich langfristige Zukunftsorientierung und zugleich eine stark ausgeprägte Unsicherheitsvermeidung auf. In den USA und

Wohneigentumsquoten

Abbildung 11

im Jahr 2010, in Prozent



Quelle: EMF, 2013

im Vereinigten Königreich fallen hingegen die Zukunftsorientierung kurzfristiger und die Ungewissheitsvermeidung deutlich geringer aus.

Neben kulturellen Normen und den teilweise daraus folgenden Präferenzen lassen sich zusätzlich je nach Marktgegebenheiten unterschiedliche Finanzierungsbedürfnisse nachweisen. Der Einfluss unterschiedlicher Bedürfnisse auf die jeweilige Nachfrage soll im Folgenden am Beispiel des privaten Immobilienfinanzierungsmarktes erläutert werden. Betrachtet man zunächst Länder mit überwiegend variabel verzinsten Hypothekendarlehen für Wohnungskäufe, fällt auf, dass sie meist durch sehr hohe Wohneigentumsquoten charakterisiert sind (Abbildung 11). In Irland, Italien und Spanien wohnten im Jahr 2010 über 70 Prozent der Haushalte im selbstgenutzten Wohneigentum. Auch im Vereinigten Königreich, in dem ebenfalls variable Darlehen dominieren, lebten mit knapp 65 Prozent überdurchschnittlich viele in den eigenen vier Wänden. Dies ist keineswegs zufällig, wie etwa Voigtländer (2013) herausstellt. Schließlich bestimmen die vorhandenen Alternativen, welche Art von Finanzierung passend ist.

Deutschland verfügt über einen sehr großen und attraktiven Mietwohnungsmarkt, der für alle Einkommensschichten entsprechende Angebote bietet. Rund ein Drittel der Haushalte mit einem verfügbaren Einkommen

von mehr als 3.000 Euro wohnt zur Miete, was die Attraktivität des Marktes unterstreicht. Junge Haushalte mieten daher in der Regel zunächst und auch die zweite oder dritte Wohnung wird oftmals angemietet. Erst wenn ein Haushalt dauerhaft an einem Standort bleiben will und wenn genügend Mittel gespart worden sind, um sich für ein günstiges Darlehen zu qualifizieren, wird eine Immobilie zur Selbstnutzung gekauft. Entsprechend gibt es in Deutschland auch keine Subprime-Märkte wie in anderen Ländern. Die Haushalte fragen nämlich keine Kredite mit Risikozuschlägen nach, da es stets eine Alternative zum Wohneigentum gibt.

Anders ist dies in Spanien, Irland oder auch im Vereinigten Königreich. Dort gibt es nur ein sehr kleines privates Mietwohnungsangebot und Sozialwohnungen sind aufgrund schlechter Qualität oftmals unattraktiv. Auch dies ist ein wesentlicher Unterschied zum deutschen Markt, in dem es für Sozialwohnungen hohe Standards gibt. Ist der Mietwohnungsmarkt klein, sind auch schon junge Haushalte auf den Eigentumserwerb angewiesen. Da absehbar ist, dass die erste Wohnung nicht lange bewohnt wird und schnell wieder verkauft werden muss, bieten sich variable Darlehen an, die den Vorteil haben, dass sie ohne zusätzliche Kosten schnell wieder getilgt werden können. Darüber hinaus sind sie im Durchschnitt günstiger, wobei der Spread zu festverzinslichen Darlehen aufgrund der gesetzlichen und marktlichen Rahmenbedingungen sehr stark schwanken kann.

Aufgrund der unterschiedlichen Wohnungsmärkte ergeben sich somit unterschiedliche Finanzierungspräferenzen: Während es sich die deutschen Haushalte leisten können, lange zu sparen und den Kauf erst dann zu tätigen, wenn eine langfristige Standortentscheidung getroffen ist, müssen Haushalte im Vereinigten Königreich oder in Spanien flexibel bleiben und sind darauf angewiesen, auch mit weniger Eigenkapital zu finanzieren. Dies wirkt sich auf die Kreditnachfrage und die Kreditgestaltung aus, die sich ihrerseits wiederum auf die Angebotsseite auswirken. So dürfte die Emission von Mortgage Backed Securities (MBS) im Vereinigten Königreich gerade deswegen so stark angestiegen sein, weil dort der Bedarf an kurz- bis mittelfristigen Refinanzierungen besonders hoch ist. In Deutschland dagegen ist die starke Rolle des Pfandbriefs unter anderem auch dem Wunsch nach einer besonders langfristigen Kreditvergabe geschuldet. Angebot und Nachfrage beeinflussen sich somit wechselseitig.

Es ist davon auszugehen, dass die private Immobilienfinanzierung allein aufgrund ihrer Größe die Refinanzierung und Kreditgestaltung in anderen Segmenten der Finanzierung (Unternehmen, Konsumenten, Staat) beein-

flusst. Allerdings spielen sicherlich weitere Faktoren, etwa die Risikoeinstellung und die Unternehmenskultur, eine Rolle. Grundsätzlich darf angenommen werden, dass sich Finanzierungssysteme langsam entwickeln, weil die Anpassung des Angebots an die Nachfrage und umgekehrt Zeit in Anspruch nimmt. Gerade die Bereitstellung von langfristigen Darlehen erfordert einen Lernprozess, wie im Weiteren noch gezeigt wird.

3.6 Fazit

In Kapitel 3 wurde die Bedeutung der Langfristfinanzierung für die Realwirtschaft am Beispiel des Wohnungsmarktes verdeutlicht. Hierzu wurden zunächst die Märkte für Wohnungsfinanzierung im internationalen Kontext verglichen und anschließend die Effekte unterschiedlicher Wohnungsfinanzierungssysteme dargestellt. Die Untersuchung zeigte wesentliche Unterschiede zwischen den europäischen Märkten bei der Zinsbindung, den Beleihungsläufen, den Tilgungsgewohnheiten und den Möglichkeiten zur Aufstockung des Kreditrahmens.

Fasst man die empirischen Befunde und Analysen zusammen, lässt sich feststellen, dass langfristige Zinsbindungen und eine insgesamt vorsichtiger Kreditvergabe die Wohnungsmärkte beruhigen. Die Schwankungen in den Märkten sind geringer und die Anfälligkeit für makroökonomische Schocks – also plötzliche Veränderungen des Zinses oder der Produktionsleistung – ist schwächer ausgeprägt. Dies wirkt sich positiv auf die Planungssicherheit der Marktakteure aus. Darüber hinaus wird die Wahrscheinlichkeit für spekulative Blasen reduziert. Diese entstehen vor allem dann, wenn die Marktakteure aufgrund vergangener starker Preisentwicklungen zu optimistischen Erwartungen über die Zukunft haben und nur noch deswegen kaufen, weil sie auf weiter steigende Preise setzen (Stiglitz, 1990). Entwickeln sich die Preise aber moderater und können die Haushalte erst gar nicht einen hohen Beleihungsauslauf zur Maximierung ihrer Rendite wählen, sinkt die Wahrscheinlichkeit der Bildung einer spekulativen Blase deutlich. Kulturelle Unterschiede sowie die Ausgestaltung der Märkte sorgen allerdings dafür, dass trotz dieser Vorteile nur in einem Teil der Märkte und Länder Langfristdarlehen dominieren. Nichtsdestotrotz erscheint es vor dem Hintergrund der bisherigen Analyse vor allem wegen der positiven Auswirkungen auf die Stabilität jedoch für alle Märkte geboten, zumindest das Potenzial an langfristigen Darlehen zu erhalten.

4

Bereitstellung von Langfristfinanzierung

Nachdem anhand des Wohnungsmarktes gezeigt wurde, welche Effekte die Langfristfinanzierung auf den Markt sowie die Volkswirtschaft insgesamt hat, soll im Folgenden diskutiert werden, wie Langfristfinanzierung unter den aktuellen Bedingungen angeboten werden kann. Hierzu fokussiert sich die Diskussion zunächst auf Banken, da Banken in der Volkswirtschaft die wichtigsten Kreditgeber sind. Darüber hinaus können ausgehend von der Diskussion um die Langfristfinanzierung durch Banken auch Kriterien abgeleitet werden, die andere Finanzintermediäre erfüllen müssen, um sich als verlässliche langfristige Kreditgeber zu qualifizieren.

In einem ersten Schritt wird die Rolle der Banken in der Volkswirtschaft diskutiert. Diese Diskussion ist wichtig, um Banken später von anderen Finanzintermediären wie etwa Versicherungen und Kreditfonds abzugrenzen. In einem zweiten Schritt wird geprüft, welche Möglichkeiten Banken zur Refinanzierung langfristiger Darlehen offenstehen. In einem weiteren Schritt wird dargelegt, wie sich die Langfristfinanzierung durch Banken historisch entwickelte und welche Schlussfolgerungen daraus für die aktuelle Diskussion gezogen werden können. Schließlich wird untersucht, inwiefern alternative Finanzintermediäre, etwa die im EU-Grünbuch vorgeschlagenen Versicherungen und Fonds, die Kreditvergabe durch Banken substituieren können. Ziel des vorliegenden Kapitels ist es, die Fähigkeit der verschiedenen Finanzintermediäre zur Langfristfinanzierung unter den bisherigen Rahmenbedingungen und auf Basis der jeweiligen Geschäftsmodelle zu diskutieren. In Kapitel 5 wird dann aufgezeigt, wie sich die Rahmenbedingungen unter den neuen Finanzmarktregeln (Basel III, Solvency II) verändern und welche Auswirkungen dies auf den Markt für Langfristfinanzierungen hat.

4.1 Volkswirtschaftliche Funktion von Banken

Banken spielen in der Volkswirtschaft eine bedeutende Rolle, was schon allein aufgrund ihrer Größe deutlich wird. Die Bilanzsumme der Banken in der Eurozone beträgt 30,7 Billionen Euro – dies entspricht rund dem 3,5-Fachen des BIP der Eurozone. Allein die Kredite für die private Wohnungsbaufinanzierung summieren sich auf 3,8 Billionen Euro in der Eurozone. Volkswirtschaftlich gesehen nehmen Banken im Kapitalmarkt eine Mittlerrolle zwischen Kreditnehmern und Sparern ein (Fama, 1980). Anleger, also etwa institutionelle

Investoren oder private Sparer, geben Banken Kapital aufgrund in Aussicht gestellter Erträge, welches die Banken dann an Kreditnehmer weiterreichen. Die Aufgaben der Banken enden allerdings nicht bei der reinen Weitergabe des Kapitals. Schließlich übernehmen die Banken auch eine Fristentransformation, indem sie etwa kurzfristige Geldanlagen in längerfristige Kredite umwandeln. Dies können die Banken vor allem dadurch erreichen, dass sie Anlagen und Kredite vieler Kunden managen und dabei breit diversifizieren.

Im Zuge der Finanzkrise ist aufgrund der Schieflage einzelner Institute die Fristentransformation in die Kritik geraten. So sind einige Banken illiquide geworden, weil Anleger kurzfristig erhebliche Summen aus dem Geldmarkt abgezogen haben und die Banken aufgrund der großen Unsicherheit nach der Insolvenz der Investmentbank Lehman Brothers nicht mehr bereit waren, anderen Banken Geld zu leihen (Admati/Hellwig, 2013). Somit wurde die Fristentransformation vereinzelt überzogen und die daraus entstehenden Liquiditätsrisiken wurden ignoriert, weshalb das Liquiditätsmanagement in Basel III eine bedeutende Rolle einnimmt (vgl. Kapitel 5.1). Es darf aber auch nicht übersehen werden, dass die Fristentransformation gerade für die Bereitstellung langfristiger Finanzierungen eine große Bedeutung hat. Schließlich gibt es zwar einen breiten Bedarf an langfristigen Finanzierungen, jedoch ist nur ein Teil der Anleger bereit, sich langfristig zu binden, was unter anderem an den Zinsänderungsrisiken liegt.

Darüber hinaus ist die Risikoanalyse und Risikoüberwachung eine wichtige Aufgabe der Banken. So nehmen Banken Bonitätsprüfungen vor, womit sie in der Lage sind, Kredite entsprechend den eingegangenen Risiken zu bepreisen. Schließlich übernehmen sie die laufende Überwachung der Kreditausfallrisiken, was zum einen die Möglichkeit frühzeitiger Interventionen eröffnet, zum anderen aber auch aufseiten der Banken die Bildung von Rückstellungen initiiert, sodass tatsächlich eintretende Ausfälle besser verkraftet werden können. Generell gilt, dass das Bankgeschäft durch Skaleneffekte (Größenvorteile) gekennzeichnet ist. Je mehr Kredite eine Bank vergibt, desto besser kann sie die Kreditrisiken einstufen und desto besser kann sie die Ausfallrisiken diversifizieren. Außerdem ist auch für die Fristentransformation eine kritische Größe notwendig, um die Risiken kurzfristigen Kapitalabzugs moderieren zu können.

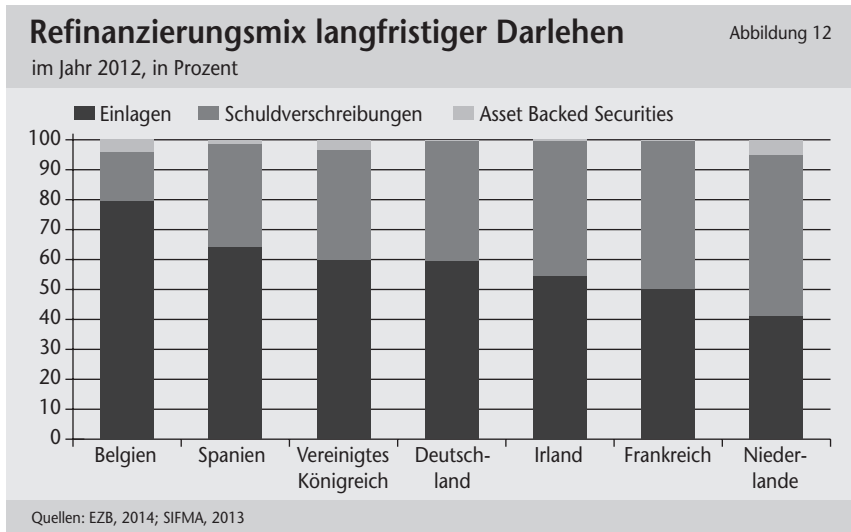
Die skizzierten Funktionen der Banken spielen gerade für die Langfristfinanzierung eine große Rolle. Je länger die Laufzeit, desto schwerer lassen sich Ausfallrisiken prognostizieren und bewerten. Vor diesem Hintergrund kommt der Erfahrung der Banken in der Bonitätsprüfung eine noch wichtigere

Rolle zu. Darüber hinaus erhält die Fristentransformation eine entscheidende Bedeutung, da nicht alle Anleger bereit sind, ihr Kapital langfristig zu binden. Eine weitere entscheidende Größe ist jedoch die Refinanzierung, also die Frage, wie Banken ihre Passivseite gestalten. Schließlich gilt, dass Banken umso leichter langfristig finanzieren können, je langfristiger ihnen selbst Kapital zur Verfügung gestellt wird. Daher wird der Refinanzierung im Folgenden ein eigener Abschnitt gewidmet.

4.2 Refinanzierung von Banken

Die Fristentransformation ist eine wichtige Aufgabe der Banken und für die Bereitstellung der Langfristfinanzierung essenziell, jedoch sind der Fristentransformation im Sinne der Finanzstabilität Grenzen gesetzt. Dies zeigen gerade die Erfahrungen der Finanzkrise. Nur kurzfristig und volatil verfügbare Refinanzierungen sind daher grundsätzlich nicht für die Refinanzierung langfristiger Darlehen geeignet. Typische Formen der Refinanzierung von langfristigen Darlehen sind dagegen Einlagen der Kunden, Schuldverschreibungen und Verbriefungen. Diese Refinanzierungsformen sind in fast allen europäischen Ländern gebräuchlich, werden aber in sehr unterschiedlichem Umfang genutzt, wie Abbildung 12 deutlich macht.

Dominierend in den meisten Ländern sind Einlagen von Haushalten, welche unter anderem Sichteinlagen auf Girokonten, Sparbüchern und Sparbriefen mit fester Anlagedauer umfassen. Insbesondere in Belgien und



Spanien hat diese Refinanzierungsform ein sehr hohes Gewicht, aber auch in anderen Ländern ist der Anteil der Einlagen im Refinanzierungsmix sehr groß. Einen hohen Stellenwert hat darüber hinaus in vielen Ländern die Refinanzierung über Schuldverschreibungen. Dabei leihen sich die Banken am Kapitalmarkt liquide Mittel, die sie dann in Form von Krediten an die Kunden weitergeben. Vor allem in den Niederlanden und in Frankreich ist der Anteil der Schuldverschreibungen relativ groß. Eine besondere Rolle gerade für die Langfristfinanzierung nehmen gedeckte Schuldverschreibungen ein, bei denen das Ausfallrisiko besonders gering ist. Schließlich stehen für die längerfristige Kreditvergabe auch Verbriefungen zur Verfügung, also Forderungen, die mit Zahlungsverpflichtungen aus Krediten unterlegt sind und am Kapitalmarkt als Asset Backed Securities (ABS) gebündelt verkauft werden. Nach Abbildung 12 spielt diese Refinanzierungsform im Vergleich zu den beiden anderen kaum eine Rolle. Allerdings wird das Bild noch durch die Folgen der Finanzkrise verzerrt, in der gerade der Verbriefungsmarkt starke Einbußen erlebt hat (Jäger/Voigtländer, 2007). Vor 2007 hatte der Verbriefungsmarkt in einigen Ländern, etwa im Vereinigten Königreich oder in Irland, eine deutlich größere Bedeutung und es ist nicht auszuschließen, dass die Bedeutung auch wieder zunimmt.

Im Weiteren werden diese Refinanzierungsformen kurz erläutert und dahingehend analysiert, inwiefern sie zur Langfristfinanzierung beitragen können. Schließlich wird auch auf die Bedeutung des Refinanzierungsmixes eingegangen.

4.2.1 Einlagen

Die Refinanzierung von Darlehen über Einlagen ist nicht nur in Europa, sondern auch weltweit die wichtigste Form der Refinanzierung (CGFS, 2006). Schließlich ist die Einlagenfinanzierung die traditionellste Form der Refinanzierung. Dabei werden die Einlagen direkt an die Kreditnehmer unter Berücksichtigung einer Marge weitergegeben. Da Spareinlagen jedoch in der Regel variabel verzinst werden, ist es zunächst naheliegend, auch die Kredite variabel zu verzinsen. Hilfreich für die Transformation von Einlagen in die langfristige festverzinsliche Kreditvergabe ist es daher, wenn die Spareinlagen entweder ebenfalls festverzinslich angelegt werden oder aber die Risiken der Transformation gering sind. Schließlich trägt eine Bank ein erhebliches Zinsänderungsrisiko, wenn sie langfristige festverzinsliche Darlehen mit variablen Einlagen refinanziert. Entsprechend stellt sich die Frage, wie groß die Volatilität der Zinsen ist. In jedem Fall ist der Einlagenvertrag ein unvollständiger Vertrag.

Zunächst kann der Anteil festverzinslicher Spareinlagen untersucht werden. Hier ist die Statistik insgesamt unbefriedigend, da nicht für alle Länder festverzinsliche Spareinlagen ausgewiesen werden und für diejenigen, bei denen es entsprechende Angaben gibt, nur Spareinlagen mit einer Zinsbindung von mehr als zwei Jahren erfasst werden. Betrachtet man für ausgewählte europäische Länder den Anteil der festverzinslichen Spareinlagen an allen Einlagen, liegt der Anteil zwischen 7,7 und 17,7 Prozent. Sowohl der Anteil als auch die Streuung der langfristigen Anlagen ist damit gering. Im Vereinigten Königreich ist der Anteil mit 7,7 Prozent besonders klein. In Deutschland und Frankreich sind die Werte mit 12,2 beziehungsweise 13,9 Prozent deutlich größer; Spanien weist mit einem Anteil von 17,7 Prozent den höchsten Anteilswert langfristiger Spareinlagen auf.

Ein weiterer Aspekt ist die Stabilität der vorhandenen Einlagen. Schwanken die Einlagen der Haushalte aufgrund von Abhebungen oder Verschiebungen auf andere Anlagen im Zeitablauf sehr stark, wird die Transformation in die langfristige Kreditvergabe erschwert. Vor allem wenn sich viele Haushalte gleichgerichtet verhalten, können für die Banken Liquiditätsrisiken entstehen. In diesem Fall kann zwar kurzfristig über den Geldmarkt die Einlagenrefinanzierung ergänzt werden, allerdings können die daraus folgenden höheren Kosten nur bei variabel verzinslichen Darlehen an die Kunden weitergegeben werden. Auch hier gibt es nur wenige Unterschiede zwischen den Ländern. Über alle betrachteten Länder hinweg liegt der Variationskoeffizient (Standardabweichung vom Mittelwert) des Einlagenvolumens zwischen 10,7 Prozent im Vereinigten Königreich und 18,7 Prozent in Belgien. Gerade dort, wo überwiegend variabel verzinst wird, ist die Schwankung besonders niedrig, während in einem Land mit typischerweise langfristigen Zinsbindungen die Schwankungen besonders hoch sind. Die Unterschiede sind insgesamt aber eher moderat. In Frankreich und Deutschland beträgt der Variationskoeffizient 11,6 beziehungsweise 11,9 Prozent.

Es ergeben sich somit keine systematischen Unterschiede bezüglich der Zinsfestschreibungen der Spareinlagen und der Volatilität der Spareinlagen. Eine weitere wichtige Voraussetzung für die Transformation von Spareinlagen in langfristige festverzinsliche Darlehen ist die Begrenzung des Zinsänderungsrisikos. Daten über kurzfristige Zinsen sind international oftmals schwer zu vergleichen und selten für längere Zeiträume verfügbar. Typischerweise ändern sich nominale kurzfristige Zinsen jedoch mit der Inflation, da für Anleger die reale Verzinsung entscheidend ist. Entsprechend sind Veränderungen der Verbraucherpreise ein guter Indikator für die Schwankungen der Zinsen.

Nach eigenen Berechnungen auf Basis von OECD-Statistiken (OECD, 2014) ist die Standardabweichung der Inflation in vielen Ländern mit überwiegend variablen Zinsen tatsächlich höher als in Ländern mit überwiegend festverzinslichen Darlehen. So beträgt die Standardabweichung der Inflation zwischen 1980 und 2013 in Deutschland nur 1,5 Prozentpunkte, im Vereinigten Königreich dagegen 3,4 Prozentpunkte und in Spanien sogar 4 Prozentpunkte. Allerdings ist die Standardabweichung der Inflation in Frankreich mit 3,5 Prozentpunkten noch höher als im Vereinigten Königreich. Insgesamt haben sich jedoch in Europa die Inflationsraten aufgrund der europäischen Integration und der gemeinsamen Geldpolitik seit den 1990er Jahren deutlich angenähert. Damit sind auch die Möglichkeiten der festverzinslichen Darlehensvergabe gestiegen, auch wenn diese Potenziale in einigen Ländern offensichtlich nicht genutzt wurden.

4.2.2 Schuldverschreibungen

Schuldverschreibungen beziehungsweise Bankschuldverschreibungen sind in vielen Ländern ein sehr gebräuchliches Refinanzierungsinstrument für Banken. In der EZB-Statistik wird aber nicht zwischen Bankschuldverschreibungen und gedeckten Schuldverschreibungen unterschieden, die jedoch wesentliche Unterschiede aufweisen. Bankschuldverschreibungen stellen letztlich Anleihen dar, das heißt, die Bank leiht sich am Finanzmarkt Kapital zur Vergabe von Krediten oder zur Finanzierung anderer Aktivitäten. Hierfür erhalten die Investoren eine Verzinsung ihres eingesetzten Kapitals in Abhängigkeit von der Bonität der Bank und der Laufzeit der Anleihe. Generell erlauben Schuldverschreibungen eine fristenkongruente Refinanzierung der Kreditvergabe, weshalb sie eine naheliegende Refinanzierung für langfristige Darlehen darstellen. Dies setzt aber auch entsprechende Laufzeiten der Schuldverschreibungen voraus.

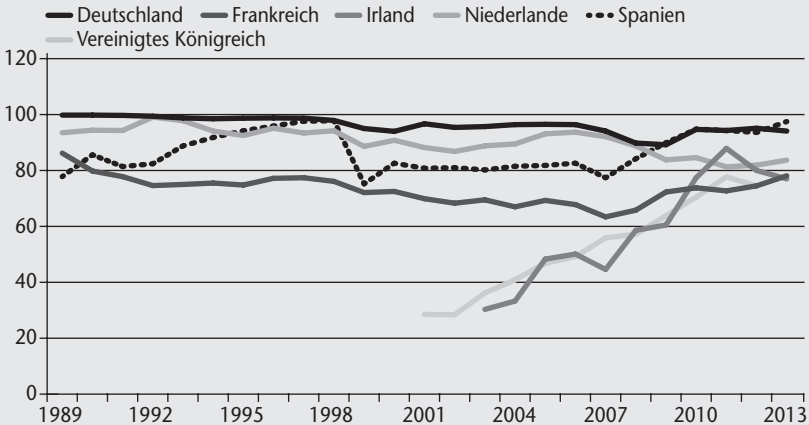
Wie ein Blick in die EZB-Statistik jedoch zeigt, hat ein Teil der Schuldverschreibungen eine Laufzeit von unter einem Jahr und eignet sich damit nur bedingt zur Refinanzierung langfristiger Darlehen. Gerade im Vereinigten Königreich oder in Irland gibt es erst seit einigen Jahren einen Trend zu längeren Laufzeiten. In Deutschland dagegen haben durchschnittlich deutlich über 90 Prozent der Schuldverschreibungen eine Laufzeit von über einem Jahr (Abbildung 13).

Eine genauere Unterteilung der Laufzeiten bietet die EZB-Statistik leider nicht an. In Europa insgesamt (EU-27) liegt der Anteil der Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als zehn Jahren allerdings bei 47 Prozent.

Schuldverschreibungen von Banken

Abbildung 13

mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr, Anteil an allen Schuldverschreibungen, in Prozent



Quelle: EZB, 2014

Generell stellen Bankschuldverschreibungen eine sehr flexible Refinanzierungsform dar. So können Bankschuldverschreibungen leicht emittiert und für die Refinanzierung vielfältiger Aktivitäten genutzt werden. Sie können beispielsweise auch für die langfristige Refinanzierung von Unternehmenskrediten oder Studentenkrediten verwendet werden. Unter den geplanten Finanzmarktregulierungen wird die Bedeutung der Bankschuldverschreibungen jedoch wahrscheinlich erheblich zurückgehen (vgl. Kapitel 5).

4.2.3 Gedeckte Schuldverschreibungen

Ein wesentlicher Grund für den höheren Anteil längerfristiger Schuldverschreibungen in Kontinentaleuropa gegenüber den angelsächsischen Staaten dürfte in der Verbreitung von gedeckten Schuldverschreibungen (Covered Bonds) liegen. Gedeckte Schuldverschreibungen unterscheiden sich gegenüber den ungedeckten Schuldverschreibungen oder Bankschuldverschreibungen darin, dass die Ansprüche des Gläubigers nicht nur durch den Rückgriff auf die Bank, sondern auch auf die dahinterstehenden Deckungswerte geschützt werden. Im Fall von Hypothekendarlehen sind dies die zugrunde liegenden Rückzahlungen der Kreditnehmer und im Fall von Staatsfinanzierungen der Rückgriff auf die Rückzahlungen des Staates. Durch diesen doppelten Rückgriff steigt die Sicherheit der Investoren an, da auch im Fall einer Insolvenz die Ansprüche geschützt sind. Dies erleichtert längerfristige Anlagen der

Investoren. Weiterhin sind gedeckte Schuldverschreibungen durch folgende Charakteristika gekennzeichnet (Martín et al., 2014):

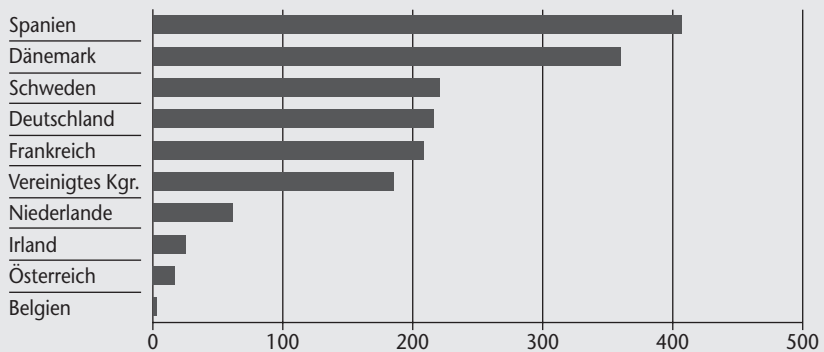
- Die zugrunde liegenden Sicherheiten verbleiben in der Bilanz der Bank. Daher hat die Bank weiterhin ein Interesse daran, dass Ausfälle ausbleiben, sodass die Kreditbeziehungen entsprechend überwacht und gepflegt werden. Anders als bei Verbriefungen entsteht daher eine Interessenharmonisierung zwischen Bank und Investor (Bernanke, 2009).
- Der Wert der Sicherheiten übersteigt den Wert des Covered Bonds (over-collateralized), sodass eine zeitnahe Bedienung von Zinszahlungen und Rückzahlungen jederzeit möglich sein sollte, auch im Fall der Insolvenz des Emittenten.
- Die Zusammensetzung des Sicherheitenpools ist dynamisch, das heißt, dass vorzeitig zurückgezahlte oder ausgefallene Kredite durch andere ersetzt werden.

Gedeckte Schuldverschreibungen sind in Europa weit verbreitet. Neben Frankreich, Deutschland und Schweden ist diese Form der Refinanzierung vor allem in Dänemark und Spanien von großer Bedeutung (Abbildung 14). Berücksichtigt man neben den gedeckten Schuldverschreibungen auf Basis von Hypothekendarlehen auch solche zur Staatsfinanzierung, liegt der Anteil der gedeckten Schuldverschreibungen an allen von Banken emittierten gedeckten und ungedeckten Schuldverschreibungen in Deutschland bei 42 Prozent und in Frankreich bei 28 Prozent. Noch deutlich höher ist der Anteil in Spanien.

Ausstehende gedeckte Schuldverschreibungen (Hypothekendarlehen)

Abbildung 14

im Jahr 2012, in Milliarden Euro



Quelle: ECBC, 2014

Gedekte Schuldverschreibungen sind zwar ein Sammelbegriff für doppelt gesicherte Bankschuldverschreibungen, aber sie differieren zwischen den einzelnen Märkten beträchtlich. Zu unterscheiden sind zum einen Länder, in denen es ein gesetzliches Regelwerk für die Emission von gedeckten Schuldverschreibungen gibt, und zum anderen solche, in denen Covered Bonds auf privatrechtlicher Basis fußen. Zur ersten Kategorie zählen zum Beispiel Deutschland und Frankreich, in denen die gesetzlichen Grundlagen bis ins 19. Jahrhundert zurückreichen (Stöcker, 1998). Zur zweiten Kategorie gehören Länder wie etwa das Vereinigte Königreich oder die Niederlande, in denen auf privatrechtlicher Grundlage gedeckte Schuldverschreibungen emittiert werden. Im Vereinigten Königreich gibt es erst seit 2008 diese Refinanzierungsform. Außerdem unterscheiden sich die Standards sehr stark. So beträgt der maximale Fremdkapitalanteil bei deckungsfähigen Hypothekendarlehen in Deutschland 60 Prozent des Beleihungswerts, in Frankreich und Spanien sind es dagegen 80 Prozent. Im Vereinigten Königreich sind sogar noch höhere Beleihungen deckungsstockfähig. Diese unterschiedlichen Standards wirken sich auch auf die Renditen aus, die in Deutschland deutlich unterhalb der Werte in Frankreich, Spanien und im Vereinigten Königreich liegen. Auch unter Berücksichtigung landesspezifischer Risikoprämien bleiben die Refinanzierungskosten mit gedeckten Schuldverschreibungen in Deutschland signifikant unter dem Niveau der anderen Staaten (Packer et al., 2007). Darüber hinaus zeigen sich insbesondere in schwierigen Marktsituationen große Renditeunterschiede zwischen deutschen und spanischen gedeckten Schuldverschreibungen (Prokopcuk/Vonhoff, 2012).

Die unterschiedlichen Standards wirken sich aber nicht auf die Laufzeiten der gedeckten Schuldverschreibungen aus. Eine Erhebung auf Basis der Datenbank Bloomberg belegt, dass die Restlaufzeiten weitestgehend vergleichbar sind. In Deutschland und Spanien betragen die durchschnittlichen Restlaufzeiten etwa vier Jahre, in Frankreich und dem Vereinigten Königreich sogar rund sieben Jahre, wobei jedoch gerade im Vereinigten Königreich noch relativ wenige gedeckte Schuldverschreibungen gehandelt werden. Berücksichtigt man jedoch, dass sich der Markt für gedeckte Schuldverschreibungen sehr dynamisch entwickelt, steht in allen betrachteten Ländern über diese Refinanzierungsform den Banken eine Möglichkeit der weitestgehend fristenkongruenten Finanzierung langfristiger Darlehen offen. Zwar können gedeckte Schuldverschreibungen nur für die Finanzierung einiger langlebiger Wirtschaftsgüter wie Immobilien und Schiffe verwendet werden, allerdings deckt dies bereits einen Großteil der Langfristfinanzierung ab. Darüber hinaus können über Structured Covered

Bonds gedeckte Schuldverschreibungen auch für andere Finanzierungen, wie etwa Unternehmen oder Infrastruktur, emittiert werden. Diese Structured Covered Bonds fußen nicht auf gesetzlichen Grundlagen, sondern auf privatrechtlichen Gestaltungen. Vor allem im Vereinigten Königreich gewinnt diese Form der gedeckten Schuldverschreibungen an Marktbedeutung.

4.2.4 Verbriefungen

Wie gezeigt spielt der Verbriefungsmarkt im aktuellen Refinanzierungsmix der Banken nur eine untergeordnete Rolle. Dies darf aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass Verbriefungen für die Refinanzierung sehr relevant sein können. So wurden im Vorfeld der Finanzkrise viele Kredite in Irland, Spanien oder im Vereinigten Königreich über Verbriefungen refinanziert.

Im Jahr 2009 erreichte der Wert der ausstehenden RMBS (Residential Mortgage Backed Securities) einen bisherigen Höhepunkt mit 505 Milliarden Euro. Damit hatte der Markt für diese Form der Verbriefung ein größeres Volumen als der Markt für gedeckte Schuldverschreibungen in Deutschland oder Frankreich. Bedingt durch die Finanzkrise ist das Volumen jedoch deutlich zurückgegangen und auch am aktuellen Rand ist das Emissionsvolumen noch relativ gering.

Asset Backed Securities (ABS) bieten grundsätzlich ein geringeres Sicherheitsniveau als gedeckte Schuldverschreibungen. Dies liegt zunächst daran, dass die Bank ihre Forderungen am Kapitalmarkt verkauft und im Fall des Zahlungsausfalls kein Zugriff auf die Bank möglich ist. Die Anleger müssen ihre Ansprüche daher aus dem in der Regel statischen Sicherheitenpool bedienen. Weiterhin ist der Markt wenig transparent und standardisiert, sodass immer die Gefahr unzureichender vertraglicher Gestaltungen bleibt. Außerdem hat die verkaufende Bank kein Interesse mehr an der Überwachung des Kreditausfallrisikos. Dadurch ist die Gefahr eines Zahlungsausfalls bei verbrieften Darlehen höher als bei solchen, die durch Einlagen oder Schuldverschreibungen refinanziert sind. Die hieraus resultierenden Vertrauensprobleme kann die Bank letztlich nur dadurch lösen, dass sie einen Teil der Tranchen selbst hält, wozu sie regulatorisch aber künftig auch verpflichtet ist.

In der Konsequenz sind die Renditen von ABS in der Regel höher als die von gedeckten Schuldverschreibungen. Nichtsdestotrotz können Verbriefungen aber eine wichtige Quelle für die Refinanzierung langfristiger Darlehen darstellen, vor allem wenn es gelingt, den Markt durch eine Verbesserung der Transparenz zu reanimieren. Zwar sind die Laufzeiten typischerweise kürzer als bei gedeckten Schuldverschreibungen, dafür ist der Anwendungsbereich

aber weniger restriktiv (Voigtländer et al., 2013). Insbesondere können ABS auch zur langfristigen Refinanzierung von Autokrediten oder Bildungsfinanzierungen verwendet werden. In diesem Zusammenhang sprechen sich auch die Europäische Zentralbank (EZB) und die Bank of England (BoE) in einem Diskussionspapier dafür aus, den Markt für Kreditverbriefungen durch eine robustere und transparentere Struktur wiederzubeleben (BoE/ECB, 2014). Neben der Transparenz setzt eine Wiederbelebung des ABS-Marktes jedoch auch einen entsprechenden regulatorischen Rahmen voraus (vgl. Kapitel 5).

4.2.5 Vorteile des Refinanzierungsmixes

Wie die Ausführungen gezeigt haben, verfügen Banken über ein breites Instrumentarium zur Finanzierung von langfristigen Darlehen. Dieser Refinanzierungsmix wird zwar aufgrund unterschiedlicher Geschäftsmodelle nicht von allen Banken genutzt, aber er steht prinzipiell allen Banken offen. So spezialisieren sich in Deutschland beispielsweise Sparkassen und Genossenschaftsbanken auf die Refinanzierung durch Einlagen, während etwa Realcreditinstitute sich primär durch die Emission von gedeckten und ungedeckten Schuldverschreibungen refinanzieren. Möglich ist aber auch eine Öffnung für andere Refinanzierungsformen, soweit es die Marktsituation erfordert. Dies ist ein Wert an sich, denn der Zugang zu verschiedenen Refinanzierungen trägt deutlich zur Stabilität der Langfristfinanzierung bei. Ebenso wie es für Investoren vorteilhaft ist, das Kapital auf verschiedene Anlagen zu verteilen, ist es auch für Finanzierer besser, auf mehrere Refinanzierungen zugreifen zu können. Schließlich können damit Risiken aus der Refinanzierung gestreut werden. Darüber hinaus können Banken im Fall von kurzfristigen Refinanzierungsengpässen auch auf Mittel der Zentralbank, des Geldmarktes oder des Interbankenmarktes zurückgreifen, wodurch die Kreditvergabe auch in schwierigeren Zeiten ermöglicht werden kann. Zudem steht allen Banken natürlich die Refinanzierung über Eigenkapital offen.

Der Refinanzierungsmix allein wird zwar Krisen wie die Finanzkrise 2008 nicht verhindern, aber immerhin stellt er ein Puzzleteil zur Erhöhung der Finanzstabilität und der Stetigkeit der langfristigen Kreditvergabe dar. Entsprechend zeigt sich in allen Ländern eine zunehmende Diversifikation der Refinanzierung. Beispiele hierfür sind etwa der Aufbau des Covered-Bond-Marktes im Vereinigten Königreich oder die zunehmende Beantragung von Pfandbrieflizenzen durch Universalbanken in Deutschland. Auch die Bestrebungen zur Revitalisierung des Verbriefungsmarktes sind unter dem Aspekt der Diversifikation zu sehen. Hervorzuheben ist darüber hinaus, dass in allen

Ländern Banken Möglichkeiten zur Refinanzierung von langfristigen Darlehen offenstehen. Zwar gibt es aufgrund der skizzierten kulturellen und institutionellen Rahmenbedingungen teilweise nur eine geringe Nachfrage nach langfristigen Darlehen. Angebotsseitig könnten solche Darlehen jedoch bereitgestellt werden. Bewusste Verlagerungen der Kreditvergabe auf andere Finanzintermediäre erscheinen daher auch aus dieser Perspektive wenig erfolgversprechend.

4.3 Alternative Langfristfinanzierer

Banken sind bislang die wichtigsten Anbieter von langfristigen Finanzierungen und haben hierfür über die verschiedensten Refinanzierungsmöglichkeiten das größte Potenzial – auch in den Ländern, in denen bislang der Anteil langfristiger Kredite relativ gering ist. Dies erkennt die EU-Kommission in einer aktuellen Publikation grundsätzlich an (EU-Kommission, 2014). Nichtsdestotrotz ist es jedoch das Anliegen der EU-Kommission, andere Anbietergruppen für die Langfristfinanzierung zu gewinnen. Dies soll dazu dienen, sowohl das Potenzial für die Langfristfinanzierung zu erhöhen als auch die Finanzstabilität zu stärken. Vorgeschlagen werden hierfür von der EU-Kommission Versicherungen, Pensionsfonds, Kreditfonds und das sogenannte Crowdfunding. Die Rolle dieser anderen Finanzintermediäre in der Langfristfinanzierung wird im Weiteren diskutiert. Dabei wird wie bei Banken zunächst vom Status quo ausgegangen, womit die Folgen der neuen Finanzregulierungen noch unberücksichtigt bleiben. Schließlich geht es darum, das generelle Potenzial und die Fähigkeit zur Langfristfinanzierung zu diskutieren.

4.3.1 Crowdfunding

Banken übernehmen im Finanzmarkt eine Mittlerrolle und führen Anleger und Kreditnehmer zusammen. Theoretisch bedarf es jedoch keines Mittlers, da Anleger und Kreditnehmer auch direkt interagieren können. Dies wird beispielsweise über das sogenannte Crowdfunding versucht. Dabei finden sich potenzielle Kreditnehmer und Kreditgeber auf Internetplattformen und versuchen, Geld ohne Banken zu leihen beziehungsweise zu verleihen. Vordergründig entsteht dabei ein Kostenvorteil, weil die Kosten der Bank als Mittler entfallen. Tatsächlich sind die Kreditkosten jedoch in der Regel höher als bei Banken. Dies liegt an den größeren Unsicherheiten für den privaten Kreditgeber im Vergleich zu einer Bank. Ein privater Kreditgeber kann die Bonität des Kreditnehmers nicht einschätzen. Er kann sich keine Auskunft

aus einer zentralen Kreditausfallkartei geben lassen und in der Regel erhält er auch keine Übersicht über den finanziellen Hintergrund des Kreditnehmers. Und selbst wenn diese Informationen vorhanden sind, ist es fraglich, ob der private Geldgeber diese Informationen auch richtig deuten und beurteilen kann, da ihm die Erfahrung und auch die Vergleichsmöglichkeiten fehlen. Darüber hinaus muss er damit rechnen, dass der Kreditnehmer nur deshalb eine Crowdfunding-Plattform nutzt, weil sein Kreditanliegen bei einer regulären Bank abgewiesen wurde. Entsprechend benötigt der private Kreditgeber eine hohe Risikoprämie, um bereitwillig Geld zu verleihen, was den Markt für Kreditnehmer wiederum unattraktiver macht.

Hinzu kommt, dass private Kreditgeber mögliche Verluste relativ gesehen stärker treffen als Banken. Schließlich können Banken über eine Vielzahl von Krediten die Risiken streuen. Private Kreditgeber können dagegen kaum oder nur in deutlich geringerem Maße diversifizieren, sodass einzelne Verluste sie viel stärker beeinträchtigen. Zudem ist der Ertrag über den Zins fixiert. Jegliche Risiken gehen also zulasten des Kreditgebers, an den Chancen partizipiert er hingegen nicht. Auch dies reduziert die Bereitschaft zur privaten Kreditvergabe beziehungsweise führt zu hohen Risikoaufschlägen. Je höher jedoch der Risikoaufschlag ist, umso höher ist das Risiko, dass nur für sehr riskante Projekte im privaten Finanzierungsmarkt Geldgeber gesucht werden. Auch während der Kreditphase hat der private Kreditgeber strukturelle Nachteile gegenüber einer Bank. Eine fortlaufende Überwachung des Kreditrisikos ist kaum möglich, da der private Geldgeber in der Regel keine Informationen erhält. Darüber hinaus fehlt es privaten Geldgebern wiederum an Erfahrungen und Vergleichsdaten, um beurteilen zu können, wie sich etwa Veränderungen in der Gesamtwirtschaft auf die Kreditausfallwahrscheinlichkeit auswirken.

All dies führt letztlich dazu, dass ein privater Kreditfinanzierungsmarkt, trotz vielerlei Kritik an Banken im Zuge der Finanzkrise, allenfalls ein Nischendasein führt und entsprechende Plattformen wie „smava“ in Deutschland sogar auch klassische Bankkredite anbieten. Lediglich der Markt für Gründungsfinanzierungen, bei denen die Unternehmen aber Eigenkapitalgeber anstatt Fremdkapitalgeber suchen, ist etwas größer. Allerdings beträgt auch hier der Marktanteil selbst in etablierten Märkten wie den USA weniger als 1 Prozent (Best et al., 2013).

Die Diskussion des Crowdfundings zeigt daher in erster Linie die Stärke von Banken auf. Schließlich sind Banken darauf spezialisiert, Risiken einzuschätzen und zu überwachen. Die Diskussion macht auch deutlich, dass für

eine effiziente Kreditvergabe eine Mindestgröße notwendig ist, um Risiken diversifizieren zu können. Dies sind Aspekte, die – wenn auch in schwächerer Form – auch bei den anderen Nichtbanken zu berücksichtigen sind.

4.3.2 Versicherungen und Einrichtungen der betrieblichen Altersvorsorge

Versicherungen und Anbieter betrieblicher Altersvorsorge, etwa Pensionsfonds oder Pensionskassen, erhalten laufend Kapital von ihren Kunden, das sie dann am Kapitalmarkt anlegen können, um eine möglichst hohe Rendite bei angemessenem Risiko für ihre Kunden zu erhalten. Im Leistungsfall, also in der Regel zum Zeitpunkt des Renteneintritts, müssen die Anlagen dann wieder liquidiert werden. Insbesondere Lebensversicherer und eben Einrichtungen der betrieblichen Altersvorsorge haben einen entsprechend langen Anlagehorizont, weshalb sich diese Finanzintermediäre zunächst einmal für Langfristfinanzierungen grundsätzlich eignen.

Tatsächlich sind Versicherungen und ähnliche Kapitalsammelstellen schon heute wichtige Kreditgeber für den Staat und auch die Immobilienwirtschaft. Insgesamt beläuft sich das Volumen der ausstehenden langfristigen Finanzierungen der Versicherer und der Anbieter betrieblicher Altersvorsorge in der Eurozone auf 372 Milliarden Euro (Ende 2013). Diese Anbietergruppe stellt damit nach den Banken die zweitwichtigste Kreditgebergruppe dar. Allerdings ist der Anteil an der gesamten Kreditvergabe in der Eurozone nichtsdestotrotz gering. Schließlich betrug der Wert der ausstehenden Kredite der Banken Ende 2013 rund 5,25 Billionen Euro. Selbst unter Berücksichtigung der kurzfristigen Kredite der Versicherungen und der Träger betrieblicher Altersvorsorge liegt der Anteil damit bei etwa 8,4 Prozent.

Aufschlussreich ist darüber hinaus die Stellung der Langfristfinanzierung im Portfolio der Versicherungen. Insgesamt belief sich die Bilanzsumme der Versicherungen und der Träger der betrieblichen Altersvorsorge auf 8 Billionen Euro im Jahr 2013. Somit wurden nur gut 4,5 Prozent der verfügbaren Mittel für Langfristfinanzierungen verwendet. Nach Angaben der EZB ist dieser Anteil seit einigen Jahren konstant, während trotz der Staatsschuldenkrise der Anteil der Staatspapiere, ausgehend von einem deutlich höheren Niveau, noch gestiegen ist (EZB, 2014).

Insgesamt beträgt der Anteil aller Anleihen am Portfolio der betrachteten Kapitalsammelstellen zwischen 35 und 39 Prozent. Vordergründig kann man daher argumentieren, dass es für die Versicherungen und die Träger betrieblicher Altersvorsorge möglich wäre, den Anteil der Langfristfinanzierung durch eine Umschichtung im Portfolio zu erhöhen. Schließlich gewähren

Anleihen ebenso wie Kredite einen kontinuierlichen Zahlungsstrom und eine feste Verzinsung des Kapitals. Dass aus Sicht der Altersvorsorgeanbieter Anleihen gegenüber der Kreditvergabe bevorzugt werden, fußt jedoch auf einer Reihe von wichtigen Unterschieden:

- Ein wichtiges Anlagekriterium für Altersvorsorgeanbieter ist die Fungibilität der Anlagen. Anleihen lassen sich am Kapitalmarkt jederzeit wieder veräußern, wodurch Portfolios flexibel an Marktveränderungen angepasst werden können. Bei langfristigen Finanzierungen ist das Kapital hingegen entsprechend gebunden.
- Kredite unterliegen typischerweise Ausfallrisiken, gegen die man sich am Kapitalmarkt kaum versichern kann. Die Begrenzung des Ausfallrisikos erfordert zum einen eine breit diversifizierte Kreditvergabe über verschiedene Länder und Wirtschaftszweige hinweg und zum anderen die genaue Einstufung und Beobachtung des Kreditrisikos der Kreditnehmer. Beides lohnt sich jedoch nur, wenn die Kreditvergabe stark ausgeweitet wird, wobei die Altersvorsorgeanbieter in den meisten Fällen auch keine Expertise in der Bonitätsprüfung haben.
- Die Kreditvergabe verlangt den Aufbau eines Vertriebs, sofern dieser nicht bereits vorhanden ist. Dies kann mit zusätzlichen Kosten verbunden sein, die sich nur bei entsprechendem Ausbau des Geschäftsfelds lohnen.
- Das Ziel der Altersvorsorgeanbieter besteht nicht in der Bereitstellung von Krediten, sondern in der Erzielung einer angemessenen risikoadjustierten Rendite. Die Diversifikation des Portfolios ist daher das oberste Ziel. Aufgrund der Schwierigkeiten der Diversifikation von Kreditausfällen bei begrenztem Volumen sowie der fehlenden Fungibilität von Kreditforderungen werden diese Anbieter die Kreditvergabe daher immer nur als Anlagenische verstehen.

Diese Punkte zeigen, dass unter normalen Bedingungen, also etwa bei einer grundsätzlichen Gleichbehandlung von Versicherungen und Banken in der Kreditvergabe, die direkte Finanzierung für Versicherungen nur eine Nische darstellt. Tatsächlich bestätigt sich auch im aktuellen Marktumfeld, dass Altersvorsorgeanbieter kaum selbstständig als Kreditgeber fungieren. Im Bereich großer Gewerbeimmobilienfinanzierungen beteiligen sich große Versicherungen zwar in unregelmäßigen Abständen, suchen dabei aber typischerweise die Zusammenarbeit mit in dem Markt etablierten Banken. Und auch in der privaten Immobilienfinanzierung arbeiten die Versicherungen in der Regel mit Banken zusammen, um Abwicklungskosten zu sparen.

Wichtiger als im direkten Finanzierungsgeschäft ist daher die Rolle der Versicherungen für die Refinanzierung von Banken. So zählen Versicherungen

zu den wichtigsten Käufern von Covered Bonds und Bankschuldverschreibungen. In dieser Funktion unterstützen Versicherungen und andere Altersvorsorgeanbieter die Banken bei der Bereitstellung von langfristigen Finanzierungen. Zwar ist es denkbar, dass Versicherungen den Anteil der Kreditfinanzierung erhöhen, doch kann dies letztlich zulasten der Langfristfinanzierung durch Banken erfolgen, wodurch das Gesamtvolumen der Langfristfinanzierung nicht vergrößert wird. Insgesamt werden die Altersvorsorgeanbieter jedoch aufgrund ihrer Unternehmensziele selbst bei einer weiteren Ausweitung ihres Kreditgeschäfts nur eine ergänzende, aber keine tragende Rolle in der Langfristfinanzierung spielen können.

4.3.3 Kreditfonds

Eine weitere Alternative zur Langfristfinanzierung durch Banken wird von der EU-Kommission in Fonds gesehen. Kreditfonds (Debt Funds) sind ähnlich aufgestellt wie traditionelle geschlossene Fonds, nur dass sie in Unternehmen oder Immobilien nicht als Eigenkapitalgeber investieren, sondern als Fremdkapitalgeber fungieren. In dieser Funktion finanzieren sie Unternehmen, Immobilien oder aber Infrastrukturprojekte.

Daten zu Kreditfonds sind kaum vorhanden. Nach Daten von Inrev (European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles) gibt es in Europa aktuell etwa 37 derartige Fonds mit einem Eigenkapital von 28 Milliarden Euro. Geht man von einer Fremdkapitalquote von 50 Prozent aus, könnten somit Kredite im Wert von 56 Milliarden Euro ausgegeben werden. Auch wenn die Anzahl der Kreditfonds tatsächlich höher sein sollte, ist ihre Marktbedeutung insgesamt jedoch eher gering. Zwar wird in der Finanzwelt schon länger über die Möglichkeiten der Kreditfonds diskutiert, aber eine große Relevanz ist noch nicht feststellbar. Bedingt durch die regulatorischen Anpassungen könnte sich dies jedoch zukünftig ändern, wie in Kapitel 5 dargestellt wird.

Grundsätzlich ist bei Kreditfonds zu unterscheiden, ob sie von Banken oder anderen Finanzintermediären aufgelegt werden. Für Banken können Kreditfonds eine Komplementärfunktion in der Refinanzierung einnehmen. So können Banken etwa Forderungen aus Krediten an einen Fonds verkaufen. Dieser wiederum kann hierfür Investoren gewinnen, etwa aus dem Versicherungsbereich. Der Vorteil besteht dabei darin, dass auf diese Weise individuelle Chancen-Risiken-Profile entstehen, die für Investoren interessant sein können. So ergibt sich etwa die Möglichkeit, Versicherungen oder andere Investoren an den Chancen und Risiken der Infrastrukturfinanzierung oder

der Unternehmensfinanzierung zu beteiligen. Dies ist über Bankschuldverschreibungen oder klassische gedeckte Schuldverschreibungen nicht möglich.

Für Kreditfonds, die außerhalb des Bankensektors initiiert werden und eigene Kredite vergeben wollen, gelten hingegen ähnliche Probleme wie für das Crowdfunding. Zwar können Fonds mehr Kredite vergeben als eine einzelne Person, aber nichtsdestotrotz reicht das Volumen in der Regel nicht aus, um die Kreditrisiken breit zu diversifizieren. Die Risiken für die Kapitalgeber sind entsprechend hoch, sodass die geforderten Risikoprämien steigen. Damit muss der Fonds höhere Kreditzinsen verlangen als Banken, was gleichsam das Risiko vergrößert, dass sich nur Darlehensnehmer um Kredite bewerben, bei denen die Ausfallwahrscheinlichkeit besonders hoch ist – schließlich können die „guten Risiken“ auch einen günstigeren Bankkredit bekommen. Es entsteht somit das typische Market-for-Lemons-Problem (Akerlof, 1970), eine Form des Marktversagens. Darüber hinaus würde eine breite Diversifizierung die Kosten der Kreditvergabe erhöhen, da dann entsprechende Strukturen und Vertriebe aufgebaut werden müssten. Für einen Fonds, der in der Regel nur für eine begrenzte Zeit am Markt präsent ist, scheint dies wenig attraktiv zu sein. Für Kreditfonds außerhalb des Bankensektors bleibt daher schon vom Potenzial her nur eine Marktnische: großvolumige Projekte, die Banken – aus welchen Gründen auch immer – nicht finanzieren wollen oder können. Damit dies erfolgreich ist, müssen unter anderem die Fondsmanager die zu finanzierenden Projekte besser beurteilen können als die Banken. Ist das der Fall, wäre jedoch eigentlich eine Eigenkapitalfinanzierung attraktiver, da damit auch eine Partizipation an den Gewinnen möglich ist. Alternativ oder ergänzend können sich Kreditfonds in der Nachrangfinanzierung engagieren. Damit ist jedoch das Volumen begrenzt und es entstehen ähnliche Probleme wie vorher geschildert.

Es ist nicht auszuschließen, dass sich Kreditfonds trotz dieser Einwände etablieren und bei manchen Finanzierungen, etwa von Infrastrukturprojekten, Marktanteile gewinnen können. Dies gilt vor allem dann, wenn sie regulatorisch bevorzugt werden. Unter den gegenwärtig noch geltenden Bedingungen erscheint es aber fraglich, ob Kreditfonds gerade in der Langfristfinanzierung überhaupt eine größere Rolle spielen könnten. Dies würde nämlich voraussetzen, dass sich die Kapitalgeber auch entsprechend langfristig binden. Der durchschnittliche Anlagehorizont der Anleger beträgt bei Fonds aber typischerweise fünf bis maximal zehn Jahre. Kreditfonds könnten daher im Regelfall nur einen Teil der Finanzierung übernehmen, womit sie allenfalls als komplementäre klassische Finanzierer fungieren können.

Die Erfahrungen in den USA zeigen, dass für Investoren vor allem solche Vehikel attraktiv sind, die in die Refinanzierung der Banken investieren, die also ähnlich gestaltet sind wie von Banken aufgelegte Kreditfonds. In den USA haben sich etwa Mortgage REITs (Real Estate Investment Trust) etabliert. Dies sind Immobilienaktiengesellschaften, die nicht direkt in Immobilien investieren, sondern in Immobilienfinanzierungen. Da Aktiengesellschaften dauerhaft am Markt tätig sind, können diese Unternehmen langfristige Finanzierungen bereitstellen. In den USA gab es Ende 2013 insgesamt 41 Mortgage REITs mit einer Marktkapitalisierung von 62 Milliarden US-Dollar. Allerdings vergeben Mortgage REITs überwiegend nicht selbst Kredite, sondern investieren in Mortgage Backed Securities, das heißt, sie kaufen Banken Kreditforderungen ab (Pellerin et al., 2013). Ähnlich wie Versicherungen unterstützen Mortgage REITs damit Banken bei der Refinanzierung von Darlehen. Insgesamt scheint dies für alle Investitionsvehikel der geeignete und effizienteste Weg zu sein, um sich in der Finanzierung zu engagieren. Die Beteiligung an der Refinanzierung der Banken eröffnet den Investoren ein ähnliches, wenn nicht sogar besseres Chancen-Risiko-Profil als die direkte Kreditfinanzierung, eröffnet darüber hinaus aber die Flexibilität eines börsengehandelten Wertpapiers. Außerdem entfallen die Kosten des Vertriebs und der Kreditverarbeitung, die gerade bei kleinvolumiger Kreditvergabe die Margen erheblich belasten können.

Schließlich ist zu beachten, dass Langfristfinanzierung kein einfaches Produkt ist, sondern vonseiten der Nachfrager und Anbieter erlernt und akzeptiert werden muss. Alle historischen Erfahrungen zeigen letztlich, dass sich Anbieter von Langfristfinanzierungen und deren Produkte erst am Markt etablieren mussten. Unter Berücksichtigung der historischen Erfahrungen würde es entsprechend lange dauern, die Langfristfinanzierung durch Finanzintermediäre außerhalb des Bankensektors zu forcieren, wie der folgende Exkurs verdeutlicht.

4.4 Exkurs: Langfristfinanzierung durch Banken in der Historie

Wirtschaftliche Handlungen finden nie im luftleeren Raum statt, sondern stets innerhalb über lange Zeit gewachsener gesellschaftlicher und politischer Strukturen. Somit setzen die Analyse ökonomischer Gegebenheiten und deren internationaler Vergleich eine Betrachtung zentraler gesellschaftlicher Entwicklungen und politischer Ereignisse voraus (Burhop, 2011, 14). Der Blick in die Geschichte lehrt, dass die heutigen Unterschiede zwischen den Finanzierungssystemen sich bereits gegen Ende des 19. Jahrhunderts heraus-

bildeten, wobei das angelsächsische System seit jeher den mitunter stärksten Kontrast zum deutschen darstellt. Im Lauf der Geschichte haben sich diese Unterschiede auf der Nachfrageseite in der jeweiligen Finanzierungskultur niedergeschlagen (vgl. Kapitel 3.5), während sich auf der Seite der Anbieter bestimmte Methoden der Refinanzierung etablieren konnten.

Die Wurzeln der heutigen Finanzierungsbedingungen lassen sich bis in die Zeit der Industrialisierung zurückverfolgen. In dieser Phase wirtschaftlicher Entwicklung nahm die Kapitalintensität der Produktion ständig zu, sodass neue Formen der Finanzierung benötigt wurden (Pierenkemper, 2005, 97). Auch für den Wohnungsbau bestand durch Bevölkerungswachstum und zunehmende Urbanisierung ein steigender Finanzierungsbedarf. In dieser Phase, die entscheidende Änderungen in politischer, gesellschaftlicher und wirtschaftlicher Hinsicht mit sich brachte, wurden wichtige Weichen für die Entstehung des heutigen Finanzsystems in Deutschland gestellt. Die entscheidende Neuerung auf der Seite des Bankwesens bestand in der Gründung von Aktienbanken zu Beginn des Kaiserreichs (North, 2009, 165). Die Bankhäuser waren nicht nur als Depositenbank, sondern auch als Investmentbank tätig. Sie konnten somit ihren Kunden als Universalbank nicht nur eine Teilbetreuung bieten, die sich auf einzelne Kreditgeschäfte beschränkte, sondern sie auch umfassend als Hausbank betreuen. Der Großteil des Depositengeschäfts (fast 75 Prozent) lag bei den Sparkassen, den Hypothekenbanken, den Genossenschaftsbanken und weiteren Spezialbanken (Pierenkemper, 2009, 166). Für die Ermöglichung einer Langfristfinanzierung von Industrie und Privatpersonen war das gesamte Universalbankensystem von entscheidender Bedeutung. Für Unternehmen wie für Privatpersonen hatte die langfristige Partnerschaft mit ihrer Hausbank den großen Vorteil, dass sie über einen Ansprechpartner für alle Finanzierungsfragen verfügten. Für Banken bestand der Vorteil hingegen darin, dass sie ihre Geschäftspartner – und deren Kreditwürdigkeit – genau kannten, was Prüfungen für langfristige Kredite wesentlich erleichterte.

Nicht nur für Unternehmen, sondern auch für langfristige private Investitionen wurden in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts entscheidende Rahmenbedingungen geschaffen. 1862 wurden mit der Frankfurter Hypothekenbank und der Deutschen Hypothekenbank (Meiningen) in Deutschland die ersten rein privaten Hypothekenbanken gegründet, die aus den bis zu diesem Zeitpunkt genossenschaftlich genutzten Hypotheken und Pfandbriefen erwerbsorientierte Instrumente schufen (Redenius, 2009). Mit der 1863 in Preußen erlassenen Festschreibung der Normativbestimmungen wurde die Grundlage für einheitliche Bestimmungen zur Zulassung einer Hypotheken-

bank geschaffen. Die neu etablierten und reformierten privaten Hypothekenzentralbanken übernahmen im Kaiserreich bereits eine zentrale Funktion in der Finanzierung der expandierenden Städte und des damit einhergehenden steigenden Fremdkapitalbedarfs zur Errichtung von Wohnraum. Zur Jahrhundertwende waren die Hypothekenzentralbanken mit Abstand die größten institutionellen Kreditgeber am Grundkreditmarkt (vdp, 2013).

Das erste rechtseinheitliche Ordnungsgesetz im Bereich des Kreditwesens wurde mit dem Hypothekenzentralbankengesetz (HBG) von 1900 beschlossen, welches die spätere Gesetzgebung in der Kreditwirtschaft maßgeblich beeinflussen sollte (Schulte, 2008). Mit dem HBG sollte ein rechtlicher Rahmen für einen funktionsfähigen Kapitalmarkt und ein ausreichend zinsgünstiges Angebot an langfristigen Mitteln zur Finanzierung des Wohnungs- und Städtebaus geschaffen werden (Koppmann, 2009, 97). Die erhöhte Rechtssicherheit sollte allem voran den Schutz der Pfandbriefsparer einerseits und den der Darlehensnehmer andererseits stärken. Mit den neuen rechtlichen Rahmenbedingungen wurden die Hypothekenzentralbanken zu einem „unentbehrlichen Instrument der Modernisierung“ (Redenius, 2009).

Ein Gegenentwurf zum deutschen Bankenmodell lässt sich hingegen in der britischen Kreditwirtschaft beobachten. Entgegen dem Kreditwesen in Deutschland konzentrierte sich das Bankensystem des Vereinigten Königreichs auf kurzfristige Transaktionen – sowohl in der privaten als auch in der Unternehmensfinanzierung (Baker/Collins, 1999). In der Anfangsphase der Industrialisierung übernahmen im Vereinigten Königreich zahlreiche regional tätige Privatbankhäuser, die sogenannten Country Banks, den Großteil der Vergabe von Krediten an Industrie- und Handelsunternehmen, die meist kurzfristig oder revolving ausgestellt waren (Tilly, 2006, 284 f.). Banken im Vereinigten Königreich waren streng nach dem Trennbankensystem gegliedert und eigneten sich aufgrund ihrer jeweiligen Spezialisierung lediglich als Partner für einzelne Geschäfte, was den angelsächsischen Markt bereits früh vom kontinentaleuropäischen System trennte (Pfundt, 2008). Neben den Banken waren auf den angelsächsischen Kapitalmärkten weitere Finanzintermediäre tätig. Versicherungsgesellschaften und Finanzierungsgesellschaften, wie Investmenttrusts und Kapitalanlagegesellschaften, gewannen bereits gegen Ende des 19. Jahrhunderts als Finanzvermittler in der Londoner City an Bedeutung (Cassis, 2007, 130). Insgesamt war das komplexe Finanzsystem, das sich in seinen Grundzügen bis heute erhalten hat, nicht für die Förderung langfristiger Investitionen der heimischen Industrie konzipiert (Frey, 1938). Die Nachfrage nach langfristiger Hausbaufinanzie-

rung wurde meist von Versicherungsgesellschaften und den sogenannten Building Societies als Vermittler erfüllt (Ashworth, 1980).

In der Phase zwischen den Weltkriegen wirkte sich das instabile politische wie auch wirtschaftliche Umfeld vor allem für langfristige Finanzierungsvorhaben negativ aus. Der Wechsel zwischen Kriegswirtschaft, Friedenswirtschaft, Rüstungswirtschaft und erneut zur Kriegswirtschaft war stets mit einem Wandel rechtlicher und administrativer Ordnungsrahmenverordnungen verbunden und verlangte von allen Marktteilnehmern erhebliche Flexibilität und Anpassungsfähigkeit (North/Ambrosius, 2005, 289).

Viele Banken waren durch Verluste aus der Kriegsfinanzierung geschwächt und hatten zusätzlich die Kosten unterlassener Neuinvestitionen zu verkraften (Cassis, 2007). Auch die Geschäftstätigkeit der Hypothekenbanken und das Pfandbriefsystem stagnierten in der Kriegszeit (Redenius, 2009). Von der Geldentwertung, die 1923 in die Hyperinflation in Deutschland mündete, profitierten zunächst viele Kreditnehmer. Mit der anhaltenden Inflation schränkten die Banken jedoch die Kreditvergabe immer weiter ein und konzentrierten sich infolge der Unsicherheit über die weitere Geldwertentwicklung zunehmend auf das kurzfristige Geschäft. Da auch die Reichsbank eine immer restriktivere Finanzierungspolitik betrieb, kam es zu massiven Schwierigkeiten in der Finanzierungsbereitstellung (Hertz-Eichenrode, 2004). Die Schwächung des deutschen Bankensystems durch die Hyperinflation dauerte zehn Jahre an (Hertz-Eichenrode, 2004). Auch nach der erneuten Stabilisierung der Währung durch die Einführung der Rentenmark 1923 blieb ein Liquiditätsmangel bestehen, da Banken aufgrund ihres eigenen Kapitalmangels als Kreditgeber nicht infrage kamen. So blieb die Kapitalbildung innerhalb Deutschlands weiterhin unzureichend (Pierenkemper, 2009, 78).

Als Reaktion auf die Weltwirtschaftskrise Ende der 1920er Jahre kam es in vielen Ländern zu einer stärkeren Regulierung des Finanzsektors und zu staatlichen Eingriffen in die Bankgeschäfte. Besonders populär wurde die Regulierung durch den New Deal des US-amerikanischen Präsidenten Roosevelt. Diese umfasste den Securities Act zur Regulierung des Kapitalmarktes und den Banking Act (Cassis, 2007, 275). Ein wesentlicher Teil des Banking Acts (besser bekannt als Glass-Steagall Act) bestand in der staatlich verordneten Trennung der Geschäftsbankentätigkeit vom Investmentbereich. Zudem wurden für längerfristige Spareinlagen Zinsobergrenzen festgelegt (Lütz, 2002, 104). Als Folge betrieben die Geschäftsbanken in den USA das Privat- und Geschäftskundengeschäft meist mit kurzfristigen Krediten und Bankeinlagen, während Investmentbanken oder auch Maklerfirmen im Wert-

papierhandel tätig waren. Hypothekendarlehen wurden weiterhin von den Savings and Loans Associations vergeben. Doch auch in anderen Ländern kam es im Nachgang der Krise zu einer Neuordnung des Finanzsystems.

In Deutschland war ebenso eine stärkere Aktivität des Staates bei der Regulierung der Finanzmärkte zu beobachten. Im Rahmen einer umfassenden Restrukturierung infolge der in Deutschland herrschenden Bankenkrise und eines Bank-Runs wurden viele Großbanken quasi verstaatlicht (Cassis, 2007, 267). Weitere Regulierungen des deutschen Kapitalmarktes folgten im nationalsozialistischen Deutschland der Doktrin, dass die Finanzierungskapazitäten den Zielen der Nationalsozialisten zu dienen hatten. So wurden 1933 Sperren für die Emission von Aktien, Obligationen und Pfandbriefen deutscher Unternehmen erlassen (Hertz-Eichenrode, 2004). Auch für Hypotheken galten restriktivere Bedingungen. Gemäß dem 1938 erlassenen Hypothekensperrrerlass galt beispielsweise eine Nachweispflicht für „staatswichtige Zwecke“, welche die Geschäftsmöglichkeiten der Hypothekenbanken zunehmend einschränkte (Redenius, 2009).

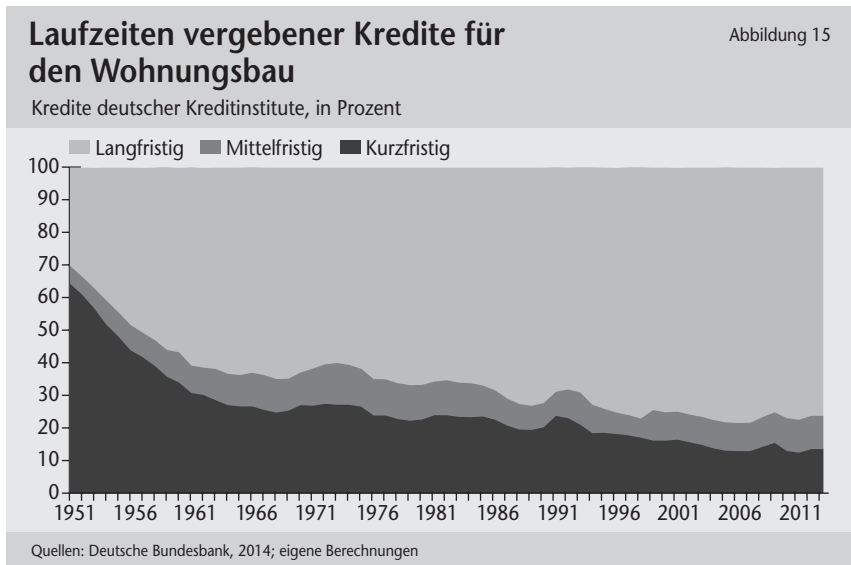
Auch wenn das Trennbankensystem in Deutschland ebenfalls zur Debatte stand, überlebte dort im Gegensatz zu anderen europäischen Ländern das Universalbankensystem (Cassis, 2007, 267). Nach zahlreichen Notverordnungen, die eine kurzfristige Linderung der Krisenfolgen versprachen, sollte auch für Deutschland ein einheitlicher Rechtsrahmen für das gesamte Kreditwesen geschaffen werden, um künftigen Krisen entgegenzuwirken. In der Ausgestaltung des als systemneutral geltenden Kreditwesengesetzes (KWG) von 1934 wird deutlich, dass in Deutschland stärker individuelle Fehler der Banker als Krisenursache gesehen wurden und nicht systemische Fehler (Cassis, 2007, 277).

Insgesamt ergab sich aus den krisenreichen Jahren zwischen den Kriegen und währenddessen kein günstiges Umfeld für die Langfristfinanzierung. Krisen und gesellschaftspolitische Umbrüche hemmten sowohl das Angebot als auch die Nachfrage nach langfristiger Finanzierung. Die Nachkriegszeit ist in Deutschland nicht nur durch einen erneuten wirtschaftlichen Aufschwung, sondern auch durch einen wichtigen Wandel in der Finanzierung gekennzeichnet. Dennoch blieben zentrale Eigenschaften des historisch gewachsenen Finanzierungssystems erhalten: das Universalbankensystem und die relativ geringe Bedeutung der Kapitalmärkte (Hertz-Eichenrode, 2004).

Vor allem für den Wohnungsbau stellte der Markt in der Bundesrepublik Deutschland eine Herausforderung dar. Durch massive Zerstörung der Bausubstanz in deutschen Großstädten im Zweiten Weltkrieg und durch den Zuzug von Flüchtlingen bestand ein großer Bedarf an neuem Wohnraum.

Zusätzlich herrschte ein erheblicher Mangel an verfügbarem Kapital zur Finanzierung der benötigten Bausubstanz. Die Folge waren zahlreiche Gesetze zur Förderung des Wohnungsbaus, wie das Erste Wohnungsbaugesetz von 1950, das Gesetz zur Förderung des Bergarbeiterwohnungsbaus im Kohlebergbau von 1951, das Wohnungsbau-Prämienengesetz von 1952 sowie das Erste Gesetz zur Förderung des Kapitalmarktes von 1952 (Kohlhase, 2011, 91). Vor allem das letztere Gesetz brachte den Aufschwung für die private Wohnungsbaufinanzierung durch Hypothekenbanken, die sich als maßgeblich für den Wiederaufbau erweisen sollten (Redenius, 2009).

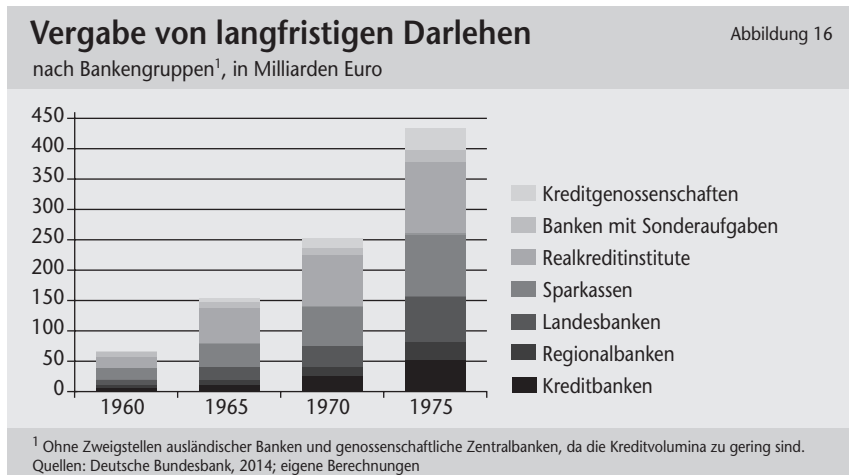
Nach dem Auslaufen des Kapitalmarktförderungsgesetzes 1955 konnten sich die Hypothekenbanken wieder frei entfalten, weil der Staat auf die Ausgestaltung der Pfandbriefe zur Refinanzierung keinen Einfluss mehr nahm (Redenius, 2009). Insgesamt stieg der Absatz an Pfandbriefen und Kommunalobligationen bis 1961 auf 23 Milliarden D-Mark an (VDH, 1978). Bei der Betrachtung der Laufzeiten der für den Wohnungsbau vergebenen Kredite seitens der Banken wird ein zunehmender Trend hin zur Langfristfinanzierung deutlich (Abbildung 15). Während 1950 noch knapp 70 Prozent der vergebenen Kredite für den Wohnungsbau eine kurze Laufzeit hatten, waren es 1960 nur noch knapp 34 Prozent. Im selben Zeitraum stieg der Anteil langfristiger Kredite für den Wohnungsbau von knapp 23 auf rund 57 Prozent an. Hinzu kam ein beständiges Wachstum der Kreditvergabe von 15,2 auf



108 Milliarden D-Mark. Die zunehmende wirtschaftliche Prosperität stärkte die Stabilität und damit das Vertrauen in die Sicherheit langfristiger Investitionen, die zudem durch die Schaffung eines Rechtsrahmens begünstigt wurde. Ein Beispiel hierfür bildet das Fünfte Gesetz zur Änderung und Ergänzung des Hypothekendarlehensgesetzes von 1963, mit dem Hypothekendarlehen als „Institute des langfristigen Hypothekar- und Kommunalkreditgeschäfts“ (Redenius, 2009) erhalten bleiben sollten.

Nach der Gründung der Bundesrepublik wurden die Banken auch in der Unternehmensfinanzierung wieder aktiver. Im Lauf der 1950er Jahre kam es vergleichbar mit der Entwicklung der Wohnungsbaufinanzierung auch zu einer langfristigeren Fremdfinanzierung deutscher Unternehmen und die Banken gewannen ihre enge Bindung zu den Unternehmen zurück. Auch die Zerschlagung der Großbanken wurde rückgängig gemacht. Diese Entwicklung hing zum einen damit zusammen, dass die Einlagen der Banken längerfristig waren, und zum anderen damit, dass die Bereitschaft der Banken zur Übernahme des Transformationsrisikos wieder anstieg (Hertz-Eichenrode, 2004). Sowohl im privaten Bereich als auch in der Unternehmensfinanzierung war in der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts ein eindeutiger Trend hin zu einer längerfristigen Finanzierung über alle Bankengruppen zu beobachten (Abbildung 16).

Die Ursache für die zunehmende Langfristfinanzierung wird von Historikern meist auf die entsprechende Nachfrage der Unternehmen zurückgeführt (Hertz-Eichenrode, 2004). Aufgrund ihres niedrigen Eigenkapitals, der mangelnden Möglichkeiten zum direkten Zugriff auf den Kapitalmarkt und



des hohen Risikos, welches sie mit kurzfristigen Krediten verbanden, war für sie die langfristige Fremdkapitalfinanzierung über Banken die erste Wahl, was abermals einen entscheidenden Unterschied zum angelsächsischen System darstellt. Im Gegensatz zur Bundesrepublik wurde in den angelsächsischen Systemen auch nach 1945 die kurzfristige Finanzierung beibehalten. Dies war durch stärkere staatliche Regulierung hin zu einem Trennbankensystem motiviert. Aber auch die Unternehmen hatten sich vor dem Hintergrund der Finanzierungshistorie in den angelsächsischen Ländern auf die kurzfristige Finanzierung eingestellt. Insgesamt lässt sich für die Unternehmen feststellen, dass sowohl die Bankenstruktur als auch der staatliche Regulierungsrahmen zum Angebot langfristiger Finanzierung in Deutschland seit dem Kaiserreich günstigere Bedingungen boten, als dies im Vereinigten Königreich oder in den USA der Fall war.

4.5 Fazit

Banken dominieren die Langfristfinanzierung – und dies aus guten Gründen. Erstens, weil sie über die besten Möglichkeiten der Refinanzierung verfügen und damit in der Lage sind, in unterschiedlichsten Marktsituationen langfristige Darlehen bereitzustellen. Zweitens, weil sie die Infrastruktur haben, um auch kleinteilige Kredite zu offerieren und eine breite Marktabdeckung zu erreichen. Dies ist letztlich eine wichtige Voraussetzung, um eine effiziente Fristentransformation betreiben zu können. Und schließlich drittens, weil sie die Erfahrung in der Bonitätsprüfung, Kreditbeobachtung und Fristentransformation haben, um langfristige Darlehen ausreichen zu können. Im Vergleich zu den anderen Finanzintermediären beherrschen somit Banken als Einzige den Mix aus breiter Refinanzierung, Risikokontrolle und Fristentransformation und bieten damit die besten Voraussetzungen für langfristige Finanzierungen. Hinzu kommt, dass sich alternative Systeme der Langfristfinanzierung erst entwickeln müssen. Außerdem muss berücksichtigt werden, dass gerade die Erkenntnisse der Finanzkrise genutzt werden können, um Banken stabiler zu machen. Politisch gewollte Verschiebungen in der Kreditvergabe, etwa durch Vorteile in der Regulierung, können damit eher zu einer Vergrößerung der Gefahr einer neuen Finanzkrise beitragen, da für Finanzintermediäre außerhalb des Bankensektors die Kreditvergabe bislang Neuland oder nur eine Ergänzung darstellt.

Umso kritischer muss im Folgenden geprüft werden, inwieweit die neuen Finanzmarktregulierungen die langfristige Kreditvergabe beeinträchtigen und ob die Regeln tatsächlich zur Steigerung der Finanzmarktstabilität notwendig und sinnvoll sind.

Wie bereits in Kapitel 4 gezeigt wurde, spielen die Refinanzierungsmöglichkeiten eine entscheidende Rolle für die Möglichkeiten und die Ausgestaltung der Langfristfinanzierung. Ein wesentlicher Bestandteil der Rahmenbedingungen des Refinanzierungsgeschäfts besteht in der Finanzmarktregulierung. Die Bedeutung der Anpassungen regulatorischer Vorschriften für die Ausgestaltung der Finanzierung wird anhand eines jüngeren Beispiels aus Spanien deutlich.

In den 1990er Jahren bestand das Ziel des spanischen Gesetzgebers darin, den Markt für Hypothekendarlehen transparenter und einfacher zu gestalten. Daher wurde zum einen beschlossen, dass sich variable Zinsen an einem Referenzzinssatz orientieren müssen, und zum anderen, dass die Vorfälligkeitsentschädigung bei allen Darlehen auf 1 Prozent der Restschuld begrenzt wird. In der Folge mussten die Kreditgeber die Konditionen für Festzinsdarlehen erhöhen, da sie nun damit rechnen mussten, bei einer vorzeitigen Kündigung den hieraus resultierenden Schaden größtenteils allein tragen zu müssen. Um diese potenziellen Kosten zu berücksichtigen, mussten die Zinssätze für alle Kunden angehoben werden. Damit wurde die Differenz zwischen variablen und festen Zinsen deutlich größer, was dazu führte, dass Festzinsdarlehen weitestgehend vom Markt verschwanden. Während noch in den 1980er Jahren Festzinsdarlehen in Spanien dominierten, werden dort heute überwiegend variable Darlehen vergeben (Charles River Associates, 2004).

Diese Regulierung bezog sich in Spanien nur auf einen Aspekt der Kreditgestaltung, nämlich auf die Möglichkeit der Umfinanzierung, hatte aber trotzdem gravierende Veränderungen zur Folge. Umso wichtiger ist es, die Konsequenzen aktueller Regulierungsvorschriften und deren Novellierungen zu prüfen, da beispielsweise unter dem neuen Regelwerk von Basel III die Bankaktivitäten viel umfassender reguliert werden, als dies seinerzeit in Spanien der Fall war. Allerdings sind nicht nur die Regulierungen im Bankensektor relevant für die künftigen Ausgestaltungsmöglichkeiten der Langfristfinanzierung, sondern auch Regularien, welche alternative Anbieter von Langfristfinanzierung betreffen. Dies wird vor allem vor dem Hintergrund der Wettbewerbsbedingungen und der Gestaltung eines Level Playing Fields ersichtlich: Nur mit einer Regulierung, die wettbewerbsneutral gegenüber verschiedenen potenziellen Anbietern von Langfristfinanzierung wirkt, lässt sich künftig ein stabiles System der Langfristfinanzierung erhalten.

Im Folgenden werden zunächst die neuen Finanzmarktregulierungen für die langfristige Kreditvergabe von Banken, Versicherungen und Kreditmarktfonds vorgestellt und hinsichtlich ihrer möglichen Auswirkungen interpretiert. Im Bankenbereich stehen dabei vor allem Spezialfinanzierer wie Realkreditinstitute im Vordergrund, die sich auf die Vergabe langfristiger Darlehen spezialisiert haben und damit eine wesentliche Funktion hinsichtlich der Stabilisierung des gesamten Finanzsystems leisten. Für viele Bestandteile der Regulierung wird deutlich, dass derzeit eine Vielzahl an regulatorischen Änderungen noch offen ist und das Umfeld entsprechend von regulatorischer Unsicherheit und damit auch von mangelnder Planungssicherheit für die Anbieter von langfristigen Finanzierungen gekennzeichnet ist. Aufgrund der starken Vernetzung der Finanzmarktakteure untereinander sollen abschließend die kumulativen Wirkungen der Regulierungsvorhaben für die Bereitstellung von Langfristfinanzierung diskutiert werden.

5.1 Langfristfinanzierung und Basel III

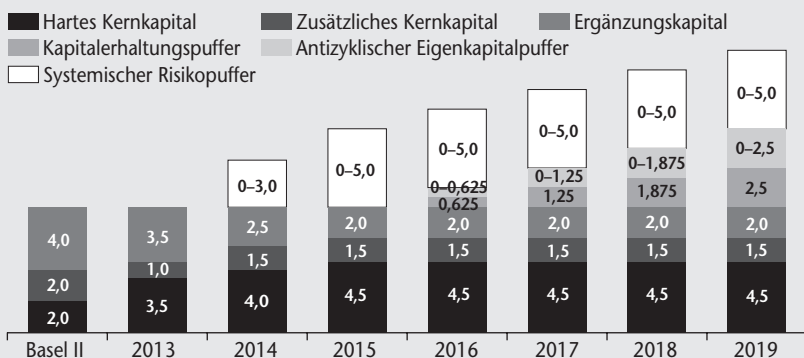
In der Diskussion der Bankenregulierung nach Basel III stehen die neuen quantitativen und qualitativen Eigenkapitalvorschriften im Vordergrund. Um die Kapitalgrundlage der Kreditinstitute entsprechend den Erfahrungswerten aus der Wirtschafts- und Finanzkrise sicherer zu gestalten, sind Banken in der EU dazu angehalten, ihr Eigenkapital sowohl quantitativ als auch qualitativ aufzubauen. In der Umsetzung der Richtlinien auf EU-Ebene werden die geforderten quantitativen Eigenkapitalanforderungen aus den Baseler Richtlinien vollständig übernommen. Um die Kreditvergabemöglichkeiten infolge zu schneller Änderungen im Eigenkapitalbedarf der Banken nicht zu gefährden, werden die neuen Eigenkapitalvorschriften nicht unmittelbar, sondern gestaffelt in kleinteiligeren Schritten bis 2019 eingeführt (Deutsche Bundesbank, 2011, 18 ff.). Der kumulative Anstieg der Eigenkapitalpuffer in der Übergangsfrist wird in Abbildung 17 dargestellt. Die höheren qualitativen Anforderungen für das Eigenkapital zeigen sich in der Ausweitung des sogenannten harten Kernkapitals von 2 auf mindestens 4,5 Prozent, wobei in den Richtlinien des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht in einem 14 Punkte umfassenden Kriterienkatalog Vorgaben enthalten sind, welche Kapitalbestandteile dem harten, dem Ergänzungs- oder dem zusätzlichen Kernkapital zuzurechnen sind (BCBS, 2011, 13 ff.).

Eine Eigenkapitalerhöhung verursacht steigende Kosten für die Kreditvergabe der Banken, sofern die Zinserträge aus der Kreditvergabe unter der erwarteten Rendite für das Eigenkapital liegen (Demary/Schuster, 2013, 58).

Eigenkapitalanforderungen der EU an Banken

Abbildung 17

nach Basel II und beschlossener Umsetzung von Basel III in EU-Recht,
in Prozent der risikogewichteten Aktiva



Quellen: Demary/Schuster, 2013, 54 auf Basis von BCBS, 2011; EU-Kommission, 2013a

Dies kann dazu führen, dass Banken mehr Sicherheiten verlangen und gegebenenfalls Kreditwünsche mit höheren Ausfallrisiken nicht mehr oder nur zu deutlich höheren Darlehenszinsen bedienen. Je nach Eigenkapitalverfügbarkeit und Wettbewerb könnten Banken zudem geneigt sein, die Kreditzinsen anzuheben, um dem Anteilseigner eine entsprechende Verzinsung gewähren zu können. Härle et al. (2010) gehen beispielsweise davon aus, dass sich die Kosten der Kreditvergabe je nach Bank um durchschnittlich 30 bis 70 Basispunkte erhöhen könnten. Ein unmittelbarer Einfluss auf den Anteil der Langfristfinanzierung ist hingegen nicht erkennbar.

Neben den Vorschriften für höheres risikogewichtetes Eigenkapital ist im Rahmen der Basel-III-Einführung eine risikounabhängige Verschuldungskennziffer (Leverage Ratio) vorgesehen. Zur Ermittlung dieser Kennziffer wird das Eigenkapital im Verhältnis zur gesamten Bilanzsumme berechnet, wobei einzelne Positionen keine besondere Gewichtung erfahren:

$$\text{Leverage Ratio} = \frac{\text{Kernkapital (Tier 1)}}{\text{Bilanzsumme}} > 3 \text{ Prozent}$$

Um den aktuellen Zielwert von 3 Prozent zu erreichen, haben Institute drei Möglichkeiten: Sie können ihr Eigenkapital mit neuen Kapitalgebern erhöhen, Gewinne thesaurieren oder ihre Bilanzsumme reduzieren, beispielsweise indem auslaufende Kreditverträge nicht verlängert werden.

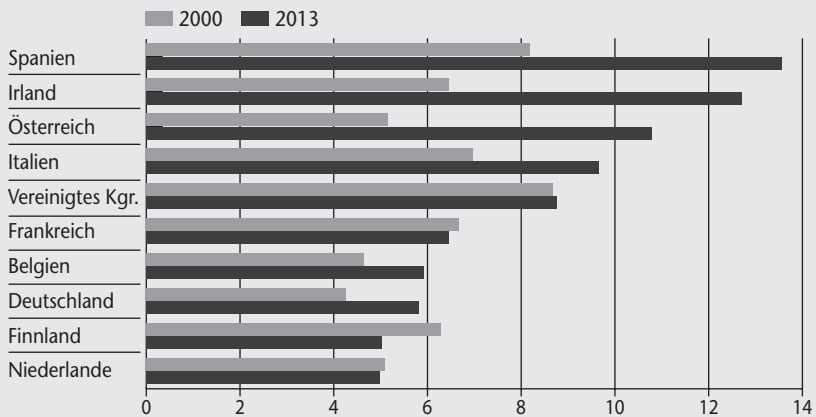
Ein Blick auf die ungewichteten Eigenkapitalquoten in Europa zeigt, dass die Länder hiervon sehr unterschiedlich betroffen sein werden. Es ist auffällig, dass Banken in Belgien und Deutschland – zwei Länder mit ausgeprägter Langfristkultur – eine besonders niedrige Leverage Ratio aufweisen (Abbildung 18). Länder mit eher kurzfristigen Finanzierungsmustern, wie etwa Spanien und das Vereinigte Königreich, zeichnen sich hingegen eher durch hohe Werte aus. Dies gilt sowohl für die Zeit vor der Finanzkrise als auch danach. Ein unmittelbarer Zusammenhang zur Langfristfinanzierung ist hieran noch nicht zu erkennen. Schließlich können auch Banken mit besonders hohen Eigenkapitalquoten langfristige Ausleihungen tätigen und diese sogar mit eigenen Mitteln – dem Eigenkapital – finanzieren. Allerdings gibt es einen indirekten Effekt, weil von einem potenziellen Unterschreiten der Leverage Ratio vor allem solche Institute betroffen sind, die sich auf die Langfristfinanzierung spezialisiert haben. Dies zeigt sich besonders am Beispiel des deutschen Bankenmarktes.

In Deutschland haben sich die Realkreditinstitute auf die langfristige Finanzierung von Immobilien und den Gebietskörperschaften spezialisiert. Diese Kredite refinanzieren sie fast ausschließlich über Pfandbriefe, die ihnen eine fristenkongruente Refinanzierung der Darlehen erlauben. Zwar können nach dem Pfandbriefgesetz von 2005 heute alle Kreditinstitute eine Lizenz

Durchschnittliche Leverage Ratio von Kreditinstituten

Abbildung 18

Eigenkapital im Verhältnis zur Bilanzsumme, in Prozent

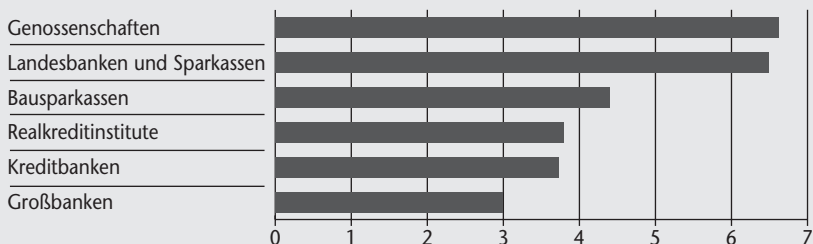


Quellen: EZB, 2014; eigene Berechnungen

Durchschnittliche Leverage Ratio deutscher Bankengruppen

Abbildung 19

Eigenkapital im Verhältnis zur Bilanzsumme im Oktober 2013, in Prozent



Quellen: Deutsche Bundesbank, 2014; eigene Berechnungen

zur Emission von Pfandbriefen beantragen, nichtsdestotrotz werden die meisten Pfandbriefe immer noch von den darauf spezialisierten Instituten emittiert. Die langfristige Immobilien- und Staatsfinanzierung ist ein sicheres, aber auch margenarmes Geschäft. Daher haben Realkreditinstitute typischerweise eine niedrige Leverage Ratio (Abbildung 19). Neben den Großbanken, die eine Teilgruppe der Kreditbanken sind, weisen die Realkreditinstitute mit 3,8 Prozent die niedrigste Leverage Ratio aller Bankengruppen auf. Während bei den Großbanken die niedrigen Werte als Folge der Finanzkrise interpretiert werden können, sind sie bei den Realkreditinstituten strukturell bedingt niedriger. So lag die Leverage Ratio der Realkreditinstitute Anfang der 2000er Jahre sogar nur bei 2 Prozent und auch 2010 noch bei 2,6 Prozent. Erst seitdem wurde, vor allem durch Bilanzverkürzungen, die Quote erhöht.

Wird die Leverage Ratio bindend, wird der Druck auf die Realkreditinstitute weiter steigen. Das große strukturelle Problem ist dabei, dass die Realkreditinstitute um Eigenkapital konkurrieren, aufgrund der sicherheitsorientierten Geschäftspolitik mit Fokus auf langfristige Finanzierungen jedoch einen Renditenachteil aufweisen. Es ist damit zu rechnen, dass die Realkreditinstitute ihre Bilanzen nicht in dem Maße ausweiten können wie andere Banken. Als Ergebnis ist daher zu erwarten, dass ihr Marktanteil weiter sinken wird. Die Folgen sind nur schwer abschätzbar, jedoch ist anzunehmen, dass die Langfristfinanzierung durch die neuen Regularien zumindest nicht gestärkt wird, wenn Institute, die in diesem Bereich als Standardsetzer angesehen werden können, an Bedeutung verlieren. Die einheitliche und risiko-unabhängige Eigenkapitalquote steht daher in Konflikt mit ihrem Kern-

geschäft, in dessen Rahmen sie eine wichtige Funktion im Angebot langfristiger Finanzierung auch für private Haushalte erfüllen. Dies gilt umso mehr, als die Liquiditätskennziffern ohnehin Anreize zu kürzeren Laufzeiten setzen. Sowohl vonseiten der Politik als auch von Regulierern wurde die Problematik der vereinheitlichenden Kennziffer bereits erkannt und auf die Möglichkeit einer Differenzierung nach Geschäftsmodellen hingewiesen (BCBS, 2014; Europäisches Parlament und Europäischer Rat, 2013).

Für die Zukunft der Langfristfinanzierung sind daneben die neuen Liquiditätsstandards entscheidend, die auf europäischer Ebene durch die Capital Requirements Regulation (CRR) eingeführt werden (Europäisches Parlament und Europäischer Rat, 2013). Mit der Vorgabe einer einzuhaltenden Mindestliquiditätsquote (Liquidity Coverage Ratio – LCR) sollen Kreditinstitute auch bei einem Abfluss von Liquidität, beispielsweise in Form von Spareinlagen, zahlungsfähig bleiben. Nach den Vorgaben des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht müssen Banken einen Mindestbestand hochliquider Aktiva vorhalten, mit dem sie den in einem Zeitraum von 30 Tagen auftretenden kumulierten Nettozahlungsverpflichtungen nach verschiedenen Stressszenarien nachkommen können (BCBS, 2013, 4). Die Kennzahl wird aus dem Verhältnis zwischen hochliquiden Vermögenswerten und Nettozahlungsmittelabflüssen innerhalb von 30 Tagen ermittelt:

$$\text{LCR} = \frac{\text{Bestand an hochliquiden Aktiva (Liquiditätspuffer)}}{\text{Nettoabflüsse innerhalb der nächsten 30 Tage}} > 100 \text{ Prozent}$$

Nach Angaben der Deutschen Bundesbank lag die Mindestliquiditätsquote (LCR) zum 31. Dezember 2012 bei international aktiven deutschen Instituten bei 99,3 Prozent sowie bei den übrigen Instituten im Mittel sogar bei 114,9 Prozent und damit bei letzteren bereits deutlich über den regulatorisch geforderten 100 Prozent (Deutsche Bundesbank, 2013, 4). Insgesamt wird die LCR die Langfristfinanzierung nur geringfügig beeinflussen, wobei allerdings die Definition der hochliquiden Aktiva die Nachfrage der Banken entscheidend steuern dürfte. Da ungedeckte Bankschuldverschreibungen nicht als hochliquide Aktiva gelten, wird es für Banken zukünftig schwieriger werden, Aktivitäten auf diesem Wege zu refinanzieren. Neben der Mindestliquiditätsquote (LCR) bestehen derzeit Überlegungen, für die Beurteilung der Liquidität eines Instituts zusätzlich die Kennziffer der strukturellen Liquiditätsquote (Net Stable Funding Ratio – NSFR) zu verwenden. Diese Kennziffer soll anzeigen, ob auch die mittel- und die langfristige Finanzierung von Finanzinstituten den Stabilitätsanforderungen entsprechen. Sie soll

damit einen potenziellen Ansatz zur Ermittlung des Refinanzierungsrisikos darstellen (BCBS, 2014, 3). Nach dem derzeitigen Planungsstand wird sie aus dem Verhältnis von langfristig stabilen Refinanzierungsquellen zu den möglichen Liquiditätsanforderungen errechnet, die sich aus den Refinanzierungen ergeben könnten (BCBS, 2014). Da die in der kurzen Frist auftauchenden Refinanzierungsnotwendigkeiten jederzeit durch Refinanzierungsquellen gedeckt sein sollten, soll dieses Verhältnis stets größer sein als 100 Prozent.

$$\text{NSFR} = \frac{\text{Verfügbare Betrag stabiler Refinanzierung}}{\text{Erforderlicher Betrag stabiler Refinanzierung}} > 100 \text{ Prozent}$$

Ein wichtiger Aspekt der NSFR besteht in den Definitionen der verfügbaren stabilen Refinanzierung und der benötigten stabilen Refinanzierung. Die verfügbare stabile Refinanzierung wird ermittelt aus der Summe aller Passiva, die durch den ASF-Faktor (Available Stable Funding – ASF) gewichtet werden. Je langfristiger eine Refinanzierungsquelle ist, desto höher ist der ASF-Faktor. So haben Bestandteile von Kern- und Ergänzungskapital einen ASF-Faktor von 100 Prozent. Stabile beziehungsweise weniger stabile Einlagen von Privatkunden werden hingegen mit einem Faktor von 90 beziehungsweise 80 Prozent gewichtet. Das unbesicherte Großkundengeschäft und Einlagen von Nichtfinanzunternehmen werden nur noch zu 50 Prozent angerechnet. Damit werden kurzfristige Einlagen von Privatkunden wie auch von kleinen und mittleren Unternehmen als stabiler angesehen als Großkundentitel mit einer identischen Laufzeit (BCBS, 2014, 3).

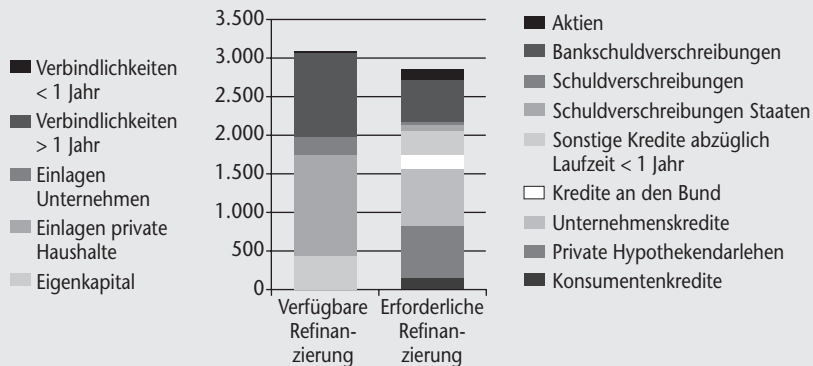
Die benötigte stabile Refinanzierung wird anhand der Summe aller Aktivpositionen ermittelt, die jeweils um den RSF-Faktor (Reliable Stable Funding – RSF) gewichtet werden. Dieser Faktor liegt wie der ASF-Faktor zwischen 0 und 100 Prozent und soll zeigen, in welchem Umfang eine bestimmte Vermögensposition liquidierbar ist und mit stabilen Mitteln refinanziert werden kann: Je liquider eine Vermögenskategorie, desto geringer ist der RSF-Faktor. Daher werden Wertpapiere mit einer Laufzeit von unter einem Jahr und verfügbare Barmittel mit 0 Prozent gewichtet und Wertpapiere mit einer Laufzeit von über einem Jahr mit 5 Prozent.

Die NSFR soll verhindern, dass Banken aufgrund einer nicht risikoadjustierten Fristentransformation in Liquiditätsprobleme geraten, die ein Eingreifen des Staates erfordern. Allerdings werden hiermit auch Anreize gesetzt, die ein Hemmnis für die Langfristfinanzierung darstellen. Abbildung 20 zeigt eine grobe Kalkulation dieses Liquiditätsmaßes für alle deutschen Banken. Demnach erfüllen die deutschen Banken im Durchschnitt bereits heute die

Refinanzierung deutscher Kreditinstitute nach der NSFR

Abbildung 20

im Jahr 2013, in Milliarden Euro



NSFR: Net Stable Funding Ratio.

Quellen: Deutsche Bundesbank, 2014; eigene Berechnungen

NSFR. Es ist aber wahrscheinlich, dass eine beträchtliche Anzahl der Institute diese Quote gerade noch nicht oder nur knapp erfüllt. Diese Institute müssen dann die Passiv- und die Aktivseite der Bilanz anpassen, um die Vorgaben zu erfüllen. Auf der Passivseite können insbesondere zwei Refinanzierungsmöglichkeiten die NSFR verbessern: Eigenkapital und Schuldverschreibungen mit langen Laufzeiten, da diese Refinanzierungen ohne Abschlag in die Bestimmung der NSFR eingehen.

Dies stärkt generell die Langfristfinanzierung, wobei noch dargelegt wird, dass es auch bei gedeckten Schuldverschreibungen künftig schwieriger wird, lange Laufzeiten am Markt zu platzieren. Auf der Aktivseite setzt die NSFR jedoch Anreize, die Kreditlaufzeiten zu verkürzen, da nach bisherigen Vorstellungen eine notwendige Refinanzierung bei kurzfristigen Krediten entfällt. Wird also die durchschnittliche Kreditlaufzeit verringert, steigt automatisch der Anteil der Kredite, für die keine Refinanzierung mehr nachgewiesen werden muss.

Generell stellt die Erfüllung dieser Kennziffer vor allem für Banken ohne Privatkundeneinlagen, die sich also beispielsweise über Bankschuldverschreibungen refinanzieren, ein Problem dar. Da Schuldverschreibungen mit einer kurzen Restlaufzeit von bis zu sechs Monaten nicht in die Berechnungen mit eingehen, werden diese Banken kaum in der Lage sein, die geforderten 100 Prozent zu erfüllen. Schließlich lässt sich mit gedeckten Schuldverschrei-

bungen oft nur ein Teil der Kredite refinanzieren und bei anderen Refinanzierungen werden hohe Abschläge gefordert. Allerdings vermerkt der Baseler Ausschuss in einem aktuellen Konsultationspapier, dass die NSFR in der geplanten Ausgestaltung zu großen Teilen auf internationalen Definitionen sowie Kalibrierungen beruht und die nationalen Aufsichtsbehörden in der Handhabung länderspezifischen Unterschieden im Finanzierungssystem Rechnung tragen sollen.

Neben der aktuellen regulatorischen Unsicherheit hinsichtlich der endgültigen Ausgestaltung der Kennzahlen wird sich für die NSFR nicht innerhalb kurzer Zeit eine Lösung finden. Details zur künftigen Ausgestaltung sollen erst bis Ende 2016 innerhalb eines Gesetzgebungsvorschlags für die EU vorgelegt werden (Europäisches Parlament und Europäischer Rat, 2013). Demgegenüber beabsichtigt der Baseler Ausschuss weiterhin, „die NSFR und etwaige Änderungen spätestens am 1. Januar 2018 als Mindeststandard in Kraft zu setzen“ (BCBS, 2014, 2). Für alle Banken bedeutet dies aktuell, dass sie bei der Vergabe langfristiger Darlehen noch nicht absehen können, welche Refinanzierung sie hierfür darstellen müssen. Für das Angebot von Langfristfinanzierung wird es entscheidend sein, die Weichen für Spezialfinanzierer mit der entsprechenden Expertise so zu stellen, dass auch künftig die Möglichkeiten langfristiger Refinanzierung gegeben sein werden.

5.2 Kreditvergabe von Versicherungsunternehmen nach Solvency II

Neben Banken geraten zunehmend weitere Finanzintermediäre in den Fokus der Regulierungsbehörden. Für europäische Versicherer wurde bereits 2002 mit einer von der EU-Kommission in Auftrag gegebenen Studie (KPMG, 2002) eine Novellierung des Regelwerks für Versicherungen und Pensionsfonds namens Solvency II angestoßen. Am 1. Januar 2014 startete die europaweite Vorbereitungsphase mit dem Ziel, die Anforderungen ab 2016 einzuhalten. Bislang orientieren sich die Eigenkapitalanforderungen der Versicherungsunternehmen noch an den Prämien der Versicherten, wodurch allein die Versicherungsrisiken und nicht die Marktrisiken der Kapitalanlagen der Versicherer Berücksichtigung finden. Lediglich Obergrenzen für einzelne Anlageklassen sollen dabei eine möglichst große Diversifikation des Versicherungsportfolios gewährleisten. Zusätzlich sind vereinzelte Anlageinstrumente aus der Anlagestrategie ausgeschlossen.

Nach den neuen Richtlinien müssen Versicherer für eingegangene Anlage Risiken einen anteiligen Betrag der jeweiligen Anlagesumme hinterlegen. Mit

dieser Vorgehensweise sollen vermeintlich riskantere Anlagen nicht mehr verboten, sondern über eine Erhöhung des Eigenkapitals verteuert werden. Im Rahmen des lange andauernden Einführungsprozesses der Regularien wurden in einer gesonderten Studie, dem Long Term Guarantees Assessment (LTGA), Wirkungen von langfristigen Garantien nach der Einführung von Solvency II in 13 verschiedenen Szenarien abgeschätzt. Vor allem für Lebensversicherer, welche die größten Kapitalsammelstellen innerhalb des Versicherungssektors darstellen, sind langfristige Kapitalanlagen von großem Interesse, da die Langfristigkeit die Kapitalanforderungen von Lebensversicherern widerspiegelt (Haas et al., 2013).

Die Struktur der neuen Richtlinien ist der Bankenregulierung nachempfunden und lässt sich in drei Säulen unterteilen. Die erste Säule bestimmt die Finanzausstattung der Versicherer und somit die quantitativen Kapitalanforderungen. Die zweite Säule beinhaltet qualitative Governance-Vorschriften, während die dritte Säule die Veröffentlichungsvorschriften der Versicherer regelt. Im Zentrum der Diskussion stehen die Neuregelungen der Kapitalanforderungen aus der ersten Säule. Eines der Module zur Risikomessung besteht in dem Marktrisikomodul, das in sieben einzelne Untermodule aufgeteilt ist (EIOPA, 2013). Durch diese Gliederung sollen Schwankungen der Marktpreise verschiedener Finanzinstrumente in der Kostenkalkulation der Unternehmen abgebildet und quantifiziert werden. Für eingegangene Risiken muss jeweils ein zu ermittelnder Betrag an Eigenkapital anteilig von der Anlagesumme dem Solvenzkapital hinzugerechnet werden. Neben Risiken, die alle Anlageformen betreffen können, wie Zinsänderungen, Illiquidität, eine zu geringe Diversifikation des Portfolios oder Wechselkursschwankungen, werden durch Solvency II auch Risiken für einzelne Anlageformen eingerechnet. Hierzu zählen das Aktien-, das Kredit- und das Immobilienrisiko.

Die Vergabe von Darlehen durch Versicherer unterliegt nach den neuen Richtlinien dem Kredit- oder auch Spread-Risiko. Diese Risikokategorie soll eine Veränderung von Risikoprämien bei festverzinslichen Wertpapieren und Kreditderivaten mitberücksichtigen. Die Kapitalanforderungen werden in Abhängigkeit von der Bonitätsstufe und der Kreditlaufzeit ermittelt. Hinsichtlich der Bonität sind dabei Produkte mit einem besseren Rating mit weniger Eigenkapital zu hinterlegen als solche minderer Bonität oder ohne Rating. Entscheidend für die Gewährleistung der Langfristfinanzierung ist jedoch das zusätzliche Laufzeitkriterium, nach dem langfristige Kapitalanlagen mit einem identischen Rating mit mehr Eigenmitteln zu unterlegen sind als kurzfristige (EIOPA, 2013, 148 f.). Berücksichtigt man die Risikofaktoren

aus der Auswirkungsstudie QIS5, wären für verbrieftete Darlehensforderungen mit einem Rating von „AAA“ (Faktor 0,9 Prozent) bei einer Laufzeit von fünf Jahren 4,5 Prozent Eigenkapital bereitzuhalten, während bei einem entsprechenden Rating und einer Laufzeit von zehn Jahren eine Solvenzkapitalunterlegung von 9 Prozent notwendig wäre. Die Bewertung von Darlehen gestaltet sich damit für Versicherer regulatorisch zwar deutlich günstiger als beispielsweise die direkte Investition in Immobilien, die nach Solvency II pauschal mit 25 Prozent Kapital zu unterlegen ist, liefert aber dennoch regulatorische Anreize hin zur kurzfristigen und weg von der langfristigen Finanzierung. Das Problem der Verwendung des Spread-Risikos für die Vergabe von Darlehen besteht zusätzlich darin, dass Letztere meist keinem standardisierten Ratingverfahren unterliegt. Auch die Vergabe grundrechtlich besicherter Darlehen würde somit unabhängig von den tatsächlichen Risiken lediglich nach ihrer Laufzeit differenziert mit höheren Eigenkapitalquoten belegt: je länger die Laufzeit, desto höher die Unterlegung mit Eigenkapital.

Neben den bereits in Kapitel 4.3.2 dargestellten Widersprüchen hinsichtlich eines großvolumigen Darlehensangebots durch Versicherer, wie dem in Relation zu Banken geringen Gesamtvolumen der Kreditvergabe und dem notwendigen Aus- und Aufbau ihrer eigenen Infrastruktur mit entsprechender Expertise, stellt auch die Handhabung der Darlehensvergabe in der neuen Regulierung unter Solvency II ein Hemmnis für den Ausbau von Langfristfinanzierung durch Versicherer dar. Zwar wird insgesamt die Darlehensvergabe für Versicherer attraktiver. Allerdings spricht die bevorzugte Behandlung kurzfristiger gegenüber langfristiger Darlehensvergabe deutlich gegen Versicherer als potenzielle Anbieter langfristiger Finanzierung und steht somit im Widerspruch zu den Vorstellungen des Grünbuchs der EU-Kommission. Nichtsdestotrotz ist nicht auszuschließen, dass Versicherer aufgrund der günstigeren Regulierung insgesamt Marktanteile in der Kreditfinanzierung, insbesondere im kurz- und mittelfristigen Bereich, hinzugewinnen.

5.3 Regulierung von Kreditfonds

Neben den Versicherern werden auch Kreditfonds im Grünbuch der EU-Kommission als potenzielle alternative Anbieter langfristiger Finanzierung genannt. In regulatorischer Hinsicht verfügen Kreditfonds gegenüber Banken und Versicherern über den Vorteil, dass sie außerhalb der klassischen Bankenregulierung operieren, obwohl sie in der Kreditvergabe einen bankenähnlichen Charakter haben (vgl. Kapitel 4.3.3). Daraus ergibt sich in der Kreditvergabe

sowohl gegenüber Versicherern als auch gegenüber Banken das Problem regulatorisch bedingter Ausweichreaktionen. Da für Banken durch die Verschärfungen der Regulierung die Kreditvergabe zunehmend verteuert wird, liegen derzeit in dieser Hinsicht die Wettbewerbsvorteile bei den Kreditfonds. Befürworter der Kreditfonds als Finanzierungsalternative weisen darauf hin, dass Kreditfonds gegenüber Banken deutlich höhere Eigenkapitalquoten aufweisen, die sich aus den Einlagen der Fondsinvestoren speisen. Derzeit gilt gemäß der AIFM-Richtlinie (Alternative Investment Fund Manager – AIFM) zur Auflage und Verwaltung alternativer Investmentfonds in Europa eine Fremdkapitalobergrenze von 60 Prozent und damit ein Mindestmaß an Eigenkapital von 40 Prozent. Dabei ist jedoch zu beachten, dass für das Eigenkapital der Kreditfonds keine strikten qualitativen Vorschriften wie im Bankenbereich existieren. Zudem können die Anteilseigner der Fonds ihre Einlagen dem Fonds auch wieder entziehen, wodurch die Eigenkapitalbasis der Fonds sehr schnell geschmälert werden kann.

Aus regulatorischer Perspektive werden die Fonds dennoch gegenüber dem klassischen Bankengeschäft in der Kreditvergabe bevorzugt behandelt, woraus sich eine Tendenz zur Sammlung von Risiken außerhalb der Reichweite der Regulierungsbehörden ergibt. Auch für Banken und Versicherer entstehen Anreize, die Kreditvergabe auf Fonds zu verlagern (vgl. Kapitel 5.4). Aufgrund der zunehmenden Vernetzung des gesamten Finanzsystems entstehen durch diese nicht regulierten Bereiche der Kreditvergabe zusätzliche systemische Risiken für das gesamte Finanzsystem. So wurde vor diesem Hintergrund auch von den G20 im November 2014 eine stärkere Harmonisierung der Regulierung gefordert. Diese sollte jedoch den unterschiedlichen Geschäftsmodellen, den Risikoprofilen und dem von ihnen ausgehenden Risiko Rechnung tragen. Neben der Schaffung gleicher Wettbewerbsregeln für das gleiche Geschäft ist zu berücksichtigen, dass Kreditfonds durchaus eine komplementäre Funktion gegenüber Banken haben, da sie ein viel breiteres Spektrum an riskanten und großvolumigen Finanzierungen anbieten können, wie umfassende Projektfinanzierungen in Infrastrukturprojekten. Sie sind in der Auswahl ihrer Kreditvergabe wie auch in deren Ausgestaltung wesentlich freier als die Banken, deren Darlehensvergabe strengen regulatorischen Kriterien folgt, die Kunden wie Investoren in einem hohen Maße schützen. Das kleinteilige Geschäft beispielsweise mit Privatkunden ist für Fonds jedoch deutlich weniger attraktiv, da sie sowohl die notwendige Expertise als auch den Beratungsstab aufbauen müssten. Dies gilt zumindest dann, wenn die Kreditfonds von Nichtbanken aufgelegt werden.

Hinsichtlich der Langfristfinanzierung stellt sich jedoch die Frage, inwiefern die Fonds in ihrem Geschäftsmodell Anreize haben, auch langfristige Finanzierungen bereitzustellen. Um ein entsprechendes Angebot langfristiger Finanzierung durch Kreditfonds zu begünstigen, wurde von der EU-Kommission im Rahmen der Förderungsvorhaben langfristiger Investitionen am 26. Juni 2013 eine neue Verordnung für spezialisierte Anlagefonds vorgeschlagen, die speziell zur langfristigen Finanzierung von Sachanlagen dienen sollen (EU-Kommission, 2013c). Demnach soll über die sogenannten European Long-Term Investment Funds (ELTIF) die „Bereitstellung langlebiger Kapitalanlagen zur Finanzierung von Sachanlagen [...] und immateriellen Vermögenswerten“ (EU-Kommission, 2013c, 2) gewährleistet werden. Gemäß den Änderungswünschen des EU-Parlaments sollen zudem nicht nur institutionelle, sondern auch private Investoren die Möglichkeit erhalten, in diese Fonds zu investieren. Die zulässigen Anlageklassen der ELTIF umfassen neben Infrastrukturprojekten und börsennotierten Unternehmen auch Immobilienanlagen. Aufgrund der Ausrichtung und des Umfangs des Fondsvermögens wird es sich für die Fonds jedoch nur lohnen, in großvolumige und weniger in kleinteilige Projekte zu investieren. Daher ist zu erwarten, dass auch über die Auflage von ELTIF für den Immobilienmarkt außerhalb von Großprojekten keine Langfristfinanzierung als Alternative zum klassischen Bankgeschäft bereitgestellt werden wird.

5.4 Akkumulative Wirkungen regulatorischer Anforderungen

Die engen Wirkungszusammenhänge zwischen den Regulierungen für Banken, Versicherer und Fonds werden vor allem im Refinanzierungsbereich der Darlehensvergabe deutlich. Neben anderen Banken zählen Versicherer in Deutschland zu den wichtigsten Abnehmern von Pfandbriefen und Schuldverschreibungen. Nach Angaben der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) hatten deutsche Erstversicherungsunternehmen zum Ende des vierten Quartals 2013 Pfandbriefe, Kommunalobligationen und weitere Schuldverschreibungen von Kreditinstituten im Wert von rund 238 Milliarden Euro in ihrem Portfolio (BaFin, 2014). Auch in Bezug auf die Refinanzierungsinstrumente der Kreditinstitute wird sich unter Solvency II ein neues Bewertungsschema der Anlage entwickeln. Die entscheidenden Kriterien für die Höhe der mit Schuldverschreibungen, Verbriefungen und gedeckten Anleihen einhergehenden Kapitalanforderungen sind wie die Kriterien für die Darlehensvergabe im Spread-Risikomodul enthalten und umfassen neben dem Rating auch die Laufzeiten der Produkte (Tabelle 3).

Kapitalanforderungen für gedeckte Schuldverschreibungen

Tabelle 3

Eigenkapitalhinterlegung nach Rating und Laufzeit, in Prozent

Laufzeit	Rating						Ohne Rating
	AAA	AA	A	BBB	BB	B <	
1 Jahr	0,6	1,1	1,4	2,5	4,5	7,5	3,0
5 Jahre	3,0	5,5	7,0	12,5	22,5	37,5	15,0
10 Jahre	6,0	11,0	14,0	25,0	45,0	75,0	30,0

Quelle: Ramadurai et al., 2012, 7

Hinsichtlich der Bonität sind insgesamt Anleihen mit einem besseren Rating mit weniger Eigenkapital zu hinterlegen als Anleihen minderer Bonität oder ohne Rating. So werden Schuldverschreibungen ohne Rating und Bankschuldverschreibungen künftig unattraktiver, da nach Solvency II hierfür wesentlich höhere Eigenkapitalunterlegungen notwendig sind.

In Bezug auf die Laufzeit der Anleihen werden langfristige Kapitalanlagen mit mehr Eigenmitteln unterlegt als kurzfristige mit einem identischen Rating (EIOPA, 2013, 148 f.). Unter die entsprechende Risikokategorie fallen auch deutsche Pfandbriefe, die einen bedeutenden Stellenwert im Portfolio deutscher Versicherer einnehmen. Aufgrund ihrer hohen Sicherheit als Anlage werden Pfandbriefe unter Solvency II von den Regulierungen gegenüber anderen Verbriefungen bevorzugt behandelt, sofern sie ein hohes Rating aufweisen (EIOPA, 2013, 150). Zusätzliche Vorteile ergeben sich bei kürzeren Laufzeiten, da mit der Laufzeit die Eigenkapitalanforderung steigt. Aufgrund der regulatorisch bevorzugten Behandlung von Pfandbriefen ist davon auszugehen, dass die grundlegende Form der Refinanzierung der Banken über Pfandbriefe durch die neuen Vorschriften nicht gefährdet sein wird. Allerdings legt wie bei der Darlehensvergabe durch Versicherer die Staffelung der Eigenkapitalhinterlegungen nach Laufzeiten nahe, dass die Refinanzierung langfristiger Bankgeschäfte über die Refinanzierung von ungedeckten Schuldverschreibungen aufgrund eines Nachfragerückgangs im Versicherungssektor deutlich erschwert wird. Für andere Banken bleibt nur der Erwerb von gedeckten und mit „gut“ gerateten Schuldverschreibungen attraktiv, da für diese im Rahmen der NSFR nur geringe Refinanzierungen notwendig sind und diese als hochliquide Aktiva im Rahmen der LCR gelten.

Eine Alternative für die Banken stellt die Refinanzierung über Einlagen dar, da insbesondere Einlagen von Haushalten nur geringen Abschlägen unterliegen. Tatsächlich ist in Deutschland die Konkurrenz um Einlagen stark

gestiegen, auch vor dem Hintergrund der neuen Regulierungen (Osman/Köhler, 2011). Einlagen erlauben aber keine fristenkongruente Refinanzierung, sodass Banken bei dieser Refinanzierungsform eher kürzere Kreditlaufzeiten bevorzugen werden. Können klassische Langfristfinanzierer aufgrund des Drucks auf gedeckte Schuldverschreibungen nicht mehr in dem Maße wie bisher Langfristfinanzierungen anbieten, wird auch der Druck bei den überwiegend mit Einlagen refinanzierten Banken abnehmen, lange Laufzeiten zu offerieren. Oder anders gewendet: Die zunehmenden Anforderungen in der Refinanzierung können dazu führen, dass der Zinsaufschlag für langfristige Refinanzierungen gegenüber kürzeren Refinanzierungen und damit wahrscheinlich auch der Kreditkostenaufschlag für die Kunden steigt. Wie gezeigt sind langfristige Darlehen in Deutschland gegenüber dem Ausland besonders deswegen attraktiv, weil hier der Zinsaufschlag bisher besonders niedrig ist.

Auch Kreditfonds kann aus Bankenperspektive künftig eine größere Bedeutung zukommen als bisher. Vor dem Hintergrund des durch Basel III angestoßenen Deleveraging-Prozesses (vgl. Kapitel 5.1) bieten Kreditfonds Banken die Möglichkeit, über ihre Beteiligung an einem Fonds indirekt langfristige Finanzierung zu betreiben. Allerdings fallen für die Erst-Investition in Fonds im Grundsatz regulatorisch deutlich höhere Kosten an, als dies bei der eigenen Kreditvergabe durch Banken der Fall ist. Ein entscheidendes weiteres Anlagekriterium für die Bank wird daher sein, dass der Fonds eine hinreichende Rendite erwirtschaftet, mit der die regulatorischen Kosten wieder gedeckt werden.

Für Versicherer bestehen hinsichtlich der Investition in Fonds noch Unsicherheiten über die Zuordnung zu einer Regulierungskategorie. Ausgehend von den Technical Specifications für die QIS5-Studie und dem LTGA soll für eine marktgerechte Bewertung von Investmentfonds der sogenannte Look-Through-Ansatz verwendet werden. Demnach sollen sowohl aktiv als auch passiv gemanagte Fonds danach beurteilt werden, welche Investitionen in ihnen enthalten sind (EU-Kommission, 2010, 130 f.). Für die Beteiligung der Versicherer an Kreditfonds bedeutet dies, dass die Eigenkapitalkosten der Fondsinvestition denen der eigenen Darlehensvergabe entsprechen, sofern der Fonds eine hinreichend transparente Struktur aufweist. Handelt es sich hingegen um einen Immobilienfonds, wären es 25 Prozent Eigenkapitalhinterlegung entsprechend dem Risikogewicht des Immobilienteilmoduls.

Lässt sich der Look-Through-Ansatz jedoch beispielsweise aufgrund einer intransparenten Fondsstruktur nicht verfolgen, fallen auch die Fonds unter das Aktienrisikomodul. Gemäß der jüngsten Auswirkungsstudie werden

Produkte, die unter das Aktienrisiko fallen, je nach ihrem Handelsort unterschiedlich mit Eigenkapital hinterlegt. Die an den Börsen von Ländern des Europäischen Wirtschaftsraums und der OECD gehandelten Papiere werden mit einem Basisschock von 39 Prozent bewertet, das Eigenkapital muss also ausreichen, um eine entsprechend starke Wertberichtigung auffangen zu können. Auf die aus anderen Ländern stammenden Aktien oder Beteiligungen, Hedgefonds oder alternative Investitionen entfällt hingegen ein Schockfaktor von 49 Prozent (EU-Kommission, 2010, 114). Alle fremdfinanzierten Fonds werden nicht nach dem Look-Through-Ansatz bewertet, sondern fallen unter die Residualkategorie Other Equity im Aktienrisikomodul und müssten demnach mit bis zu 49 Prozent Eigenkapital unterlegt werden (IPD, 2011).

Die Investitionen der Versicherer in die geplanten ELTIF sollen hingegen bevorzugt behandelt werden, „damit ELTIF, was die bei Investitionen in illiquide Anlagen erforderlichen hohen Kapitalanforderungen betrifft, über die notwendige Flexibilität verfügen“ (Europäisches Parlament, 2014, 8). Geplant ist dem EU-Parlament zufolge eine Anpassung der bisherigen Vorschriften nach Solvency II für die Kapitalanlage in ELTIF, während darüber hinaus, soweit erforderlich, „alle zusätzlichen nationalen ordnungspolitischen Grenzen sorgfältig geprüft werden“ sollten (Europäisches Parlament, 2014, 8). Dies deutet darauf hin, dass Kreditfonds vor allem für Versicherer und Pensionsfonds unter Solvency II regulatorisch besonders günstig gegenüber alternativen Anlageprodukten sein und damit tendenziell bevorzugt werden.

5.5 Notwendige Anpassungen im Regelwerk

Wie bereits in Kapitel 4.4 herausgearbeitet wurde, wirkt sich vor allem ein unsicheres Umfeld negativ auf die Bereitstellung der Langfristfinanzierung aus. Aktuell stehen einer auf Planungssicherheit beruhenden Langfristfinanzierung nicht zuletzt die regulatorischen Unsicherheiten in nahezu allen Bereichen entgegen. Sowohl bei Banken als auch bei Versicherungen und insbesondere bei Kreditfonds stehen neben einzelnen Regulierungsfeldern noch viele Planungsprozesse aus, was den Anbietern eine strategische Planung und ein freigiebiges Angebot von Langfristfinanzierung erschwert. Neben inhaltlichen Anpassungen der Regelwerke an den entscheidenden Stellen ist es daher von entscheidender Bedeutung, den Anbietern wie auch den Nachfragern langfristiger Finanzierungsvorhaben mehr Planungssicherheit zu gewährleisten und Unklarheiten in den Regularien zielgerichtet, aber auch zeitnah zu beseitigen.

Zudem ist es zur Schaffung eines besseren Wettbewerbs und damit eines qualitativ hochwertigen Angebots an Langfristfinanzierung notwendig, Wettbewerbsungleichheiten zu beseitigen. Wie die vorherigen Kapitel gezeigt haben, werden sowohl die Vergabe von Darlehen als auch die Möglichkeiten der Refinanzierung je nach Anbietergruppen regulatorisch unterschiedlich behandelt, was eine mangelnde Wettbewerbsgleichheit zwischen den Finanzierern zur Folge hat. Wichtig ist, dass für die Kreditvergabe gleiche Wettbewerbsbedingungen geschaffen werden. Werden einzelne Finanzintermediäre bei der Kreditvergabe regulatorisch bevorzugt, gibt es Verzerrungen im Markt, die neue Ungleichgewichte schaffen könnten. Die Konsequenz ist, dass sich im Schattenbankensektor – zunächst unbeobachtet – Risiken kumulieren, die den Ausgangspunkt neuer Krisen darstellen können. Zur Erhöhung der Finanzstabilität reicht es nicht aus, die Banken stärker zu regulieren, sondern man muss das Gesamtsystem im Auge behalten. Die Idee einer Verschiebung der Langfristfinanzierung an alternative Finanzintermediäre, womöglich sogar unterstützt durch weitere Vorteile in der Regulierung, muss daher unbedingt verworfen werden.

Dabei sprechen das über Jahre akkumulierte Fachwissen, die bestehende Expertise in der Risikoanalyse und die damit zusammenhängenden Prüfungskapazitäten deutlich dafür, zunächst die Bedingungen des Angebots von Langfristfinanzierung durch Banken nicht durch Regulierungen zu erschweren. Derzeit bietet die Umsetzung von Basel III auf europäischer Ebene noch Anreize zu kürzeren Kreditlaufzeiten. Dies erfolgt über eine Mischung aus Nachteilen für traditionelle Langfristfinanzierer wie Realkreditinstitute und den mit den Liquiditätsquoten gesetzten Anreizen in Kombination mit anderen Regulierungen, wie etwa Solvency II.

Kerngedanke von Basel III ist es dabei, die Risiken im Bankensektor zu reduzieren und damit die Finanzstabilität zu stärken. Gleichzeitig wird damit jedoch die volkswirtschaftliche Funktion der Banken eingeschränkt. Die Regulierung sieht sich damit einem Dilemma ausgesetzt: Auf der einen Seite muss vor dem Hintergrund der Erfahrungen aus der Finanzkrise die Sicherheit des Finanzmarktes erhöht werden, um negative Rückwirkungen auf die Realwirtschaft zukünftig zu vermeiden oder zumindest zu begrenzen. Auf der anderen Seite wird damit die Langfristfinanzierung erschwert, was ebenfalls negative Rückwirkungen auf die Realwirtschaft hat, weil damit Planungssicherheit verloren geht und weil sich langfristige Finanzierungen beruhigend auf die Preisentwicklung auswirken, wie in Kapitel 3.3 dargelegt.

Dieses Dilemma erkennt mittlerweile auch die EU-Kommission (2013b) mit dem vorgelegten und bereits in der Einleitung skizzierten Grünbuch. Nach

der Analyse der Langfristfinanzierung und der Diskussion ihrer Bereitstellung durch Banken und alternative Finanzierer muss dem Ansatz der EU-Kommission jedoch widersprochen werden. Andere Anbieter, etwa Versicherer oder Kreditfonds, können zwar ebenfalls Kredite bereitstellen. Aufgrund ihrer Geschäftsmodelle, ihrer Erfahrungen und ihrer Kapazitäten können solche Anbieter jedoch allenfalls Komplementäre zu Banken darstellen, diese aber nicht substituieren. Schließlich ist es die originäre Aufgabe der Banken, Kapital zu sammeln und dieses in langfristige Kredite zu transformieren.

Die Regulierung führt jedoch nun dazu, dass Banken ihren originären Wettbewerbsvorteil gegenüber alternativen Finanzierern zum Teil einbüßen. Versicherer, Kreditfonds und andere Finanzintermediäre sind bei der Kreditvergabe teilweise deutlich weniger reguliert als Banken. Cosimano/Hakura (2011), zwei Volkswirte des Internationalen Währungsfonds, gehen daher davon aus, dass es zu Regulierungsarbitrage kommen wird und der Schattenbankensektor erheblich an Bedeutung gewinnt. Damit werden aber die Risiken in der Volkswirtschaft nicht vermindert, sondern lediglich verschoben beziehungsweise erhöht. Da die Regulierungsstandards alternativer Finanzierer teilweise wesentlich geringer sind als nach Basel II, ist es nicht unwahrscheinlich, dass die Risiken insgesamt sogar steigen. Versucht die EU-Kommission gar, durch Anreize den Schattenbankensektor zu vergrößern, um die Langfristfinanzierung zu verbreitern, wie dies in einer aktuellen Mitteilung angedacht ist (EU-Kommission, 2014), würde die Gefahr einer neuen Finanzkrise insgesamt vergrößert werden, die dann aber ihren Ausgangspunkt nicht im Bankensektor, sondern im Schattenbankensektor nehmen würde.

Das Ziel muss folglich darin bestehen, die Regulierung so zu gestalten, dass Banken zwar sicherer und robuster werden, gleichzeitig aber ihre Funktionsfähigkeit erhalten bleibt. Konzentrieren muss sich die Regulierung dabei besonders auf das systemische Risiko, also auf die Gefahr von Dominoeffekten bei Insolvenzen einzelner Banken, da dies die wesentliche Problematik in der Finanzkrise darstellte (Krahen, 2013). Mit der Umsetzung der Bankenunion wurden hier bereits wesentliche Maßnahmen getroffen, um die Effekte einer Insolvenz einzudämmen (Demary, 2013). Während die Bankenunion den Fall von Insolvenzen regelt, muss Basel III dazu beitragen, die Insolvenzwahrscheinlichkeit zu reduzieren.

Es würde den Rahmen der vorliegenden Untersuchung sprengen, einen detaillierten Vorschlag für eine Reform von Basel III zu entwickeln. Ausgehend von der bisherigen Analyse können jedoch einige Leitlinien für eine Überarbeitung der Regulierung abgeleitet werden.

Unstrittig ist, dass die Banken mehr Eigenkapital vorhalten müssen. Der Mangel an Eigenkapital war der wesentliche Grund dafür, dass die Banken die anfänglichen Verluste aus der Subprime-Krise nicht verkraften konnten (Jäger/Voigtländer, 2007). In Abhängigkeit von ihrem Risiko sollten Banken daher, wie dies auch nach Basel III vorgesehen ist, mehr Eigenkapital unterlegen. Dies hat nur einen geringen Einfluss auf die Art der Kreditvergabe und stellt somit kein generelles Hemmnis für langfristige Finanzierungen dar. Weil die Eigenkapitalkosten zwar im Gegensatz zum Modigliani-Miller-Theorem über den Fremdkapitalkosten liegen, was unter anderem auf Prinzipal-Agenten-Problemen beruht (Myers/Majluf, 1984), wird dies zwar die Kreditkosten erhöhen, aber dafür verbessert sich entsprechend die Finanzstabilität.

Anders gelagert ist die Bewertung allerdings bei der Leverage Ratio. Die Leverage Ratio ist unabhängig vom Geschäftsmodell und von den eingegangenen Risiken und soll nach derzeitigen Vorschlägen 3 Prozent betragen (Eigenkapital im Verhältnis zur Bilanzsumme). Wie gezeigt hat die Leverage Ratio negative Rückwirkungen insbesondere auf Spezialfinanzierer, die sich auf die Langfristfinanzierung konzentriert haben. Diese Banken waren bislang konkurrenzfähig, weil sie aufgrund ihres stabilen und risikoarmen Geschäfts nur wenig Eigenkapital vorhalten mussten. Zwar ist es denkbar, dass die Spezialfinanzierer ihre Eigenkapitalbasis erhöhen. Die durchschnittlich geringeren Gewinne machen die Spezialfinanzierer aber unattraktiver für Investoren, zumal die Risikobewertung von Banken durch die Möglichkeit eines Bailouts durch den Staat immer noch verzerrt ist (Krahn, 2013). Daher ist der wahrscheinlichere und bereits bislang praktizierte Weg eine Anpassung der Bilanzsumme, was die Langfristfinanzierung insgesamt schwächt. Dennoch erscheint ein gänzlicher Verzicht auf die Regulierung der Leverage Ratio ebenfalls problematisch, da Banken in der Vergangenheit ihre Bewertungsspielräume bei der Risikomessung ihrer Aktivitäten ausgenutzt haben (SVR, 2008). Ein Kompromiss könnte es daher sein, die Leverage Ratio nur als Beobachtungskennziffer zu nutzen und nicht verbindlich einzufordern. Verringerungen der Kernkapitalquote könnten dann einen Anlass für die Finanzaufsicht darstellen, die Bilanz und die Aktivitäten der betreffenden Bank zugänglich zu prüfen. Dies würde auch eher der Intention der Leverage Ratio entsprechen, die letztlich auch theoretisch nicht begründet werden kann. Schließlich wird sie eben vor allem deswegen gefordert, weil die Risikomessung unsicher ist. Bei gravierenden Veränderungen eine Prüfung einzuleiten, erscheint deshalb adäquat.

Ein weiteres wesentliches Hemmnis stellt die Net Stable Funding Ratio (NSFR) dar. Die NSFR setzt zwar Anreize zur langfristigen Refinanzierung, gleichzeitig aber auch Anreize, die Kreditlaufzeiten zu reduzieren. In der Literatur werden die neuen Liquiditätskennziffern insgesamt kritisch betrachtet (Allen et al., 2012). Zwar finden sich auch in nationalen Regelwerken Vorgaben für das Liquiditätsmanagement, aber die in Basel III gestellten Anforderungen gehen deutlich darüber hinaus. Durch die verschiedenen Haircuts (Abschläge) bei Refinanzierungen und Aktiva bewertet der Regulierer zudem die einzelnen Geschäftsfelder und Refinanzierungsquellen und legt damit Umschichtungen nahe. Dabei kann jedoch nur sehr grob vorgegangen werden und die Sicherheit einzelner Refinanzierungsquellen kann sich im Zeitablauf auch ändern. So gehen Einlagen privater Kunden mit einer vergleichsweise hohen Quote von mindestens 80 Prozent in die NSFR ein. Die Erfahrung lehrt jedoch, dass in wirtschaftlich schwierigen Zeiten auch Privatkunden ihre Mittel kurzfristig abziehen können, was häufig genug ein Grund für die Illiquidität von Banken war (Dwyer/Gilbert, 1989). Wie bereits ausgeführt, ist gerade der Refinanzierungsmix ein Garant für eine stabile und effiziente Refinanzierung. Die Bewertung der Refinanzierung (und der Aktiva) hinsichtlich ihrer Liquiditätseigenschaften kann Monostrukturen begünstigen, die sich bei veränderten Marktbedingungen als nachteilig erweisen. Grundsätzlich sollten die Liquiditätskennziffern daher nicht zu restriktiv gewählt werden. Eine Möglichkeit besteht darin, den Schwellenwert der NSFR und auch der LCR nicht auf 100 Prozent zu setzen, sondern etwa auf 95 Prozent. Dies würde den Spielraum der Banken erhöhen, gleichzeitig aber exzessive Fristentransformationen, wie sie teilweise vor der Finanzkrise gewählt wurden, unterbinden. Daneben könnte festgelegt werden, dass Banken, deren NSFR sich verschlechtert oder aber unter einen Wert von 100 Prozent fällt, besonders beobachtet werden.

Insgesamt wird damit hier für eine Regulierung plädiert, die sich weniger an reinen Kennzahlen orientiert, sondern verstärkt individuelle Prüfungen durchführt und in den Dialog mit den Finanzinstituten eintritt. Schließlich darf nicht vergessen werden, dass die Geschäftsmodelle der Banken in der EU sehr verschieden sind und sowohl die Kernkapitalquote als auch die Liquiditätsquoten nur eine begrenzte Aussagekraft für die Insolvenzwahrscheinlichkeit eines Instituts haben. Daher dürfen gerade diese Kennziffern nicht zu restriktiv ausgestaltet werden.

Angesichts der Vielzahl an Finanzintermediären wird ersichtlich, dass künftig an die Refinanzierung deutlich höhere Anforderungen gestellt werden und die Konkurrenz bei Emissionen steigen wird. Wie in Kapitel 5.4 darge-

stellt, ist bei der Gewährleistung von Langfristfinanzierung auch die Regulierung der Nachfrageseite der entsprechenden Produkte mit zu berücksichtigen. Da Versicherungen wesentliche Käufer von ungedeckten und gedeckten Schuldverschreibungen darstellen, ist von dieser Seite mit einem signifikanten Effekt zu rechnen (Haas et al., 2013). Daher sollten unter Solvency II die Laufzeitenregelungen bei ungedeckten und gedeckten Schuldverschreibungen nochmals überarbeitet werden, wie es bereits für die geplanten European Long-Term Investment Funds (ELTIF) seitens des EU-Parlaments angedacht wird.

Darüber hinaus ist es essenziell, die Marktkräfte stärker zu nutzen. Ein großes Problem war und ist es, dass die Marktteilnehmer gerade aufgrund der systemischen Risiken einer Bankinsolvenz davon ausgehen, dass Banken im Fall der Fälle gerettet werden. Daher haben in der Vergangenheit auch die Marktteilnehmer die Risiken der Banken nur unzureichend beobachtet (Admati/Hellwig, 2013). Um dies zu ändern, ist es erforderlich, dass mehr Anteilseigner außerhalb des Bankensektors beteiligt werden. Treten Verluste auf, ist es glaubhaft, diese Eigner heranzuziehen, da keine Kettenreaktionen auftreten.

Darum plädieren Admati und Hellwig in ihrem Buch „Des Bankers neue Kleider“ dafür, die Bankenregulierung durch den Aufbau deutlich höherer ungewichteter Eigenkapitalquoten von 20 bis 30 Prozent zu stärken und damit das Finanzsystem widerstandsfähiger gegenüber Krisen zu machen (Admati/Hellwig, 2013). Wie in Kapitel 5.1 gezeigt wurde, steht ein Ausbau der Eigenkapitalbasis in keinem grundsätzlichen Widerspruch zur Gewährleistung langfristiger Finanzierung. Allerdings ist dabei darauf zu achten, dass sowohl innerhalb der Bank als auch im gesamten Finanzsystem keine verzerrenden Effekte auftreten. Innerhalb der Bank könnte dies geschehen bei einer bevorzugten Behandlung kurzfristiger Finanzierungen, während innerhalb des Finanzsystems die Einhaltung neutraler Wettbewerbsbedingungen für alle Anbieter langfristiger Finanzierung gewährleistet bleiben muss. Zusätzlich ergibt sich aus der Erhöhung der ungewichteten Eigenkapitalquote die in Kapitel 5.1 näher erläuterte Benachteiligung konservativer Geschäftsmodelle mit risikoärmeren Geschäften, die hinsichtlich der gewollten Stabilisierungspolitik nicht wünschenswert sein kann. Ein praktisches Problem für den stärkeren Eigenkapitalaufbau besteht für Banken darin, dass sie nur dann Eigenkapitalgeber außerhalb des Bankensektors finden, wenn sie ein nachvollziehbares Rendite-Risiko-Profil nachweisen. Tatsächlich wird es aber schwer sein, nach den Erfahrungen der letzten Jahre Eigenkapital in ausreichendem Umfang aufzunehmen.

6

Schlussfolgerungen

Als Reaktion auf die Finanz- und Wirtschaftskrise sollen Banken künftig stärker reguliert werden. Damit soll die Stabilität des Finanzsystems gestärkt und die Gefahr einer neuen Krise verringert werden. Es steht außer Frage, dass die Robustheit der Banken durch die neuen Regeln verbessert wird. Gleichsam wird jedoch zunehmend deutlich, dass die Regulierung die volkswirtschaftliche Funktion der Banken spürbar einschränkt. Insbesondere ihre Funktion als Langfristfinanzierer können die Banken künftig nur begrenzt wahrnehmen.

Im Hinblick auf die eingangs gestellten Forschungsfragen hat die vorliegende Untersuchung erstens gezeigt, dass mit Langfristfinanzierungen Planungssicherheit für die Realwirtschaft gewährleistet wird und sie somit einen entscheidenden Beitrag zur Stabilität der Märkte leisten. Am Beispiel des Wohnungsmarktes konnte dargestellt werden, dass Märkte mit einem Fokus auf die Langfristfinanzierung schwankungsärmer sind. Im Umkehrschluss wird eine Reduzierung der Langfristfinanzierung die Volatilität der Vermögensmärkte wieder erhöhen, mit entsprechenden Nachteilen für die Volkswirtschaften. Da die Nachfrage das Angebot maßgeblich bestimmt, werden zwar auch weiterhin in den traditionell durch Langfristfinanzierung geprägten Märkten solche Produkte angeboten werden, doch dies zu deutlich höheren Kosten, was auf Dauer die Marktbedeutung schmälern wird. In anderen Ländern wird sich das Potenzial der Langfristfinanzierung gar nicht erst entfalten können.

Die EU-Kommission hat dieses Thema mittlerweile erkannt und auf die Agenda gehoben. Dies ist verdienstvoll, doch der Ansatz, die Langfristfinanzierung auf andere Finanzintermediäre zu verlagern, muss als äußerst problematisch angesehen werden. So lässt sich zweitens anhand der Ergebnisse ausführlich darlegen, dass Banken aufgrund ihrer Refinanzierungsmöglichkeiten, ihres Geschäftsmodells und ihrer langen Erfahrung für die Bereitstellung von Langfristfinanzierung prädestiniert sind. Verlagerungen auf andere Marktteilnehmer können durch ungleiche Rahmenbedingungen in der Regulierung oder andere Anreize erreicht werden, was jedoch ineffizient ist. Zudem können Langfristfinanzierungen dann nicht mehr von den günstigsten Anbietern bereitgestellt werden, sofern alternative Finanzierer überhaupt in der Lage sind, in nennenswertem Umfang langfristige Darlehen anzubieten.

Noch problematischer ist jedoch, dass damit die Kreditvergabe in einen weniger regulierten und auch weniger etablierten Sektor verschoben wird, was die Gefahr neuer Verwerfungen erhöht. Im Endeffekt werden damit die Banken zwar robuster, die Risiken für das Finanzsystem steigen aber sogar.

Die Ergebnisse der Untersuchung zeigen drittens, dass Basel III nach dem aktuellen Planungsstand noch einmal überdacht werden muss. Vor allem die ungewichtete Eigenkapitalquote und die NSFR erweisen sich als Hemmnis für die Langfristfinanzierung. Dabei ist die Funktion beider Kennziffern begrenzt, da die Erfüllung der Quoten noch kein Garant für die Reduzierung der Insolvenzrisiken einer Bank ist. Es hätte den Rahmen der vorliegenden Analyse gesprengt, einen Reformvorschlag für Basel III zu entwerfen, der darüber hinaus auch mit anderen Regelwerken, wie etwa Solvency II, abgestimmt werden müsste. Generell erscheint jedoch eine Verwendung der Kennziffern als Beobachtungskennziffern anstatt als feste Grenzen ebenso sinnvoll wie die Nutzung der Marktkräfte in der Überwachung der Marktteilnehmer. Außerdem sollte grundsätzlich die Fokussierung auf Kennzahlen zugunsten einer stärker individuellen Prüfung überdacht werden, wie sie in der Vergangenheit etwa die Financial Services Authority (FSA) im Vereinigten Königreich praktizierte. Dies würde sicherlich zu höheren Kosten in der Regulierung und Aufsicht führen. Die Reduzierung der Langfristfinanzierung wäre für die Realwirtschaft allerdings insgesamt mit weit höheren Kosten verbunden.

Neben den erwähnten inhaltlichen Anpassungen der Regelwerke müssen für die Gewährleistung langfristiger Finanzierungsmöglichkeiten seitens der Finanzmarktregulierung zwei zentrale Punkte bedacht werden: Zum einen muss auch die Regulierung darauf Rücksicht nehmen, dass die Planungssicherheit der Anbieter langfristiger Darlehen nicht zu lange durch regulatorische Unsicherheiten behindert werden darf. Zum anderen ist auf die Sicherung einer wettbewerbsneutralen Regulierung zwischen den verschiedenen Anbietern zu achten, damit durch den Wettbewerb ein qualitativ hochwertiges Angebot an Langfristfinanzierung und die weitergehende Systemstabilisierung gewährleistet werden können.

Literatur

Admati, Anat R. / Hellwig, Martin F., 2013, The bankers' new clothes. What's wrong with banking and what to do about it, Princeton

Akerlof, George A., 1970, The market for "lemons". Quality uncertainty and the market mechanism, in: Quarterly Journal of Economics, 84. Jg., Nr. 3, S. 488–500

Akerlof, George A. / Shiller, Robert J., 2009, Animal spirits. How human psychology drives the economy, and why it matters for global capitalism, Princeton

Allen, Bill / Chan, Ka K. / Milne, Alistair / Thomas, Steve, 2012, Basel III. Is the cure worse than the disease?, in: International Review of Financial Analysis, 25. Jg., S. 159–166

Ashworth, Herbert, 1980, The Building Society Story, London

BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, 2014, Einzelangaben zu den Kapitalanlagen der Erstversicherungsunternehmen. Bestand in den einzelnen Versicherungssparten 4. Quartal 2013, Kapitalanlagen der Erstversicherer, http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Statistik/2013/dl_kapitalanlagen_3q_13_va.html?nn=2818624 [11.7.2014]

Baker, Mae / Collins, Michael, 1999, Financial crises and structural change in english commercial bank assets, 1860–1913, in: Explorations in Economic History, 36. Jg., Nr. 4, S. 428–444

BCBS – Basel Committee on Banking Supervision, 2011, Basel III. A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems, Basel

BCBS, 2013, Basel III. The Liquidity Coverage Ratio and liquidity risk monitoring tools, Bank for International Settlements, Basel

BCBS, 2014, Basel III. The Net Stable Funding Ratio, Consultative Document, Basel

Bernanke, Ben, 2009, The future of mortgage finance in the United States, in: B. E. Journal of Economic Analysis & Policy, 9. Jg., Nr. 3, S. 1–9

Bernanke, Ben / Gertler, Mark, 2000, Monetary policy and asset price volatility, NBER Working Paper, Nr. 7559, Cambridge (Mass.)

Best, Jason / Neiss, Sherwood / Stralser, Steven / Fleming, Lee, 2013, How Big Will the Debt and Equity Crowdfunding Investment Market Be? Comparisons, Assumptions, and Estimates, Fung Technical Report, Nr. 2013.1.15, Berkeley

Bjørnland, Hilde C. / Jacobsen, Dag H., 2010, The role of house prices in the monetary policy transmission mechanism in small open economies, Norges Bank Working Paper, Nr. 2009/06, Oslo

Bloomberg, 2014, Datenbank, Bloomberg-Terminal, <http://www.bloomberg.com/professional/> [17.2.2014]

BoE – Bank of England / **ECB** – European Central Bank, 2014, The case for a better functioning securisation market in the European Union, London

Browning, Martin / Lusardi, Annamaria, 1996, Household saving. Micro theories and micro facts, in: Journal of Economic Literature, 34. Jg., Nr. 4, S. 1797–1855

- Burhop**, Carsten, 2011, Wirtschaftsgeschichte des Kaiserreichs 1871–1918, Göttingen
- Carstensen**, Kai / **Hülsewig**, Oliver / **Wollmershäuser**, Timo, 2009, Monetary Policy Transmission and House Prices. European Cross-country Evidence, CESifo Working Paper, Nr. 2750, München
- Cassis**, Youssef, 2007, Metropolen des Kapitals. Die Geschichte der internationalen Finanzzentren von 1780–2005, Hamburg
- CGFS** – Committee on the Global Financial System, 2006, Housing finance in the global financial market. CGFS working group report, CGFS Papers, Nr. 26, Basel
- Charles River Associates**, 2004, An assessment of the extent of an identified need for simplified, standard financial services products. A report for the European Commission, Brüssel
- Chiuri**, Maria C. / **Jappelli**, Tullio, 2003, Financial market imperfections and home ownership. A comparative study, in: European Economic Review, 47. Jg., Nr. 5, S. 857–875
- Cosimano**, Thomas F. / **Hakura**, Dalia S., 2011, Bank behavior in response to Basel III. A cross-country analysis, IMF Working Paper, Nr. 11/119, Washington D. C.
- Demary**, Markus, 2010, The interplay between output, inflation, interest rates and house prices. International evidence, in: Journal of Property Research, 27. Jg., Nr. 1, S. 1–17
- Demary**, Markus, 2013, Ein Vorschlag für eine europäische Bankenunion ohne automatische Vergemeinschaftung von Bankverlusten, IW policy paper, Nr. 16/2013, Köln
- Demary**, Markus / **Schuster**, Thomas, 2013, Die Neuordnung der Finanzmärkte. Stand der Finanzmarktregulierung fünf Jahre nach der Lehman-Pleite, IW-Analysen, Nr. 90, Köln
- Deutsche Bundesbank**, 2011, Basel III. Leitfaden zu den neuen Eigenkapital- und Liquiditätsregeln für Banken, Frankfurt am Main
- Deutsche Bundesbank**, 2013, Ergebnisse des Basel III-Monitoring für deutsche Institute. Stichtag 31. Dezember 2012, Frankfurt am Main
- Deutsche Bundesbank**, 2014, Makroökonomische Zeitreihen, http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Statistiken/Zeitreihen_Datenbanken/Makrooekonomische_Zeitreihen/makrooekonomische_zeitreihen_node.html?anker=BANKENBANKEN [13.11.2013]
- Dwyer**, Gerald P. / **Gilbert**, R. Alton, 1989, Bank runs and private remedies, in: Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Heft Mai/Juni, S. 43–61
- ECBC** – European Covered Bond Council, 2014, Statistics, <http://ecbc.hypo.org/Content/default.asp?PageID=519> [1.2.2014]
- EIOPA** – European Insurance and Occupational Pensions Authority, 2013, Technical Specification on the Long Term Guarantee Assessment, Frankfurt am Main
- EMF** – European Mortgage Federation (Hrsg.), 2013, Hypostat 2013. A review of Europe's mortgage and housing markets, Brüssel

- EU-Kommission**, 2010, QIS5 Technical Specifications. Annex to Call for Advice from CEIOPS on QIS5, Brüssel
- EU-Kommission**, 2013a, CRD IV/CRR – Frequently Asked Questions, MEMO, Nr. 13/272, Brüssel
- EU-Kommission**, 2013b, Grünbuch Langfristige Finanzierung der Europäischen Wirtschaft, Brüssel
- EU-Kommission**, 2013c, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über europäische langfristige Investmentfonds, Brüssel
- EU-Kommission**, 2014, Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament und den Rat über die langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft, Brüssel
- Europäisches Parlament**, 2014, Bericht über den Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über europäische langfristige Investmentfonds, Brüssel
- Europäisches Parlament und Europäischer Rat**, 2013, Verordnung über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 646/2012, Verordnungen, Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates, Brüssel
- EZB** – Europäische Zentralbank, 2009, Housing finance in the euro area, Occasional Paper Series, Nr. 101, Frankfurt am Main
- EZB**, 2013, Corporate Finance and Economic Activity in the Euro Area. Structural Issues Report, Occasional Paper Series, Nr. 151, Frankfurt am Main
- EZB**, 2014, Statistical Data Warehouse, <http://sdw.ecb.europa.eu/> [20.6.2014]
- Fama**, Eugene F., 1980, Banking in the theory of finance, in: Journal of Monetary Economics, 6. Jg., Nr. 1, S. 39–57
- Frey**, Edwin, 1938, Der englische Kapitalmarkt mit besonderer Berücksichtigung der Finanzierung der englischen Industrie, Zürich
- Friedman**, Milton, 1957, A theory of the consumption function, General Series, Nr. 63, Princeton
- Giuliodori**, Massimo, 2005, The role of house prices in the monetary transmission mechanism across European countries, in: Scottish Journal of Political Economy, 52. Jg., Nr. 4, S. 519–543
- Haas**, Heide / **Pomogajko**, Kirill / **Voigtländer**, Michael, 2013, Die Folgen von Solvency II für die Immobilienwirtschaft, in: IW-Trends, 40. Jg., Nr. 4, S. 33–49
- Härle**, Philipp / **Heuser**, Matthias / **Pfetsch**, Sonja / **Poppensieher**, Thomas, 2010, Basel III: What the draft proposals might mean for European banking, McKinsey on Corporate & Investment Banking, München
- Hertz-Eichenrode**, Albrecht (Hrsg.), 2004, Süßes Kreditgift. Die Geschichte der Unternehmensfinanzierung in Deutschland, Frankfurt am Main
- House**, Robert J., 2004, Culture, leadership, and organizations. The GLOBE study of 62 societies, Thousand Oaks

- Hüther**, Michael, 2013, Re-Regulierung des Bankensystems. Stand und Perspektiven, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 66. Jg., Nr. 1, S. 23–28
- IPD** – Investment Property Databank, 2011, The IPD Solvency II Review. Informing a new regulatory framework for real estate, London
- IPD**, 2013, Datenbank, Multi-National Performance [11.6.2013]
- Jäger**, Manfred / **Voigtländer**, Michael, 2006, Immobilienfinanzierung. Hypothekensmärkte und ihre gesamtwirtschaftliche Bedeutung, IW-Analysen, Nr. 22, Köln
- Jäger**, Manfred / **Voigtländer**, Michael, 2007, Determinanten der Renditen von Büroimmobilien, in: IW-Trends, 34. Jg., Nr. 4, S. 21–32
- Kohlhase**, Thomas R., 2011, Die Entwicklung des Bausparwesens in der Bundesrepublik Deutschland in der Zeit zwischen 1949 und 1990. Eine institutionenökonomische Analyse, Köln
- Koppmann**, Tobias, 2009, Gedeckte Schuldverschreibungen in Deutschland und Großbritannien. Schriften zum Europäischen und Internationalen Privat-, Bank- und Wirtschaftsrecht, Nr. 31, Berlin
- KPMG**, 2002, Study into the methodologies to assess the overall financial position of an insurance undertaking from the perspective of prudential supervision, Brüssel
- Krahen**, Jan P., 2013, Rescue by regulation? Key points of the Liikanen report, SAFE White Paper, Nr. 9, Frankfurt am Main
- Lütz**, Susanne, 2002, Der Staat und die Globalisierung von Finanzmärkten. Regulative Politik in Deutschland, Großbritannien und den USA, Schriften des Max-Planck-Instituts für Gesellschaftsforschung Köln, Nr. 43, Frankfurt am Main
- Martín**, Rebeca A. / **Sevillano**, José M. M. / **González**, Luna R., 2014, Covered bonds. The renaissance of an old acquaintance, in: Banks and Bank Systems, 9. Jg., Nr. 1, S. 46–60
- MEA** – Mannheimer Forschungsinstitut Ökonomie und Demographischer Wandel, 2008, Das Sparverhalten der deutschen Haushalte. Wie viel, warum und wie spart man in Deutschland, Policy Brief, Nr. 5, Mannheim
- Miles**, David, 1994, Housing, financial markets and the wider economy, New York
- Mishkin**, Frederic S., 2007, Housing and the monetary transmission mechanism, NBER Working Paper, Nr. 13518, Cambridge (Mass.)
- Myers**, Stewart C. / **Majluf**, Nicholas S., 1984, Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, in: Journal of Financial Economics, 13. Jg., Nr. 2, S. 187–221
- North**, Michael, 2009, Kleine Geschichte des Geldes. Vom Mittelalter bis heute, München
- North**, Michael / **Ambrosius**, Gerold, 2005, Deutsche Wirtschaftsgeschichte. Ein Jahrtausend im Überblick, München
- OECD** – Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung, 2014, OECD StatExtracts, <http://stats.oecd.org/> [9.12.2013]

- Osman, Yasmin / Köhler, Peter**, 2011, Die Schlacht der Banken um den Spargroschen, <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/banken/kundeneinlagen-die-schlacht-der-banken-um-den-spargroschen/4132238.html> [7.5.2011]
- Packer, Frank / Stever, Ryan / Upper, Christian**, 2007, The covered bond market, in: *BIS Quarterly Review*, Nr. 9, S. 43–55
- Pellerin, Sabrina R. / Sabol, Steven J. / Walter, John R.**, 2013, Assessing the Risks of Mortgage REITs, *Economic Brief*, Nr. 11, Richmond
- Pfundt, Dieter**, 2008, Kapitalmarkt im Wandel. Investment Banking am Finanzplatz Deutschland, Frankfurt am Main
- Pierenkemper, Toni**, 2005, Wirtschaftsgeschichte. Wie wir reich wurden, München
- Pierenkemper, Toni**, 2009, Wirtschaftsgeschichte. Die Entstehung der modernen Volkswirtschaft, Berlin
- Pomogajko, Kirill / Voigtländer, Michael**, 2011, Zur Synchronität der Immobilienzyklen. Eine Faktoranalyse, in: *IW-Trends*, 38. Jg., Nr. 1, S. 35–49
- Prokopczuk, Marcel / Vonhoff, Volker**, 2012, Risk Premia in Covered Bond Markets, in: *Journal of Fixed Income*, 22. Jg., Nr. 2, S. 19–29
- Ramadurai, Krishnan / Mitropoulos, Atanasios / Linnell, Ian**, 2012, Solvency II and Securitisation. Significant Negative Impact on European Market, *FitchRatings, Special Report*, London
- Redenius, Oliver** (Hrsg.), 2009, Strukturwandel und Konzentrationsprozesse im deutschen Hypothekenbankwesen, Wiesbaden
- Reifner, Udo / Clerc-Renaud, Sebastien / Pérez-Carillo, Elena / Tiffe, Achim**, 2010, Equity Release Schemes in the European Union, Norderstedt
- Reinhold, Kate**, 2011, Housing equity withdrawal since the financial crisis, in: *BoE Quarterly Bulletin*, 51. Jg., Nr. 2, S. 127–133
- Scanlon, Kathleen / Lunde, Jens / Whitehead, Christine**, 2011, Responding to the Housing and Financial Crises. Mortgage Lending, Mortgage Products and Government Policies, in: *International Journal of Housing Policy*, 11. Jg., Nr. 1, S. 23–49
- Schulte, Karl-Werner** (Hrsg.), 2008, Immobilienökonomie, München
- SIFMA – Securities Industry and Financial Markets Association**, 2013, *European Securitisation (in partnership with AFME)*, New York
- Stiglitz, Joseph E.**, 1990, Symposium on bubbles, in: *Journal of Economic Perspectives*, 4. Jg., Nr. 2, S. 13–18
- Stöcker, Otmar M.**, 1998, Die Hypothekenbanken und der Pfandbrief in den mitteleuropäischen Reformländern. Gesetzliche Bestimmungen und erste praktische Erfahrungen in Tschechien, der Slowakei, Ungarn und Polen, Schriftenreihe des Verbandes Deutscher Hypothekenbanken, Frankfurt am Main
- SVR – Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung**, 2008, *Jahresgutachten 2008/09. Die Finanzkrise meistern – Wachstumskräfte stärken*, Wiesbaden

Tilly, Richard, 2006, Geld und Kredit, in: Ambrosius, Gerold / Petzina, Dietmar / Plumpe, Werner (Hrsg.), *Moderne Wirtschaftsgeschichte. Eine Einführung für Historiker und Ökonomen*, München, S. 281–302

Tsatsaronis, Kostas / **Zhu**, Haibin, 2004, What drives Housing Price Dynamics. Cross Country Evidence, in: *BIS Quarterly Review*, Nr. 1, S. 65–78

VDH – Verband Deutscher Hypothekenbanken (Hrsg.), 1978, *75 Jahre Verbandsgeschichte deutscher Hypothekenbanken*, Frankfurt am Main

vdp – Verband deutscher Pfandbriefbanken, 2013, *Hypothekbankgesetz. Die Geschichte des Hypothekbankgesetzes*, http://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/tindex/de_116.htm?OpenDocument&E8C30DE404FCA3C8C125754C00468141 [10.12.2013]

Ventura, Luigi, 2007, A note on the relevance of prudence in precautionary saving, in: *Economics Bulletin*, 4. Jg., Nr. 23, S. 1–11

Voigtländer, Michael, 2010, Die Stabilität des deutschen Immobilienmarktes, in: *Grundstücksmarkt und Grundstückswert*, 21. Jg., Nr. 1/2, S. 1–9

Voigtländer, Michael, 2013, Neue Herausforderungen für die Wohnungspolitik, in: *Orientierungen zur Wirtschaftspolitik*, 136. Jg., Nr. 2, S. 2–6

Voigtländer, Michael et al., 2013, Wirtschaftsfaktor Immobilien 2013. Gesamtwirtschaftliche Bedeutung der Immobilienwirtschaft, in: *Zeitschrift für Immobilienökonomie*, Sonderausgabe, Berlin

Zander, Christoph / **Faller**, Bernhard, 2006, Internationaler Vergleich von Kosten und Dienstleistungseffizienz bei der Transaktion von Wohneigentum. Optionen für Deutschland, Schriftenreihe Forschungen des Bundesministeriums für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung (BMVBS) und des Bundesamtes für Bauwesen und Raumordnung (BBR), Nr. 120, Bonn

Kurzdarstellung

Langfristige Finanzierungen tragen wesentlich zur Beruhigung der Märkte und damit zur Stabilität von Volkswirtschaften bei. Dies zeigt eindrucksvoll das Beispiel des deutschen Marktes für Wohnungsfinanzierungen. Bedingt durch die neuen Finanzmarktregulierungen wie Basel III und Solvency II wird sich der Markt für langfristige Finanzierungen jedoch verkleinern, da Banken Anreize erhalten, eher kurzfristige Darlehen zu vergeben. Andere Finanzintermediäre, etwa Versicherungen oder Fonds, werden diese Lücke kaum schließen können. Zwar werden alternative Finanzintermediäre aufgrund von Vorteilen in der Regulierung ihre Kreditvergabe erhöhen, aber wegen fehlender Erfahrungen und Anreize werden sie den Mangel an Langfristfinanzierungen nicht beheben können. Geboten ist daher eine Anpassung des Regelwerks, damit der Bankensektor robuster wird, gleichzeitig aber seine originären volkswirtschaftlichen Funktionen weiter erfüllen kann.

Abstract

Long-term financing plays an important part in calming the markets and thus ensuring the stability of economies. The German market for residential real estate financing provides an impressive example of this. However, new financial market regulations such as Basel III and Solvency II will cause the market for long-term financing to contract, as banks will be incentivised to grant more short-term loans. Other financial intermediaries such as insurance companies or funds are unlikely to be able to close this gap. Although alternative financial intermediaries will increase their lending due to advantages in regulation, they will be unable to eliminate the shortage of long-term financing, owing to a lack of experience and incentives. The regulatory framework must therefore be adapted to make the banking sector more robust while simultaneously allowing it to continue to fulfil its original economic functions.

Die Autoren

Dr. rer. pol. **Philipp Deschermeier**, geboren 1981 in Heidelberg; Studium der Volkswirtschaftslehre und Promotion in Mannheim; seit Dezember 2013 im Institut der deutschen Wirtschaft Köln, Economist im Kompetenzfeld „Immobilienökonomik“.

Dipl.-Volksw. **Heide Haas**, geboren 1987 in Bergisch-Gladbach; Studium der Volkswirtschaftslehre und Soziologie in Köln; seit 2012 im Institut der deutschen Wirtschaft Köln; seit 2013 Economist im Kompetenzfeld „Immobilienökonomik“ und zudem Lehrbeauftragte an der Fachhochschule Köln.

Prof. Dr. rer. pol. **Michael Hüther**, geboren 1962 in Düsseldorf; Studium der Wirtschaftswissenschaften und der mittleren und neueren Geschichte in Gießen und Norwich (England) sowie Promotion in Wirtschaftswissenschaften in Gießen; seit 2001 Honorarprofessor an der European Business School in Oestrich-Winkel; seit 2004 Direktor und Mitglied des Präsidiums des Instituts der deutschen Wirtschaft Köln.

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