

„Vorfalligkeitsentschädigungen in Europa 2013“

**Empirische Analyse von Regulierungen zu Vorfalligkeitsentschädigungen
und deren Auswirkungen auf Angebot und Preisgestaltung von
Festzins-Hypothekarkrediten**

Studie im Auftrag des
Verbraucherzentrale Bundesverband e.V.

Endbericht

Hans-Joachim Dübel
Finpolconsult

Berlin, 16.4.2014

Inhaltsverzeichnis

Executive Summary	iii
1. Einleitung.....	1
2. Die Rolle von Vorfälligkeitsentschädigungen in Festzinskreditmärkten	4
3. Regulierungen von Vorfälligkeitsentschädigungen im europäischen Vergleich ..	11
4. Reformoptionen und Auswirkungen auf die Höhe der Vorfälligkeitsentschädigung	24
5. Wirtschaftliche Auswirkungen der Reformoptionen beim Zinsschaden	27
6. Wirtschaftliche Auswirkungen der Reformoptionen beim Margenschaden	50
7. Fazit und Empfehlungen	58
Anhang.....	62

„Vorfälligkeitsentschädigungen in Europa 2013“

Empirische Analyse von Regulierungen zu Vorfälligkeitsentschädigungen und deren Auswirkungen auf Angebot und Preisgestaltung von Festzins-Hypothekarkrediten

Executive Summary

Anlass der Studie

Verbraucher die ihr Wohnimmobiliendarlehen in Deutschland vorfällig ablösen wollen oder müssen haben ein Problem.

Sie sehen sich vor dem Hintergrund der extrem niedrigen Zinsen sehr hohen Entschädigungsforderungen ausgesetzt. Die Studie vergleicht mittels einer Musterrechnung die Situation von Verbrauchern in Deutschland, die ein Darlehen von 100.000 Euro nach bereits fünf Jahren vorfällig zurückzahlen müssen, einmal zu einem Rückzahlungszeitpunkt 2008 und einmal zu einem Rückzahlungszeitpunkt 2013. Im Ergebnis zeigen sich extreme Schwankungen: Hatte der Verbraucher 2008 nach mäßigem Ansteigen der Marktzinsen Gesamtkosten von 594 Euro zu begleichen, sind es im gleichen Fall nach den starken Zinssenkungen bis 2013 nicht weniger als 16.858 Euro.

Zwar kann die starke Zinsveränderung zwischen 2008 und 2013 als Extremfall und Ergebnis der Eurokrise angesehen werden. Jedoch zeigen Entschädigungsforderungen dieser Höhe Lücken im Verbraucherschutz auf, denn sie können zu signifikantem Eigenkapitalverlust und Liquiditätsproblemen beim Verbraucher führen.

Zugleich besteht auch in normalen Zeiten seit langem Streit über die Berechnung dieser Entschädigungen. Dieser betrifft vor allem die zusätzlich zum Ausgleich für Zinsveränderungen (sog. ‚Zinsschaden‘) von den Banken berechneten Entschädigung für entgangene Gewinne über die restliche Laufzeit der Zinsbindung (sog. ‚Margenschaden‘). Verbraucherschützer machen geltend, dass diese Forderungen oft nicht nachvollziehbar berechnet werden und führen aus, dass Berechnungsansätze und Parameter, wie etwa ersparte Risikoaufwendungen oder Verwaltungskosten oft nicht ausreichend belegt und Abweichungen nicht zu Gunsten der betroffenen Verbraucher berücksichtigt würden.

Anfang Februar 2014 wurde die Wohnimmobiliendarlehensrichtlinie (2014/17/EU) der Europäischen Union endgültig unterzeichnet. Sie ist nun nach ihrer Veröffentlichung bis zum 21. März 2016 umzusetzen und macht eine Reihe von Vorgaben zur Berechnung der Vorfälligkeitsentschädigung, die Änderungen an der bisherigen Berechnungspraxis erforderlich machen - auch in Deutschland.

Eine wesentliche Vorgabe ist dabei, dass sich die Entschädigung insgesamt an den bei der vorfälligen Rückzahlung entstehenden Kosten zu orientieren hat und diese nicht übersteigen darf. Außerdem müssen die Berechnungen der Entschädigungen auf vernünftigen und nachvollziehbaren sowie dem Verbraucher offengelegten Annahmen

beruhen und damit objektiv überprüfbar sein. Diese Daten stehen ihm heute im Regelfall nicht zur Verfügung. Eine Fortsetzung der bisherigen intransparenten Praxis würde den Anforderungen der Richtlinie nicht gerecht. Dies kann ab dem 21. März 2016 eine EU-Vertragsverletzung bedeuten, die der deutsche Gesetzgeber verhindern muss.

Mit Blick auf hohe Entschädigungsforderungen nach starken Zinssenkungen bleibt es den Mitgliedsstaaten nach der neuen Richtlinie vorbehalten, Beschränkungen der Höhe der Vorfälligkeitsentschädigung einzuführen.

Die Studie setzt sich mit der Ökonomie der Vorfälligkeitsentschädigungen im Hinblick auf Produktangebot, Preisgestaltung und Risikoverteilung zwischen Kreditgebern und Verbrauchern auseinander. Sie stellt die Regulierungen in weiteren EU-Mitgliedsländern dar, untersucht deren wirtschaftliche Auswirkungen und formuliert darauf basierend für den deutschen Markt geeignete Regulierungsansätze.

Wesen und Bedeutung der Vorfälligkeitsentschädigung im deutschen Markt

Wesen und Bedeutung der Vorfälligkeitsentschädigungen im deutschen Markt sind zunächst systematisch einzuordnen. Die mit ihr verbundene Ausgleichsforderung soll es erlauben, Darlehen anzubieten, die auf mittlere Sicht einen festen Zinssatz zu niedrigen Zinsen garantieren, während die Marktzinsen ständigen Änderungen ausgesetzt sind.

Das damit definierte Produkt der sog. ‚Abschnittsfinanzierung‘, unter dem die Entschädigung für maximal 10 Jahre Festzinsbindung (‚Abschnitt‘) erhoben werden kann, stammt aus den 70er Jahren, als in Deutschland die Zinsen im Zuge der hohen Inflationsraten begannen, stark zu schwanken. Es löste damals den jederzeit rückzahlbaren Kredit mit festen Zinsen bis zur Endfälligkeit z.B. nach 30 Jahren ab.

Vereinfacht ausgedrückt werden über die Vorfälligkeitsentschädigung in der Abschnittsfinanzierung zwei Schadenskomponenten ausgeglichen:

- Zum einen ist dies der mögliche Zinsschaden, der dann eintritt, wenn das vorzeitig zurückgezahlte Darlehen höher verzinst war, als dies bei Wiederanlage durch den Kreditgeber zum Zeitpunkt der vorfälligen Rückzahlung noch möglich ist. Mit der Rückzahlung verliert der Kreditgeber nach Zinssenkungen höhere Zinseinkünfte, die er braucht, um seinerseits entsprechend in der Vergangenheit vereinbarte höhere Zinszahlungen an seine Anleger zu erfüllen. Dies trifft insbesondere auf durch festverzinsliche Pfandbriefe refinanzierte Festzinsdarlehen zu. Steigen die Zinsen, so fällt kein Zinsschaden an bzw. sogar ein Wiederanlagegewinn beim Kreditnehmer. Das Zinsschadenkonzept ist seiner Natur nach also asymmetrisch.
- Zum anderen wird unabhängig von der Zinsveränderung ein Margenschaden geltend gemacht. Die derzeit vorherrschende Interpretation unterstellt dabei, dass das vorzeitig zurückgezahlte Darlehen nicht wieder in einen neuen Kredit angelegt wird. Daher wird eine Entschädigung des entgangenen Gewinns (‚Nettomarge‘) gefordert, den der Kreditgeber bei vertraglich vorgesehener Abwicklung des Darlehens erwarten durfte. Diese Komponente der Vorfälligkeitsentschädigung wirkt wie eine zusätzliche Gebühr auf den oben beschriebenen Zinsschaden.

Der Festzinskredit hat sich in Deutschland unter dem Abschnittsfinanzierungskonzept mehr oder weniger unverändert seit den 70er Jahren erhalten. Der deutsche Markt ist damit einer der wenigen verbliebenen in Europa mit hohem Festzinsanteil. In vielen anderen Märkten wurden dagegen seit den 80er Jahren Festzinskredite verdrängt und haben sich heute Kredite mit variablen Zinsen durchgesetzt. Diese sind, was die Refinanzierung angeht, zwar für den Kreditgeber einfach zu handhaben, weil sie sich mit dem sich ändernden Zinsniveau stets anpassen, gleichzeitig aber für den Verbraucher sehr risikoreich. Wenn die Marktzinsen deutlich steigen, können die Darlehensnehmer finanziell überfordert werden; und dies unter Umständen massenweise, wie dies in den USA, Irland oder Spanien im Vorfeld der Finanzmarktkrise geschehen ist.

Kreditnehmer können aber aus unterschiedlichen Gründen Bedarf entwickeln, ein Darlehen nicht über die vorgesehene Zinsbindungsfrist zu halten, sondern vorzeitig abzulösen. Bereits heute gesetzlich anerkannte Gründe sind etwa der Verkauf des Objektes, das zugleich das Darlehen sichert. Umzug wegen Arbeitsplatzwechsel oder weil sich die Familie vergrößert hat, können weitere Hintergründe sein. Ein auch für den Kreditgeber wichtiger Grund können finanzielle Engpässe sein, die den Verbraucher zur Aufgabe von Objekt und Finanzierung zwingen, auch bevor es zum Zahlungsausfall kommt. Andere ökonomische Aspekte, wie stark gesunkene Marktzinsen oder plötzlich verfügbare Mittel zur schnelleren Tilgung, z.B. aus Erbschaften, können ebenfalls eine Rolle spielen.

Das höchste Schutzniveau gegen Zinsrisiken aus Verbrauchersicht böte in dieser Hinsicht eine breite Wiedereinführung des jederzeit ohne Entschädigung kündbaren Festzinskredites. Dieses Angebot wäre insbesondere für Verbraucher mit den zuvor dargestellten möglichen Rückzahlungsmotiven interessant, weil es keine Kosten bei einer Rückzahlung verursacht. Es würden dabei allerdings die o.a. Zinsänderungs- und Gewinnrisiken des Kreditgebers anstatt wie in der Abschnittsfinanzierung nur bei Ausübung (durch die Entschädigung) im Zins als dauerhafte zusätzliche Zinsmarge eingepreist werden. Das heißt diese Darlehen wären teurer. Dieses Angebot fehlt derzeit bis auf Nischenangebote im deutschen Markt. Es ist bis heute das zentrale Festzins-Hypothekarkreditprodukt in Dänemark.

Die Abschnittsfinanzierung mit Kündbarkeit innerhalb der ersten 10 Jahre nur gegen Entschädigung stellt derzeit im Rahmen der Kosten-Risikoabwägung den Mittelweg zwischen Gleitzinskredit und stets ohne Entschädigung kündbarem Festzinskredit dar. Es schafft einen recht weitgehenden Schutz gegen Zinsänderungsrisiken für den Verbraucher und reduziert gleichzeitig die Zinsänderungs- und Gewinnrisiken der Kreditgeber. Insbesondere ist es kostengünstig am Kapitalmarkt durch Pfandbriefe refinanzierbar, deren Zinsbindungen ebenfalls üblicherweise bis zu 10 Jahren laufen.

Vergleich von Regulierungsmodellen und Herleitung von Reformoptionen

In der Studie werden zunächst vorhandene Regulierungen in ausgewählten EU-Mitgliedsländern sowie weitere alternative Regulierungen dargestellt und die sich daraus ergebende Höhe der Vorfälligkeitsentschädigung berechnet. Folgende Erkenntnisse können zusammengefasst werden:

1. Im Rahmen des Vergleiches von acht europäischen Märkten lassen sich Regulierungsmodelle feststellen, die man in zwei Klassen - Gebührenmodelle und Kostenmodelle – einordnen kann.

2. Im Gebührenmodell werden die Vorfälligkeitsentschädigungen als Prozentsätze der ausstehenden Restsumme oder Anzahl monatlicher Zinszahlungen pauschaliert. Damit tritt die Ermittlung der tatsächlich anfallenden Kosten der vorfälligen Rückzahlung in den Hintergrund. So entwickelte sich in Frankreich und Belgien aus einer Kappung von mit hohem historischem Zinsniveau zusammenhängenden hohen Entschädigungsniveaus ein festes Entgelt. Ein bis heute bestehender Grund für die Kappungen bzw. Pauschalierungen ist, dass diese Länder oft sehr hohe Rechtskosten aufweisen, mit denen der Verbraucher beim Wechsel des Darlehens belastet wird. In Frankreich und Belgien ergibt sich jedoch durch den Gebührenansatz die Gefahr, dass Verbraucher z.T. deutlich mehr als die Kosten des Kreditgebers bezahlen, wenn Zinsen nur schwach fallen oder sogar steigen. Da dies laut Richtlinie künftig verboten ist, besteht in diesen Ländern Bedarf, die Regelungen anzupassen.
3. Interessant für den deutschen Markt bleiben damit vor allem die Länder mit Kostenmodellen – untersucht wurden Spanien, die Niederlande, Dänemark und Schweden.

Vergleicht man im Rahmen dieser Ländergruppe die Höhe der Vorfälligkeitsentschädigung, so bestätigt sich die frühere Einschätzung des Institut für Finanzdienstleistungen IFF für den vzbv aus 2004, dass die deutsche Vorfälligkeitsentschädigung im Zinssenkungsszenario am höchsten ist.

Dies liegt zunächst insbesondere an der Behandlung des Margenschadens, der in den Vergleichsländern weit stärker eingeschränkt wird. Jedoch ergeben sich auch beim Zinsschaden Unterschiede, obwohl dieser ein gemeinsamer Faktor jeder Variante des Kostenmodells ist. Diese entstehen je nachdem, ob Aktiv- oder Passivzinssätze bzw. eine Kombination von beiden für den Vergleich zwischen Kreditaufnahme und Rückzahlung zugrunde gelegt werden.

Der in Deutschland verfolgte Aktiv-Passiv-Vergleich erfolgt auf der Annahme, dass die Wiederanlage der zurückgezahlten Gelder in Hypothekendarlehen oder Staatsbonds erfolgt. Das bedeutet es wird unterstellt, dass die Bank nur zum Refinanzierungszins (Pfandbrief- oder Staatsbondrendite) wieder anlegen kann. Abzuziehen sind von der Differenz zwischen neuen Refinanzierungs- und alten Kreditzinsen daher die ersparten Risiko- und Verwaltungskosten einer Anlage in einen neuen Kredit, die bei einer Investition in Bonds nicht anfallen.

Das Problem bei diesem Ansatz besteht in der exakten Berechnung des Margenschadens, das heißt insbesondere der abzuziehenden ersparten Risiko- und Verwaltungskosten, denn die Anreize für Kreditgeber sind hoch, diese Kosten zu unterschätzen und damit eine höhere Entschädigung zu erzielen. Das Gegenkonzept zur exakten Berechnung ist die Pauschalisierung entweder der abzuziehenden Kosten, wie sie in Schweden praktiziert wird, oder die Pauschalierung des Margenschadens bzw. der Nettomarge selbst, wie in Dänemark und Spanien.

Zwar wäre eine exakte Berechnung der Kostenersparnis der fairste und auch mit dem Wortlaut der Richtlinie am engsten in Einklang stehende Ansatz. Allerdings

erfordert dies die Überprüfbarkeit zahlreicher Parameter und Annahmen, die zu aufwendig und im Ergebnis ungenau bleiben müssten. Insbesondere muss die derzeitig praktizierte Verwendung bankinterner Annahmen für Verwaltungskosten und Risikoannahmen aufgrund der Erfahrungen als kritisch gesehen werden. So sind Verwaltungskosten nicht immer ohne weiteres dem Produkt Hypothekendarlehen zuzuordnen. De facto pauschalieren die Gerichte in Deutschland deshalb schon heute diese Kostenkomponente. Und die ersparten Risikokosten werden von Kreditgebern oft unterschätzt, so dass der Abzug zu gering ausfällt. Sie steigen zudem ebenso wie die Verwaltungskosten in Krisenzeiten sprunghaft an, sodass eine Erhebung von Kostendaten in normalen Zeiten systematisch die langfristigen durchschnittlichen Kosten unterschätzt. Eine Überwachung aller dieser bankinternen Annahmen durch Dritte, wie die Finanzaufsicht, wäre kaum zu leisten.

Schweden tritt diesen Problemen entgegen, indem es die vom Aktiv-Passiv-Vergleich anzusetzenden Kostenannahmen in der Summe pauschaliert. Dieser Ansatz führt zunächst zu einem stark schwankenden Margenschaden. Im konkreten schwedischen Fall wurden die Kostenabzüge zudem mit 1% so hoch angesetzt, dass der Margenschaden in der Praxis auf nahe Null gesetzt oder sogar negativ wird.

Der in den Niederlanden verfolgte Aktiv-Aktiv-Vergleich wird auf Basis der Annahme berechnet, dass die zurückgezahlten Mittel neu als Hypothekendarlehen ausgeliehen werden. Dies ist eine interessante Alternative zur deutschen Praxis, weil diese Methode im Ergebnis einen besseren Schutz vor der Ausweitung der Entschädigung in Krisenzeiten schafft, in denen üblicherweise auch die Margen der Banken steigen. Allerdings ist es erheblich schwerer, die für diesen Vergleich erforderlichen Kreditzinsdaten zu erheben, als am Markt ablesbare Pfandbriefrenditen. Die Übernahme dieser Lösung könnte deshalb neue Transparenzprobleme schaffen. Zudem entfällt im niederländischen Fall der Margenschaden völlig. Dies könnte bewirken dass sich die Kreditabschlusskosten erhöhen, die derzeit in Deutschland wesentlich über die laufende Kreditmarge finanziert werden.

Wegen dieser Problemstellungen bietet sich die Pauschalierung des Margenschadens selbst an. Es stellt sich die Frage nach der Berechtigung der Grundannahme, dass die Darlehen tatsächlich nicht wieder in neuen Darlehen angelegt werden. Realistischer erscheint es, den Margenschadensanspruch als einen Ausgleich für die Akquisitionskosten eines neuen Kreditnehmers zu verstehen. Dieser Aufwand für den Abschluss des Kreditvertrages muss über die Gewinnmarge ausgeglichen werden, was umso weniger der Fall ist, je früher das Darlehen zurückgezahlt wird. Deshalb würde der Margenschaden mit steigender Dauer der Darlehensbedienung sinken. Dies ist die Lösung, die in Spanien seit einer Gesetzesänderung 2007 praktiziert wird.

Die Studie wendet sich schliesslich ausführlicher dem dänischen Marktmodell zu. Hier hat sich eine Praxis herausgebildet, die von den anderen Märkten erkennbar abweicht. Nimmt ein dänischer Verbraucher ein Wohnimmobilienkredit auf, so wird die entstehende Darlehensforderung bei der Bank unmittelbar im Markt durch Pfandbriefe zum selben Zinssatz refinanziert. Das einzelne

Darlehen erhält somit einen täglich an den Börsenpreisen ablesbaren Marktpreis. Wenn Verbraucher das Darlehen vorzeitig zurückzahlen möchten, können sie es zum Marktpreis des entsprechenden Pfandbriefs zurückkaufen. Aus dieser Rückkaufoption ergibt sich in zweifacher Hinsicht ein Vorteil. Weil das Darlehen bei der vorzeitigen Rückzahlung über seinen jeweiligen Marktwert definiert wird, gibt es keine Probleme bei der Berechnung des Zinsänderungsschadens. Der Markt selbst bestimmt diesen Ausgleich. Der zweite Vorteil liegt darin, dass der Markt nicht einseitig Entschädigung fordert. Sinkt der Wert der Darlehensforderung mit steigenden Marktzinsen, so muss der dänische Verbraucher weniger als die nominale Darlehenssumme zum Rückkauf seines Darlehens aufwenden. Die Verbraucher werden also nicht einseitig mit einer Entschädigungsforderung für den Wiederanlageverlust ihrer Bank beziehungsweise des Pfandbriefinvestors konfrontiert; sie können bei Zinssteigerungen auch mögliche Gewinne für sich beanspruchen. Das Schadenersatzmodell wird durch ein ‚symmetrisches‘ Ausgleichsmodell ersetzt und ist damit noch enger an den tatsächlichen Kosten orientiert.

Aus diesem dänischen Ansatz ergibt sich eine dritte Variante des Kostenmodells, der Passiv-Passiv-Vergleich. Statt das Darlehen selbst zum Ausgangspunkt des Vergleiches zur Ermittlung des Zinsschadens zu nehmen und es unvollständig – jedenfalls in der Nachprüfbarkeit – mit den Optionen zur Wiederanlage am Markt in Bezug zu setzen, würde dieser Ansatz nicht das Darlehen, sondern die Zinssituation am Pfandbriefmarkt zum Zeitpunkt des Kreditabschlusses mit jener zum Zeitpunkt der Rückzahlung vergleichen. Dieser indirekte Vergleich hat den Vorteil, dass alle notwendigen Parameter öffentlich zugänglich sind. Somit ließe sich ein überprüfbarer Vergleich gestalten, mit dem man die Zinsschwankungen trotzdem angemessen berücksichtigen kann.

Der Nachteil eines an Passivzinssätzen orientierten Vergleichs, der ebenso auf den Aktiv-Passiv-Vergleich zutrifft, liegt in möglichen starken Zinsschwankungen am Pfandbriefmarkt, wie in der Eurokrise zu beobachten. Deshalb sollte dieses Modell mit Kappungen versehen werden (dazu siehe unten), wenn es auf langfristige Zinsbindungen im Bereich 10 Jahre angewendet wird. In Dänemark selbst liegen die Zinsbindungen bei denjenigen der deutschen Abschnittsfinanzierung vergleichbaren Kreditprodukten deutlich darunter. Dänemark erlaubt auf der Basis des Passiv-Passiv-Vergleichs über zulässige Verwaltungsgebühren bei einer vorfälligen Rückzahlung faktisch einen pauschalierten Margenschaden.

Das dänische Modell führt bei in der Zinssenkungsphase 2008-2013 nur zu einer nur unwesentlich geringeren Vorfälligkeitsentschädigung als im deutschen Fall. Jedoch kehrt sich diese in der Phase leichten Zinsanstieges 2003-2008 sogar in einen Ertrag des Kreditnehmers um. Aus Sicht des Vertragsabschlusszeitpunktes reduziert die Symmetrie aus möglichen Kosten und Erträgen so bereits ohne Kappungen die erwarteten durchschnittlichen Kosten der vorzeitigen Ablösung.

Wirtschaftliche Auswirkungen der Reformationen

Die Studie weist auf zahlreiche Probleme und Ausweichstrategien in den Vergleichsländern hin, die im Zuge der Entwicklungen der Regulierungspraxis dort zu beobachten waren. Vor allem die Regulierungsoptionen einer möglichen Kappung der Entschädigung

bei hohen Zinssenkungen, eines symmetrischen Zinsausgleichs wie im dänischen Modell und von Pauschalierungsansätzen beim Margenschaden müssen im Hinblick auf Preisgestaltung von Krediten, Vollständigkeit des Kreditangebotes und die Risikosituation von Verbrauchern und Kreditgebern betrachtet werden.

1. Kappung der Entschädigung: Die Risikosituation des Kreditnehmers wird nicht nur durch die Rückzahlungsverpflichtung aus dem Darlehensvertrag zuzüglich Entschädigungsforderung bestimmt, sondern auch durch die Hauspreisentwicklung. Fallen die Zinsen, so steigen zwar regelmäßig die Hauspreise, etwa weil die Finanzierung des Immobilienerwerbs billiger wird. Allerdings geschieht dies nicht in jedem Fall: asynchrone Entwicklungen, bei denen Zinsen und Hauspreise sich gleichermaßen nach unten verändert haben, waren beispielsweise in den 90er Jahren in Deutschland zu beobachten. Sie würden etwa beim Platzen einer Kreditblase wieder zu erwarten sein, vor allem dann, wenn die Zentralbank die Zinsen zur Bekämpfung fallender Hauspreise stark senkt. In diesem Fall kommt es rasch zu einer sich verschlechternden Eigenkapitalsituation des Verbrauchers und/oder Liquiditätsproblemen der Finanzierung der Vorfälligkeitsentschädigung. Im niederländischen Fall der dortigen platzenden Hauspreisblase wurden vor kurzem Vorfälligkeitsentschädigungen zum erleichterten Schuldenabbau von hoch verschuldeten Verbrauchern ausgesetzt. In jedem Fall sprechen Kreditrisikoargumente für eine Kappung der Vorfälligkeitsentschädigung zumindest in Extremsituationen.

Die Alternative wäre eine Reduzierung der maximalen Zinsbindungsfrist über die eine Vorfälligkeitsentschädigung berechnet werden kann. Feste Zinsen wären dann nur für einen kürzeren Zeitraum als 10 Jahre verbindlich zu vereinbaren, z.B. 5 Jahre, entsprechend seltener würden Situationen extremer Entschädigungen. Bei einer solchen Lösung überwiegen aber die Nachteile für den Verbraucher im Vergleich zu einer Kappung bei Beibehaltung einer längeren Zinsbindung, weil mit kürzeren Zinsbindungen auch das Zinsänderungsrisiko für den Verbraucher wieder steigt.

Klar abzulehnen ist in diesem Zusammenhang eine sehr niedrige Kappung im Rahmen der 10-jährigen Zinsbindung, die das Konzept der Abschnittsfinanzierung aushebeln und zu möglicherweise deutlichen Zinssteigerungen würde. Niedrige Kappungen hatten in Frankreich und Belgien zu dem mit dem Kostenprinzip unvereinbaren Gebührenmodell geführt. Eine starke Zunahme von Gleitzinskrediten wurde in diesen Ländern nur dadurch verhindert, dass diese Kreditform ebenso über enge Zinsobergrenzen reguliert und damit im Vergleich zum Festzinskredit ebenfalls verteuert wurde. In Italien war dies nicht der Fall und die Nullsetzung der Entschädigung hatte seit 2007 das Angebot an Festzinskrediten deutlich zugunsten von Gleitzinskrediten reduziert.

Wird die Kappungsgrenze so angesetzt, dass sie die Entschädigungen nur zu Zeiten mit extremer Zinssenkungen begrenzt, wären die Folgen für die Refinanzierung und damit auch für die Kosten von Krediten und das Angebot an Festzinsdarlehen am Markt kaum spürbar. Auch das Produktangebot würde durch eine solche faktische Versicherungslösung gegen Extremsituationen kaum beein-

flusst. Insbesondere wäre nicht zu befürchten, dass die Verbraucher gezwungen sein könnten, in den für sie risikoreichen, weil kaum regulierten, deutschen Gleitzinsmarkt auszuweichen.

Vereinfachend könnte eine Kappungsgrenze bezogen auf 10 Jahre Zinsbindung bei 10 Prozent der Rückzahlungssumme eingezogen werden. Sie hätte bezogen auf den Fall der Modellrechnung, also bei einer vorfälligen Rückzahlung von 100.000 Euro nach bereits 5 statt 10 Jahren in der Phase extrem sinkender Zinsen zwischen 2008 und 2013 die Vorfälligkeitsentschädigung um mehr als ein Drittel von 16.658 Euro auf 10.000 Euro reduziert. Bezieht man die Kappung nur auf den Zinsschaden und rechnet mit einem pauschalitem Margenschaden von 0,5% nach 5 Jahren Kreditbedienung, so wären es 10.500 Euro.

2. Abgesehen von einer Kappung kommt in Bezug auf die bisher einseitige Entschädigung des Zinsschadens ein symmetrischer Zinsausgleich in Betracht, wie er bereits oben zum dänischen Modell erläutert wurde. Ein ökonomischer und ein rechtlicher Grund sprechen für die langfristige Umstellung der Vorfälligkeitsentschädigung in Deutschland hin zu einem symmetrischen Ausgleich:
 - Ein symmetrischer Ausgleich vermindert das Überschuldungsrisiko der Verbraucher auch in Phasen steigender Marktzinsen. Denn auch wenn die Zinsen wieder steigen, und sein Festzinsdarlehen deshalb am Markt an Wert verliert, muss der deutsche Verbraucher nach wie vor die gesamte Darlehenssumme zur Rückzahlung aufwenden. Zugleich sinken aber mit den gestiegenen Finanzierungskosten im Normalfall wieder die Hauspreise am Markt. Nimmt man gleichbleibenden Darlehenswert und fallende Hauspreise zusammen, so steigt das Überschuldungsrisiko. Die Zentralbank wird nicht in jeder dieser Situationen mit starken Zinssenkungen gegensteuern und Hauspreis können über lange Zeiträume niedrig bleiben. Eine Entlastung des Verbrauchers aus dem Wiederanlagegewinn des frühzeitig erstatteten Darlehens durch eine Rückzahlung des Darlehens unter dem Auszahlungsbeitrag wäre in diesem Szenario sowohl wirtschaftlich vertretbar als auch kreditrisikomindernd. In einer möglichen Krisensituation würde die Mobilität der Verbraucher gestärkt. Gegenzurechnen wäre wie im Fall der Kappung eine leichte Zinssteigerung, denn der Wiederanlagegewinn des Kreditgebers wird abgeschöpft.
 - Die Symmetrie von Entschädigung bei Zinssenkung und Entlastung des Verbrauchers bei Zinssteigerung käme konzeptionell der Maßgabe der Kostenorientierung der Richtlinie am Nächsten. So darf nach Artikel 25 Absatz 3 Satz 2 die Entschädigungsleistung nicht den tatsächlichen finanziellen Verlust des Kreditgebers überschreiten.
3. Mit Bezug auf den Margenschaden bietet sich in Würdigung der verschiedenen Modelle eine pauschale Begrenzung an. Würde man allerdings diese Pauschale zu stark unterhalb des tatsächlich anfallenden Kostenniveaus begrenzen, könnte dies unter anderem zur Änderung der Preisstruktur in Richtung höherer Kreditabschlusskosten führen. Was tun, wenn diese Kosten nur unter unververtretbarem Aufwand ausreichend genau zu ermitteln sind?

Die Lösung hier wäre, die nicht mit dem Zinsschaden ausgeglichen Kosten der Rückzahlung nicht als entgangenen Gewinn, sondern als Ausgleich für die Kosten der Akquise eines neuen Kreditkunden zu interpretieren. Diese Kosten sind etwa am deutschen Kreditvermittlermarkt relativ einfach ablesbar. Dieser ist stark entwickelt und die breite Nutzung von Vermittlern erzeugt insbesondere keine höheren Kreditrisiken als der Direktvertrieb durch Filialen. Zu messen wäre also der am Markt übliche Kreditvermittlungsaufwand, der sich empirisch im Bereich von etwa 1% der Kreditsumme bewegt. Am meisten überzeugt das spanische Modell einer zeitlich gestaffelten Pauschale. Ein sehr einfaches mögliches Modell wäre eine Pauschalierung, beginnend bei 1% und jährlich amortisierend in 0,1%-Schritten bis zum Ende der Zinsbindung. Auf kürzere Zinsbindungen wäre das Modell entsprechend mit grösseren Schritten anzuwenden.

Eine Marktentwicklungsstrategie für den Festzinsmarkt kann schliesslich helfen, den kündbaren Festzinskredit wie vor der Einführung der Abschnittsfinanzierung in den 70er Jahren wieder in Deutschland zu etablieren. Das beschriebene dänische Marktmodell des Pfandbriefs könnte parallel neben dem bestehenden deutschen Pfandbriefmodell etabliert werden. Die Zins- und Liquiditätsrisiken der kündbaren Festzinskredite könnten dann über das direkt die Zahlungsströme an den Investor weiterleitende dänische Pfandbriefmodell von den Kreditgebern an Versicherungen und Pensionsfonds weitergegeben werden. Diese sind bereits heute in Deutschland bei der Vergabe von ohne Entschädigung kündbaren Festzinskrediten aktiv, allerdings bisher nur in geringem Umfang. Wenn neben den derzeitigen unkündbaren auch kündbare Pfandbriefe eingeführt würden, könnte auch die Grundlage für ein breiteres Angebot auch Festzinsprodukten gelegt werden. Zusammen mit den untersuchten Sicherungsmassnahmen der Abschnittsfinanzierung bzw. Vorfälligkeitsentschädigung würde dies dem deutschen Hypothekarkreditmarkt zusätzliche Stabilität verleihen.

Fazit

Als Zielsetzungen eines Reformprogramms kommen fünf Aktivitätsfelder in Betracht. Sie betreffen zur Umsetzung der neuen EU-Direktive die

1. Gestaltung einer nachvollziehbaren Berechnungsmethode der Forderungen,
2. die Verhinderung von Forderungen, die die tatsächlichen Kosten übersteigen,

im Sinne einer Weiterentwicklung des Verbraucherschutzniveaus, Verbesserung der Finanzstabilität und verbesserten Definition und Erweiterung des Marktangebotes

3. die Verhinderung extrem hoher Forderungen bei extrem fallenden Marktzinsen, die insbesondere bei asynchroner Entwicklung von Hauspreisen und Zinsen, wie sie für das Platzen einer Hauspreisblase nach Zentralbankinterventionen charakteristisch sind, die Kreditrisiken hoch treiben können,
4. ebenso die Reduzierung der Überschuldungsgefahr für kreditnehmende Verbraucher bei steigenden Zinsen und fallenden Hauspreisen, und schliesslich
5. die Entwicklung eines breiter aufgestellten deutschen Marktes an Festzinsdarlehen mit Wiederanknüpfung an die Markttradition von kündbaren Festzinskrediten, die bis in die 70er Jahre bestand.

Es werden zur Erreichung dieser Ziele fünf Massnahmen vorgeschlagen, die in Bezug auf ihre untersuchten möglichen unerwünschten Auswirkungen entweder neutral sind oder marginal bleiben. Diese können wie folgt zusammengefasst werden:

1. Die Berechnung des Zinsschadens bei der Vorfälligkeitsentschädigung sollte durch die Vorgabe eines Passiv-Passiv-Modelles transparenter gestaltet werden. Beim Passiv-Passiv-Vergleich, also dem Vergleich der Refinanzierungszinsen zum Zeitpunkt von Vertragsschluss und vorfälliger Rückzahlung, lassen sich die erforderlichen Daten für den Zinsverlust aus dem Pfandbriefmarkt weitgehend objektiv und kontrollfähig ermitteln beziehungsweise vorgeben.
2. Der ebenfalls in Rechnung gestellte Margenschaden, jenseits des Zinsschadens, sollte pauschaliert werden. Der Schaden sollte gestuft über die ausstehende Restlaufzeit des Vertrages reduziert werden. Es wäre nach der Richtlinie zulässig, pauschale Kappungen zu gestalten, wenn der Aufwand und die Unsicherheiten einer Kostenerhebung im Einzelfall zu hoch sind, wie derzeit der Fall bei der Ermittlung entgangener Gewinne, und die Pauschale hinreichend nahe an den Kosten liegt. Interpretiert als Kosten der Acquire eines Neukunden lässt sich die Pauschale ausreichend genau approximieren.

Anmerkung: kein Anspruch auf einen Margenschaden – auch nicht pauschaliert – darf gewährt werden, wenn der Verbraucher beim selben Kreditgeber bleibt und eine neue Finanzierung abschließt. Denn dann entstehen weder Acquisitionskosten eines Neukunden noch entgangene Gewinne beim Kreditgeber.

3. Ergänzend zu neuen Berechnungsmethoden und Kappungen beim Margenschaden sollten beim Zinsschaden - allerdings nur maßvolle - Kappungen vorgenommen werden. Bei einer für die Studie als Beispiel angenommenen Kappungsgrenze des Zinsschadens etwa von 10 Prozent der Rückzahlungssumme, bezogen auf 10 Jahre Zinsbindungsfrist, würden Verbraucher in Phasen extrem starker Zinssenkungen besser geschützt, ohne dass damit zu rechnen ist, dass die Kappung sich deutlich auf die Preisgestaltung des Kredites zu normalen Zeiten auswirken würde.
4. Mittels eines symmetrischen Zinsausgleichs sollten dem Verbraucher Wiederanlagegewinne bei Zinssteigerungen gutzurechnen sein. Die Symmetrie von Entschädigung von Entlastung würde die Akzeptanz der Abschnittsfinanzierung insgesamt erhöhen und Kreditrisiken senken ohne die Kreditkosten deutlich zu erhöhen. Sie ist aber auch vor dem Hintergrund der Richtlinie, nach der Vorfälligkeitsentschädigungen keinen einseitigen Sanktionscharakter entfalten dürfen, zumindest abzuwägen.
5. Neben dem deutschen Pfandbriefmodell sollte ein dem dänischen Modell entsprechendes kündbares Pfandbriefmodell langfristig auch im deutschen Markt etabliert werden. Hier entspricht der Marktwert jedes einzelnen Kredites exakt dem Marktpreis des Pfandbriefs. Dieses Modell würde Rückkäufe sowie den geforderten symmetrischen Zinsausgleich unmittelbar ermöglichen und interne Berechnungen überflüssig machen. Der dänische Pfandbrief kann zudem besser als der jetzige deutsche das bisher zu geringe Angebot an kündbaren Festzinskrediten entwickeln und damit dazu beitragen, den Markt von Festzinsdarlehen breiter aufstellen. Damit könnten insbesondere die zunehmende Zahl von Verbrauchern mit hohen finanziellen und physischen Mobilitätsansprüchen besser als bisher im Markt bedient werden, weil sie auf kündbare Darlehen bei beherrschbaren Kosten angewiesen sind.

„Vorfälligkeitsentschädigungen in Europa 2013“

Empirische Analyse von Regulierungen zu Vorfälligkeitsentschädigungen und deren Auswirkungen auf Angebot und Preisgestaltung von Festzins-Hypothekarkrediten

1. Einleitung

Regulierungsbedarf bei Vorfälligkeitsentschädigungen durch neue EU-Richtlinie

Nach mehr als einem Jahrzehnt vorbereitender Studien¹ und langwierigen Diskussionen mit interessierten Parteien wurde am 4. Februar 2014 der **Text der sog. CARRP-Direktive** unterzeichnet.² Diese reguliert als Nachfolgerin der Verbraucherkreditrichtlinie (Consumer Credit Directive, CCD) von 2008 speziell Verbraucherkredite für Wohnimmobilienfinanzierungszwecke.

Es werden auch nicht durch Hypotheken gesicherte Kredite von der Direktive abgedeckt. Diese sind in einigen europäischen Ländern, wie etwa in Frankreich, das ein Kreditgarantiesystem nutzt, weit verbreitet. In dieser Studie wird trotzdem für Kredite im Sinne der Direktive der Begriff ‚Hypothekarkredit‘ verwendet.³

Die neue Direktive garantiert dem Verbraucher zwar in Artikel 25, Satz 1 ein **jederzeitiges Rückzahlungsrecht** für den Hypothekarkredit, formuliert jedoch in Satz 5 einen **Einschränkungs vorbehalt bei Festzinsbindungen** auf das ‚berechtigte Interesse des Verbrauchers‘.⁴

- Diese offenbar durch Deutschland – denn nur hier gibt es nach Erfahrung des Autors eine Debatte darüber, ob das finanzielle Interesse an einer Rückzahlung berechtigtes Ver-

¹ Der Autor war als unabhängiger Hypothekarkreditsektorexperte an verschiedenen Stellen in die Vorbereitungen involviert, so als Mitautor der London Economics / Finpolconsult - Studie für die DG Markt der EU-Kommission zu ‚Mortgage Policy Options‘ von 2009.

² “Directive of the European Parliament and of the Council on credit agreements for consumers relating to residential immovable property and amending Directives 2008/48/EC and 2013/36/EU and Regulation (EU) No 1093/2010”.

³ Dies greift auf die eingebürgerte deutsche Terminologie zurück. Von der EU-Kommission selbst wurde in der Vergangenheit – z.B. in der trialogisierten Fassung von 2013 - parallel der eingängigere, aber unpräzisere, Titel ‚Mortgage Credit Directive‘ zur Bezeichnung der Direktive verwendet.

⁴ Absatz 5: *Where the early repayment falls within a period for which the borrowing rate is fixed Member States may provide that the exercise of the right referred to in paragraph 1 is subject to the existence of a legitimate interest on the part of the consumer.* Quelle: Text der Direktive vom 4. Februar 2014, engl. Fassung.

braucherinteresse ist – eingeführte Einschränkung soll nicht Gegenstand dieser Studie sein.

Vielmehr sollen die **in der Direktive vorgesehenen Einschränkungen der Vorfälligkeitsentschädigung** interpretiert, mögliche Reformmodelle evaluiert und ihre Auswirkungen im europäischen empirischen Kontext untersucht werden. Die dazu wichtigsten Änderungen werden in Box 1 vorgestellt.

Wirtschaftlich trifft die Direktive folgende, **für die deutsche Praxis relevante, Einschränkungen:**

- Die Interpretation der **Vorfälligkeitsentschädigung als Sanktion** der Brechung eines gültigen Vertrages durch den Verbraucher – in der deutschen Übersetzung des Direktiventextes wird das Wort ‚**Vertragsstrafe**‘ verwendet - **wird** von der Direktive **verworfen**.

Damit entfällt das wirtschaftliche Pendant zum vertraglichen Ausschluss der vorfälligen Rückzahlung: ein arbiträr vertraglich als Vertragsstrafe festgelegter bzw. angesichts der schwachen Stellung des Verbrauchers kaum effizient nachträglich zu verhandelnder Ausübungspreis für die Rückzahlung.

Box 1 Zentrale Änderungen für Deutschland bei der Vorfälligkeitsentschädigung durch die EU-Direktive zu Wohnimmobilienkrediten an Verbraucher CARRP

Absatz 3, Satz 1:

Member States may provide that the creditor is entitled to fair and objective compensation, where justified, for possible costs directly linked to the early repayment but shall not impose a sanction on the consumer.

Interpretation: Keine Vertragsstrafe bzw. Preis für Aufhebung mehr, sondern Erstattungsprinzip für mögliche Kosten („Kostenmodell“) auf der Basis fairer Werte. Direkte Verbindung mit Kosten und Vertragsstrafenverbot schließen fixe Gebühren jenseits von Bagatellbeträgen aus. Dies impliziert ein **Kostenmodell anstatt** eines **Gebührenmodells**.

Absatz 3, Satz 2:

In that regard, the compensation shall not exceed the financial loss of the creditor.

Interpretation: Die Vorfälligkeitsentschädigung darf in Verbindung mit Satz 1 **nur direkte finanzielle Verluste** des Kreditgebers abdecken. Diese Beschränkung impliziert z.B. die Nichterhebung des Margenschadens im Falle einer internen Refinanzierung (gleiche Bank), d.h. wenn die Marge vom Kunden weiter an den Kreditgeber gezahlt wird.

Absatz 4, Satz 2 und 3:

That information shall at least quantify the implications for the consumer of discharging his obligations prior to the expiry of the credit agreement and clearly set out any assumptions used. Any assumptions used shall be reasonable and justifiable.

Interpretation: belegt eine **Beweislast des Kreditgebers** zu Quantifizierungen von Entschädigungen auf der Basis vernünftiger Annahmen. Impliziert auch ein Verbot von Berechnungsentgelten.

Quelle: Text der Direktive vom 4. Februar 2014, engl. Fassung.

- Insbesondere **muss sich die Vorfälligkeitsentschädigung an den Kosten des Kreditgebers durch finanzielle Verluste orientieren**.

Kostenunabhängige Gebührenmodelle jenseits von Bagatellgrenzen, wie sie im europäischen Ausland praktiziert werden (s.u.), sind damit hinfällig.

Auf die deutsche Praxis bezogen sind einzelne Berechnungskomponenten der vorfälli-

gen Rückzahlung immer dann, wenn durch sie keine Kosten für den Kreditgeber verursacht werden, nicht statthaft. Dies trifft insbesondere auf die Erhebung des sog. Margenschadens – zur Terminologie weiter unten - bei einer internen Refinanzierung mit der gleichen Bank zu, da die Marge vom Kunden weitergezahlt wird.

- Zudem **muss das Kostenmodell auf vernünftigen und nachvollziehbaren („justifiable“) Annahmen basieren, deren Beweislast beim Kreditgeber liegt**. Er muss Quantifizierungen vorlegen und kann folglich dafür keine gesonderten Gebühren für die Berechnung verlangen.
- Schliesslich bleibt es dem Mitgliedsstaat nach Absatz 3, Satz 3 **vorbehalten, Beschränkungen der Vorfälligkeitsentschädigung nach Volumen oder anzusetzendem Zeitraum** (= Restlaufzeit der Zinsbindungsfrist) **einzuführen**.

Insbesondere der letzte Punkt **möglicher quantitativer Beschränkungen der Vorfälligkeitsentschädigung** ist **umstritten**. Die Richtlinie lässt anstatt verbindlicher Beschränkungen hier das bestehende – in Europa an allen Ecken und Enden durch nationale Regulierungen zerfranzte - Spielfeld im Wesentlichen unberührt.⁵ Zwar ist in Deutschland die Berechnung der Entschädigung auf maximal 10 Jahre Restlaufzeit der Zinsbindung beschränkt. Jedoch kann sie selbst auf der Basis dieser Beschränkung hohe Werte erreichen, und dies ist in der starken Zinssenkungsperiode der Eurokrise seit Anfang 2010 auch geschehen. Der Verbraucherschutz beklagt daneben überhöhte Berechnungen und Ausnutzung von Regelungslücken in der Praxis.⁶

Eine **Neuregulierung der Vorfälligkeitsentschädigung** in Deutschland als Ergebnis der Richtlinie scheint mit Blick auf die Mandatierung der Ausrichtung auf die direkten finanziellen Verluste für den Kreditgeber **zwingend notwendig**. Mit Blick auf die z.T. hohen Werte der vergangenen Jahre erscheint jedenfalls eine Diskussion darüber sinnvoll, inwieweit und in welchem Umfang die dadurch bedingten Kosten und Risiken für den rückzahlenden Verbraucher abgemildert werden sollten.

Struktur der Untersuchung

Die vorliegende **Studie wendet sich den bei der Umsetzung der Richtlinie entstehenden Fragen** wie folgt zu:

- Kapitel 2 beleuchtet die Rolle von Vorfälligkeitsentschädigungen bei Definition und Risikogehalt des deutschen Festzinsproduktes im Vergleich zu anderen Hypothekarkreditprodukten und gibt eine kurze europäische Marktübersicht.
- Kapitel 3 stellt die für die deutsche Diskussion relevanten Regulierungsmodelle von Vorfälligkeitsentschädigungen in Vergleichsländern mit Festzinskreditmärkten vor. Dabei wird die dort erreichte Höhe der Vorfälligkeitsentschädigung anhand von Zinsszenarien mit lokalen Daten ermittelt.

⁵ Vgl. dazu die o.a. Studie von London Economics und Finpolconsult (2009), insbesondere das Kapitel zu Early Repayment, hier insbesondere Tabellen 48 und 49, sowie Anhang B mit Details zu den Rechtsvergleichen.

⁶ Vgl. ‚Kostenfalle Immobilienkredit‘, Presseerklärung der Verbraucherzentrale Bremen vom 14.8.2013.

- Kapitel 4 definiert aus diesem Vergleich Reformoptionen für Deutschland und diskutiert deren wirtschaftlichen Auswirkungen. Diese betreffen u.a. die Höhe der Entschädigung bei Zugrundelegen deutscher Daten, die Auswirkungen auf die Eigenkapitalsituation des Verbrauchers, auf die Kreditkosten und auf die Verfügbarkeit von Festzinskrediten. Besonderes Interesse gilt dem Zinsschaden, der in der jüngsten Zinssenkungsperiode hohe Werte angenommen hat. Aber auch die zweite hauptsächliche Komponente, der Margenschaden bzw. Ausgleich für entgangene Gewinne, ist angesichts ihrer Höhe und ihrer Erhebungsmethoden umstritten.
- Kapitel 5 zieht Schlussfolgerungen aus der Diskussion und gibt Empfehlungen für eine Reform der Vorfälligkeitsentschädigung und weitergehende Marktrefor-men.

2. Die Rolle von Vorfälligkeitsentschädigungen in Festzinskreditmärkten

Vorfälligkeitsentschädigungen und Produktdesign

Vorfälligkeitsentschädigungen spielen eine zentrale Rolle beim Design von Hypothekarkreditprodukten und sind damit neben Zinsbindung, Tilgung und Laufzeit als Teil des Produktmenüs zu werten. Die **in der Hypothekenfinanzierung** gebräuchlichen Kreditprodukte lassen sich in der hier interessierenden Zinsrisikodimension in **drei hauptsächliche Typen** unterteilen:

- Kredite mit kurzfristig variablen Zinssätzen: **„Gleitzinskredit“**,
- Festzinskredite mit Prepaymentoption, der Option zur vorfälligen Rückzahlung, bzw. ohne Vorfälligkeitsentschädigung: **„kündbarer“ Festzinskredit**,
- Festzinskredite ohne Prepaymentoption bzw. mit Vorfälligkeitsentschädigung, der den finanziellen Vorteil einer vorfälligen Rückzahlung reduziert oder eliminiert: **„nicht-kündbarer Festzinskredit“**.

Zu unterscheiden ist terminologisch und inhaltlich zunächst **rechtliche Kündigung eines Kredites von wirtschaftlicher** bzw. wirtschaftlich sinnvoller **Kündigung**.

Wirtschaftliche Kündigung wird durch den **Umfang der finanziellen Kosten im Verhältnis zum finanziellen Nutzen** der Kündigung für den Verbraucher (bzw. ggf. für den Kreditgeber) bestimmt, und nicht durch spezifisch den Ausschluss hemmende Vertragsbedingungen wie etwa einem rechtlichen Kündigungsausschluss.⁷ Der Unterschied ist vergleichbar mit dem zwischen einer Steuer auf und dem Verbot eines Produktes.⁸

⁷ Insbesondere definiert rechtliche Nichtkündigung durch vertraglichen Ausschluss einen vierten, hier nicht weiter berücksichtigten Kredittypus (vgl. Satz 5 der Direktive).

⁸ Situationen, in denen die finanziellen Kosten den finanziellen Nutzen der Verbraucher weit übersteigen, sodass eine einem Ausschluss vergleichbare Situation erzeugt wird, werden aus der Betrachtung ausgeschlossen. Sie sind mit dem Mandat der Kostenorientierung durch die Direktive unvereinbar.

Die Kosten einer Kündigung werden dabei neben dem **Umfang der Vorfälligkeitsentschädigung stark** durch die anfallenden **Transaktionskosten bestimmt**.⁹ Da Banken in dem durch starken Wettbewerb geprägten Immobilienfinanzierungsmarkt die Acquire von Kunden in der Regel stark subventionieren und kaum Kreditabschlussgebühren erheben, sind letztere im Wesentlichen durch die **Kosten des Rechtssystems** vorgegeben. Beispiele sind die Kosten von Löschung und Neueintragung einer Hypothek. In einigen Ländern sind diese so hoch, dass die wirtschaftliche Kündbarkeit stark beeinträchtigt ist.

Es ist bei der Klassifizierung darauf zu verweisen, dass der **nicht-kündbare Festzinskredit stets geringere Zinsbindungsfristen aufweist als der kündbare**, der in Europa und den USA in der Regel feste Zinsen bis zur Fälligkeit nach 20 oder 30 Jahren aufweist. Die wirtschaftliche Begründung liegt in den möglicherweise extrem hohen Marktwertschwankungen dieser Kreditform, die weiter unten ausführlich diskutiert und illustriert werden. **Bei seiner Einführung durch die BGB-Reform von 1974**, also in der Hochinflationsphase, wurde das heute in Deutschland vorherrschende nicht-kündbare Produkt deshalb mit dem Namen **„Abschnittsfinanzierung“ getauft**.¹⁰ International wird der nicht-kündbare Festzinskredit konsequenterweise auch mit ‚initial fixed rate‘ oder ‚fixed-to-term‘ terminologisch von den kündbaren Krediten, die ‚fixed-to-maturity‘ sind, getrennt.¹¹ Dabei weist Deutschland allerdings mit 10 Jahren maximaler mit Vorfälligkeitsentschädigung versehener Zinsbindungsfrist – jenseits der 10-Jahresgrenze ist der Kredit auch hier ohne Vorfälligkeitsentschädigung kündbar – zusammen mit den Niederlanden den längsten nicht-kündbaren Festzinskredit in Europa auf.

Der **wirtschaftliche Sinn der Vorfälligkeitsentschädigung** ist es demnach, **einen Festzinskredit über eine kurze bis mittlere Zinsbindungsfrist als wirtschaftlich nicht kündbares Produkt zu konstruieren**. Die Entschädigung erfüllt dabei mehrere Zwecke:

⁹ Die US-amerikanische Literatur spricht im Zusammenhang mit Mechanismen der Herabsetzung von Kündigungsanreizen der Verbraucher als Sammelbegriff von ‚call protection‘ – wörtlich übersetzt: ‚Kündigungsschutz‘. Zu den Mechanismen gehört neben Entschädigungen und Rechtskosten auch die Emission der Kredite unter pari (gebräuchlich in Europa nur in Dänemark).

¹⁰ Damals weigerten sich die Investoren der Hypothekenbanken angesichts der steigenden und volatilen Inflationsraten, die zuvor stets kündbaren Festzinskredite weiter über kündbare Pfandbriefe zu refinanzieren. Die Vorstellung der BGB-Reformer damals war, in Zukunft mittelfristige Abschnitte von Festzinsbindungen bis zur Fälligkeit des Kredites aneinanderzureihen, die durch ebenso mittelfristige, ebenfalls nicht-kündbare, Pfandbriefe refinanziert würden.

¹¹ US-Experten weigern sich bis heute, die kurzfristigeren nicht-kündbaren Kreditprodukte als Festzinskredit einzuordnen, der für sie nur bei Zinsfixierung über die gesamte Laufzeit gilt. In vielen europäischen Nachbarländern spricht man hingegen schon ab Zinsbindungen von 1 Jahr von Festzinskrediten. Diese unterschiedlichen Interpretationen führen auf EU-Ebene zu zahlreichen begrifflichen Verwirrungen.

Inzwischen hat man sich beim europäischen Hypothekenverbandes darauf verständigt, bei den nicht-kündbaren Festzinskrediten zwischen ‚short-term initial fixed rate‘ mit Bindungen von über 1 bis 5 Jahren, ‚medium-term initial fixed rate‘ mit Bindungen von über 5 bis 10 Jahren und ‚long-term initial fixed rate‘ mit Bindungen von über 10 Jahren zu unterscheiden. Dies ist auch die Abgrenzung der EZB-Zinsstatistik. Deutsche Festzinskredite fallen im Wesentlichen unter letztere beide Kategorien.

- Sie stabilisiert und reduziert die ansonsten mit dem Zinsumfeld stark schwankenden und bei fallenden Zinsen sehr hohen Kündigungen der Kreditnehmer,
- Sie macht die vom Kreditgeber erwartete Laufzeit (engl. ‚expected duration‘) der vereinbarten Zinszahlungen, und damit die Refinanzierung des Kredites und seine Marge planbar,
- Sie erzeugt je nach Zinsbindungsfrist ein ähnliches Preisverhalten des einzelnen Kredits bzw. von Kreditportfolien wie 5- oder 10-jährige Staatsschulden, die am Markt hoch liquide sind, und erleichtert dadurch den Einsatz ebenfalls nicht-kündbarer Pfandbriefe zu ihrer Refinanzierung.

Bepreisung und Risikoprofil von Krediten mit Vorfälligkeitsentschädigungen

Zur Visualisierung des Preisverhaltens dient die Abbildung 1. Sie trägt auf der vertikalen Achse die **Marktwerte** von Kreditportfolien der drei genannten Kredittypen ab, die in Abhängigkeit vom aktuellen Zinsniveau unterschiedlich stark schwanken.¹² Die Produkte unterscheiden sich aufgrund ihrer Konstruktion vor allem durch das **Wiederanlagerisiko** (**‚Zinsschaden‘**), das durch eine Rückzahlung bei verschiedenen Zinsniveaus für den Kreditgeber entsteht:

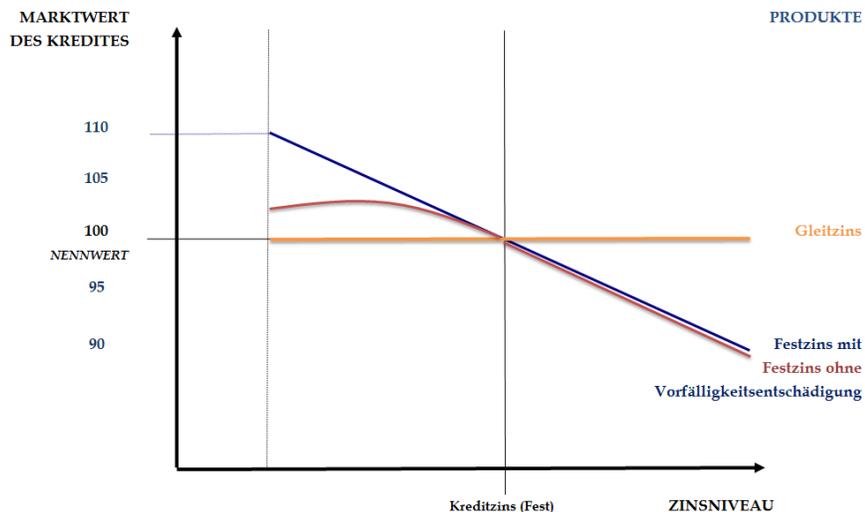
- Der **Marktwert eines nicht-kündbaren Kredites** mit Vorfälligkeitsentschädigung (blaue Linie) **steigt mit fallenden Zinsen, und sinkt mit steigenden Zinsen**. Ein Portfolio derartiger Kredite entwickelt sich damit im Zinszyklus ähnlich wie – ebenfalls nicht kündbare – Staatsbonds und Pfandbriefe. Es ist insbesondere durch nicht-kündbare Pfandbriefe refinanzierbar, ohne dass der Kreditgeber eine Wiederanlage zu niedrigeren Zinsen fürchten muss, die die an die Pfandbriefgläubiger zu zahlenden Zinsen bzw. seine Kosten u.U. nicht mehr abdecken.¹³
- **Gleitzinskredite** (gelbe Linie) **verändern sich dagegen im Marktwert** im Zinszyklus **nicht oder kaum**, da die Zinszahlungen des Kreditnehmers immer dem laufenden Marktzins entsprechen. Sie werden vorwiegend über ebenfalls laufend veränderlich verzinsliche Einlagen oder variabel verzinslichen Bonds refinanziert.
- **Kündbare Festzinskredite** – solche ohne Vorfälligkeitsentschädigung - **nehmen schliesslich aus Sicht des Kreditgebers den Charakter von Gleitzinskrediten an**,

¹² Der Marktwert eines Kredites ist vereinfacht gesagt der Gegenwartswert seiner vertraglich vereinbarten zukünftigen Zinszahlungen. Dieser wird durch Abdiskontierung der Zahlungen mit dem aktuellen, auf die Restlaufzeit der Zinsbindung anzuwendenden Marktzins ermittelt. Der Nennwert eines Kredites ist immer 100 (‚par‘), während der Marktwert insbesondere von Festzinskrediten stark schwanken kann. Mit Ausnahme von unter- oder über-pari-Kreditauszahlungen ist er am Anfang und am Ende der Zinsbindungsfrist wieder gleich dem Nennwert. Der Marktwert schwankt umso stärker, je länger die Zinsbindungsfrist und je volatil das Zinsumfeld sind.

¹³ Dies gilt bis auf planmässige Amortisierungen des Kredites, die dem Kreditgeber aber in der Regel vorab bekannt sind, sowie vereinbarte Sondertilgungen. Entscheidend für das Management der Refinanzierung ist die Planbarkeit der Zahlungsströme auf beiden Seiten der Bilanz – Kreditportfolio und Pfandbrief.

wenn die Zinsen fallen (rote Linie) und gleichen nicht-kündbaren Festzinskrediten, wenn die Zinsen steigen. Sie sind damit als Hybrid beider vorangegangener Kredittypen zu interpretieren.

Abbildung 1 Marktwertentwicklung des Hypothekarkredits in Abhängigkeit vom Zinsniveau
Festzinskredit mit Vorfälligkeitsentschädigung im Vergleich mit anderen Produkten



A: Häufigkeit einer Kündigung durch Verbraucher		Rückzahlung bei Zinsen unterhalb/oberhalb Kreditzins	
Gleitzins	niedrig	hoch	Immer zum Nennwert
Festzins mit Vorfälligkeitsentschädigung	niedrig	sehr niedrig	Marktwert/Nennwert
Festzins ohne Vorfälligkeitsentschädigung	hoch	sehr niedrig	Immer zum Nennwert
B: Wiedieranlagegewinn/verlust Kreditgeber bei Kündigung		Insgesamt	
Gleitzins	null	null	null
Festzins mit Vorfälligkeitsentschädigung	null	Gewinn	niedriger Gewinn
Festzins ohne Vorfälligkeitsentschädigung	Verlust	Gewinn	Verlust
C = (A*B): Erwartete Gewinne/Verluste durch Wiedieranlage		Insgesamt	
Gleitzins	null	null	null
Festzins mit Vorfälligkeitsentschädigung	null	niedriger Gewinn	niedriger Gewinn
Festzins ohne Vorfälligkeitsentschädigung	hoher Verlust	niedriger Gewinn	Verlust

Quelle: Dübel/Finpolconsult.

Anmerkung: Die Graphik gibt die Sichtweise der Investoren in Kreditpools (z.B. Banken) wider. Aus Sicht der Verbraucher können unterschiedliche Zinssätze (z.B. Sparzinsen) relevant sein. Zudem erlauben Festzinskredite mit und ohne Vorfälligkeitsentschädigung dem Verbraucher mit Ausnahme Dänemarks bei Zinsniveau oberhalb des Kreditzinses die Rückzahlung nur zum Nennwert. Siehe weitere Diskussion im Text.

Da immer nur ein Teil der Kreditnehmer nach einer Zinssenkung zurückzahlt und einige weiter höhere als marktübliche Zinsen zahlen, fällt der Gesamtwert eines Portfolios kündbarer Festzinskredite selten auf seinen Nennwert zurück.¹⁴ Die Refinanzierung eines solchen Portfolios findet entweder durch ebenfalls kündbare Pfandbriefe bzw. Verbriefungen oder durch Kombinationen von nicht-kündbaren Pfandbriefen mit Swaps und Optionen statt. Diese flexibel einsetzbaren Instrumente sollen die v.a. durch das Ausübungsverhalten der Verbraucher verursachte hohe Schwankungsbreite der Bewertung des Kreditportfolios abdecken.

Das Modell der deutschen Abschnittsfinanzierung bzw. des nicht-kündbaren Festzinskredites basiert, vereinfacht gesagt auf der **Rückzahlung des Kredites zu seinem Marktwert**¹⁵, jedenfalls **solange dieser über dem Nennwert liegt** (Zinsniveau < Kreditzins, linke Seite von Abbildung 1). Die **in Deutschland erhobene Vorfälligkeitsentschädigung ist so formuliert, dass sie eine möglichst nahe Approximation dieser Differenz liefern soll**. Im Gegensatz zu Dänemark, wo Portfolios nicht-kündbarer Kredite mit kürzerer Laufzeit direkt am Kapitalmarkt gehandelt werden und damit die Marktpreis-Nennwert-Differenz täglich an den Kursen ablesbar ist, wird dafür in Deutschland **eine mathematische Berechnungsformel** verwendet.

Ebenso gibt es **in Deutschland keine Auszahlung vom Kreditgeber an den Kreditnehmer, falls der Marktwert unter dem Nennwert liegt** (Zinsniveau > Kreditzins, rechte Seite von Abbildung 1), der Kreditgeber also einen Wiederanlagegewinn macht. Abbildung 2 weiter unten visualisiert diese **Asymmetrie der deutschen Vorfälligkeitsentschädigung**.

Neben dem Wiederanlagerisiko ist aus Sicht des Kreditgebers das **Risiko des Verluste von Kreditmarge** bis zum Ende der Zinsbindungsfrist bzw. ggf. Kreditlaufzeit, der oben bereits erwähnte **‚Margenschaden‘**, wirtschaftlich relevant. Der Margenschaden wird unabhängig vom Zinsszenario erhoben.

Zinsschaden- und Margenschaden werden in Deutschland in der Regel durch **Aktiv-Passiv-Vergleich** errechnet, indem man die **ersparten zukünftigen Risiko- und Verwaltungskosten** des Kredites bis zum Ende der Zinsbindung von der Differenz zwischen Kreditzinssatz und Wiederanlagezinssatz in Pfandbriefe mit entsprechender Restlaufzeit abzieht. Die Alternativen zu diesem Vorgehen sind **Aktiv-Aktiv-** (Kreditzins-Kreditzins) sowie **Passiv-Passiv-** (Pfandbriefzins-Pfandbriefzins-) Vergleiche, denen ggf. eine Formel für den Margenschaden hinzugerechnet wird.

¹⁴ Der Grad der ‚Konvexität‘, wie die Krümmung der roten Linie in Abbildung 1 in der Finanzfachsprache genannt wird, ist abhängig von den Reaktionen der Verbraucher auf die sich durch Zinssenkung ergebenden Rückzahlungsanreize. Diese wiederum hängen von Informationsstand und Ausbildung der Verbraucher, sowie Transaktionskosten, ab.

¹⁵ Als erste Annäherung zur Bestimmung des Marktwertes eines Hypothekarkredites mit 10-jähriger Festzinsbindung kann der auf vielen Finanzwebseiten abrufbare Bund Future verwendet werden. Beispiel: <http://www.onvista.de/futures/snapshot/fgblc1?period=10-jahre#chart>. Konkret nimmt man zur Berechnung des Bund Futures einen hypothetischen, aus der Hochzinsphase überlieferten Zinscoupon von 6% an. Bei 10-Jahreszinsen von 2% beträgt der Marktwert einer 6% Zinsen abwerfenden 10-Jahresanleihe 135% des Nennwertes, d.h. bei 100 Euro Nennwert ist der Marktwert 135 Euro.

Der **Verlust von Margeneinkommen** ist im Übrigen **auch beim Gleitzinskredit ein relevanter Kostenbestandteil** der vorfälligen Rückzahlung. Trotzdem sind in diesem Fall Entschädigungen in Deutschland und vielen anderen Ländern verboten, um dem Verbraucher bei starken Zinssteigerungen die Rückzahlung zu erleichtern und Kreditausfällen vorzubeugen.

Der **nicht-kündbare Festzinskredit** mit Vorfälligkeitsentschädigung war bereits bei seiner Einführung in Deutschland als Abschnittsfinanzierung als Kompromiss zwischen Gleitzinskredit und kündbarem Festzinskredit gedacht. Er **liegt im Kosten-Risiko-Profil in der Mitte** zwischen beiden Produkten.

- **Kosten:** die gute Prognostizierbarkeit der Zahlungsflüsse und die einfache Bepreisung über nicht-kündbare Pfandbriefe führt zu einer deutlichen Kreditverbilligung gegenüber dem kündbaren Festzinskredit. Der nicht-kündbare Festzinskredit ist aber weiter durch seinen Schutz gegenüber Zinssteigerungen im Regelfall deutlich teurer als der Gleitzinskredit (positive Steigung der Zinsstrukturkurve).
- **Zinsrisiko:** Zwar neigen Verbraucher im nicht-kündbaren Festzinskredit ausgeprägt zum ‚Shopping‘ von Zinsbindungsfristen je nach Zinssituation und es besteht ein Zinsrisiko bei der Konditionenanpassung. Jedoch ist das Zinsrisiko für den Verbraucher insgesamt deutlich geringer als beim Gleitzinskredit.¹⁶ Am niedrigsten ist es beim kündbaren Festzinskredit, dessen Zinsen sich bis zum Laufzeitenende nur nach unten anpassen können.
- **Kreditrisiko:** es gibt keine kurzfristige Möglichkeit einer Senkung der Zinsbelastung für den Kreditnehmer eines nicht-kündbaren Festzinskredites vor dem Ende der Zinsbindungsfrist. Diese bieten sowohl der Gleitzinskredit (oft durch automatische Zinsanpassung) als auch – sofern die Voraussetzungen für einen Neuvertragsabschluss vorliegen – der kündbare Festzinskredit (durch Ausübung der Rückzahlungsoption). Relevant ist diese Option bei schlechterer Wirtschaftslage mit allgemein niedrigen Zinsniveaus und Einkommenswachstum bzw. bei Hauspreisen, die sich nicht synchron mit den Zinsen entwickeln; das Kreditrisiko des nicht-kündbaren Festzinskredites ist damit höher als beim kündbaren Festzinskredit, jedoch niedriger als beim Gleitzinskredit, bei dem der Kreditnehmer in der umgekehrten Situation dem Risiko von Zinssteigerungen ausgeliefert ist.
- **Liquiditätsrisiko:** der Verbraucher trägt bei einer Kündigung durch die Vorfälligkeitsentschädigung ein Liquiditätsrisiko, d.h. er muss ggf. die Differenz zwischen Marktwert und Nennwert bei einer Umschuldung zusätzlich finanzieren. Dies kann die wirtschaftliche Durchführbarkeit von Rückzahlungen stark einschränken, z.B. wenn die Hauspreise gefallen und Beleihungsausläufe gestiegen sein könnten.

Vorkommen verschiedener Kredittypen in Europa

Die Risikoaspekte werden weiter unten noch detailliert. In der **europäischen Praxis** nimmt der **Gleitzinskredit mit seinem stark erhöhten Zinsrisiko für den Verbraucher die dominierende Stellung** ein. Grossbritannien und Irland, sowie faktisch ganz Südeuropa von Spanien über Italien bis Zypern und Osteuropa von Bulgarien über Polen bis

¹⁶ Zur Abfederung der Zinsrisiken bei der Konditionenanpassung hat sich in Deutschland ein Markt für vorzeitige Zinsbindungen (Forward Rate Agreements) herausgebildet, der die zukünftigen Kreditzinsen bis zu zwei Jahre im Vorfeld der Anpassung festlegt.

Estland finanzieren vornehmlich mit variablen Zinsen.¹⁷ In diesen Ländern werden beim Gleitzinskredit im Gegensatz zu Ländern mit dominierenden Festzinskrediten auch keine Zins- oder Schuldendienst-Kappungen gefordert, die das Zinsrisiko senken könnten.¹⁸

Der **kündbare Festzinskredit** führt seit der Einführung der Abschnittsfinanzierung in Deutschland **in Europa nur noch ein Nischendasein**. Als Standardprodukt ohne grössere Transaktionskosten wird er nur in Dänemark angeboten. In den USA dagegen ist der kündbare Festzinskredit der von den halbstaatlichen Agenturen Fannie Mae und Freddie Mac geförderte Marktstandard.

Tabelle 1 Charakteristika europäischer Hypothekarkreditmärkte

Land	Ausstehende Hypothekarkredite	Anteil am Bruttoinlandsprodukt (%; 2011)	Anteil Festzinskredit > 5 Jahre, Neugeschäft	Zinsdifferenz Festzins zu Gleitzins	Typische Zinsbindung	Umfang der erlaubten / praktizierten VFE	Fehlende / geringere Marktanteile	Festzins- / sehr	Anteil der Hypothekarkredite mit Refinanzierung durch Pfandbriefe oder MBS
Einheit	Mrd. Euro	%	%	%	Jahre	Qualitativ	Qualitativ		Qualitativ
Periode	Q I 2013	2011	Q I 2013	Q I 2013					
FESTZINSMÄRKTE									
Deutschland	1187	45%	71%	0.0%	10 Jahre	Volle VFE	Keine VFE		<i>Gering</i>
Niederlande	650	106%	30%	1.4%	10 Jahre	Fast volle VFE	Volle / keine VFE		<i>Mittel</i>
Frankreich	881	42%	Gross	NV	20 Jahre	Eingeschr VFE	Volle / keine VFE		<i>Gering</i>
Belgien	174	47%	65%	0.4%	20 Jahre	Geringe VFE	Volle / keine VFE		<i>Sehr gering</i>
Dänemark	244	101%	58%	2.0%	30 Jahre	Keine VFE	Volle VFE > 5 Jahre		<i>Sehr hoch</i>
GLEITZINSMÄRKTE									
Spanien	634	62%	<i>Sehr klein</i>	3%	<i>1 Jahr</i>	<i>Volle VFE</i>	Alle Festzinsprodukte		<i>Hoch</i>
Großbritannien	1496	84%	<i>Faktisch null</i>	NV	<i>3 Monate</i>	<i>Volle VFE</i>	Alle Festzinsprodukte		<i>Mittel</i>

Quelle: europäische Zentralbank, Expertenbefragung durch Finpolconsult.

Anmerkungen: Zinsdifferenz – 5 bis unter oder gleich 10 Jahre minus unter oder gleich 1 Jahr. NV – Daten nicht verfügbar. MBS – mortgage-backed securities. VFE – Vorfälligkeitsentschädigung. Die Terminologie ‚volle‘, ‚eingeschränkte‘, ‚keine‘ VFE bezieht sich die Abschöpfung der Differenz zwischen Marktwert und Nennwert des Kredites, vgl. Abbildung 1. Zur Erläuterung der Einschränkungen in den Ländern (ohne Grossbritannien, zzgl. Italien und Schweden) vgl. Kapitel 3.

Beim **nicht-kündbaren Festzinskredit** werden in Europa **ausserhalb Deutschlands im wesentlichen Mischformen** angeboten, d.h. solche, bei denen die Vorfälligkeitsentschädigung durch Regulierung mehr oder weniger stark eingeschränkt wurde. Tabelle 1 bietet einen ersten Überblick, der unten in den Länderdarstellungen vertieft wird. Relevante Vergleichsmärkte für Deutschland sind die Niederlande, Frankreich und Belgien, sowie das in der Tabelle nicht aufgeführte Schweden. Der dänische nicht-kündbare Festzinskredit hat deutlich kürzere Zinsbindungsfristen (1 bis 3, im Einzelfall 5, Jahre). In Österreich wurde der nicht-kündbare Euro-Festzinskredit in den 2000ern fast vollständig durch Schweizer Franken-Kredite verdrängt, in Finnland durch Euro-Gleitzinskredite.

Insgesamt bleibt festzuhalten, dass der **Anteil von Festzinskrediten beider Formen in Europa** mit einem Anteil von insgesamt nur etwa 30-50% (Daten für Eurozone, Kredite

¹⁷ Marktanteilsermittlungen sind methodisch teilweise hochproblematisch und unvollständig. Der europäische Hypothekenverband führt eine Statistik unter www.hypo.org, EMF Quarterly Review.

¹⁸ Vgl. Diskussion in Dübel (2009). Derartige Kappungen sind v.a. in Frankreich und Belgien üblich.

mit Zinsbindung >5 Jahre), je nach Situation im Zinszyklus, **deutlich geringer ist als in den USA** (65-85%).¹⁹

Zwischenfazit

Vorfälligkeitsentschädigungen, berechnet als Differenz zwischen Marktwert und Nennwert eines Kredites, **definieren das wirtschaftlich nicht-kündbare Festzinsprodukt**. Dieses ähnelt in seinen Zahlungsströmen und seiner Preisbestimmung Staatsbonds und Pfandbriefen und ist deshalb kostengünstig refinanzierbar. Zwischen dem Gleitzinsprodukt mit nur kurzer Zinsbindung und dem kündbaren Festzinsprodukt mit Zinsbindung bis zur endgültigen Kreditfälligkeit repräsentiert es den Bereich mittlerer Zinsbindung (deshalb der bei Einführung in Deutschland in den 70er Jahren gewählte Name ‚Abschnittsfinanzierung‘). Das Festzinsprodukt mit Vorfälligkeitsentschädigung liegt damit im **mittleren Kosten-Risiko-Spektrum** aus Sicht der Verbraucher. In einem europäischen Hypothekarkreditmarkt, der von risikoreichen Gleitzinskrediten dominiert ist und in dem kündbare Festzinskredite selten und teuer sind, ist es ein Ankerprodukt des Festzinsmarktes.

3. Regulierungen von Vorfälligkeitsentschädigungen im europäischen Vergleich

Untersuchungsansatz

In diesem Kapitel werden für Deutschland **relevante Regulierungen von Vorfälligkeitsentschädigungen in Vergleichsländern** mit Festzinshypothekarkreditmärkten **vorge stellt**. **Dazu werden** die dort üblichen Entschädigungsniveaus **anhand von Beispielrechnungen auf der Basis nationaler Daten berechnet**.

Durch diesen Ansatz werden auch die sehr unterschiedlichen **Rechtskosten einer Rückzahlung mitberücksichtigt**. Sie machen insbesondere in Ländern, bei denen Vertragsänderungen Neueintragungen oder Änderungen der Hypothek erfordern, einen erheblichen Teil der Kosten aus. Dies gilt vor allem dann, wenn der Verbraucher den Kreditgeber wechselt. Ihre Niveaus spielten deshalb historisch bei den Gesetzgebungsverfahren bzw. Reformvorhaben zur Höhe der zulässigen Vorfälligkeitsentschädigungen als Motivation immer eine Rolle. Vielfach kommt es zu Fehlinterpretationen von Regulierungen im europäischen Ausland, weil dieser Kostenfaktor für den Verbraucher nicht berücksichtigt wird.

Die **Beispielwerte** für die Entschädigung werden **mit zwei historischen Zinsszenarien** errechnet:

- **Zinssenkungsszenario** (Zinsniveau < Kreditzins in Abbildung 1): dafür wird ein im September 2008 unterschriebener und im September 2013 zurückgezahlter Festzinskredit zugrunde gelegt.
- **Zinssteigerungsszenario** (Zinsniveau > Kreditzins in Abbildung 1): dafür wird ein im September 2003 unterschriebener und im September 2008 zurückgezahlter Festzinskredit zugrunde gelegt.

¹⁹ Vgl. Dübel (2011).

Die historischen Szenarien werden im Anhang **durch** in die Zukunft schauende **Simulationsszenarien ergänzt**. Insbesondere waren historisch in den vergangenen 20 Jahren die Zeiträume von Zinssteigerungen nur kurz und die Zinsanstiege selbst schwach. Die Extrapolation historischer Daten ist deshalb problematisch; die historische Analyse dient vor allem der Illustration.

Für die historischen Zinsszenarien werden die auf das langfristige nicht-kündbare Festzinsprodukt (Zinsbindung 10 Jahre) anwendbaren **Zinssätze für Hypothekarkredite und Pfandbriefen aus dem jeweiligen nationalen Markt** verwendet.²⁰

Um die Berechnungen möglichst gleichnamig zu machen, wird ein **einheitlicher anfänglicher Kreditbetrag** von EUR 100.000 angenommen, der auf der Basis von 1% Anfangstilgung und bei hypothetischer Ansetzung eines Zinssatzes von 4% planmässig über die Restlaufzeit der Zinsbindung amortisiert.²¹ Sondertilgungen werden beim Vergleich nicht berücksichtigt.

Die Verwendung nationaler Zinsdaten führt derzeit aufgrund der **Auswirkungen der Eurokrise** (Spanien, Italien) sowie **lokaler Hypothekarkreditkrisen** (Niederlande) in einigen Ländern zu starken Verzerrungen im Vergleich der Modelle. Zudem liegen in vielen Ländern zwar Daten für die typische deutsche Zinsbindung von 10 Jahren vor, dieser Markt ist aber ausserhalb Deutschlands mit Ausnahme der Niederlande sehr illiquide. **Zu Beginn des Folgekapitels erfolgt daher eine einheitliche Berechnung der Ergebnisse aller Regulierungsmodelle mit deutschen Zinsdaten.** Zunächst soll in diesem Kapitel aber die empirische Realität in den Vergleichsländern im Vordergrund stehen.

Deutschland: Erhebung von Zins- und Margenschaden im Kostenmodell

Die **deutsche Gesetzgebung** zu Vorfälligkeitsentschädigungen wurde in der Hochinflationszeit der 1970er Jahren formuliert, als die Zinsen für das zuvor vorherrschende kündbare Festzinsprodukt stark anstiegen. Sie folgt dem Kostenmodell.

- Heutige Rechtsgrundlage ist §490 Abs 2. S.3, BGB, der bei einer vorzeitigen Rückzahlung eines Festzinskredites eine Entschädigung für entgangene Zinsen erlaubt, sowie eine Reihe von Gerichtsurteilen, die die Berechnungsmethodik eingrenzen.

Bei der Berechnung von Zins- und Margenschaden herrscht der Aktiv-Passiv-Vergleich vor:

- Dabei wird der eingetretene Zinsverlust durch die vorfällige Rückzahlung durch Vergleich des Hypothekenzinssatzes und eines Wiederanlagezinssatzes in Pfandbriefen über die Restlaufzeit bestimmt.
- Vom Zinsverlust werden die kalkulatorischen ersparten Risiko- und Verwaltungskosten des Darlehensgebers abgezogen, d.h. es wird nur die sich aus dieser Berechnung ergebende Nettomarge des Kreditgebers berücksichtigt.

²⁰ Ausnahme ist Dänemark, für das deutsche Zinssätze verwendet werden, weil keine nationalen Zinsdaten zum nicht-kündbaren 10-Jahres-Festzinskredit vorliegen.

²¹ Tilgungsplan: bei 1% Anfangstilgung und durchschnittlich 4% Zinssatz reduziert sich der für die Vorfälligkeitsentschädigung anzusetzende ausstehende Kreditbetrag von EUR 100.000 am Ende des Jahres 5 auf EUR 93,033 am Ende des Jahres 10.

- Aus den mit der ausstehenden Restschuld multiplizierten Werten wird über die Restlaufzeit mittels aus Pfandbriefrenditen gewonnenen Abzinsungsfaktoren ein Gegenwartswert gebildet.

Der alternative Aktiv-Aktiv-Vergleich, bei dem sofortige Wiederanlage in einen neuen Hypothekarkredit angenommen wird, ist rechtlich zulässig, wird jedoch kaum verwendet. Die rechnerischen Diskrepanzen zwischen Aktiv-Passiv- und Aktiv-Aktiv-Vergleich, vor allem der im Aktiv-Passiv-Vergleich erhaltene Margenschaden, führen dazu, dass in Deutschland auch bei steigenden Hypothekarkreditzinsen in einigen Fällen Vorfälligkeitsentschädigung zu entrichten ist.

Zu den zentralen Parametern der Berechnungsmethode des Aktiv-Passiv-Vergleichs gibt es keine gesetzlichen Vorgaben. Dies führt zu erheblichen Abweichungen in der Methodik, bei Referenzwerten sowie Annahmen zu Kosten zwischen Banken, zu hoher Intransparenz und Schwankungen der Berechnungen im Einzelfall bei sonst gleicher Ausgangslage, und im Ergebnis zu zahlreichen Streitfällen vor Gericht. Es werden bei der Berechnung folgende Vorgaben verwendet:

- Ersparte Verwaltungskosten: EUR 5/Monat = EUR 60/Jahr, bei EUR 100.000 sind das 0,06% p.a.
- Ersparte Risikokosten: 0,15% p.a.
- Abzinsungsfaktoren: Von der Bundesbank veröffentlichte durchschnittliche Pfandbriefrenditen.

In jüngster Zeit in den Fokus gerückt ist die Frage der Anrechenbarkeit von unausgenutzten Sondertilgungs- und Tilgungserhöhungsoptionen auf die für die Berechnung anzusetzende Restschuld. Auf diese Frage wird hier aus Vergleichbarkeitsgründen nicht eingegangen.

Rechtskosten der vorfälligen Rückzahlung sind für Deutschland nur gering. Im Grundschuldsystem ist keine Neueintragung einer Hypothek erforderlich. Die Übertragung der Grundschuld zwischen zwei Kreditgebern kostet etwa EUR 200.

Gesamtkosten einer vorfälligen Rückzahlung in Deutschland bei Restschuld von EUR 100.000 nach 5 Jahren.

**Kredit 2003, Rückzahlung 2008:
EUR 394 Vorfälligkeitsentschädigung + EUR 200 Rechtskosten
= EUR 594 Gesamtkosten,**

**Kredit 2008, Rückzahlung 2013:
EUR 16.658 Vorfälligkeitsentschädigung + EUR 200 Rechtskosten
= EUR 16.858 Gesamtkosten.**

Die Rechtskosten entfallen bei einer Rückzahlung an denselben Kreditgeber.

Anmerkung: die Vorfälligkeitsentschädigung hätte bei Aktiv-Aktiv-Vergleich für den 2003 abgeschlossenen Kredit Null und für den 2008 abgeschlossenen Kredit EUR 12.740 betragen, d.h. im letzteren Fall wird der Margenschaden für Nicht-Wiederanlage mit fast EUR 4.000 berechnet.

Frankreich/Belgien: Faktisches Gebührenmodell

Die Gesetzgebungen zur Vorfälligkeitsentschädigung in Frankreich und Belgien wurden in Phasen hoher Zinsen Ende der 70er (Frankreich) bzw. Anfang der 90er Jahre (Belgien) formuliert. Damals lagen die Kosten der Verbraucher aus einer vorfälligen Rückzahlung

so hoch, dass es angemessen erschien feste Obergrenzen unabhängig vom Kostenprinzip zu formulieren. Jedoch hat sich im weiteren Verlauf in beiden Ländern – trotz möglicherweise anderweitiger Intentionen des Gesetzgebers – faktisch die derart gekappte Vorfälligkeitsentschädigung in eine von den Banken im Regelfall erhobene Gebühr verwandelt. Diese wird nun auch in Situationen erhoben, in denen die Kosten des Kreditgebers aus der vorfälligen Rückzahlung deutlich darunter liegen.

- Frankreich beschränkte 1979 bei Zinsniveaus von 15% und mehr die zulässige Entschädigung auf 6 Monate Zinszahlungen bis zu einer Höhe von maximal 3% der ausstehenden Kreditsumme. Rechtsgrundlage ist das damalige ‚Loi Scrivener‘; heute ersetzt es der Artikel R312-2 des Verbraucherkreditgesetzes.

Das Gesetz nimmt keinen Bezug auf die Kosten des Kreditgebers. Die Vorfälligkeitsentschädigung wird durch diese Unterlassung motiviert als Gebühr erhoben. Insbesondere wird sie auch dann erhoben, wenn der Kreditgeber einen Gewinn bei der Wiederanlage der zurückgezahlten Gelder macht. Sie fällt zudem unabhängig von der Restlaufzeit der Zinsbindung an und ist auch im Fall von Gleitzinskrediten erlaubt. Letztere Kreditform weist in Frankreich im Regelfall eine enge vertragliche Höchstzinsgrenze auf (z.B. Zinssatz zum Unterschriftszeitpunkt plus 2%) und ist daher mit Festzinsenprodukten in gewissem Masse vergleichbar.

Seit die langfristigen Hypothekarkreditzinsen in den 90er Jahren in Frankreich unter die Schwelle von 6% fielen, ist nicht mehr die Obergrenze von 3%, sondern nur noch diejenige von 6 Monaten Zinszahlungen bindend. Beim Zinsniveau von 5,03% im September 2008 beträgt die Vorfälligkeitsentschädigung für den Beispielkredit daher 2,48%, beim Zinsniveau von 4,09% im September 2003 beträgt sie 2,02%. Dabei ist zu beachten, dass die Bank den Kredit von 2003 im Jahre 2008 mit einem um 1% höheren Zinssatz wiederanlegen konnte – sie macht also einen Wiederanlagegewinn und erhält trotzdem gleichzeitig eine Entschädigung.

Die Rechtskosten einer Rückzahlung und Neufinanzierung kumulieren für den Verbraucher mit den Kosten der Vorfälligkeitsentschädigung. Sie sind in Frankreich aufgrund der Einengung der Sicherungsinstrumente auf die Hypothek hoch; das Land nutzt das alternative, in Deutschland verwendete Konstrukt der Grundschuld nicht. Ein Faktor hierfür ist der starke Lobbyismus des Notariatswesens. Die für eine Rückzahlung notwendige Löschung und Neueintragung einer Hypothek durch den Notar kosten etwa 1,5 - 2,5% des Kreditvolumens, d.h. die Gesamtkosten einer vorfälligen Rückzahlung betragen in diesem Fall zusammen mit der Entschädigung 4 - 5%.

Bei Nutzung von Garantien („Caution“) von Anbietern ausserhalb des Notariatswesens fallen geringere Rechtskosten von rd. 1% an, d.h. die Gesamtkosten der vorfälligen Rückzahlung reduzieren sich auf 3,5%. Teil der Versicherungsbedingungen ist es jedoch, bei einem drohenden Kreditausfall auf Verlangen des Versicherers die Eintragung der Hypothek mit den entsprechenden anfallenden Kosten nachzuholen, sodass in diesem wirtschaftlich für den Verbraucher besonders kritischen Fall wieder höhere Rechtskosten anfallen können.

Gesamtkosten einer vorfälligen Rückzahlung in Frankreich bei Restschuld von EUR 100.000 nach 5 Jahren.

Kredit 2003, Rückzahlung 2008:

**EUR 2.020 Vorfälligkeitsentschädigung + ca EUR 1.000-2.500 Rechtskosten
= ca. EUR 3.000 – 4.500 Gesamtkosten,**

Kredit 2008, Rückzahlung 2013:
EUR 2.480 Vorfälligkeitsentschädigung + ca EUR 1.000-2.500 Rechtskosten
= ca. EUR 3.500 – 5.000 Gesamtkosten.

Die Vorfälligkeitsentschädigung wird unabhängig von der Zinsentwicklung als nur vom Kreditzins abhängige Gebühr erhoben.

Die Rechtskosten variieren je nach Art der Sicherung (Caution, Hypothek). Sie entfallen bei einer Rückzahlung an denselben Kreditgeber weitgehend.

- Belgien beschränkte 1992, ebenfalls am Ende einer Hochzinsphase, die Vorfälligkeitsentschädigung auf maximal 3 Monate Zinszahlungen. Rechtsquelle ist das ‚Loi du 4 Août 1992‘, in Kraft in seinen wesentlichen Teilen seit 1995. Vorstöße von Ende der 2000er, die Entschädigung auf 1 Monat Zinszahlungen zu reduzieren, wurden bisher nicht weiterverfolgt.

Wie in Frankreich wird dieser Betrag unabhängig von den tatsächlichen Kosten des Kreditgebers als Gebühr erhoben. Der Gesetzestext macht ebenso wie der französische keinen Verweis auf die dem Kreditgeber entstehenden Kosten. Die Implikationen sind dieselben, d.h. die Gebühr wird auch erhoben, wenn der Kreditgeber einen Gewinn bei der Wiederanlage der zurückgezahlten Gelder macht, sie ist unabhängig von der Dauer der Zinsbindung und trifft auch die in Belgien häufigen Kredite mit jährlicher Zinsanpassung. Gleitzinskredite in Belgien müssen verpflichtend mit Zinskappungen versehen werden.

Die für unser Beispiel anzusetzende Vorfälligkeitsentschädigung betrug für den im September 2003 vergebenen Kredit 1,17% und für den im September 2008 vergebenen Kredit 1,29%.

Die Rechtskosten sind wie in Frankreich vor allem bei Kreditgeberwechsel hoch. Für die Löschung der Hypothek werden bei EUR 100.000 0,52% verlangt, und die Neueintragung kostet 1,3%. Die Alternative der ‚Caution‘ wird in Belgien nicht praktiziert, was ein mögliches Motiv für die im Vergleich zu Frankreich geringere zulässige Entschädigung darstellt.

Gesamtkosten einer vorfälligen Rückzahlung in Belgien bei Restschuld von EUR 100.000 nach 5 Jahren.

Kredit 2003, Rückzahlung 2008:
EUR 1.170 Vorfälligkeitsentschädigung + EUR 1.820 Rechtskosten
= EUR 2.990 Gesamtkosten,

Kredit 2008, Rückzahlung 2013:
EUR 1.290 Vorfälligkeitsentschädigung + ca. EUR 1.820 Rechtskosten
= EUR 3.110 Gesamtkosten.

Die Vorfälligkeitsentschädigung wird unabhängig von der Zinsentwicklung als nur vom Kreditzins abhängige Gebühr erhoben.

Die Rechtskosten entfallen bei einer Rückzahlung an denselben Kreditgeber weitgehend.

Weiterhin gelten sowohl in Frankreich als auch in Belgien Regeln zu Härtefällen, in denen die Gebühr nicht erhoben werden darf. Dazu gehören in Frankreich wirtschaftlich durch Arbeitslosigkeit oder Tod des Ehepartners erzwungene Verkäufe.

Abbildung 2 visualisiert die Funktionsweise des Gebührenmodells und vergleicht sie mit dem deutschen asymmetrischen Kostenmodell. Dabei wird nur die Vorfälligkeitsentschädigung selbst und nicht die Rechtskosten berücksichtigt.

Zwar ist die Belastung der Verbraucher nach Rückzahlung bei starken Zinssenkungen kleiner als im deutschen Fall. Jedoch ist sie über eine weite Spanne der Verteilung von Zinsniveaus hinweg höher, vor allem im Fall steigender Zinsen. Es ist deshalb zu erwarten, dass sowohl Frankreich als auch Belgien aufgrund der CARRP-Direktive, die eine Kostenorientierung der Vorfälligkeitsentschädigung fordert, ihre Gesetzeslage ändern werden.

Italien: Verbot der Vorfälligkeitsentschädigung per Gesetz

Das vollständige Verbot von Vorfälligkeitsentschädigungen ist in Europa selten anzutreffen. Dem Beispiel Italiens sind seit 2007 einige osteuropäische Länder gefolgt. In den USA verweigern die halbstaatlichen Refinanzierer Fannie Mae und Freddie Mac den Ankauf von Krediten mit Entschädigung, was einem Verbot im von diesen Unternehmen abgedeckten Mitteleinkommensmarkt gleichkommt.²²

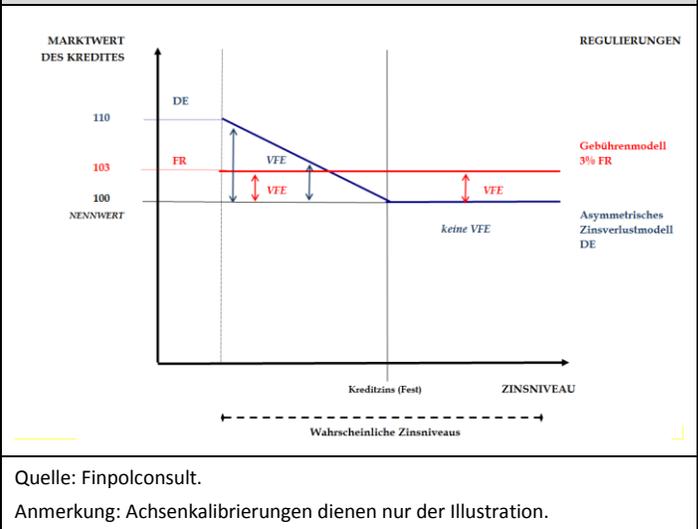
- Italien hatte in der Hochzinsphase 2007 und 2008 radikale Eingriffen in den Hypothekarkreditmarkt vorgenommen, darunter die Einführung einer nachträglich in bestehende Verträge eingreifende Zinsobergrenze für Gleitzinskredite 2008. 2007 wurde in diesem Zusammenhang durch das nach dem Politiker benannte ‚Bersani-Dekret‘ die Vorfälligkeitsentschädigung für Festzinskredite vollständig abgeschafft.

Die Massnahme zielte in einer Phase bereits stark zunehmender Gleitzinskredite primär darauf, die Umschuldung von alten Festzinskreditverträgen, die teils teils sehr hoch verzinslich waren, zu erleichtern.

Die Eliminierung der Vorfälligkeitsentschädigung ist analog zur jederzeitigen Rückzahlung zum Nennwert (in der Abbildung 2 wäre das eine gerade Linie bei 100).

Die Transaktionskosten einer vorfälligen Rückzahlung in Italien umfassen Rechtskosten der Eintragung von zwischen EUR 2.000 und 3.000, je nach Höhe der Hypothek und Ort der Liegenschaft, sowie eine Stempelsteuer von 0,25%. Wir setzen vereinfachend Kosten von EUR 2.500 an.

Abbildung 2 Vorfälligkeitsentschädigungen im Gebührenmodell im Vergleich zum Kostenmodell (asymmetrisch)



²² Vgl. Dübel und Köndgen (2006), Länderkapitel USA.

Gesamtkosten einer vorfälligen Rückzahlung in Italien bei Restschuld von EUR 100.000 nach 5 Jahren.

**Kredit 2003, Rückzahlung 2008:
EUR 0 Vorfälligkeitsentschädigung + EUR 2.500 Rechtskosten
= EUR 2.500 Gesamtkosten,**

**Kredit 2008, Rückzahlung 2013:
EUR 0 Vorfälligkeitsentschädigung + EUR 2.500 Rechtskosten
= EUR 2.500 Gesamtkosten.**

Vorfälligkeitsentschädigungen sind gesetzlich verboten.

Die Rechtskosten entfallen bei einer Rückzahlung an denselben Kreditgeber weitgehend.

Im Fall der Eliminierung der Entschädigung fällt die Abweichung von den Kosten der Bank bei steigenden Zinsen durch die Rückzahlung zum Nennwert weg. Allerdings macht die Bank bei steigenden Zinsen immer noch einen Reinvestitionsgewinn (vgl. Abbildung 2, zum Aspekt der Symmetrie weiter unten).

Niederlande: Beschränkung des Kostenmodells auf den Aktiv-Aktiv-Vergleich

Für Deutschland relevantere Regulierungen als das Gebührenmodell oder die Radikallösung der Abschaffung der Vorfälligkeitsentschädigung betreffen Spezifizierungen des Kostenmodells selbst.

Das Kostenprinzip (bzw. Prinzip des ‚fairen und objektiven Wertes‘) ist gesetzlich vor allem in Nord- und Mitteleuropa verankert, in Südeuropa kommt als wichtige Ausnahme seit 2007 Spanien hinzu. Die Gesetzgebungen in den Niederlanden, in Deutschland und in einigen skandinavischen Ländern geben den Kreditgebern zur Umsetzung eine formelbasierte Berechnungsmethodik auf.²³

Als Berechnungsverfahren wird in den Niederlanden in der Rechtspflege explizit der Aktiv-Aktiv-Vergleich definiert und auch in der Praxis allgemein verwendet.

- Die Niederlande führten im Mortgage Code of Conduct von 1990 eine umfangreiche freiwillige Selbstbeschränkung der Industrie ein, die im Wesentlichen im Bereich der vorfälligen Rückzahlung bis heute unverändert ist.²⁴ Zunächst kann der Verbraucher laut Code jährlich bis zu 10% Sondertilgungen ohne Vorfälligkeitsentschädigung leisten.

Es gelten Sonderregeln zur Mobilitätssicherung. Die Vorfälligkeitsentschädigung darf maximal 4 Monate Zinszahlungen oder 3% betragen, falls es bei Umzug nicht möglich ist, ein dem alten Vertrag gleichwertiges Angebot der Bank auf das neu zu finanzierende Haus zu übertragen und daher eine neue Finanzierung notwendig wird. Im Todesfall darf keine Entschädigung erhoben werden, wenn die Ablösung des Kredites durch Versicherungsleistung erfolgt.

In neuerer Zeit sind weitere Sonderregelungen hinzugetreten, die Anreize bieten, die hohen Schuldenstände niederländischer Hausfinanzierungen, die vielfach höher sind, als der Wert des Hauses, zu senken. Z.B. können Schenkungen bis zu EUR 100.000 steuer-

²³ Vgl. London Economics (2009), Kapitel zu Early Repayment, Tabelle 49.

²⁴ http://www.nvb.nl/media/document/000686_codeofconductformortgageloans-gedragscodehypothecairefinancieringen.pdf

frei und ohne Vorfälligkeitsentschädigung zur Sondertilgung eingesetzt werden, um den Beleihungsauslauf wieder unter 100% zu drücken. Die hohen Schuldenstände waren ein Ergebnis der umfangreichen Steuersubventionen im Hypothekarkreditmarkt der vergangenen 20 Jahre.²⁵

Als Berechnungsverfahren der Entschädigung ist im Code der Aktiv-Aktiv-Vergleich angegeben, der auch in der Praxis allgemein verwendet wird. Er nimmt die sofortige Wiederanlage der zurückgezahlten Gelder durch den Kreditgeber an. Bei diesem Ansatz fällt die Erhebung eines Margenschadens weg, denn in beiden Aktivzinssätzen sind implizite Margen enthalten.

Zur Unterstützung dieser Methodik ist die Erhebung einer Vorfälligkeitsentschädigung bei gestiegenen Kreditzinssätzen – eine Möglichkeit beim Aktiv-Passiv- oder Passiv-Passiv-Vergleich - ausdrücklich untersagt.

Allerdings schwanken auch in den Niederlanden die für den Aktiv-Aktiv-Vergleich anzusetzenden Zinssätze stark: beim 2003 aufgenommenen Kredit betrug der Kreditzinssatz 5,2% und der bei der Rückzahlung 2008 anzusetzende 5-jährige Zinssatz 5,6%, d.h. es fiel keine Vorfälligkeitsentschädigung an. Der 2008 zu 5,5% aufgenommene Kredit musste hingegen 2013 von der Bank zu 3,5% wieder angelegt werden, womit eine hohe Vorfälligkeitsentschädigung entstand.

Die Rechtskosten eines Kreditgeberwechsels sind in den Niederlanden nicht unerheblich. Nach Auskunft einer für diese Studie befragten Bank fallen bis zu EUR 500 Bearbeitungsgebühr des Kreditgebers an, auch bei internen Refinanzierungen. Beim Kreditgeberwechsel sind etwa EUR 1.000 an Notariatskosten zu entrichten. Wir setzen EUR 1.300 für die externe und EUR 300 für die interne Rückzahlung an.

Gesamtkosten einer vorfälligen Rückzahlung in den Niederlanden bei Restschuld von EUR 100.000 nach 5 Jahren

**Kredit 2003, Rückzahlung 2008:
EUR 0 Vorfälligkeitsentschädigung + EUR 1.300 Rechtskosten
= EUR 1.300 Gesamtkosten,**

**Kredit 2008, Rückzahlung 2013:
EUR 9.252 Vorfälligkeitsentschädigung + EUR 1.300 Rechtskosten
= EUR 10.552 Gesamtkosten.**

Bei einer Rückzahlung an denselben Kreditgeber sind die Rechtskosten deutlich reduziert.

Die niederländische Vorfälligkeitsentschädigung ist aufgrund des Wegfalls des Margenschadens im Aktiv-Aktiv-Vergleich und von Sondereffekten am niederländischen Markt (gestiegene Zinsspreads 2013) deutlich geringer als in Deutschland, auch wenn sie im o.a. Beispiel über 9% erreicht. Dies wird auch bei Zugrundelegung der noch einmal um einen vollen Prozentpunkt niedrigeren deutschen Zinssätze bestätigt, siehe Tabelle 2 unten.

Wegen der hohen derzeitigen niederländischen Zinssätze, die im Aktiv-Aktiv-Vergleich zu geringeren Entschädigungen führen, und der vielfältigen Ausnahmeregelungen wird die absolute Höhe der Vorfälligkeitsentschädigung in den Niederlanden weniger thema-

²⁵ Vgl. Dübel (2011).

tisiert als in Schweden oder Deutschland. Jedoch gibt es eine intensive Diskussion zur Schuldenrückführung bei hochverschuldeten Haushalten, bei der die Vorfälligkeitsentschädigung eine zentrale Rolle spielt.

Spanien / Schweden: Beschränkung des Kostenmodells durch Pauschalierung des Margenschadens bzw. Ansetzung von Mindestkosten

Nach der Erhebung der London Economics / Finpolconsult-Studie (2009) beschränkt sich die explizite Erhebung eines Margenschadens in Europa auf Deutschland, Schweden, Estland und Spanien. Als Ersatz dienen oft hohe Bearbeitungsgebühren (vgl. Dänemark unten).

Die detaillierte Berechnung eines Margenschadens unter Ansatz bankinterner Informationen zu Verwaltungs- und Risikokosten in Deutschland scheint europaweit einmalig.

Eine Alternative ist die Pauschalierung von Margenschaden bzw. anzusetzenden Kostenersparnissen, wie in Spanien und Schweden praktiziert. Dabei nutzt Spanien zur Berechnung des Zinsschadens den Aktiv-Aktiv-Vergleich und Schweden den Aktiv-Passiv-Vergleich.

- Spanien spezifiziert durch Gesetz 41 / 2007 einen pauschalierten Margenschaden. Das Gesetz spricht in Artikel 8 von ‚compensación por desistimiento‘, d.h. Kompensation für die Kreditbeendigung (wirtschaftlich: Beendigung der Margeneinkünfte). Die Höhe der Pauschale beträgt 0,5% der ausstehenden Kreditsumme innerhalb der ersten fünf Jahre und 0,25% danach. Dadurch wird berücksichtigt, dass Banken im Wettbewerb in der Regel unter den Kosten liegende Kreditabschlusskosten verlangen und diese Kosten im Zeitablauf amortisieren (vgl. Kapitel 4 unten). Die Pauschale ist sowohl für Festzinsverträge als auch für die in Spanien dominierenden Gleitzinskredite gestattet.

Das spanische Gesetz trennt zudem den Margenschaden explizit vom Zinsschaden, der in Artikel 9 unter explizite Bezugnahme auf den Marktwert des Kredites und für den Festzinskredit (vgl. Abbildung 1) geregelt ist. Damit legt Spanien wie die Niederlande und Finnland den Aktiv-Aktiv-Vergleich als Berechnungsmethode fest. Das Gesetz verbietet überdies die Vorfälligkeitsentschädigung bei einem Wiederanlagegewinn der Bank.

Das spanische Gesetz kombiniert mithin das niederländische Modell der Entschädigung mit einer Pauschalierung des Margenschadens.

Festzinskredite wurden in den für die Berechnungen gewählten Zeitabschnitten in Spanien kaum angeboten bzw. nachgefragt. Bis 2007 war die Vorfälligkeitsentschädigung für Festzinskredite auf 4% beschränkt und das Kreditangebot am Markt nur sehr klein, sodass die Analyse für den 2003 laut Statistik zu 4,28% originierten Kredit hypothetisch ist. Die zurückgeflossenen Gelder für den im September 2008 zu 5,84% unterschriebenen Festzinskredit mussten vom Kreditgeber im September 2013 zu 3,15% wieder angelegt werden, sodass sich auch bei Beschränkung auf den Aktiv-Aktiv-Vergleich eine hohe Vorfälligkeitsentschädigung ergibt. Zur Berechnung die Pfandbriefkurve der spanischen Grossbank BBVA verwendet.

Als einziges dem Autor bekanntes Land mit im Allgemeinen hohem Kostenniveau beschränkt Spanien durch Gesetz 41 / 2007 in Artikel 10 auch unmittelbar die Rechtskosten einer vorfälligen Rückzahlung. Diese ‚costos arancelarios‘ sind Gebühren des zentralen spanischen Registrierungsunternehmens ‚Registradores‘ für die Eintragung sachen-

rechtlicher Titel und auf nominale Beträge beschränkt worden. Im Fall einer EUR 100.000 Hypothek fallen so etwa nur EUR 31 Rechtskosten an.

Gesamtkosten einer Rückzahlung in Spanien bei Restschuld von EUR 100.000 nach 5 Jahren.

**Kredit 2003, Rückzahlung 2008
EUR 500 Vorfälligkeitsentschädigung + EUR 31 Rechtskosten
= EUR 531 Gesamtkosten,**

**Kredit 2008, Rückzahlung 2013:
EUR 12.440 Vorfälligkeitsentschädigung + EUR 31 Rechtskosten
= EUR 12.471 Gesamtkosten.**

Die Rechtskosten fallen ebenso bei einer Rückzahlung an denselben Kreditgeber an.

- Schweden verwendet als Kernelement der Berechnung der Vorfälligkeitsentschädigung eine Approximation der Marge im Rahmen des Aktiv-Passiv-Vergleiches, die im März 2014 reformiert wurde.

Bei den folgenden Berechnungen der Höhe der Entschädigung ist anzumerken, dass schwedische Festzinsbindungen in der Regel nur bei 3-5 Jahren liegen. Die Berechnungen sind eine Extrapolation auf die deutsche Situation mit 10 Jahre Zinsbindung, wobei schwedische Daten zu Hypothekarkreditzinsen und Pfandbriefkurve verwendet werden.

Bei der bis März 2014 geltenden Berechnungsmethode wurde als Wiederanlageinstrument ein Staatsbond mit 1-jähriger Laufzeit angenommen. Auf diesen Zinssatz wurde ein Kostenansatz von 1% aufgeschlagen. Konzeptionell reflektierte ein Teil davon die Zinsstrukturkurve auf Staatsbonds (1-5 Jahre im Beispiel), ein weiterer Teil die Differenz zwischen den Pfandbriefzinsen des Kreditgebers und den Zinsen auf Staatsbonds, und ein dritter Teil die ersparten Verwaltungs- und Risikokosten.

In der Vergangenheit kam es bei nur moderaten Differenzen zwischen Hypothekarkreditzinsen und 1-jährigen Staatsbonds zu einer relativ niedrigen Vorfälligkeitsentschädigung. Die starken Zinssenkungen bei Staatsbonds während der Eurokrise sowie das in der schwedischen Formel verwendete kurze Laufzeitenende der Staatsbondkurve, dessen Zinsniveaus inzwischen gegen Null tendieren, führten jedoch seit 2009 zu einem starken Anstieg der errechneten Vorfälligkeitsentschädigung.

So beträgt die Vorfälligkeitsentschädigung im Falle der Zinssteigerungen zwischen September 2003 und September 2008 zwar Null. Im Fall des Kredites vom September 2008 (Zinssatz 5,83%), der im September 2013 zurückgezahlt wurde beträgt sie jedoch EUR 17.581²⁶, d.h. ist noch einmal deutlich höher als die deutsche. Dies ist der Fall, obwohl schwedische Pfandbriefe deutlich höher rentieren als deutsche und vor allem der Annahme einer Wiederanlage in Staatsbonds geschuldet.

Diese Werte werden, auch wenn sie bei den üblichen kürzeren Bindungen massstäblich kleiner sind, in Schweden allgemein als zu hoch empfunden. Die Banken verhandeln im Regelfall mit den Kunden bei Nichtwechsel der Bankbeziehung niedrigere Entschädigungen aus.

Die schwedische Regierung führt 2014 ein neues Modell ein, nachdem die Berechnung

²⁶

Die schwedischen und dänischen Rechenbeispiele werden in EUR vorgetragen.

der Vorfälligkeitsentschädigung anstatt auf 1-Jahres-Staatsbonds auf der auf die Restlaufzeit anzuwendenden Pfandbriefrendite basiert.

Der Pauschalabzug von 1% wird bei dieser neuen Berechnungsmethode beibehalten, sodass er faktisch anstelle der o.a. drei Komponenten alleine die anzusetzenden Verwaltungs- und Risikokosten des Kreditgebers reflektiert. Faktisch bedeutet dieser hohe Kostenansatz aufgrund der weit höheren Pfandbriefrenditen eine substantielle Verringerung der Vorfälligkeitsentschädigung, bis hin zu ihrer Eliminierung.

Die Rechtskosten eines Kreditgeberwechsels sind in Schweden gering. Wir setzen einen Wert von EUR 200 für anfallende Rechtsberatungsgebühren an.

Gesamtkosten einer vorfälligen Rückzahlung in Schweden bei Restschuld von EUR 100.000 nach 5 Jahren

Kredit 2003, Rückzahlung 2008:
EUR 0 Vorfälligkeitsentschädigung + EUR 200 Rechtskosten
= EUR 200 Gesamtkosten,

Kredit 2008, Rückzahlung 2013:
EUR 9.553 Vorfälligkeitsentschädigung + EUR 200 Rechtskosten
= EUR 9.753 Gesamtkosten.

Die Rechtskosten entfallen bei einer Rückzahlung an denselben Kreditgeber.

Sowohl Spanien als auch Schweden erreichen Werte für den Margenschaden, die weit unter den deutschen Vergleichswerten liegen. Der spanische Wert von 0,5% für den 2008 abgeschlossenen Kredit beträgt so nur rd. als 1/8 des deutschen Wertes von 3,9%.²⁷ Die im März 2014 verabschiedete Gesetzgebung in Schweden kommt in der Margenkonstellation der vergangenen Jahre im Wesentlichen einer Eliminierung des Margenschadens gleich.

Dänemark: Marktpreismodell, symmetrischer Passiv-Passiv-Vergleich mit pauschalitem Margenschaden

Dänemark praktiziert beim nicht-kündbaren Festzinskredit eine fundamentale Alternative zum nur auf den Verlust des Kreditgebers (rechtlich: Schadenersatz) ausgerichteten Kostenmodell.

Diese sieht Auszahlungen an den Kreditnehmer für den Fall vor, wenn der Kreditgeber einen Wiederanlagegewinn macht. Da es nur in Verbindung mit am Markt bepreisten, ebenfalls nicht-kündbaren, Pfandbriefen praktiziert wird, kann man es im dänischen Fall als Marktpreismodell bezeichnen. Auszahlungen an den Kunden sind jedoch durchaus auch auf synthetischer Basis als analog berechnete negative Entschädigung vorstellbar – so macht das spanische Gesetz 41 / 2007 in Artikel 9 hierzu eine Referenz.

- Die Rechtsgrundlagen des dänischen Modells werden in Dübel und Köndgen (2006) untersucht. Der wirtschaftlich nicht-kündbare Kredit ist in Dänemark wie in Deutschland bisher rechtlich unkündbar. Eine explizite gesetzliche Formulierung der Vorfälligkeits-

²⁷ Zur Berechnung vgl. Tabelle 2 unten; dieser Wert ergibt sich aus der Differenz der deutschen Vorfälligkeitsentschädigung mit dem Aktiv-Aktiv-Vergleich (ohne Margenschaden).

entschädigung gibt es nicht, sie ergibt sich aus dem praktizierten Finanzierungsmodell: ein dänischer Hauspreiskredit wird simultan mit der Kreditunterschrift durch die Hypothekenbank in einem an der Kopenhagener Börse platzierten Pfandbrief verbrieft. Dies geschieht zu einem festen Coupon des Pfandbriefs, z.B. 4%, sodass der tägliche Marktwert der Emission eines neuen Kredites vom Nennwert abweichen kann. Alle Kredite in einem Pfandbriefkreditpool tragen denselben Coupon und eine annähernd gleiche Laufzeit, sodass der Marktwert des Pfandbriefs den Marktwert des Kredites widerspiegelt.

Die vorfällige Rückzahlung erfolgt über einen von zwei Mechanismen: der Kunde kann den Kredit alle 3 Monate bei der Bank zum Marktpreis der entsprechenden Pfandbriefserie zurückzahlen – diese leitet die Zahlung dann an die Investoren weiter; oder er kann die Bank beauftragen, seinen Kredit direkt aus dem Pfandbriefkreditpool zum Marktpreis herauskaufen. Notiert der Pfandbrief dabei über pari, so zahlt der Kunde eine implizite Vorfälligkeitsentschädigung in Höhe der Differenz zum Nennwert, notiert er unter pari, so muss der Kunde weniger als den Nennwert an die Bank bzw. den Investor zurückzahlen und implizit zahlt der Investor ihm eine Entschädigung.

Der dänische Verbraucher kann also die gesamte oben in Abbildung 1 dargestellte Preisverteilung beim Rückkauf realisieren und entsprechend disponieren. Jedoch steht dem beim nicht-kündbaren Kredit im Falle einer Neufinanzierung kein Gewinn oder Verlust gegenüber. Die entsprechend höheren oder geringeren aktuellen Zinssätze ergeben, mit den korrespondierenden unter-pari bzw. über-pari-Marktpreisen des Altkredites multipliziert, einen unveränderten Schuldendienst.

Abbildung 3 auf der linken Seite verdeutlicht den Unterschied zum asymmetrischen deutschen Entschädigungsmodell.

Dänemark praktiziert damit als einziges europäisches Land einen Passiv-Passiv-Vergleich auf der Ebene des Pfandbriefmodells. Diese Methodik wird durch den Umstand erleichtert, dass fast alle dänischen Wohnungsbaukredite auch über den Pfandbrief refinanziert werden, d.h. die Preise am Pfandbriefmarkt den gesamten Markt widerspiegeln.

Der Margenschaden wird nur implizit erhoben. Die den Pfandbrief emittierende Hypothekenbank kann eine Bearbeitungsgebühr verlangen, die derzeit im Bereich von DKK 2,500 oder EUR 350 liegt. Hinzu kommt eine Brokergebühr für die Neuemission in die entsprechende Pfandbriefserie an der Kopenhagener Börse von 0,15% bzw. EUR 150 beim angenommenen Kreditvolumen von EUR 100.000. Die gesamten Gebühren von Bank und Broker liegen damit etwa auf Höhe unter der spanischen Pauschalierung auf 0,5%, wobei die als Margenschaden zu interpretierende Bearbeitungsgebühr der Bank nur bei 0,35% liegt. Hinzu kommen fixe staatliche Rechtskosten der Rückzahlung von derzeit DKK 1.660 oder EUR 225, d.h. 0,225%.

Es ist zu berücksichtigen, dass der nicht-kündbare Kredit in Dänemark nur relativ kurze Bindungsfristen aufweist, denn er konkurriert mit dem Standardprodukt des 30-jährigen Festzinskredites, das in Deutschland kaum verfügbar ist. 1-3 Jahre Zinsbindung sind üblich, eine Zinsbindung von 5 Jahren wird derzeit von den Banken stark beworben.

Das vorgestellte Rechenbeispiel ist diesem Umstand entsprechend ausnahmsweise mit deutschen Zinsdaten kalibriert und für Dänemark selbst nur hypothetisch.²⁸ Die anzu-

²⁸ Dies ist auch deshalb vertretbar, weil die Deckungsmasse des deutschen Pfandbriefs als Pool nicht-kündbarer Kredite interpretiert werden kann. Im Gegensatz zum dänischen Pfandbrief sind die einzelnen Kredite im deutschen Fall nicht vom Kunden aus dem Pfandbrief rückkaufbar und Kredite werden von der Bank auch im Zeitablauf ausgetauscht. Man spricht im deutschen Fall von ‚dynamischen‘, im dänischen Fall von ‚statischen‘ Pools. Konkret werden eventuelle

wendenden Pfandbriefzinssätze für den Passiv-Passiv-Vergleich im deutschen Fall sind 4,41% (10 Jahre) im September 2003, zu reinvestieren bei 4,65% (5 Jahre) im September 2008, und 4,70 (10 Jahre) im September 2008 zu reinvestieren bei 1,4% im September 2013.

Gesamtkosten einer vorfälligen Rückzahlung in Dänemark bei Restschuld von EUR 100.000 nach 5 Jahren

Kredit 2003, Rückzahlung 2008:
EUR 495 Auszahlung an den Kreditnehmer, abzgl. EUR 725 Rechtskosten
= EUR 230 Gesamtkosten.

Kredit 2008, Rückzahlung 2013:
EUR 15.972 Vorfälligkeitsentschädigung + EUR 725 Rechtskosten
= EUR 16.997 Gesamtkosten.

Die Rechtskosten sind bei einer Rückzahlung an denselben Kreditgeber verringert.

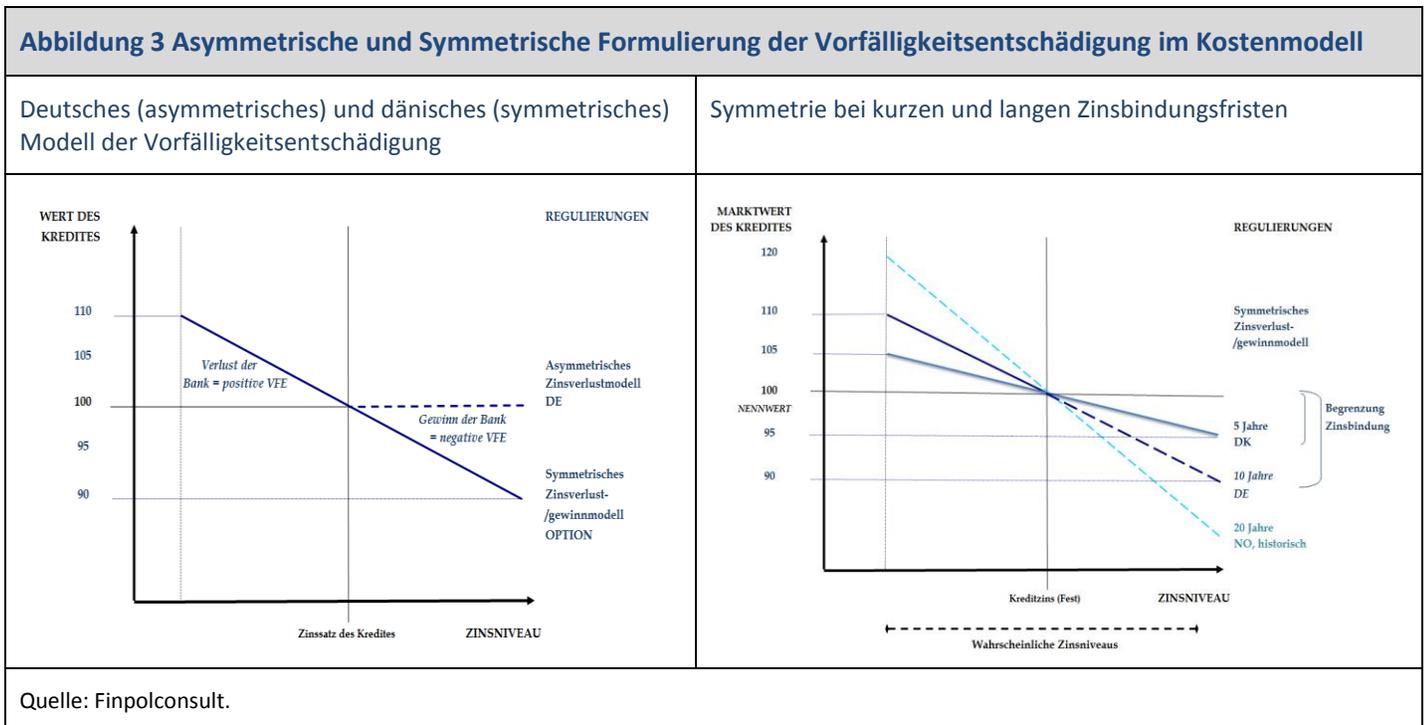


Abbildung 3 weist auf der rechten Seite auf die starke Abhängigkeit des Marktwertes des Kredites von der Festzinsbindungsdauer hin. Die in Dänemark in der Praxis auftreten Schwankungen der Marktwerte der Pfandbriefpools sind durch die relativ kurze Dauer der nicht-kündbaren Festzinsbindungen deutlich geringer, als sie es im deutschen Fall einer 10-Jahres-Bindung wären. Norwegen hatte in den 80er Jahren dagegen ein System nicht-kündbarer Kredite mit 20 Jahren Zinsbindung nach dem dänischen Pfandbriefmodell betrieben (hellblaue Linie), was in der damaligen starken Zinskompressionsphase zu Kreditausfallproblemen geführt hatte. Die deutsche Abschnittsfinanzierung mit 10 Jahren Bindung liegt in der Mitte der beiden Fälle.

Auswirkungen auf das Kreditrisiko durch Amortisierungen bestehender Kredite im o.a. Vergleich nicht erfasst.

Zwischenfazit

Der in dieser Studie angestellte Vergleich von acht europäischen Festzinsmärkten ergibt eine **grosse Bandbreite von Regulierungsmodellen**, von einem **faktischen Gebührenmodell** (Frankreich, Belgien) bzw. Nullsetzung der Vorfälligkeitsentschädigung (Italien) bis zu **mehreren Varianten von Kostenmodellen**. Letztere umfassen Aktiv-Aktiv-Vergleiche (Niederlande), Passiv-Passiv-Vergleiche (Dänemark) und ein dem deutschen Aktiv-Passiv-Vergleich verwandter Ansatz mit Mindestabzügen von der Bruttomarge zur Errechnung des Margenschadens (Schweden). **Im Szenario fallender Zinsen ist die deutsche Vorfälligkeitsentschädigung am höchsten von allen Vergleichsländern.**

Starke Kappungen von Vorfälligkeitsentschädigungen insbesondere in Frankreich, Belgien und Italien sind zwingend **im Kontext dortiger hoher Rechtskosten** zu sehen, sowie zum Teil hoher historischer Zinsniveaus vor der Euro-Einführung. Durch das Gebührenmodell in Frankreich und Belgien entstehen auch hohe Kosten im Szenario steigender Zinsen mit Wiederanlagegewinn der Bank. Diese Praxis wird durch die durch die Direktive erzwungene Orientierung an den Kosten beendet.

4. Reformoptionen und Auswirkungen auf die Höhe der Vorfälligkeitsentschädigung

Im Folgenden werden aus dem Ländervergleich sowie weiteren generischen Regulierungsvarianten sinnvolle Reformoptionen für Deutschland abgeleitet und die Höhe der Vorfälligkeitsentschädigungen unter Zugrundelegung deutscher Rechtskosten und der deutschen Zinssituation bestimmt.

Überblick über die Reformoptionen

Das in Frankreich und Belgien praktizierte **Gebührenmodell** bzw. das **Verbot** in Italien **sind keine ernstzunehmenden Reformoptionen für Deutschland.**

- Es ist einerseits aus den hohen Rechtskosten einer Rückzahlung und Neufinanzierung insbesondere unter dem historisch in vielen romanischen Ländern einflussreichen Notariatswesen heraus erklärbar. Zur Reform der Rechtskosten fehlt in den meisten Fällen – Ausnahme Spanien – in diesen Ländern der politische Wille. Der Rechtskostenblock spielt in Deutschland durch die Verwendung der Grundschuld keine materielle Rolle.
- Übertragen auf den deutschen Fall entstünde bei sehr kleinen Gesamtkosten oder sogar Nullsetzung (Italien) ein kündbarer Festzinskredit. Das nicht-kündbare Festzinsprodukt verschwände damit vom Markt durch Regulierungseingriff. Ein solcher Eingriff erscheint angesichts des insgesamt funktionierenden Marktes in Deutschland für nicht-kündbare Festzinskredite als nicht verhältnismässig.
- Bei bereits mittelhoher Gebühr entstünden im Gegenzug bei steigenden Zinsen deutliche Überzahlungen durch den Kreditnehmer an die Bank. Diese Situation erscheint mit dem in der EU-Direktive geforderten Kostenprinzip unvereinbar.

Ziel für Deutschland sollte die **Reform der Vorfälligkeitsentschädigung** des nicht-kündbaren Kredites **auf der Basis des Kostenmodells** sein. Dafür ergeben sich aus der Länderanalyse und einfachen Plausibilitätsüberlegungen folgende Optionen.

A: Regulierung des Zinsschadens:

- Absolute Kappung des Zinsschadens, zur Brechung von Spitzen der Entschädigung, wie in der jetzigen Kapitalmarktkrise zu beobachten,
- Reduzierung der Zinsbindungsfrist bei der Berechnung der Entschädigung von 10 auf 8, 7 oder 5 Jahre, zur generellen Verringerung ihrer Schwankungsbreite,
- Wechsel vom asymmetrischen ins symmetrische Modell, damit Ausgleich von möglichen hohen Entschädigungszahlungen durch mögliche Auszahlungen an den Verbraucher (DÄNEMARK).

B: Regulierung des Margenschadens:

- Beschränkung des anzusetzenden Wiederanlagezinses auf den Aktiv-Aktiv- oder den Passiv-Passiv-Vergleich, d.h. faktische Eliminierung des Margenschadens (NIEDERLANDE),
- Wie zuvor, zusätzlich Erhebung eines pauschalen Margenschadens (SPANIEN),
- Beibehaltung des derzeitigen Aktiv-Passiv-Vergleichs und Einführung von Mindestwerten für ersparte Verwaltungs- und Risikokosten (SCHWEDEN),
- Versuch, transparentere und an den tatsächlichen Kosten orientierte Werte für ersparte Verwaltungs- und Risikokosten zu ermitteln (Weiterentwicklung DEUTSCHLAND).

Die Optionen können z.T. auch miteinander kombiniert werden. Eine Beschränkung des Margenschadens auf den Kreditgeberwechsel erscheint angesichts der Formulierung der Direktive verpflichtend.

Auswirkungen auf die Höhe der Vorfälligkeitsentschädigung

Die **Auswirkungen auf die Höhe der Vorfälligkeitsentschädigung** in Deutschland sind in Tabelle 2 anhand der beiden Zinsszenarien **im Vergleich einer Reihe von Optionen bzw. nationalen Regulierungsmodellen illustriert.**

Um Vergleichbarkeit herzustellen, werden auf alle Fälle deutsche Zinsdaten angewendet. Daher gibt es **Abweichungen zu den zuvor vorgestellten nationalen Ergebnissen** mit nationalen Zinsniveaus, insbesondere aufgrund der teilweise deutlich niedrigeren deutschen Zinsniveaus v.a. des Jahres 2013 erhöhen sich die berechneten Entschädigungswerte. Zudem **berücksichtigt** der Vergleich **die Rechtskosten nicht.**

Ergebnisse:

- Vergleich innerhalb des Kostenmodells

Szenario starke Zinssenkung: die Vorfälligkeitsentschädigungen liegen bei Ansetzung deutscher Zinsdaten um zwischen 4,1% (Dänemark) und 23,5% (Niederlande) unterhalb des deutschen Niveaus.

Dieses Ergebnis liegt im Wesentlichen im hohen in Deutschland geforderten Margenschaden begründet. Dieser fällt in den Niederlanden de-jure und in Schweden aufgrund des hohen Mindestkostenabzugs de-facto weg, und ist in Dänemark und Spanien auf einem niedrigeren Niveau pauschaliert.

Szenario leichter Zinsanstieg: es entsteht immer noch eine kleine Vorfälligkeitsentschädigung im deutschen Fall, die etwas unter dem spanischen Pauschalansatz liegt. Im schwedischen und niederländischen Fall ist die Vorfälligkeitsentschädigung null, im dänischen Fall werden bei Zinssteigerungen Auszahlungen an die Kreditnehmer vorgenommen.

Tabelle 2 Höhe der Vorfälligkeitsentschädigungen im Vergleich verschiedener Regulierungen Anwendung deutscher Kreditzins- und Pfandbriefzinsdaten in den beiden historischen Zinsszenarien auf die Regulierungsmodelle der Vergleichsländer, weitere Regulierungsoptionen

Wirtschaftliches Szenario		10 Jahre Zinsbindung nach 5 Jahren	Starke Zinssenkung		Leichter Zinsanstieg	
			September 2008 September 2013		September 2003 September 2008	
A: Kostenmodell		praktiziert in	Höhe	Differenz zu D	Höhe	Differenz zu D
Aktiv-Passiv-Vergleich, asymmetrisch						
.. 0,21% Kosten über Pfandbrief	Deutschland		16,658	0	394	0
.. 1% Kosten über Pfandbrief	Schweden*		12,974	-3,684	0	-394
Aktiv-Aktiv-Vergleich, asymmetrisch						
..ohne Margenschaden	Niederlande		12,740	-3,918	0	-394
.. 0,5% Margenschaden	Spanien		13,240	-3,418	500	106
Passiv-Passiv-Vergleich, symmetrisch						
..ohne Margenschaden			15,472	-1,186	-1,026	-1,420
.. 0,5% Margenschaden	Dänemark		15,972	-686	-495	-889
Deutsches VFE-Modell mit Pauschalierungen/Kappungen						
..0,5% Kosten über Pfandbrief, 0,5% Margenschaden			14,295	-2,363	500	106
..mit 8 anstatt 10 Jahren Zinsbindung			12,220	-4,438	234	-159
.. bei 10% der Kreditsumme			10,000	-6,658	394	0
.. bei 5% der Kreditsumme			5,000	-11,658	394	0
B: Gebührenmodell						
6 Monate Zinszahlung	Frankreich		2,552	-14,106	2,450	2,056
3 Monate Zinszahlung	Belgien		1,268	-15,390	1,218	824

negative Zahlen: Auszahlung an den Verbraucher

Quelle: Bundesbank zu Hypothekarkreditzinsdaten, Berechnungen von Finpolconsult.

Anmerkung: Rückzahlung einer 10-Jahres-Zinsbindung nach 5 Jahren, EUR 100.000 zurückzuzahlende Summe.

Berechnungsmethode: entgangene Zinseinkünfte abzüglich Benchmarks über Restlaufzeit der Zinsbindung t=6-10, zzgl. ggf. pauschalierter Margenschaden in t=5, abdiskontiert mit der Pfandbriefkurve auf t=5. Bei Kappung auf 8 Jahre, Berechnung nur von t=6-8.

Benchmarks: Deutschland – Pfandbriefrendite über 5 Jahre plus 0,1% Risikokosten plus EUR 60 Kreditbearbeitungskosten, Niederlande/Spanien – Hypothekarkreditzinssatz über 5 Jahre, Dänemark – Pfandbriefrendite über 5 Jahre.

*Schweden Reformvorschlag.

Alle Berechnungen mit deutschen Zinsdaten.

Berechnungen ohne Berücksichtigung der Rechtskosten der Rückzahlung.

- Weitere Optionen

Die Entschädigung liesse sich über Pauschalierungen und Kappungen vor allem im Zinssenkungsszenario weiter beschränken.

Eine Pauschalierung der anzusetzenden Mindestkosten auf 0,5% für den Aktiv-Passiv-Vergleich würde eine Reduzierung um 14,4%, eine Verringerung der an-

zusetzenden Zinsbindung auf maximal 8 Jahre eine Reduzierung um 26,6% erzeugen.

Bei einer Kappung auf 10% der Kreditsumme liegt die Vorfälligkeitsentschädigung im Zinssenkungsszenario um 40% unter dem gemessenen Wert.

Bei diesen Optionen wird das Kostenmodell teilweise durchbrochen und es treten Zinserhöhungseffekte gegenüber dem Status Quo ein, vgl. Diskussion im Folgenden.

Es ist darauf hinzuweisen, dass das **Zinssenkungsszenario des Kredites von 2008, der in 2013 zurückgezahlt wurde, ein Extremwert** ist, der **stark durch die aktuelle Eurokrise bestimmt** ist. Abbildung 16 im Anhang zeigt die volle Verteilung der Vorfälligkeitsentschädigungen für Kreditabschlusszeitpunkte seit 1993. Danach lagen die durchschnittlichen Werte ohne Margenschaden im Bereich von EUR 5.000. Zudem liegen die Entschädigungen bei den beiden angegebenen Rückzahlungszeitpunkten nach 3 Jahren (Restlaufzeit 7 Jahre) und nach 8 Jahren (Restlaufzeit 2 Jahre) niedriger.

Für die Verbraucher zählen neben den möglichen Extremwerten die Erwartungswerte über die **Verteilung der möglichen Zinsszenarien**. Insbesondere könnten in Zukunft mit grösserer Wahrscheinlichkeit als in den vergangenen 30 Jahren wieder steigende Zinsen zu erwarten sein. Abbildung 16 im Anhang demonstriert die zu erwartenden Vorfälligkeitsentschädigungen unter einer derartigen Zinsentwicklung in der Simulation.

Zwischenfazit

Die **Reformoptionen** für Deutschland müssen sich **im Rahmen der Varianten des** von der Direktive geforderten **Kostenmodells** bewegen. Auch in der mit deutschen Daten kalibrierten Berechnung ist die deutsche Vorfälligkeitsentschädigung beim Vergleich verschiedener Kostenmodelle bei Zinssenkungen am höchsten.

Als **Regulierungen des Kostenmodells** kommen **Beschränkungen des Margenschadens sowie des Zinsschadens** bzw. der entsprechenden Berechnungskomponenten in Betracht, daneben **Änderungen der Methodik des derzeit praktizierten Aktiv-Passiv-Vergleichs** in Richtung Aktiv-Aktiv- oder Passiv-Passiv-Vergleich sowie eine **symmetrische Formulierung** mit Auszahlung an den Kunden.

5. Wirtschaftliche Auswirkungen der Reformoptionen beim Zinsschaden

In diesem Kapitel werden die **Auswirkungen** der alternativen Regulierungen **auf die Kreditrisikosituation** der Verbraucher und die Angebotsbedingungen am Hypothekarkreditmarkt untersucht. Dies bedingt zunächst eine Analyse der Auswirkungen auf die **Eigenkapitalsituation bzw. das Überschuldungsrisiko** des Verbrauchers. Ein weiterer Teilaspekt sind die Auswirkungen auf das **Liquiditätsrisiko** (durch die Notwendigkeit der Finanzierung der Entschädigung). Danach folgt eine Analyse der Auswirkungen der Reformoptionen auf das **Ausübungsverhalten der Prepaymentoption** durch die Verbraucher und darauf aufbauend auf **Kreditangebotskosten, Refinanzierungsmöglichkeiten sowie Verfügbarkeit von Festzinskrediten**.

Besonderes Interesse gilt bei diesen Schritten der Wirkungsanalyse den Reformoptionen des Zinsschadens. Die spezifischen Reformoptionen für den Margenschaden werden im Folgekapitel diskutiert.

Auswirkungen auf die Eigenkapitalsituation des Verbrauchers und das Risiko bilanzieller Überschuldung

Kreditrisiko im Hypothekarkredit entsteht aus zwei Treibern, dem an den Verbraucher übertragenen **Schuldendienstrisiko** und dem **Risiko bilanzieller Überschuldung**. Bilanzielle Überschuldung von Verbrauchern entsteht, wenn Hauspreise niedriger sind als die Schuldenstände abzüglich möglicher anderer Vermögensgegenstände. Schon ein starker Verlust des im Haus gebundenen Eigenkapitals kann für den Verbraucher grosse wirtschaftliche Probleme mit sich bringen, z.B. Verlust von Altersvorsorgevermögen.²⁹

Mit Bezug auf den Kreditrisikotreiber Schuldendienst interessiert in einer Studie zu Festzinskrediten und bezogen auf den deutschen Fall in der Regel mittelfristiger Bindungen i.W. das **Zinserhöhungspotential der Bepreisung der Prepaymentoption**³⁰, das bei Abweichungen der Vorfälligkeitsentschädigung von den Kosten entstehen kann. Hier besteht v.a. das Risiko frühen Zahlungsausfalls durch falsch eingeschätzte Einkommensverhältnisse. Wir gehen weiter unten auf die Kosten der Prepaymentoption ein.

Kreditausfall aus dem **Motiv negativen Eigenkapitals** erfolgt im Gegensatz zum Motiv Schuldendienst erst mit Verzögerung, einerseits wegen des Eigenkapitalpuffers bei Kreditunterschrift und andererseits aufgrund von Anreizstrukturen und Erwartungen. Vor der jetzigen Hypothekarkreditkrise in Westeuropa (Irland, Spanien) war es so die traditionelle Sichtweise in Europa, dem negativem Eigenkapital im Falle einer selbstgenutzten Wohnung keine Bedeutung als Kreditausfalltreiber zuzumessen. Es wurden dem selbstnutzenden Eigentümer besondere Anstrengungen unterstellt, dieses auch bei bilanzieller Überschuldung weiter zu erhalten. Zudem errichteten in vielen europäischen Ländern langjährige Verpflichtungen zur Bedienung von Restschulden nach einer Zwangsversteigerung eine finanzielle Hemmschwelle gegen Kreditausfall. In Deutschland galt so bis 1998 der ‚ewige Schuldturm‘, eine Gesetzgebung, nach der Restschulden ohne zeitliche Begrenzung zu bedienen waren.

Jedoch fallen derzeit im Zuge des massenhaften Verkaufs überteuerter Wohnungen während der Immobilienblasen und anschliessenden Krisen in Europa die letzten Bastionen langjähriger Restschuldzahlungsverpflichtungen im Rahmen von Reformen des Verbraucherinsolvenzrechtes. Diese werden insbesondere die drei von der Krise am härtesten betroffenen Länder Irland (bisher 12 Jahre), Spanien (bisher 20 Jahre) und Ungarn (bisher unbegrenzt) geplant oder durchgeführt. In Deutschland gilt bereits seit 1998 bei Insolvenz des Verbrauchers nur noch eine 7-jährige Restschuldbefreiungsfrist, in einer Vielzahl von europäischen Ländern liegt sie inzwischen darunter. Auch kann angesichts

²⁹ Das bilanzielle Überschuldungsrisiko lässt sich durch den laufenden Beleihungsauslauf („current loan-to-value“) – d.h. das Verhältnis von Marktwert des Kredites und Hauspreis im Zeitablauf darstellen. Im Gegensatz dazu fokussieren die Regulierungen von Kreditoriginierungen in Deutschland und Europa faktisch ausschliesslich auf den Beleihungsauslauf zum Zeitpunkt der Vertragsunterschrift („underwriting loan-to-value“).

³⁰ Prepayment = vorfällige Rückzahlung, die Terminologie folgt den engl. Fachbegriffen.

zunehmender allgemeiner Mobilität, häufiger werdenden lokalen Wirtschaftskrisen und veränderten Familienbildungsverhaltens nicht mehr von uneingeschränkter Zahlungswilligkeit für das selbstgenutzte Wohneigentum ausgegangen werden. **Kreditrisikoschutz durch Schutz des Eigenkapitals** im Haus liegt folglich **zunehmend auch im Interesse der Kreditgeber**.

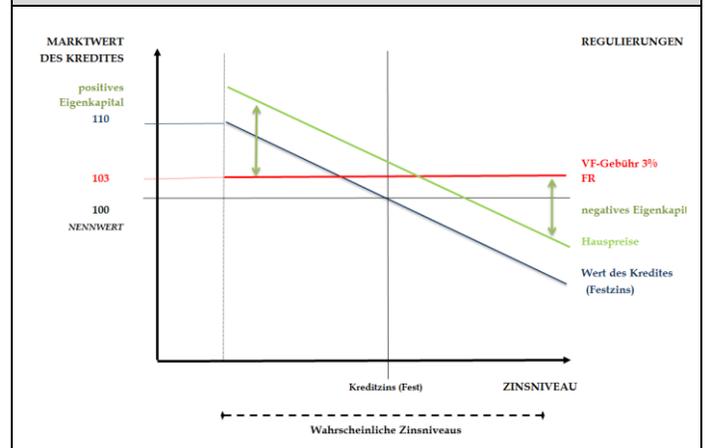
Das Risiko des Verlustes von Eigenkapital - als Differenz zwischen dem Marktwert des Hauses und dem Marktwert bzw. dem Nennwert des Kredites gemessen - ist eng mit der Formulierung der Vorfälligkeitsentschädigung verbunden. Die verschiedenen Regulierungsoptionen werden im Folgenden mit konzeptionellen Darstellungen und durch Simulationen **mit historischen deutschen Daten bzw. synthetischen Zins- und Hauspreisedaten visualisiert**.

Interpretiert man den **Hauspreis als den Gegenwartswert ersparter zukünftiger Mieten** und nimmt man an, dass ersparte **Mieten** von den Hauskäufern aufgrund der nur langsamen Veränderungen der Immobilienmärkte **wie ein fester Zinsertrag auf das Kapitalgut Wohnung** interpretiert werden, so ergibt sich das in Abbildung 4 dargestellte Bild der Eigenkapitalsituation. Danach sinkt / steigt der Hauspreis mit steigenden / sinkenden Hypothekenzinsen, dem Diskontierungsfaktor der ersparten Mieten im o.a. Gegenwartswertmodell.

Sofort lässt sich die **Schwäche des Gebührenmodells** identifizieren. Hier wird ein fester Betrag an die Bank gezahlt, z.B. nach Massgabe des französischen Loi Scrivener 103% des ausstehenden Kredites, vgl. rote Linie in Abbildung 4. Dieser Rückzahlungsbetrag weicht von dem der Zinsentwicklung folgenden Marktwert des Kredites - blaue Linie - bzw. dem ihm annähernd ebenfalls folgenden Wert des Hauses - grüne Linie - deutlich ab. Bei Zinssenkungen entsteht so ein hohes Eigenkapital beim Verbraucher während bei Zinssteigerungen das Eigenkapital stark reduziert oder sogar negativ wird. Damit **verstärkt** das Gebührenmodell **die Wahrscheinlichkeit** der in der Literatur als ‚lock-in‘ bezeichneten Situation **negativen Eigenkapitals** und verschärft damit das Kreditrisiko in der Krisensituation.

Entscheidend für die Bewertung der Varianten im **Kostenmodell** ist die Frage, ob sich der Marktwert des Hauses und der Marktwert des Festzinskredites tatsächlich parallel zueinander bewegen. Tun sie dies, so ergibt sich aus Abbildung 4 die Hypothese einer nur geringen Schwankung des Eigenkapitals. Eine stark gestiegene Vorfälligkeitsentschädigung wird durch höhere Hauspreise ausgeglichen.

Abbildung 4 Eigenkapital des Verbrauchers im Gebühren- und im Kostenmodell



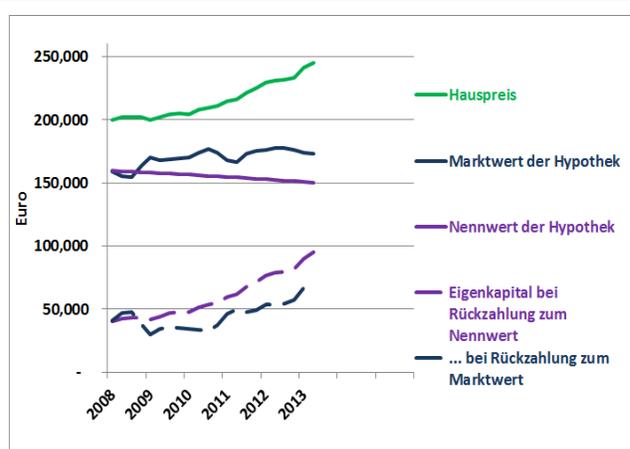
Quelle: Finpolconsult.

Anmerkung: Zahlen auf den Achsen dienen nur der Illustration. Zu Annahmen zur Hauspreisentwicklung, siehe Text.

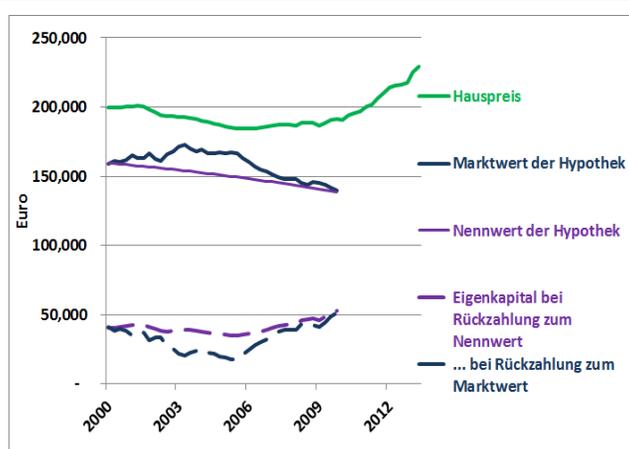
Dies ist in der Tat seit etwa 2006 in Deutschland der Fall, wie ein Vergleich der Zinsdaten und deutschlandweiten Hauspreisdaten nahelegt (vgl. Abbildung 17 im Anhang). Abbildung 5 auf der linken Seite repräsentiert die daraus folgenden Eckdaten für einen Kredit ab Januar 2008. Danach ist zwar der **Marktwert der Hypothek durch die starken Zinssenkungen im Rahmen der Eurokrise zwischenzeitlich deutlich über den Nennwert gestiegen**. Es ergibt sich jedoch daraus **kaum erhöhtes Kreditrisiko** bei einer Rückzahlung zum Marktwert, da es inzwischen **parallel über den Zinssenkungseffekt zu starken Hauspreissteigerungen** gekommen ist.

**Abbildung 5 Eigenkapital der Verbraucher nach vorfälliger Rückzahlung
Hauspreise Deutschland**

Kredit ab Januar 2008



Kredit ab Januar 2000



Quelle: Bundesbank (Bundzinsen), OECD (Hauspreise), Berechnungen durch Finpolconsult.

Annahmen: EUR 200.000 Hauspreis, 80% Beleihungsauslauf, Annuitätendarlehen mit 1% anfänglicher Tilgung. Zur Berechnung des Marktwertes werden zur Vereinfachung lineare Zinsstrukturkurven angenommen (Eckpunkte sind Bund 9-10 Jahre und Bund 1-2 Jahre).

Marktwertberechnung ohne entgangene Gewinne der Bank/Margenschaden.

Liegt der Marktwert über dem Nennwert der Hypothek, so entspricht der Differenzbetrag der Vorfälligkeitsentschädigung für den Zinsschaden. Vgl. konzeptionelle Darstellung in Abbildung 1. Zu Anfang und zu Ende der Zinsbindungsfrist ist der Marktwert gleich dem Nennwert.

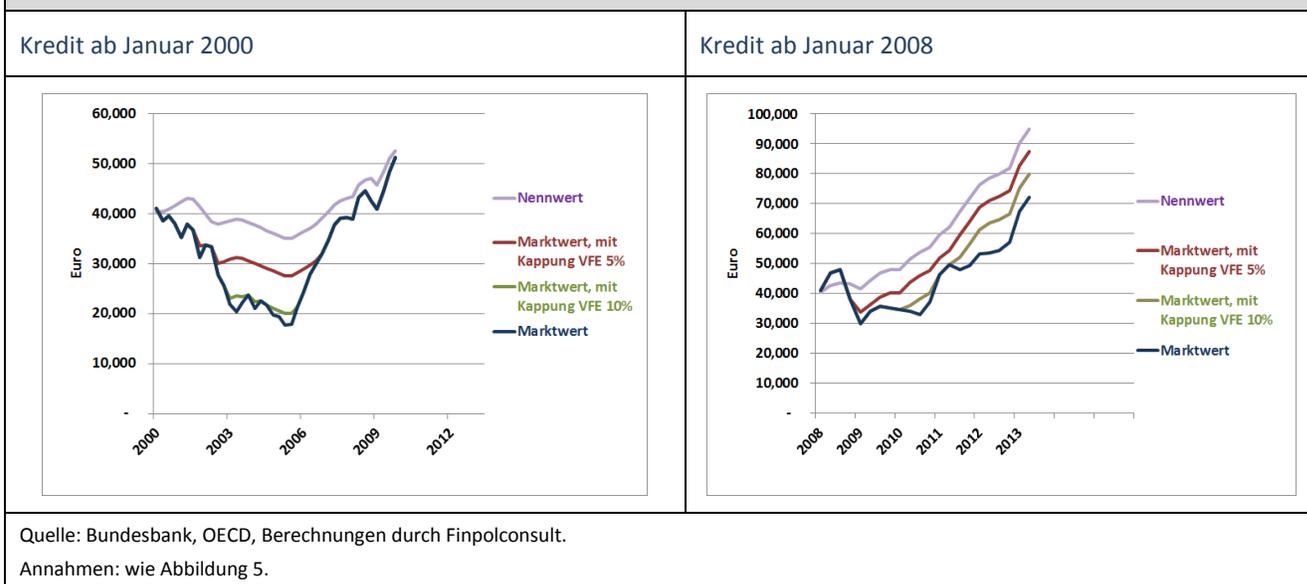
- So erlöst der Durchschnittskäufer des Jahres 2008 trotz der hohen Vorfälligkeitsentschädigung im Jahr 2013 ein höheres Eigenkapital als er in das Haus eingebracht hat.
- Hätte er eine vorfällig rückzahlbare Hypothek aufgenommen und die dafür fällige Optionsprämie bezahlt (s.u.), so hätte sich sein Eigenkapital sogar mehr als verdoppelt.

Jedoch gab es in Deutschland auch Phasen starker Abweichungen von Hauspreisen und Marktwerten der Kredite, etwa in den 90er und zu Beginn der 2000er Jahre. Die rechte Seite der Abbildung 5 behandelt ein solches **Problemszenario eines nicht-kündbaren Festzinskredites, der im Januar 2000 vergeben wurde**. In diesem Fall fiel das Eigenkapital bis Mitte der 2000er aufgrund fallender Hauspreise und steigender Marktwerte auf

weniger als die Hälfte. Die **Zinssenkungen in Deutschland verpufften damals in einem schwachen wirtschaftlichen Umfeld**.³¹

Ein ähnliches Auseinanderentwickeln ist bei einem **Platzen einer** in Deutschland aufgrund der jüngsten regionalen Preissteigerungen durchaus denkbaren **möglichen Hauspreisblase** zu erwarten. Dieses würde mit fallenden Hauspreise und – durch massive Zentralbankintervention wie in der gegenwärtigen Finanzkrise – *gleichzeitig* fallenden Zinsen einhergehen (vgl Abbildung 19 im Anhang).³²

Abbildung 6 Eigenkapital der Verbraucher nach vorfälliger Rückzahlung Hauspreise Deutschland, Kappung der Vorfälligkeitsentschädigung



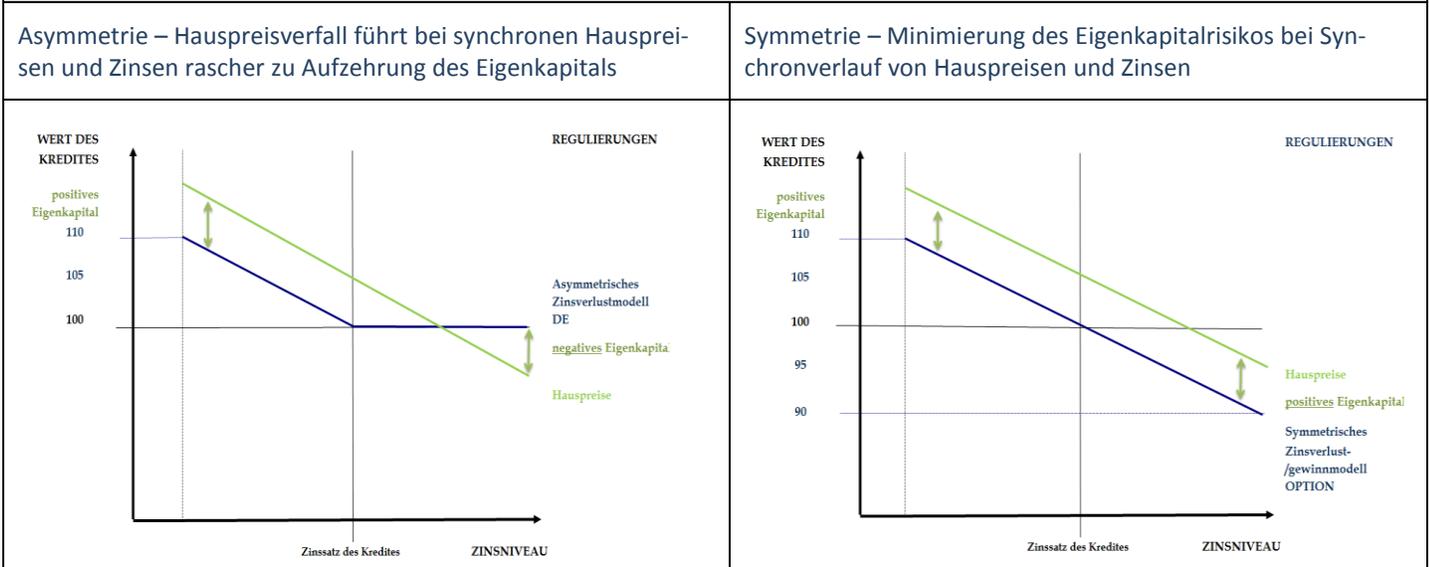
Die **hauptsächlichen Regulierungsoptionen umfassen die Kürzung der Zinsbindungsfristen und die Kappung des Zinsschadens**. Die Mechanik einer verkürzten Bindung wurde in Abbildung 3 oben dargestellt. Es ist von einem deutlich verringerten Eigenkapitalrückgang des Kredites ab Januar 2000 auszugehen, d.h. die Differenzen zwischen Marktwert und Nennwert werden proportional zur verringerten Restzinsbindung verkürzt (die Linien zu Marktwerten werden in Richtung Nominalwert gestaucht und ver-

³¹ Ähnliche Abweichungen sind in sich weniger stark als der Gesamtmarkt entwickelnden Regionalmärkten zu erwarten. Abbildung 18 im Anhang zeigt beispielhaft die gleiche Simulation mit Daten zum Dortmunder Immobilienmarkt.

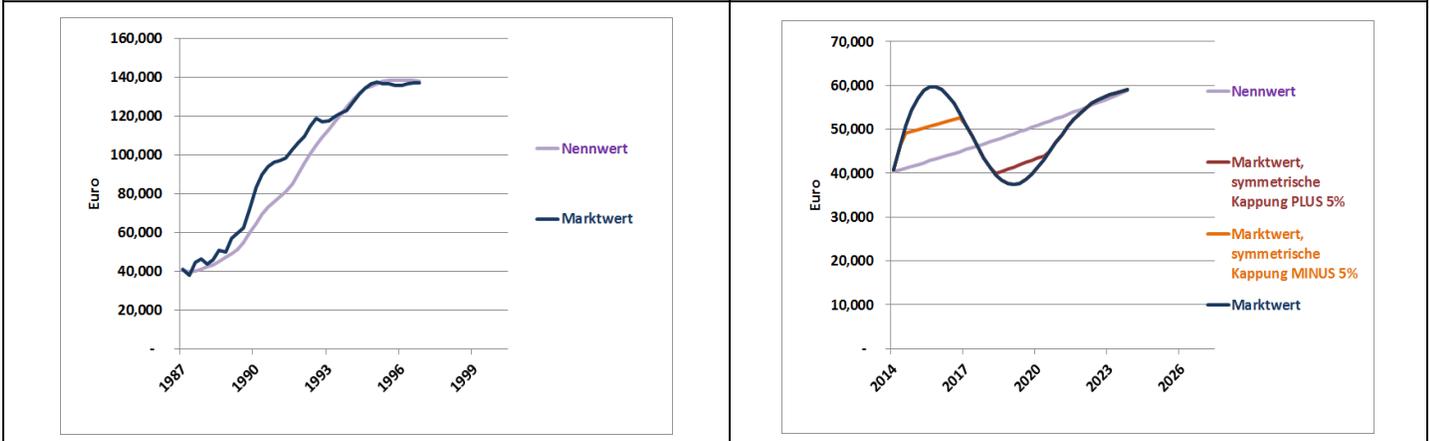
³² Der Umfang des Zinssenkungseffektes beim Platzen einer Kreditblase auf die Höhe der Vorfälligkeitsentschädigung hängt massgeblich vom anzuwendenden Wiederanlageinstrument ab. Wird der Aktiv-Aktiv-Vergleich verwendet, so ist davon auszugehen, dass die Zinssenkung in der Krise zum Teil durch Margenerhöhungen kompensiert wird. So erlebten die Niederlande, die den Aktiv-Aktiv-Vergleich anwenden, seit 2011 massive Margenausweitungen, damit per Saldo kaum steigende Marktwerte der Kredite und nur geringe Veränderungen der Entschädigungen. Beim Aktiv-Passiv- oder Passiv-Passiv-Vergleich kann hingegen die stärkere Sicherung des Pfandbriefinstrumentes durch implizite Staatsgarantien deutliche Erhöhungen der Vorfälligkeitsentschädigungen mit sich bringen.

kürzt). Abbildung 6 untersucht den Effekt von Kappungen auf 5% und 10% der zurückzahlenden Kreditsumme. Diese kappen nur die Extremwerte der Vorfälligkeitsentschädigung, deutlich erkennbar sind die positiven Effekte auf das Eigenkapital. Allerdings führen Kappungen im Kredit ab 2008 auch zu Mitnahmeeffekten bei bereits steigendem Eigenkapital.

Abbildung 7 Asymmetrische und Symmetrische Formulierung der Vorfälligkeitsentschädigung und Hauspreise



<p>Kredit ab Januar 1987, Hauspreise BRD, Auskehrung des Marktwertgewinns an den Verbraucher</p>	<p>Kredit ab 2014 (Simulation), Auskehrung des Marktwertgewinns an Verbraucher, symmetrische Kappung</p>
--	--



Quelle: Finpolconsult.

Annahmen: EUR 200.000 Hauspreis, 80% Beleihungsauslauf, Annuitätendarlehen mit 1% anfängliche Tilgung. Zur Berechnung des Marktwertes werden zur Vereinfachung lineare Zinsstrukturkurven angenommen (Eckpunkte sind Zinsen Bund 9-10 Jahre und Bund 1-2 Jahre). Marktwertberechnung ohne entgangene Gewinne der Bank/Margenschaden.

Die Differenz zwischen Marktwert und Nennwert entspricht der Vorfälligkeitsentschädigung für den Zinsschaden, vgl. Abbildung 1.

Untere rechte Graphik: Simulationsannahmen – Bund Future mit Schwankungen zwischen 103 und 143, Zinsen Bund 1-2 Jahre = ½ * Zinsen Bund 9-10 Jahre, konstante Hauspreise

Die Einführung von **Symmetrie nach dem dänischen Modell würde** im Normalfall **das Kreditrisiko insbesondere in Szenarien steigender Zinsen verringern**, die mit fallenden Hauspreisen einhergehen. **Nicht immer wird die Zentralbank das Zinsniveau in einer Krise dauerhaft absenken können, insbesondere wenn es sich um langfristige Zinsen wie diejenigen von Hypothekarkrediten handelt.** Die dadurch entstehende Problemsituation ist bezogen auf das deutsche Modell der Entschädigung auf der rechten Seite der Abbildung 7 dargestellt.

Auch das asymmetrische deutsche Modell der Vorfälligkeitsentschädigung begünstigt negative Eigenkapitalsituationen, indem es dem Kunden nicht gestattet, die Hypothek zum Marktpreis zurückzukaufen, wenn dieser unter dem Nennwert liegt. Zwar ist der Effekt nicht so stark, wie im Gebührenmodell, in dem noch über pari zurückgezahlt werden muss. Es muss jedoch im deutschen Fall noch der z.T. hohe Margenschaden berücksichtigt werden, der unabhängig vom Zinsschaden erhoben wird. Folglich ist es in Deutschland im Falle einer Marktkrise möglich, dass die finanzielle und physische Mobilität der Kreditnehmer deutlich eingeschränkt ist. Geringere Umschuldungsmöglichkeiten können Kreditrisikokrisen verschärfen.

Aus empirischer Sicht **hätte eine symmetrische Auskehrung** in der letzten starken Zinssteigerungsphase **Anfang der 90er Jahre**, die von Wohnungsnot gekennzeichnet war, **eine marktstabilisierende Wirkung entfalten können** (vgl. Abbildung 7 unten links). Derartige Zinssteigerungsphasen sind in der Zukunft angesichts der inzwischen erreichten niedrigen Zinsniveaus wieder wahrscheinlicher.

Würden eine symmetrische Formulierung der Auszahlungen und allgemeine Kappungen des Zinsschadens zusammenpassen? Eine Option wäre es, Kappungen bei plus 5%/10% und minus 5%/10% der Kreditsumme einzuführen, wie es in Abbildung 7 unten rechts für einen simulierten Kreditfall dargestellt ist. Dadurch würden die Kosten der Kappung aus Sicht der Kreditgeber reduziert, wenn nicht sogar auf Null gesetzt, denn bei starken Zinssteigerungen wären Wiederanlagegewinne als Ausgleich wieder möglich.

Gegen dieses Modell spricht allerdings die **Annahme synchroner Marktwert- und Hauspreisentwicklungen** im Normalfall, die in Abbildung 21 im Anhang auf diesen Fall angewendet wird. Der Effekt symmetrischer Kappungen wäre zwar ein Schutz bzw. Ausbau des Eigenkapitals bei Rückzahlung bei starken Zinssenkungen. Ebenso würde aber das Eigenkapital bei steigenden Zinsen stark komprimiert oder sogar negativ werden, weil bei fallenden Hauspreisen der Marktwert des Kredites bei einer Rückzahlung durch die durch die Kappung erzeugte Mindestrückzahlungssumme nicht weiter fallen kann. Das Ergebnis wären ggf. **stärkere Eigenkapitalschwankungen als bei der vorfälligen Rückzahlung zum Marktwert**. Die in Abbildung 7 skizzierte stabilisierende Wirkung ist deshalb nur dann gegeben, wenn sich Hauspreise und Marktwerte asynchron zueinander bewegen.

Aus diesen Gründen erscheinen als allgemeine Reformoptionen aus der Perspektive Eigenkapitalschutz **entweder das Entschädigungsmodell mit Kappung, oder der Übergang in ein bis auf die Zinsbindung unbeschränktes Symmetriemodell zielführend.**

Auswirkungen auf das Liquiditätsrisiko des Verbrauchers

Eine vorfällige Rückzahlung zu Marktwerten in der jetzigen Formulierung bei 10 Jahren Zinsbindung bedeutet zweifellos eine **hohe Liquiditätsbelastung** für den rückzahlenden

Verbraucher. Der Kreditnehmer muss für die Entschädigung im Falle des Falles einen höheren Neukredit aufnehmen, in der jetzigen Situation mitunter mit mehr als 10% höherem Volumen.

Dieser sollte ihm, falls sich der alte Kreditgeber weigern sollte, im hart umkämpften deutschen Hypothekenmarkt von anderer Seite **im Normalfall** synchroner Marktwert- und Hauspreisentwicklung sicher sein. In diesem Fall **sind die Liquiditätsrisiken aufgrund der stabilen Beleihungsausläufe begrenzt.**

Die Frage, ob zusätzliches Liquiditätsvolumen zu einer **Solvenzbelastung** wird, kann sich aber in verschiedenen plausiblen Konstellationen stellen. Zunächst kommt es wie oben diskutiert auf das **individuelle Verhältnis von Hauspreissteigerung und Marktwertsteigerung des Kredites** an. Zudem entstehen Risiken aus einer möglichen Verschlechterung der Einkommenssituation des Kreditnehmers. Diese Situationen sind aber faktisch Teil der Risiken des nicht-kündbaren Kreditmodells insgesamt.

Problematischer ist, dass es **auch im Normalfall synchroner Hauspreise und Marktwerte zu einer Kreditklemme kommen kann, wenn die Preise bereits stark gestiegen sind** und das vom Kreditmarkt antizipierte Kreditrisiko zyklisch zu steigen beginnt. Dies kann dazu führen, dass **Kreditmargen**, wie in den Niederlanden in den vergangenen 3 Jahren, **stark über die Finanzierungskosten der Banken oder des Staates hinaus ansteigen.** Ist dann die Vorfälligkeitsentschädigung nicht wie in den Niederlanden als Aktiv-Aktiv-Vergleich sondern als Aktiv-Passiv- oder Passiv-Passiv-Vergleich formuliert, dann kann sie in der Höhe überschüssig und den Neuvertragsabschluss (zu den neuen Aktivzinsen) gefährden. Im Extremfall können die Beleihungswertgrenzen der Kreditgeber verletzt werden, sodass der zur Rückzahlung des Altkredites notwendige Neukredit abgelehnt werden muss.

Zudem führt die Entschädigung im o.a. Szenario des **Platzens einer Immobilienblase bei gleichzeitig weiter sinkenden Zinsen** zu noch stärkeren Liquiditätsproblemen, weil die Beleihungsauslaufgrenzen des Kreditgebers des neuen Kredits verletzt werden. Eine Lösung hier ist die **vorübergehende Anhebung von Beleihungswertgrenzen**, die auch in den USA für den Fall des zum Nennwert zurückzahlenden kündbaren Festzinskredites intensiv diskutiert und z.T. praktiziert wurde.

Vergessen wird in der Diskussion oft, dass hohe Vorfälligkeitsentschädigungen auch eine **Liquiditätsbelastung des Kapitalmarktes** darstellen, der die zusätzliche Finanzierung bereitstellen muss. Daneben muss die den Verbraucher aufnehmende Bank zusätzliches Eigenkapital für höheres Kreditvolumen bereitstellen. Im symmetrischen dänischen Modell mit Rückkauf unter pari kommt es hier aber auch zu umgekehrten Effekten: bei Zinssteigerungen gibt es Liquiditäts- und Eigenkapitalentlastungen eines potentiell im Stress befindlichen Kreditmarktes. Dänische Daten zeigen, dass Verbraucher bereits bei Marktwerten nur wenig unter pari in hohem Umfang eigene Liquiditätsreserven – etwa Sparguthaben im weiteren Familienkreis - mobilisieren, um vorfällig zurückzahlen und den Kapitalgewinn aus dem Rückkauf ihrer Hypothek zu realisieren. Damit wurde die Liquiditätssituation am Pfandbriefmarkt in mehreren kritischen Phasen stabilisiert.³³

³³ Vgl. Dübel (2009).

Auswirkungen auf das Ausübungsverhalten der Prepaymentoption durch die Verbraucher

Das **Ausübungsverhalten** der Rückzahlungsoption durch den Verbraucher **hängt neben den finanziellen Kosten** (Vorfälligkeitsentschädigung, Rechtskosten) **von den Faktoren ab, die seinen finanziellen Nutzen bestimmen**. Dazu gehören die bereits eingetretene Zinsveränderung gegenüber dem Kreditzins (Coupon), die Erwartungshaltung des Verbrauchers bezüglich weiter fallender oder steigender Zinsen, die aktuelle Wettbewerbssituation der Hausbank mit konkurrierenden Banken, die aktuelle Wettbewerbssituation der bestehenden Finanzierung mit alternativen Kreditprodukten - v.a. dem oft niedriger verzinslichen Gleitzinsprodukt, und den Opportunitätskosten des Verbrauchers bei der Geldanlage. Hinzu kommen oft als nicht-finanzielle Motive bezeichnete Änderungen persönlicher Lebensumstände wie Scheidung, Tod des Ehepartners, oder Umzug.

Bei isolierter Betrachtung des Kreditmarktes, wie in Abbildung 1 oben, befördert eine **Vorfälligkeitsentschädigung bei vollem Ersatz des Zinsschadens** (Differenz Marktwert-Nennwert des Kredites) **die Prepaymentoption** aus Sicht des Verbrauchers **,aus dem Geld'**.³⁴ Bei Berücksichtigung der Opportunitätskosten der Geldanlage können die Ausübungen aber trotzdem hoch bleiben, z.B. wenn gleichzeitig die Wiederanlagezinsen für die Verbraucher oder Familienangehörige, die Schenkungen vornehmen können, stark gesunken sind. Die konstant hohen Differenzen zwischen Kreditzinsen und Anlagezinsen der Verbraucher erklären auch das starke Ausnutzungsverhalten von Sondertilgungen in Deutschland, die i.W. aus den o.a. Reserven der Verbraucher gespeist wird und von der Kreditzinsentwicklung fast unabhängig zu sein scheint.

Die **Auswirkungen des Umfangs der Vorfälligkeitsentschädigung** auf das Ausübungsniveau aus dieser Gemengelage **zu isolieren ist auch bei guter Datenlage schwierig**. Daten über das Ausübungsverhalten sind in Europa aber besonders selten verfügbar. Die einzige systematische Quelle sind Analysen der Berichterstattung zu Residential Mortgage-backed Securities (RMBS) – verbrieften Hypothekarkreditportfolios - von Ratingagenturen.³⁵

Eine historische Analyse von Finpolconsult im Rahmen der LondonEconomics-Studie für die 2000er Jahre mit Daten von FitchRatings wird in Abbildung 8 links oben wiedergegeben. Erst am Ende des in der Graphik angegebenen Zeitraums hatte Italien die vorfällige Rückzahlung reformiert, das Land praktizierte bis dahin ein ähnliches Entschädigungsmodell wie Deutschland. Belgien hatte dagegen die Vorfälligkeitsentschädigung 1994 auf die Hälfte des französischen Niveaus festgelegt und wies gleichzeitig deutlich geringere Rechtskosten auf. Das Ergebnis ist eine deutliche **Abstufung des erhöhten Aus-**

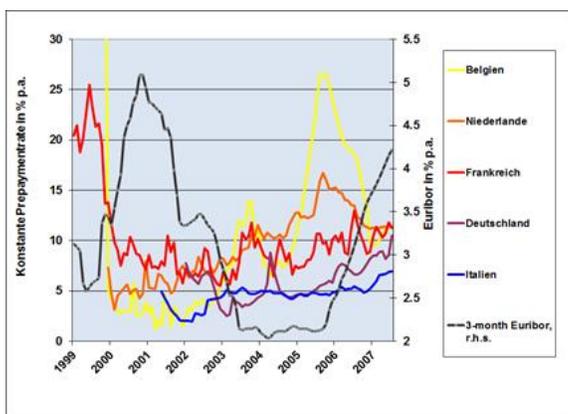
³⁴ Ebenso wird eine kleinere Vorfälligkeitsentschädigung als der Zinsschaden die Option ‚ins Geld‘ verschieben und damit Ausübungen stimulieren.

³⁵ Europa verfügt als von Banken dominierter Kontinent nur über wenige Performancedaten RMBS. Diese gehen auf die Emissionswelle von RMBS in den 90er und 2000er Jahren zurück, die unterschiedlich stark ausgeprägt war. In einigen Ländern gab es aufgrund der geringen Refinanzierungsanteile von RMBS starke Selektionseffekte, die die Interpretation erschweren. Ein Beispiel ist Deutschland, wo RMBS für Nischenfinanzierungen eingesetzt wurde. Die Daten sind weniger verzerrt für die Niederlande, Belgien, Italien und Frankreich, sowie die Gleitzinsländer Spanien und Grossbritannien.

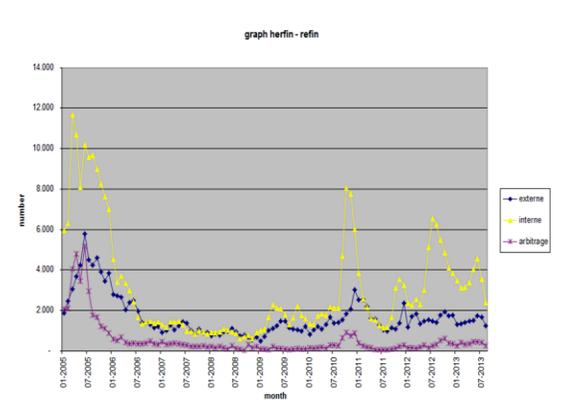
übungsverhaltens der Verbraucher in der Niedrigzinsperiode von Mitte 2003 bis Mitte 2006 zwischen Ländern **nach Umfang der** damals praktizierten **Vorfälligkeitsentschädigung**.

Abbildung 8 Ausübungsverhalten der Prepaymentoption in europäischen Vergleichsländern mit Festzinsmärkten

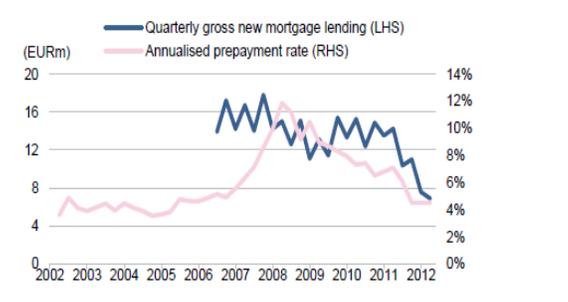
Erste Niedrigzinsphase Mitte der 2000er



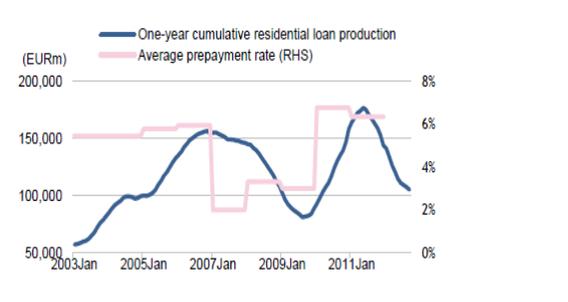
Belgien – Interne vs. Externe Refinanzierungen



Italien – weitere Entwicklung mit Effekt der Bersani-Reformen 2007



Frankreich – weitere Entwicklung



Quelle: Reporting von gerateten RMBS-Transaktionen durch FitchRatings, oben rechts: Febelfin (Belgischer Berufsverband der Kreditindustrie). Berechnungen oben links in Dübel (2009).

Anmerkung: Umfang der Vorfälligkeitsentschädigungen im Zeitraum, von hoch zu gering – Deutschland (hoch), Italien (vor Bersani-Reform), Frankreich, Niederlande, Belgien (gering).

- In den Ländern mit den stärksten Vorfälligkeitsentschädigungen, Deutschland und Italien - vor der Einführung des Bersani-Dekrets 2007, waren kaum Reaktionen des Ausübungsverhaltens auf das Zinssignal zu erkennen. Jedoch stiegen angesichts der anziehenden Konjunktur und niedrigen Einlagenzinsen in beiden Ländern durch andere als Zinsmotive zu erklärende Rückzahlungen im Zeitverlauf an.
- In Frankreich gab es ebenfalls nur eine schwache Reaktion der Verbraucher; ein Ergebnis u.a. der hohen Gesamtkosten nach Berücksichtigung der Rechtskosten.
- In den Niederlanden kam es zu einem deutlicheren Anstieg der Rückzahlungen gegen Ende der Niedrigzinsphase. Hier dürfte der starke Wettbewerb in dieser

Marktphase, die am Aktiv-Aktiv-Vergleich orientierte vergleichsweise niedrige Vorfälligkeitsentschädigung, und die Ausnahmen vom Kostenmodell v.a. bei Umzug in der Hochkonjunktur eine Rolle gespielt haben.

- Der belgische Markt mit einer Entschädigung von nur 3 Monaten Zinszahlungen sah schliesslich eine extreme Welle von Rückzahlungen. Durch die hohen Transaktionskosten bei Kreditgeberwechsel fanden diese grossteils mit dem gleichen Kreditgeber statt.

Von Interesse sind im weiteren Verlauf die **Bersani-Reformen** in Italien mit Eliminierung der Vorfälligkeitsentschädigung durch Gesetz. Diese stimulierten 2007 und 2008 eine Verdreifachung der Rückzahlungen durch die Verbraucher (siehe Abbildung 8 unten links), vornehmlich von älteren Festzinskrediten.³⁶

Jüngere Daten sind zwischen europäischen Ländern schwerer zu vergleichen, da die **Ausübungen in Ländern mit zunehmenden Kreditrisikoproblemen** aufgrund der Verteuerung von Neukrediten **stark gefallen** sind.

- In den Niederlanden, Spanien, und Italien stiegen die Hypothekarkreditzinsen im Neuvertrag im Vergleich zu Deutschland deutlich an und die Prepaymentoption geriet ‚aus dem Geld‘. In dieser Situation sind Rückzahlungen auch bei geringer oder ohne Entschädigung finanziell nachteilig. In der Spitze lagen Anfang 2013 so die niederländischen Zinsen um fast 2%-Punkte über den deutschen. Der Grund waren dort die steigenden Beleihungsausläufe aufgrund fallender Hauspreise und gleichbleibend hoher Verschuldung der Haushalte.

Somit realisierten diese drei Länder fallende und z.T. negative Eigenkapitalquoten der Verbraucher (rechte Seite der oben besprochenen Graphiken bzw. ‚lock-in‘-Effekt). Ein symmetrisches Auszahlungsmodell nach dänischem Vorbild hätte in dieser Situation Rückkäufe zu unter pari ermöglicht und damit den Markt in Gang gehalten.

Die Schlussfolgerung der empirischen Analyse ist, dass der in Abbildung 1 postulierte negative Zusammenhang zwischen dem Umfang der vorfälligen Rückzahlungen und der Höhe der Entschädigung bei fallenden Zinsen empirisch gut dokumentiert ist. Durch die zunehmend asynchrone Zinsentwicklung bei Hypothekarkrediten verlaufen auch die Rückzahlungstrends in jüngster Zeit in Europa unterschiedlich.

Auswirkungen auf Kosten und Refinanzierung von Festzinskrediten

Multipliziert man die Ausübungswahrscheinlichkeit der Kreditnehmer mit dem Wiederanlageverlust (bzw. Verlust an Kreditmarge) bei Ausübung, so ergibt sich ein je nach Zinssituation unterschiedlicher **erwarteter Verlust** (vgl. Abbildung 1 oben). Die möglichen zukünftigen Zinsszenarien werden vom Kreditgeber bzw. Kapitalmarktinvestoren mit unterschiedlichen Verfahren abgeschätzt und aggregiert.³⁷ In der Verknüpfung der

³⁶ Diese Kredite mit sehr langen Festzinsbindungen wiesen noch hohe Zinssätze auf und waren folglich in ihrem Marktwert sehr stark angestiegen, stärker als in der deutschen Situation der auf 10 Jahre begrenzten Zinsbindung.

³⁷ Genauer kann die Prepaymentoption als amerikanische Call-Option (Kündigungsoption) auf den Kredit mit optionstheoretischen Formeln bewertet werden. In den USA werden zur Kalib-

Zinsszenarien mit den erwarteten Verlusten je nach Zinssituation (bzw. im Einzelfall wie o.a. auch Gewinnen) ergibt sich eine **Bewertung der Option**, die in der Regel zu einem **Zinsaufschlag** (= ‚Optionsprämie‘) führt.

Die Vorfälligkeitsentschädigung hat einen deutlichen Einfluss auf die Optionsprämie: je geringer sie ist, umso stärker erhöht sich der Zinsaufschlag, weil sowohl die Ausübungswahrscheinlichkeit als auch der bei Ausübung erwartete Verlust des Kreditgebers steigt.

Die **Durchleitung** der Prepaymentrisiken **an Kapitalmarktinvestoren erlaubt eine direkte Marktbeurteilung der Optionsprämie:**

- Sowohl die USA als auch Dänemark, die beiden westlichen Länder, auf die sich das Angebot kündbarer Festzinskredite ohne Vorfälligkeitsentschädigung faktisch beschränkt, nutzen zur Refinanzierung des Wohnungsbaus fast ausschliesslich kündbare MBS bzw. Pfandbriefe. Bei diesen sog. ‚pass-throughs‘ erhält der Kapitalmarktinvestor die Zins- und Tilgungszahlungen unmittelbar durchgeleitet, einschliesslich aller vorfälligen Rückzahlungen. Damit ist der Investor, und nicht mehr die den Kredit weiter bearbeitende Bank, den Wiederanlagerisiken ausgesetzt und muss diese bepreisen.

In beiden Ländern wird ein Zinsaufschlag in erheblicher Höhe verlangt. Zudem gab es in der Vergangenheit **erhebliche Schwankungen** der **Optionsprämie** im Zusammenhang mit o.a. Determinanten des Kündigungsverhaltens, der Zinsvolatilität und institutionellen Faktoren am Kapitalmarkt.

- Dübel und Köndgen (2006) kommen für die USA zu ca. 0,7%, und für Dänemark zu ca. 0,5% Optionsprämie – jeweils bei den kündbaren Festzinsprodukten mit 30 Jahren Laufzeit. Dübel (2009) fasst langjährige Erfahrungswerte in der von ihm mitverfassten London Economics Studie für die EU-Kommission zu Politioptionen im Verbraucherschutz von Hypothekarkrediten zusammen, vgl. dazu Tabelle 3 im Anhang.
- Die Befürchtungen noch stärkerer Schwankungen bzw. sogar des Verlustes des kündbaren Festzinsproduktes haben in den USA die mögliche Abschaffung der beiden grossen, halbstaatlichen Refinanzierer Fannie Mae und Freddie Mac, die in der Kreditkrise faktisch insolvent geworden waren, entscheidend verlangsamt. Beide agieren als zentrale Ankäufer, Vertriefer und z.T. Risikointermediäre kündbarer Kredite und haben deshalb massgebenden Einfluss auf die Preisschwankungen der Option. Die Beibehaltung des kündbaren Festzinskredites als Anker des Hypothekarkreditmarktes ist in den USA politisch weitgehend unumstritten und wird auch nach der geplanten Ersetzung der beiden Refinanzierer beibehalten werden.
- In Dänemark hingegen haben die Preisschwankungen in jüngerer Zeit durch Veränderungen des Käuferverhaltens am Kapitalmarkt deutlich zugenommen,

rierung von den Investmentbanken verschiedene Modelle verwendet. Ein populäres Modell sind Monte Carlo-Simulationen über mögliche Ereignisbäume zukünftiger Zinsszenarien und Determinanten des Ausübungsverhaltens sowie Charakteristika des Kreditpools. Die Modellergebnisse werden von den MBS-Zinsbeobachtungen abgezogen und damit der sog. ‚Options-adjusted Spread‘ berechnet, der verschiedene MBS-Emissionen für den Investor erst vergleichbar macht.

und damit auch die Marktanteilsveränderungen (s.u.). Insbesondere hatten sich die dänischen Pensionsfonds gegenüber den 90er Jahren durch internationale Diversifizierung teilweise vom Markt zurückgezogen.

Ausserhalb der o.a. Länder werden die **Prepaymentrisiken von den Kreditgebern**, zu- meist Banken, **selbst gemanagt**. Zwar sind Optionspreise weiterhin indirekt durch den Vergleich der Bepreisung von Kreditprodukten bzw. Zinsbindungen messbar. Ihre Schät- zung wird aber durch Wettbewerbs-, Regulierungs- und Managementfaktoren stark verzerrt. Diese wirken sich v.a. in der Refinanzierungsstrategie bzw. Zinsrisikonahme von Banken aus.

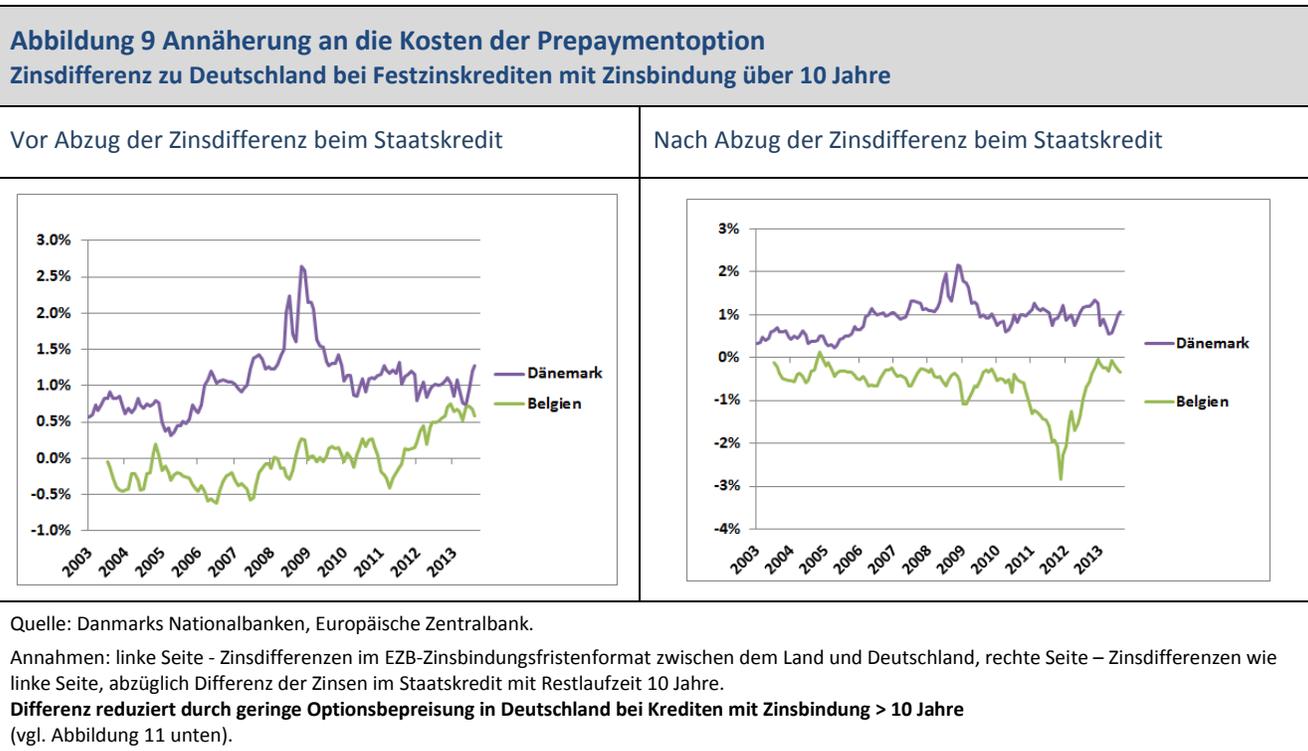
- In Deutschland werden seit der Einführung der nicht-kündbaren Abschnittsfi- nanzierung in den 70er Jahren keine kündbaren Pfandbriefe mehr ausgegeben. Die Emission nicht-kündbarer Pfandbriefe kann bei einem Abbau von Vorfällig- keitsentschädigungen im Kreditportfolio eine sehr risikoreiche Strategie sein. Wenn die Zinsbindung der Kredite durch vorfällige Rückzahlungen bei sinkenden Zinsen unter die Zinsbindung der Pfandbriefe fällt, können durch geschmäler- te oder sogar negative Zinsmargen hohe Verluste entstehen.³⁸ Diese für die Stabili- tät des Kreditgebers kritische Situation wird als ‚negative Fristentransformation‘ bezeichnet (Zinsbindung Kredite - Zinsbindung Pfandbriefe < 0).
- In Frankreich wurde das negative Fristentransformationsrisiko nach der Einfüh- rung der Beschränkung der Vorfälligkeitsentschädigung auf 3% im Jahr 1979 rea- lisiert. Das Ergebnis niedriger Zinsmargen oder von Verlusten bei Pfandbrieffi- nanzierung war ein faktischer Zusammenbruch des seit 1966 existierenden Pfandbriefmarktes („Marché Hypothécaire“) in den frühen 80er Jahren. Im We- sentlichen bis heute werden in Frankreich deshalb vor allem Einlagen zur Refi- nanzierung der langfristigen Wohnungsbaukredite verwendet.³⁹

Hohe Anteile an Einlagenfinanzierung von Hypothekarkrediten bei Nichtverwendung von Pfandbriefen bergen im Gegenzug hohe Risiken, **positiver Fristentransformation‘** für die Kreditgeber. Bei dieser Risikoart führen kurzfristige Einlagenzinssteigerungen zu verringerten Zinsmargen oder Verlusten, weil die Zinsbindung der Einlagen in der Regel unterhalb der Zinsbindung der Festzinskredite liegt (Zinsbindung Kredite - Zinsbindung Einlagen > 0). Fristentransformationsrisiken beider Formen werden von der Bankenregu- lierung unter der geltenden Rechtslage nicht mit zusätzlichen Kapitalanforderungen geahndet, was Anreize zu hoher Zinsrisikonahme und nicht ausreichender Bepreisung der Zins- und Liquiditätsrisiken seitens der Banken schafft.

³⁸ Ein Beispiel sind derzeit Bausparkassen, die zu teure langfristige Sparverträge ausgege- ben haben und sich sinkenden Kreditzinsen und vorfälligen Rückzahlungen gegenübersehen. Bei Bausparkrediten wird keine Vorfälligkeitsentschädigungen praktiziert.

³⁹ Ein weiterer langfristiger Effekt dieser Periode war ein anhaltend starker Lobbyismus der französischen Banken gegen eine Senkung der hohen Rechtskosten der vorfälligen Rückzah- lung (siehe Berechnungsbeispiel oben). In den 90er Jahren kam es zudem zu kartellartigen Ab- sprachen der Banken gegen wechselwillige Kunden, die 1999 mit hohen Geldstrafen der Aufsicht geahndet wurden.

Auch jenseits fehlerhafter Zinsrisikobepreisung führt der scharfe Wettbewerb aufgrund der Überbesetzung im europäischen Bankenmarkt zu verzerrter Preisbildung im Hypothekarkreditmarkt. Die Wettbewerbssituation schwankte in den vergangenen Jahren u.a. deshalb stark, weil grenzüberschreitende Markteintritte vieler Banken aus den Jahren des Kreditbooms vor 2007 wieder rückgängig gemacht wurden.



Zur Beurteilung der **Auswirkungen der Reformoptionen** zur Vorfälligkeitsentschädigungen auf den Optionspreis können – mit starken methodischen Vorbehalten⁴⁰ - die Entwicklungen der Zinsdifferenzen von Ländern mit verschiedenen Regulierungen zu Deutschland herangezogen werden.

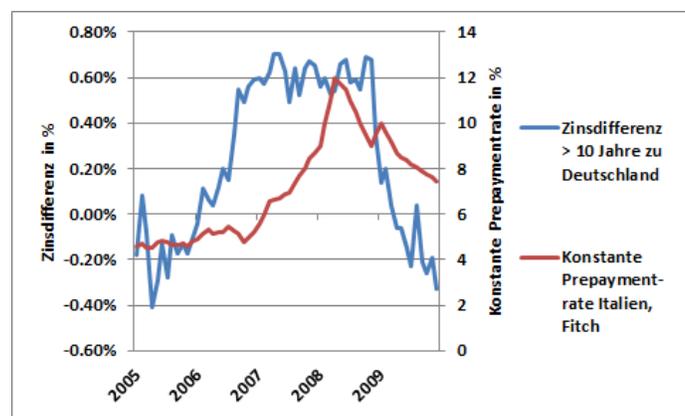
- **Abbildung 9 trägt die Zinsdifferenzen von Krediten mit Bindung über 10 Jahre in Dänemark und Belgien – den dortigen Standard-Festzinsprodukten - zu Deutschland ab. Der dänische Kredit ist gegen kleine Verwaltungsgebühr kündbar, der belgische Kredit gegen eine begrenzte Entschädigung bei geringen Rechtskosten einer internen Refinanzierung.**
- **Die Optionsprämien haben sich insbesondere in Dänemark im Zeitverlauf deutlich erhöht. In der Finanzkrise, die in Dänemark mit einer Hauspreisblase und hohen vorfälligen Rückzahlungen einherging, kam es im Hypothekarkreditmarkt zu einer starken Erhöhung der Zinsdifferenzen gegenüber Deutschland während die Zinsdifferenzen am Staatskreditmarkt vernachlässigbar blieben. Auch nach**

⁴⁰ Diese betreffen u.v.a. die abwesende Kapitalmarktbeurteilung der Kredite, sowie die kreditgeberintern wechselnden Refinanzierungsstrategien und damit fehlenden Benchmarks sowie Kreuzsubventionen durch andere Produkte.

Rückgang der Hauspreis sind dauerhaft erhöhte Optionskosten von ca. 0,5% ablesbar.

- In Belgien gab es – wahrscheinlich im Zusammenhang mit den in Abbildung 8 gezeigten starken Zunahmen der internen Rückzahlungen – einen deutlichen Anstieg der Zinsdifferenzen seit etwa 2006. Dieser blieb auch nach Abzug der Zinsdifferenzen beim Staatskredit noch erkennbar.
- In Italien kam es im Vorfeld und nach Einführung des Bersani-Dekretes zu einer deutlichen Erhöhung der Zinsdifferenzen zu Deutschland, die mit der Ausweitung der Prepayments zusammenhing. Diese haben sich bis Ende 2009 wieder zurückgebildet (vgl. Abbildung 10). Allerdings ist die Neukreditvergabe in Festzinskrediten seit dem Verbot der Vorfälligkeitsentschädigung sehr gering. Für die Zeit der Eurokrise ab Sommer 2011 sind deutliche Zinserhöhungen im Festzinsmarkt von 1,5% bis 2% zu verzeichnen, getrieben durch die Ausweitung der Staatskreditzinsen bzw. des Länderrisikos.

Abbildung 10 Zinsdifferenz zu Deutschland bei Festzinskrediten mit Zinsbindung über 10 Jahre im Vorfeld und nach dem Bersani-Dekret von 2007, Italien



Quelle: Europäische Zentralbank, FitchRatings.

Annahmen: linke Seite - Zinsdifferenzen im EZB-Zinsbindungsfristenformat zwischen dem Land und Deutschland. Daten 2010 ff aufgrund der starken generellen Zinsdifferenzausweitung gegenüber Deutschland nicht mehr interpretierbar.

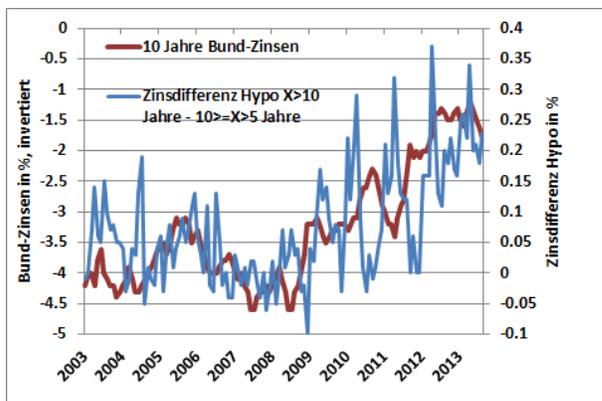
In **Deutschland gibt es** seit Ende der 2000er **ein geringes Angebot von kündbaren Festzinskrediten**. Deren Anbieter sind v.a. Versicherungen, die die Zinsrisiken an ihre Kunden weiterleiten können und kurzfristig von der Optionsprämie profitieren. Es fallen **Optionskosten im Bereich von 0,3 - 0,4% bei der Zinsbindung von 10 Jahren** an. Diese werden zur Erhöhung der Attraktivität für den Kunden über ein Mischmodell reduziert: z.B. wird die Option erst nach einem Kündigungsausschluss in den ersten beiden Jahren eingeräumt, d.h. von Jahr 3-10, und damit die Optionskosten auf etwa 0,2% gesenkt.

Einen Anhaltspunkt bieten auch die **Preisentwicklungen** in Deutschland **bei Zinsbindungen jenseits der mit Vorfälligkeitsentschädigung bewehrten 10 Jahre**, wie sie Abbildung 11 vorstellt. Diese Kredite weisen stetig steigende Marktanteile auf, von ca 20-25% der Neukredite Anfang der 2000er auf 30-35% derzeit (Quelle: Europe/Hypoport AG).

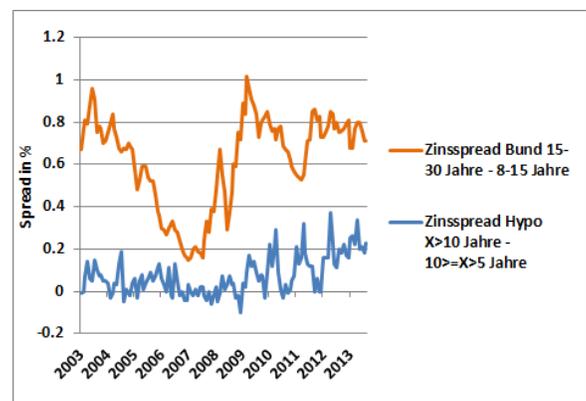
Bei älteren langfristigen Krediten kam es im Zuge der starken Zinssenkungen seit 2009 zu hohen Rückzahlungen. 10 Jahren zuvor abgeschlossene Kredite waren zwischen 2010 und 2013 zwischen 2% und in der Spitze fast 4 % teurer als Neukredite mit derselben Restlaufzeit, die Option also für die Verbraucher weit ‚im Geld‘.

Abbildung 11 Kosten der Prepaymentoption bei Zinsbindung > 10 Jahre in Deutschland

Zinsdifferenz bei Hypothekarkrediten und Niveau der Zinsen von Bundeswertpapieren (invertiert)



... und Zinsstrukturkurve bei Bundeswertpapieren



Quelle: Bundesbank, Berechnungen durch Finpolconsult.

Anmerkung: Zinsdifferenz - Zinsbindung über 10 Jahre minus Zinsbindung zwischen 5 und einschliesslich 10 Jahren.

Die aus diesen Rückzahlungen ohne die Möglichkeit von Vorfälligkeitsentschädigungen resultierenden **hohen Wiederanlagerisiken der Banken waren bei Kreditabschluss Anfang der 2000er Jahre oft nicht oder falsch gehedgt** worden.⁴¹ Das Ergebnis scheint eine deutliche preispolitische Reaktion in der Neukreditvergabe mit einer Erhöhung der Zinsdifferenzen zur mit Vorfälligkeitsentschädigung bewehrten 10-Jahresbindung von nahe Null in den Bereich von 0,25%. Diese fällt mit der Auffaltung der Zinsstrukturkurve zusammen (vgl. rechte Seite Abbildung 11), zeigt jedoch auch das für eine Reaktion auf zunehmende Entschädigungen bei sinkenden Zinsniveaus typische Muster (vgl. linke Seite Abbildung 11). Es scheint zulässig, einen Teil der entstandenen Differenzen als Optionskosten zu interpretieren.

Welches wären die **Preisauswirkungen einer Verkürzung der Zinsbindung, von Kapungen der Entschädigung und von symmetrischen Auszahlungen?**

- Eine **Verkürzung der Zinsbindung** etwa von 10 auf 5, 7 oder 8 Jahre würde zu einem ähnlichen Effekt führen, wie dem in Abbildung 11 gezeigten. Entsprechend wären bei einem Kredit mit 15 Jahre Bindung für die Jahre X bis 10 dann

⁴¹ Eine für diese Studie interviewte Bank gab an, dass die gesamte Zinsbindung über nicht-kündbare Swaps gesichert worden sei und damit bei hohen Rückzahlungen ab 2009 eine starke negative Fristentransformation aufgetreten sei. Das für Prepayments anzuwendende Refinanzierungsinstrument sind aber optional kündbare Swaps, d.h. Swaptions. Hier liegt damit eine Fehlsteuerung von Management und ggf. Bankenaufsicht vor.

ebenso wie für die Jahre 11-15 Optionskosten zu entrichten, über deren Höhe sich der deutsche Markt derzeit ein Urteil bildet.

- Die **Auswirkungen von Kappungen** der Entschädigung auf den Zins werden stark von ihrer Höhe abhängen, von Null bei sehr weiten Grenzen bis hin zur vollen Optionsbepreisung bei Eliminierung der Entschädigung. Bei einer einseitigen Kappung der Vorfälligkeitsentschädigung auf 10% wären sie angesichts der nur kurzen historischen und wahrscheinlich noch kürzeren zukünftigen Zeiträume, in denen dieser Wert überschritten wurde, eher gering, wahrscheinlich im Bereich von 0,05%. Je weiter in Richtung belgisches oder dänisches Modell gekappt würde, umso weiter würden sich die Optionskosten anpassen, wahrscheinlich bei Kappung auf 5% der Kreditsumme in den Bereich von 0,1-0,2%.
- Bei **symmetrischen Auszahlungen** wäre das veränderte Ausübungsverhalten bei Zinssteigerungen zu modellieren. Grundsätzlich ist symmetrische Auskehrung nicht viel teurer, denn Kreditnehmer zahlen bei einer am Marktwert des Kredites orientierten Bepreisung bei steigenden Zinsen ebenso häufig oder selten zurück wie bei fallenden und bei direkter Wiederanlage macht der Kreditgeber keinen Verlust. Zu bewerten wäre also i.W. das Zinsmodell mit der Wahrscheinlichkeit steigender Zinsen, multipliziert mit dem Ausübungsverhalten und einer nicht-Wiederanlagewahrscheinlichkeit des Kreditgebers in neue Hypothekarkredite. Das entsprechende Risiko wird einige wenige Basispunkte betragen, auch wenn finanzielle Ausübungen der Verbraucher aufgrund sehr niedriger Einlagenzinsen hinzukommen.

Ausgleichend kommt aber ein **verringertes Risiko negativen Eigenkapitals** bei steigenden Zinsen gegenüber dem gegenwärtigen asymmetrischen Entschädigungsmodell, sodass das Kreditrisiko reduziert wird. Zudem sinkt die Liquiditätsbelastung des Kreditgebers in einer möglichen Kreditkrise. Gerade in der derzeitigen deutschen Situation einer sich zuspitzenden Preisentwicklung könnte die Einführung von Symmetrie per saldo sogar die Kreditkosten senken.

- Wenn schliesslich symmetrische Auszahlungen mit symmetrischen Kappungen kombiniert, ergibt sich wieder ein höheres Kreditrisiko (Mindest-Rückzahlungswert der Hypothek) bei asymmetrisch bei Zinssenkungen ansteigendem Ausübungsverhalten. Liegt die Kappung weit, z.B. bei 10%, dann sollten sich diese Effekte aber in engen Grenzen halten. Dieser Kredit wäre wahrscheinlich nur unwesentlich teurer als der Status Quo.

Bei diesen Überlegungen ist darauf hinzuweisen, dass die **explizite Modellierung und Durchsetzung von Optionskosten am Markt** in Deutschland **aufgrund der Defizite in der Kapitalmarktentwicklung** und der Wettbewerbssituation **in den Kinderschuhen steckt**. Weder wird der Pfandbrief intensiv für die Wohnungsbaufinanzierung genutzt, noch ist das derzeitige am Staatsbond orientierte nicht-kündbare Pfandbriefmodell in der Lage, Optionsbepreisung vom Kapitalmarktinvestor durchführen zu lassen.⁴² Auch

⁴² In diesem Zusammenhang sei auf die Preispolitik bei Sondertilgungsoptionen in Deutschland – in der Regel 5% p.a. hingewiesen. Diese betrug zu Anfang der Entwicklung des Marktes in den späten 2000ern etwa 5 Basispunkte oder 0,05%. Inzwischen wird die Option of-

scheint die deutsche Bankenaufsicht wenig Initiative zu zeigen, die Banken zu rationaler Preisgestaltung im Hypothekarkreditmarkt anzuhalten.

Anzumerken ist zudem, dass es sich angesichts der deutschen Wettbewerbsintensität bei möglichen Preiseffekten im Wesentlichen um geringe **Umverteilungen zwischen Verbrauchergruppen**, v.a. denjenigen mit hohen und denjenigen mit niedrigen Mobilitätsansprüchen finanzieller oder physischer Art, handeln wird.

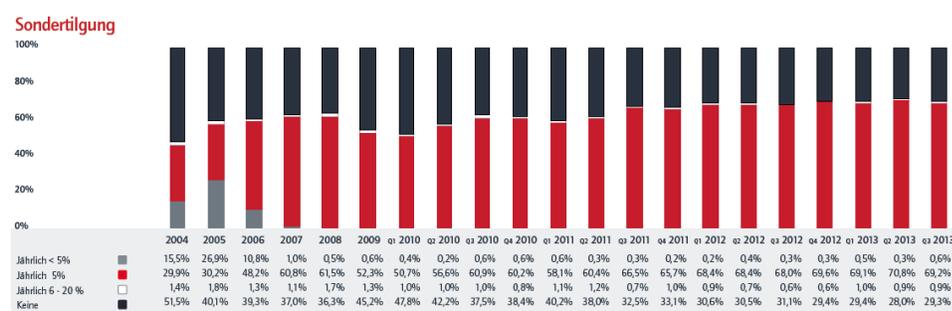
Bei zu starker Kappung der Vorfälligkeitsentschädigung kann es jedoch zu den o.a. Schwankungen der Optionskosten z.B. durch Refinanzierungsprobleme der Banken oder verändertes Investorenverhalten (bei Durchreichung an den Kapitalmarkt) kommen. Generell ist eine **Mischbepreisung von Ausübungspreis und Optionskosten problematisch**. Sie erhöht auch das Liquiditätsrisiko der Bank, denn derartige Kredite sind schwerer zu verbriefen als Kredite, die entweder Ausübungspreis (nicht-kündbar) oder Optionskosten (kündbar) verlangen.

Auswirkungen auf die Verfügbarkeit von Festzinskrediten

Verfügbarkeit kündbarer Festzinskredite

Zu fragen ist mit Tiffe (2004), warum der deutsche Markt nicht simultan in grösserem Umfang kündbare Kredite anbietet und ob zum Zwecke einer Angebotserhöhung nicht staatliche Intervention sinnvoll sei. In Deutschland werden zwar inzwischen **mehrheitlich Kredite mit Sondertilgungsoption von 5% p.a.** angeboten (vgl. Abbildung 12). Diese können sich zusammen mit ebenfalls häufigen Optionen zur Erhöhung der Normaltilgung rasch über einen 10-Jahres-Zeitraum auf eine fast volle Rückzahlung akkumulieren. Zudem gibt es kündbare Kredite als Nischenprodukte. Jedoch fehlt das US- und dänische Produkt als Standardprodukt, insbesondere im Angebot der wichtigen Regionalbanken.

Abbildung 12 Entwicklung des Markte für Hypothekarkredite mit Sondertilgungen in Deutschland



Quelle: Hypoport AG, Europace Report, Oktober 2013.

Anmerkung: Daten reflektieren etwa 15% des deutschen Hypothekarkreditmarktes.

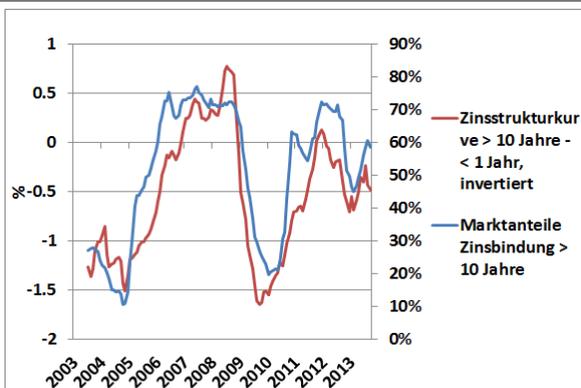
fenbar nicht mehr gesondert bepreist. Eine solche Situation wäre bei einer Verbriefung der Zins- bzw. Optionsrisiken am Kapitalmarkt kaum vorstellbar.

Der Hinweis auf die **aggressiven Regulierungsstrategien** in Italien, Belgien und Frankreich kann für Deutschland jedoch **nicht zielführend** sein.

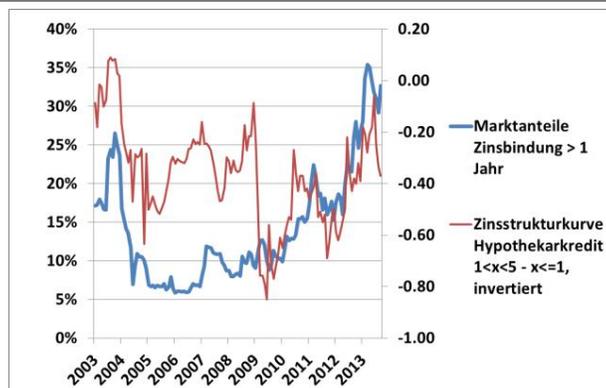
- In Italien hat sich der Marktanteil der Festzinskredite seit den 90er Jahren, als diese Kreditform noch dominierte, stark reduziert. Es gibt keine aussagefähigen Statistiken, die Zeitreihen ermöglichen würde. Eine Anfrage des Autors bei der Marktforschungsfirma Tecnocasa ergab folgende Marktanteile bei Neuverträgen für das erste Quartal 2013: variabel verzinslich 47%, variabel verzinslich mit Zinskappung 20,9%, festverzinslich 15,5%, Mischungen 4,5%, Volltilgendarlehen (variabel mit fester Annuität) 12,1%. Der Festzinsanteil ist folglich nur noch marginal. Das explizite Ziel der Bersani-Dekrete war es, hochverzinslichen Altverträgen die vorfällige Rückzahlung zu erleichtern – nicht, ein neues Festzinsprodukt einzuführen. Italien nähert sich damit gefährlich dem spanischen Modell eines reinen Gleitzinsmarktes an, aus dem Spanien selbst derzeit zu entfliehen sucht.

Abbildung 13 Marktanteile von Festzinskrediten, Zinsstrukturkurve von Hypotheken in europäischen Vergleichsländern

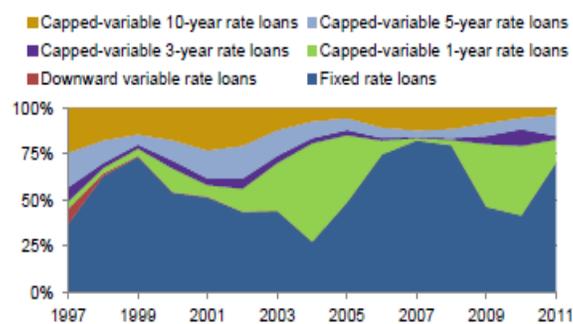
Belgien – verpflichtende Caps bei Gleitzinskrediten und eng begrenzter Vorfälligkeitsentschädigung



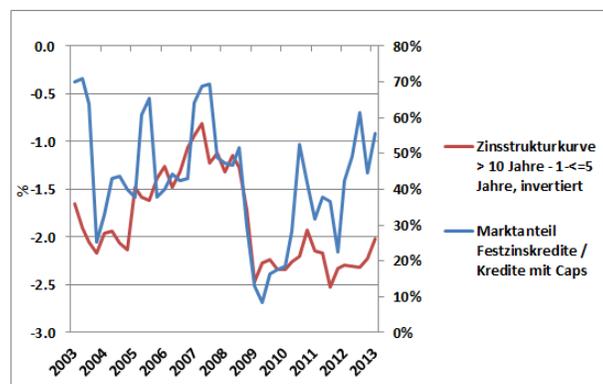
Spanien - Reform der Vorfälligkeitsentschädigung 2007 stärkt Festzinsprodukte



Belgien, Details



Dänemark – kündbares Festzinsprodukt im Wettbewerb mit Gleitzinsprodukten



Quelle: EZB, Danmarks Nationalbanken, Berechnungen durch Finpolconsult.

Anmerkung: Graphik unten rechts – offizielle dänische Statistik zu Kreditzinsen < 1 Jahr nicht aussagefähig.

- In Belgien existiert der kündbare Kredit wegen der Rechtskosten faktisch nur in der internen Refinanzierung. Sein Marktanteil ist nach wie vor mit 60% sehr hoch. Er bewegt sich stark mit der Zinsstrukturkurve für Hypotheken, wie Abbildung 13 oben links zeigt. Diese ist jedoch durch weitere starke Regulierungen der Gleitzinsregulierungen in Belgien inzwischen so stark abgeflacht, dass es für den Kunden kaum Substitutionsmöglichkeiten gibt.

In Belgien müssen alle Gleitzinskredite enge Zinskappungen mit sich führen, sodass ihr Kosten- bzw. Risikocharakter demjenigen von Festzinskrediten stark ähnelt.⁴³ So betrug die Zinsstrukturkurvendifferenz aus der EZB-Statistik zwischen Bindungen über 10 Jahren und Bindungen unter einem 1 Jahr in Belgien im August 2013 nur etwa 0,5%, während sie in Italien bei etwa 1,2% lag. Mit anderen Worten: der Gleitzinskredit ist in Belgien durch den verpflichtenden Risikoschutz gegen Zinssteigerungen so stark verteuert worden, dass die Kunden aus preislicher und Risikosicht faktisch indifferent zwischen Gleit- und Festzinskredit sind.

- Frankreich schliesslich führt kein echtes kündbares Festzinskreditangebot; die Gesamtkosten einer vorfälligen Rückzahlung sind für eine derartige Kategorisierung zu hoch. Deshalb entwickelt der französische ‚kündbare‘ Festzinsmarkt derzeit ganz ähnlich wie der deutsche ‚nicht-kündbare‘ ein Angebot von Sondertilgungsoptionen, bei der sowohl die Vorfälligkeitsentschädigung als auch die Rechtskosten wegfallen. Wie im belgischen Fall ist in Frankreich das Angebot von Gleitzinskrediten im Wesentlichen auf solche mit engen Caps ($x+2\%$) beschränkt, sodass auch hier durch weitere Regulierung des Gleitzinsmarktes die Nachfrage nach Festzinskrediten stabilisiert wird.

Zwar ist eine **Einschränkung des Gleitzinsangebotes** durch verpflichtende Zinskappungen und damit eine Einschränkung des möglichen Zinskorridors gegen verringerte Kreditrisiken und ein geringeres Risiko von Blasenbildung grundsätzlich zu begrüssen. Jedoch sind im belgischen und französischen Fall Situationen einer **nahezu Ununterscheidbarkeit zwischen beiden Produkten** eingetreten, die im Sinne eines vollständigen Marktes mit Auswahloptionen für den Verbraucher problematisch sind. Auch die amerikanische Entscheidung, dem kündbaren Festzinsprodukt durch faktische staatliche Garantien und Ankaufpolitik von Fannie Mae und Freddie Mac Präferenz einzuräumen ist, führt zu einem ähnlichen, verbraucherpolitisch motivierten Ergebnis.

Ein Hauptgrund für das schwache Angebot des kündbaren Produktes in Deutschland scheint zu sein, dass die **Refinanzierung für viele Banken ungeklärt** ist. Der Pfandbrief wird in Deutschland im Wesentlichen zur Gewerbefinanzierung verwendet, mit Wohnungsbaukrediten als Beimischung zur Ratingverbesserung. Eine marktdeckende Refinanzierung durch Pfandbriefe oder MBS wie in Dänemark oder USA gibt es nicht. Jedoch wäre es selbst im dänischen System fast zu einem Verschwinden des kündbaren Produktes gekommen.

- Dänemark erlebte in den vergangenen 10 Jahren einen starken Hauspreisboom, der stark von der Einführung von Gleitzinsprodukten getrieben worden war. Zu-

⁴³ Gleitzinskredite mit engen Caps weisen ähnliche Preischarakteristika auf wie kündbare Festzinskredite. Dazu Chart auf S. 31 in Dübel (2006b).

nächst wurden diese ausschliesslich mit Zinskappungen vertrieben und wie Festzinskredite über den Pfandbrief refinanziert. Nach kurzer Zeit wurde dieses Produkt jedoch unter dem Druck steigender Hauspreise durch noch niedriger verzinsliche indexierte Gleitzinskredite ohne Kappungen ersetzt. Dies brachte den kündbaren Festzinskredit in Dänemark an den Rand seiner Existenz – an der Spitze der Blase 2009 fiel sein Marktanteil auf nur noch 10% - und den dänischen Hypothekarkreditmarkt an den Rande des Kollapses – im Dezember 2008 musste eine Auktion von Gleitzinskrediten durch Intervention des grössten staatlichen Pensionsfonds vor dem Scheitern gerettet werden.

Seit 2012/13 gibt es dazu eine vom dänischen Aufseher angetriebene Gegenbewegung. Zunächst sollten Gleitzinskredite verboten und eine Mindestzinsbindung von 3 Jahren verpflichtend eingeführt werden. Unter Druck der Industrie wurde dieser Vorschlag im November 2013 durch sehr hohe Zinskappungen ersetzt ($X+5\%$, mit X derzeit bei rd. 2%). Die dänischen Hypothekenbanken haben ihrerseits grosse Anstrengungen unternommen, um den Festzinskredit wieder zu fördern – trotz derzeit steiler Zinsstrukturkurve ist ihr Anteil wieder auf 50-60% angestiegen (vgl. Abbildung 13). Einige Kreditgeber sind aus dem Gleitzinsprodukt ganz ausgestiegen.

Der Fall zeigt, dass ein verbessertes Refinanzierungsangebot für die Banken – etwa durch eine Pfandbriefreform - mit verbesserten Produktregulierungen einhergehen muss, um das kündbare Festzinsprodukt zu stabilisieren. Zwar ist selbst in einer solchen Situation aufgrund vieler anderer Faktoren unsicher, ob sich ein kündbares Produkt dauerhaft durchsetzen wird, jedoch wäre damit wenigstens das regulatorische Fundament für ein grösseres Angebot gelegt.

Verfügbarkeit nicht-kündbarer Festzinskredite

Der in Abbildung 13 für einige Länder erkennbare **enge Zusammenhang zwischen Kreditzinskosten bzw. Zinsstrukturkurve und dem Anteil von Festzinskrediten** kann auch als Haupttreiber für das Angebot nicht-kündbarer Kredite gesehen werden. Insbesondere besteht auch hier die **Gefahr einer Verdrängung durch den Gleitzinskredit**, dies umso mehr je stärker die Hauspreise bereits angestiegen sind. Zwar ist in Deutschland der Gleitzinskredit aus historischen Gründen sowohl bei Banken als auch Verbrauchern wenig beliebt. Die Entwicklungen in Südeuropa, in Österreich, den Niederlanden oder Schweden liefern jedoch hinreichend Anschauungsmaterial dazu, wie rasch Gleitzinskredite den Markt dominieren können. Besonders instruktiv ist der spanische Fall:

- Spanien erlaubte bis zu einer Gesetzesänderung im Jahr 1994 nur Festzinskredite. In diesem Gesetz wurde das Gleitzinsprodukt und insbesondere der am Interbankenzinssatz orientierte (heute Euribor) Kredit geschaffen. Wie in Italien 2007 wurde die Vorfälligkeitsentschädigung für Festzinskredite stark auf 4% der Kreditsumme eingeschränkt, im Vergleich zu den historisch hohen Zinssätzen einige wenige Monate Zinszahlungen. Binnen weniger Monate beherrschten Gleitzinskredite den Markt und Festzinskredite verschwanden aus dem Angebot. Spanien entwickelte in der Folge der damit einhergehenden säkularen Zinssenkungen mehrere Preisschübe sowie extreme Überinvestitionen am Immobilienmarkt, die für das Land in einer hohen Verschuldungssituation und Bankenkrise endeten.

Abbildung 13 zeigt das Ergebnis der durch die Reform von 2007 unterstützten Versuche, nicht-kündbare Kredite mit kurzfristigen Zinsbindungen wieder einzuführen. Inzwischen sind wieder Anteile von 30-35% erreicht, allerdings bei historisch niedrigen Umsätzen und unterstützt durch eine starke Verteuerung der Euribor-Kredite. Ob die Wiedereinführung langfristig Erfolg haben wird, ist nicht abzusehen.

- Österreich bietet Anschauungsmaterial dazu, wie der nicht-kündbare Kredit durch Konkurrenz mit risikoreicheren Kreditprodukten – hier dem Schweizer Franken-Kredit – verdrängt wird. Nachdem Banken und Zentralbank 2009 vereinbart haben, den Anteil der Fremdwährungskredite zu verringern, haben Gleitzinskredite in Euro die Oberhand gewonnen.
- Eine ähnliche Entwicklung gibt es in den Niederlanden, einem Land mit traditionell hohem Anteil nicht-kündbarer Kredite, wo das hohe Verschuldungsniveau zu steigenden Zinsen im langfristigen Festzinsbereich geführt haben. Inzwischen ist der Markt grossteils auf das Gleitzinsprodukt umgeschwenkt.

In einigen Ländern fehlt der kündigungsgeschützte Festzinskredit im Bereich von 5-10 Jahren als Alternative zwischen teurem kündbarem Festzinskredit und billigerem Gleitzinskredit oder kürzeren Bindungen. Dies befördert starke Schwankungen der Marktanteile zwischen kündbaren Festzinskrediten und Gleitzinskrediten aufgrund des fehlenden Produktes in der Mitte der Preis-Risiko-Verteilung (USA, Dänemark).

Der Umfang der Verdrängung des nicht-kündbaren Produktes hängt also stark von Preisfaktoren, der Hauspreissituation, der Existenz möglicherweise ‚toxischer‘ Konkurrenzprodukte und damit verbunden fehlerhafter Regulierung ab. Bezüglich der diskutierten Reformen ist aus der präsentierten Empirie Folgendes zu erwarten:

- Eine **Verkürzung der für die Vorfälligkeitsentschädigung anzusetzenden Zinsbindungsfristen** würde mit seiner Verteuerung im Bereich von X-10 Jahren Druck in Richtung stärkere Nutzung von Gleitzinskrediten und Verkürzung der Zinsbindungsfristen insgesamt ausüben. Diese Verschiebung auf das kurze Ende der Zinsstrukturkurve hin würde mit steigenden Hauspreisen zunehmen. Bereits jetzt lässt sich für Deutschland ein ausgeprägter Zinsbindungsfristenzyklus nachweisen, d.h. Haushalte spekulieren auf die Konditionen der Anschlussfinanzierung. Eine Rückkehr zu Situationen wie in den 80er und 90er Jahren, als Bindungen häufig nur 5 Jahre betragen und Verbraucher einem hohen Zinsänderungsrisiko ausgesetzt waren, sollte vermieden werden.⁴⁴ Weniger risikoreich wäre die Regulierungsoption nur im Zusammenspiel mit höheren Marktanteilen kündbarer Produkte mit 20 oder 30 Jahren Zinsbindung. Dies ist jedoch ein nur langfristig erreichbares Ziel.
- Wird die Zinsstrukturkurve der Hypothekarkreditprodukte durch zu starke Kappungen aufgefaltete, so sollte ebenfalls eine Verkürzung der Bindungsfristen und Verschiebung des Produktspektrums hin zum Gleitzins zu erwarten sein. Bei Anwendung des Gegenmittels verpflichtender Zinskappungen bei Gleitzinskredi-

⁴⁴ Vgl. Dübel und Köndgen (2006).

ten besteht das Risiko einer zu starken Einengung des Produktmenüs wie in Frankreich und Belgien. Weite Kappungen der Entschädigungen sollten entsprechend weniger problematisch sein.

- Symmetrie der Auszahlungen ist schliesslich aus Sicht der Marktvollständigkeit unproblematisch. Man mag argumentieren, dass mit der asymmetrischen Vorfälligkeitsentschädigung ein Produkt vom Markt verschwindet. Jedoch ist das nicht-kündbare Produkt mit symmetrischen Auszahlungen funktionell äquivalent, es bietet lediglich Verbesserungen v.a. beim Kreditrisiko- und finanziellen Mobilitätsmanagement für Verbraucher und Banken.

Es soll hier angesichts des europaweit deutlichen Drucks auf Festzinskredite aber davor gewarnt werden, die **Sondersituation der Eurokrise** seit 2010 zum Anlass für sehr weitreichende Kappungen der Vorfälligkeitsentschädigung zu nehmen, die die Marktstruktur fundamental verändern könnten. **Historisch gesehen war das deutsche Niveau der Zinsvolatilität geringer**, und damit der **Druck aus Risikosicht, grössere finanzielle Mobilität durch Regulierung zu erzwingen, kleiner, als in vielen europäischen Nachbarländern**. Viele der genannten Einschränkungen sind aus finanziell kaum tragbar hohen Zinsniveaus und einer Volatilität heraus entstanden, die für Deutschland auch in naher Zukunft eher unwahrscheinlich sein werden. Dies bedeutet jedoch nicht, dass es keinen Reformbedarf bzw. sinnvollen Reformoptionen der Vorfälligkeitsentschädigung gibt.

Zwischenfazit

Einem **hohen Zinsschaden** kann durch Kappung des Entschädigungsniveaus insgesamt oder Reduzierung der Zinsbindungsfrist begegnet werden. Zwar stehen hohen Vorfälligkeitsentschädigungen bei sinkenden Zinsen auch im Regelfall steigende Hauspreise gegenüber. Jedoch waren in der Vergangenheit **Phasen asynchroner Entwicklung von Hauspreisen und Zinsen nicht selten**, und eine solche **könnte insbesondere beim Platzen einer Kreditblase wiederkehren**. Aus Gründen vor allem des Eigenkapitalschutzes und der Liquiditätssicherung des Verbrauchers erscheint daher ein **Kostenmodell mit Kappung sinnvoll**.

Dabei sollten die Kappungsgrenzen aber **so weit gefasst werden**, dass **Refinanzierung und Zinskosten wenig beeinflusst werden** und das **nicht-kündbare Festzinsprodukt** insgesamt **als notwendiger stabilisierender Anker** im Hypothekarkreditproduktmenü **erhalten bleibt**. Die Kappung wäre somit nur als **Sicherung gegen eine Situation extremer Zinssenkungen** wie in den letzten Jahren der Eurokrise zu interpretieren. Auf der Basis der Daten der vergangenen Jahre würde sich eine **Kappungsgrenze von 10% der Rückzahlungssumme** anbieten.

Eine **Verkürzung der maximal der Entschädigung zugrundeliegenden Zinsbindungsfrist unter die 10-Jahresgrenze** als Alternative wäre aufgrund von Auswirkungen auf Refinanzierung und Zinsanpassungsrisiko des Verbrauchers und somit Marktvollständigkeit **problematischer** als eine derartige weitgefaste Kappung, für die nur ein geringer Zinsaufschlag erforderlich wäre.

Eine **Weiterentwicklung** von der derzeit praktizierten asymmetrischen Entschädigung hin zu **symmetrischen Auszahlungen durch Rückkaufoption unter pari** seitens des Verbrauchers, wie in Dänemark praktiziert, wäre sinnvoll. Sie **würde**, ebenso gegen gerin-

gen Zinsaufschlag, **das erhöhte Überschuldungsrisikos des Verbrauchers** bei steigenden Zinsen und im Regelfall dann **fallenden Hauspreisen entschärfen**.

6. Wirtschaftliche Auswirkungen der Reformoptionen beim Margenschaden

Die wesentlichen Regulierungsoptionen des Margenschadens gegenüber dem Status Quo in Deutschland sind, wie zuvor beschrieben, **Nullsetzung, Pauschalierung des Margenschadens oder seiner Einzelkomponenten oder die Erzwingung transparenterer und an den tatsächlichen Kosten orientierter Berechnungen**. Eine versteckte Pauschalierung über erhöhte Verwaltungsgebühren für die vorfällige Rückzahlung, wie etwa in Dänemark praktiziert, scheint erscheint als keine Verbesserung gegenüber dem Status Quo.

Allgemeine Auswirkungen einer Kappung des Margenschadens

Die **Erhebung eines Margenschadens** wirkt zunächst **wirtschaftlich wie die Erhebung einer zusätzlichen Gebühr** zum Zinsschaden (vgl. Abbildung 2).

- Da der Margenschaden in den oben vorgestellten Modellen weitgehend oder vollständig unabhängig von der Zinsentwicklung berechnet wird entspricht eine Erhebung einer Parallelverschiebung der Marktwertkurve des Kredites nach rechts und damit einer **Verringerung des Eigenkapitals des Verbrauchers** bei Rückzahlung (vgl. Abbildung 4 und folgende).
- Eine **Kappung** begrenzt diesen Eigenkapitalverlust, **führt** jedoch bei möglicher Nichterstattung von entgangenem Gewinns des Kreditgebers **zu einem ausgleichenden Zinssteigerungseffekt** für den bis zur Rückzahlung zu bestreitenden Schuldendienst. Dieser entspricht einer Risikoprämie für den vorzeitigen Abbruch des Margenstroms an den Kreditgeber. Seine Höhe hängt wesentlich von der Intensität der Wechsel des Kreditgebers durch die Verbraucher ab, die wiederum umso grösser ist, je stärker die Margenschadenerhebung beschnitten bzw. der Zinsschaden nicht oder nicht vollständig erhoben wird.
- Alternativ zur Margenerhöhung, oder begleitend, kann es durch eine starke Kappung des Margenschadens zu einer **Veränderung der Preisstruktur des Kredites kommen**, vor allem betreffend das Verhältnis von Kreditabschlusskosten und Kreditmarge (vgl. auch Abbildung 15 unten).

Da eine Margenschadenerhebung **nach Massgabe der CARRP-Direktive nur dann zulässig** sein kann, wenn der Bank durch die Rückzahlung Kosten entstehen, entstehen diese Auswirkungen in Zukunft nur noch **bei einem Wechsel des Kreditgebers**. Insofern kann sich eine Fehlregulierung des Margenschadens wettbewerbshemmend oder – verschärfend auswirken.

Auswirkungen bei Verbesserung der Berechnungsmethode

In der Theorie könnte eine **genaue Bestimmung der Kosten des Kreditgebers** die Balance zwischen den o.a. Eigenkapital- einerseits und Zinsniveau- bzw. Preisstruktureffekten andererseits wahren, sowie genau dem Wortlaut der Direktive entsprechen.

Dazu, sowie zur Verbesserung des Kommunikationsverhaltens der Kreditgeber, gibt es seit langem detaillierte **Forderungen des Verbraucherschutzes**. Dazu gehören die Forderungen, dem Verbraucher *vor Vertragsabschluss* die in den Darlehenszins eingepreisten Risiko- und Verwaltungskosten mitzuteilen, die Parameter für die Berechnung des Margenschadens gesetzlich festzuschreiben und ihre Einhaltung von der Finanzaufsicht kontrollieren zu lassen.

Wie realistisch sind diese Forderungen, und **entspricht ihr Aufwand dem Ertrag für Verbraucher und Kreditgeber? Sollte man hier vom Kostenprinzip abweichen und einer Pauschalierung den Vorzug geben?**

Ersparte Verwaltungskosten

Zunächst kommt die **derzeitige laufende Rechtsprechung** in Deutschland zu **Verwaltungskosten** - oben wurden die vor Gericht erfochtenen EUR 5,11 an Kosten pro Monat angesetzt⁴⁵ - **einer Pauschalierung gleich**. Versucht man, hier Einzelfallgenauigkeit zu erreichen, wie es die deutsche Rechtsprechung mitunter verlangt, so stösst man rasch an Grenzen.

Verwaltungskosten sind Gemeinkosten von Unternehmen, die in der Regel nur kalkulatorisch auf den einzelnen Kostenträger, die verschiedenen zinstragenden Produkte einer Bank, zuzurechnen sind. Im Einproduktunternehmen – z.B. in einer klassischen Hypothekenbank mit Fokus auf den Wohnungsbaukredit - ist eine Erhebung unproblematisch. Jedoch herrscht heute in Deutschland in der Wohnungsbaufinanzierung das Universalbankensystem vor, in dem Verwaltungskosten nur schwer auf das einzelne Kreditportfolio bzw. -produkt zuzuordnen sind. **Kostenträgerrechnungen**, die dies versuchen, sind aufgrund vielfältiger Kostenstrukturunterschiede **nicht ohne Weiteres zwischen Banken standardisierbar**.

In der Rechtsprechung bisher ignoriert werden die **erheblichen empirischen Schwankungen von Verwaltungskosten über die Phasen des Kreditzyklus**. Es sind Daten aus den USA verfügbar, die zeigen, wie rasch diese in der Phase der Kreditkrise ansteigen können.

- Die USA verfügen durch ihr spezialisiertes System von Kreditfabriken („Servicer“) eine vergleichsweise transparente Kostenstruktur. Der damals effizienteste US-Servicer, Countrywide Financial Services in Los Angeles, war bei Millionen von Verträgen unter Verwaltung vor der Krise in der Lage, die damals weitgehend gesunden Kredite mit 4-7 Basispunkten Kosten zu verwalten. Bezogen auf EUR 100.000 Kreditsumme entspricht dies EUR 2,50-4,40 im Monat. Diese Werte werden in Deutschland mit grosser Wahrscheinlichkeit nicht erreicht; der o.a. Wert von monatlich EUR 5,11 oder 6,1 Basispunkten (0,061%) erscheint als Untergrenze. Ein derartiger Wert wird vielleicht bei den in den 2000er Jahren in Deutschland gegründeten Kreditfabriken der Sparkassen und Genossenschaften erreicht werden können, nicht aber bei einer einzelnen Bank. Dort dürften die Kosten eher im Bereich von 10 Basispunkten (0,1%) und darüber liegen.

⁴⁵ Urteil des OLG Schleswig, Az.: 5 U 124/95 vom 8. Januar 1998. Alleine durch die seitdem akkumulierte Inflation sollte der Betrag heute eher im Bereich von EUR 6 anzusiedeln sein.

Durch eine Kreditkrise ändert sich das Kostenbild zudem schlagartig. Es wurden seit 2007 in den USA deutlich vergrösserte ‚Special Servicing‘ Abteilungen bei den Servicern notwendig, die sich mit zeitaufwendigen Restrukturierungen und mögliche Zwangsversteigerungen sowie einer zunehmenden Zahl staatlicher Hilfsprogramme und Regulierungen von Vollstreckungsmassnahmen befassen mussten. Hinzu kamen Strafen bei rechtlich fragwürdigem Vorgehen gegen Verbraucher, vor allem in Fällen, in denen versucht wurde, die Kosten zu senken (Stichwort: ‚Robosigning‘ bei Vollstreckungsmassnahmen). Kredite mit Special Servicing-Notwendigkeit verursachen Kosten nach Auskunft eines für diese Studie befragten Servicers im Bereich von USD 1.800/Jahr. Diese Kosten sind weitgehend vom Kreditvolumen unabhängig, sodass bezogen auf EUR 100.000 Kreditsumme für ausgefallene Kredite 180 Basispunkte bzw. EUR 150 im Monat zu veranschlagen sind, ggf. bei weniger effizienten Servicern auch deutlich mehr.

Die von der Aktiv-Passiv-Differenz abzuziehenden Verwaltungskosten richten sich also nach dem Anteil von allgemeinem Servicing und Special Servicing über den gesamten Kreditzyklus. Nimmt man eine durchschnittliche Kreditausfallquote von 2% über den Zyklus an, sowie die o.a. 6,1 Basispunkte normale Servicing-Kosten, so betragen gesamten Servicing-Kosten 9,7 Basispunkte oder EUR 8,10 pro Monat je EUR 100.000 Kreditsumme. Selbst bei 1% ausgefallenen Krediten im durchschnittlichen Bestand ergibt sich noch ein Wert von EUR 6,62 pro Monat, EUR 1,50 höher als derzeit von der Rechtsprechung angenommen.

Es ist schliesslich davon auszugehen, dass **nach einer Kreditkrise** die allgemeinen **Servicingkosten** gegenüber dem Vorkrisenzustand **durch verschärfte Regulierungen und Kontrollen** für einen längeren Zeitraum **deutlich ansteigen**. Dies führt derzeit in den USA zu deutlichen Kostenerhöhungen gegenüber der Situation der 2000er.

Eine **Mitteilung** der aktuellen kalkulatorischen Verwaltungskosten **an den Verbraucher hilft** also **weder dem Problem mangelnder Transparenz** und den Zuordnungsproblemen der Kostenträgerrechnung der Bank, **noch dem Problem der strukturellen Zyklizität** dieser Kosten **ab**.

Zu **den historischen empirischen Dimensionen von Zahlungsausfällen** in Europa vgl. Abbildung 14. **Es gibt keinen Grund anzunehmen, dass Deutschland von einer Kreditrisikokrise und damit deutlichen Servicingkostenerhöhungen dauerhaft verschont bleiben wird.** Leider führt Deutschland nicht einmal eine offizielle historische Kreditrisikostatistik im Hypothekarkredit und RMBS-Verbriefungen mit verpflichtender Berichterstattung zu Kreditausfällen sind kaum entwickelt, sodass zu den marktweiten Ausfallraten nur Vermutungen angestellt werden können.⁴⁶ Legt man Daten aus den Niederlanden und Dänemark als Vergleichsmassstab zugrunde, so sollten erwartete Kreditausfallraten über den gesamten Zyklus hinweg von 0,5-1% realistisch sein (über 90 Tage Rückstand).

⁴⁶ Die Bundesbank verfügt über keine solche Statistik. Der Verband deutscher Hypothekenbanken führte sie in den 80er und 90er Jahren. Ihre Veröffentlichung wurde eingestellt.

Ersparte Kreditrisikokosten

Historische **Kreditrisikokosten** sind Einzelkosten und deshalb grundsätzlich auch in der Universalbank **relativ kostengünstig zu erheben**. Dies geschieht jedoch in der Praxis nur mit nur geringer Transparenz und ohne externe Kontrollen.

Nach einer neueren Erhebung des Verbraucherschutzes⁴⁷ erwarten Kreditgeber ersparte Risikokosten ,nahezu durchgängig nur .. zwischen 0,0154 und 0,1 %.. ‘. Der Verbraucherschutz setzt dagegen bei internen Berechnungen Risikokosten von 0,15% an, und argumentiert, dass sich aus historischen Daten der 90er Jahre zu Zinsspreads Risikokosten von bis zu 0,3% ableiten lassen. Dazu einige einfache Plausibilitätsüberlegungen:

- Bei erwarteten Risikokosten von 0,20% p.a. würde bei Verwendung der Pfandbriefkurve ein Barwert der Risikokosten über 10 Jahre von ca. 1,8% entstehen.
- Der durch zahlreiche quantitative Tests im internationalen Vergleich unterfütterte **Standardansatz des Baseler Ausschusses** fordert demgegenüber eine 35%-Gewichtung und somit multipliziert mit der Bezugsgrösse von 8% Eigenkapital in Höhe von 2,8% für Wohnungsbaukredite. Dies entspräche **über die 10 Jahre Laufzeit gerechnet 0,31% an Risikokosten**.⁴⁸

Aus empirischer Sicht haben Festzinskredite im Wohnungsbau – je nach Ausgestaltung der Vorfälligkeitsentschädigung - eine erwartete Laufzeit („expected duration“) zwischen 7 und 15 Jahren, sodass der 10-Jahreszeitraum realistisch erscheint. Im deutschen Fall liegen die realisierten Laufzeiten derzeit aufgrund der stark gesunkenen Zinsen knapp oberhalb der 10 Jahre, bei flachem oder steigendem Zinstrend könnten 12-13 Jahre erreicht werden (etwa 2/3 der Kredite Bindung bis 10 Jahre, 1/3 Bindung bis 15/20 Jahre). Setzt man 12 Jahre an, so entspricht der Standardansatz Risikokosten von 0,26% p.a.

- Der Standardansatz enthält nach konzeptioneller Definition **je eine Kapitalkomponente für erwartete und für unerwartete Kreditverluste**. Will man nur die erwarteten Kreditverluste als Risikokosten abziehen anstelle der gesamten Eigenkapitalersparnis, so wie bisher üblich, dann wäre die Form der Verteilung der Kreditverluste zu approximieren. Demnach würde ein Wert von 0,2% im Erwartungswert etwa 2/3 der Summe aus erwarteten und unerwarteten Kreditverlusten ausmachen. Auch dies erscheint in etwa realistisch, wenn man die **typische links-steile Verteilung von Kreditausfällen im Zeitverlauf mit rechts in der Verteilung stehenden Mittelwerten (Erwartungswerten)** zugrunde legt.

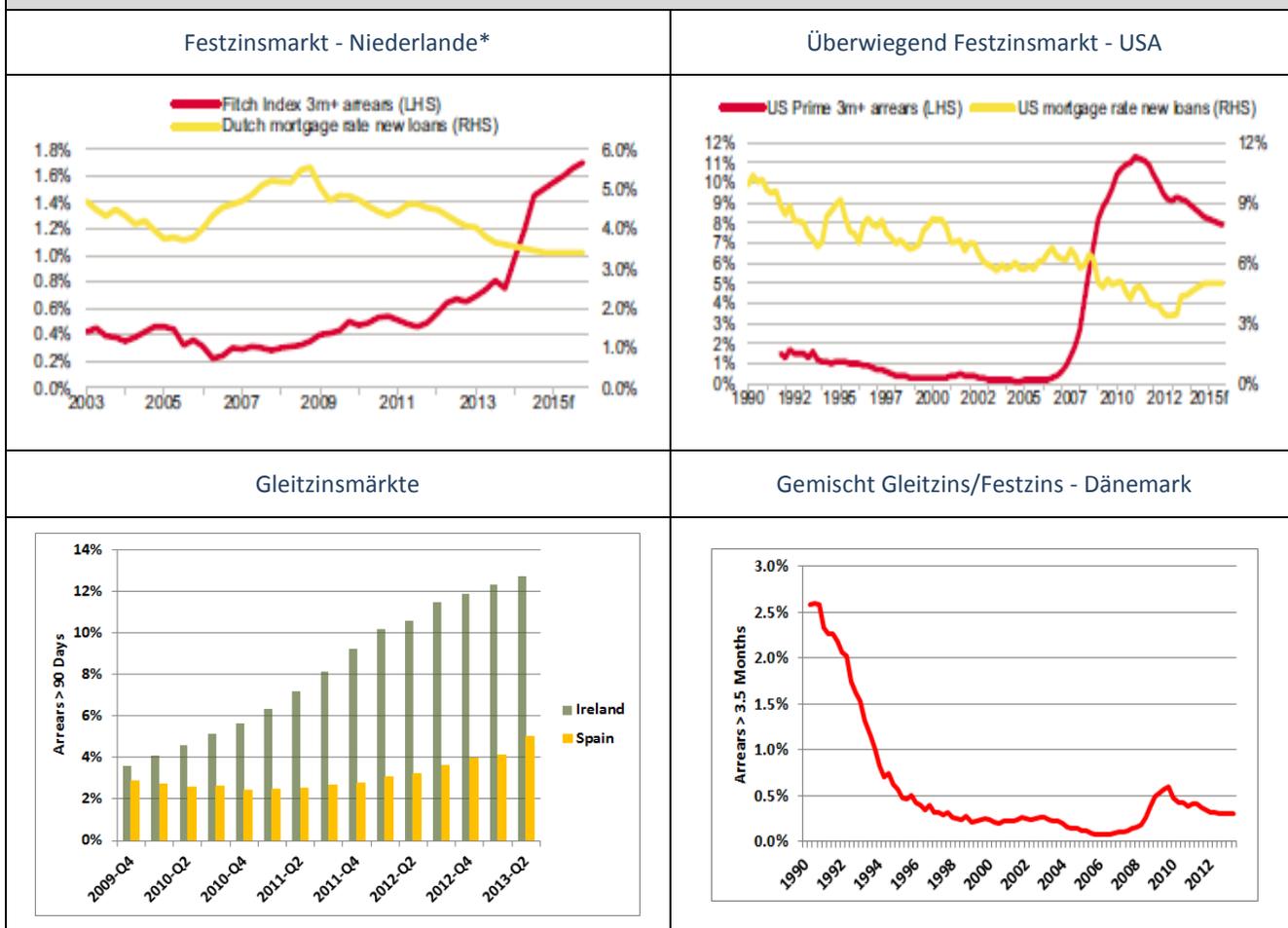
Es muss nach der tiefen Hypothekarkreditkrise in den USA und Westeuropa jedoch analog zur oben diskutierten Verteilung der Verwaltungskosten unterstellt werden, dass die **tatsächlichen Kreditrisikoverteilungen in der Krise sog. ‚fat tails‘ aufweisen**. Dies sind zeitliche Konzentrationen hoher Kreditverluste, die typisch für das Platzen von Hauspreisblasen sind. Abbildung 14 zeigt solche historischen ‚fat tails‘ für die USA und massstäblich verkleinert für europäische Länder wie Dänemark und Irland. Eine Berücksichti-

⁴⁷ Vgl. Gottschalk (2013).

⁴⁸ Nimmt man 30 Jahre an, so erreicht man 0,13% (bei Extrapolation der 10-Jahres-Pfandbriefrendite von t=11-30).

gung insbesondere der jüngsten Ereignisse, die bei den quantitativen Tests zum Standardansatz der Basel II-Regulierungen noch nicht vorlagen bzw. für die Basel III-Regulierungen ausgeklammert wurden, könnte die Erwartungswerte für Kreditrisikoverluste deutlich nach oben (in der Verteilung nach rechts) verzerren. Bisher steht eine umfassende Revision der Eigenkapitalanforderungen an den Wohnungsbaukredit mit den Daten aus der Kreditrisikokrise noch aus.

Abbildung 14 Kredite mit Zahlungsrückstand im internationalen Vergleich



Quelle: FitchRatings, auf der Basis von Kreditportfolien in gerateten hypothekarisch besicherten Schuldverschreibungen (Mortgage-backed Securities)
Anmerkung: arrears bzw. delinquencies – Kredite im Zahlungsverzug, bitte die verschiedenen Definitionen beachten. *non-NHG – nicht vom Staat (National Housing Guaranty) garantierte Kredite.

Historische deutsche Daten sind dagegen für die Berechnung erwarteter Kreditrisikokosten über den Zyklus bzw. die gesamte Verteilung hinweg **nahezu irrelevant**. In Abwesenheit einer grösseren Kreditrisikokrise stammen sie lediglich aus der linken Seite der Kreditrisikoverteilung, d.h. reflektieren Perioden niedrigerer Ausfälle (siehe auch die Periode 1995-2007 für USA oder Dänemark). Zwar besteht aufgrund des entwickelteren Mietwohnungsmarktes – im Vergleich zu USA, Irland - und der geringeren Steuerförderung von Verschuldung – im Vergleich zu Dänemark, Niederlande - begründeter Anlass, für Deutschland insgesamt geringere Kreditrisikokosten als in diesen Vergleichsländern

anzunehmen. Jedoch hiesse die Verwendung historischer deutsche Daten, das Risiko einer Kreditrisikokrise vollständig zu negieren.

Zu den marktweiten Erwartungswerten über den Kreditzyklus hinzuzurechnen sind **individuelle Risikoaufschläge**, die sich nach Bonität des Kreditnehmers, nach Beleihungsausläufen und anderen Faktoren richten. Diese **werden in der Regel bei der Berechnung der Vorfälligkeitsentschädigung nicht berücksichtigt**.

Aus diesen Beobachtungen folgt wiederum die **Forderung des Verbraucherschutzes nach Offenlegung der individuellen kalkulatorischen Risikokosten** bei Vertragsabschluss. Dieser Weg erscheint zwar wegen der Zuordnung von Risikokosten zum Kostenträger Wohnungsbaukredit als Einzelkosten gangbarer als im Fall der Verwaltungskosten. Er ist angesichts weit verbreiteter **Datenprobleme und starken zyklischen Kostenschwankungen** jedoch **ebenfalls problematisch**.

- **Daten zur Bestimmung der individuellen ersparten Kreditrisikokosten könnten aus einer historischen Regressionsanalyse von Kreditdatensätzen abgeleitet werden. Dies ist jedoch nur auf der Basis ausreichend grosser, d.h. zentralisierter Datensätze möglich, wie sie etwa für die USA vorliegen. In Deutschland sind hier trotz einiger durch die internen Risikomodelle von Basel II stimulierter Studien angesichts der dezentralen Anbieterstruktur nur geringe Fortschritte erkennbar. Die Datensätze sind in der Regel zu klein und Analysen sind damit ungenau und teuer. Nach Einschätzungen einer für diese Studie interviewten Kreditbrokerplattform weist die individuelle Kreditrisikobepreisung in Deutschland selbst bei relativ standardisierten Einflussfaktoren wie Beleihungsausläufen in den vergangenen Jahren eine zunehmende Streuung auf.**

Zudem zeigen die Erfahrungen aus den USA, dass individuelle Kreditrisikokosten zyklisch stark in der Krise ansteigen. So erheben die US-Refinanzierer Fannie Mae und Freddie Mac derzeit nicht nur ‚adverse market fees‘ für das insgesamt angestiegene Kreditrisiko, sondern erhöhen auch ihre Abschläge bei Kreditankäufen – sog ‚loan level purchase agreements‘ – je nach Kreditrisikosituation des Kreditnehmers deutlich. In einigen Marktsegmenten des Subprime-Bereichs versiegte die Liquidität vollständig, sodass kalkulatorische Kostenannahmen nicht mehr messbar waren.

Die Verbraucherschutzdebatte zur Einzelfallberechnung von Kreditrisikokosten erinnert insgesamt stark an die **Debatte zu Eigenkapitalregeln des Baseler Ausschusses**. Dieser **liess bankinterne Risikomodelle** bei der Berechnung der Eigenkapitalhaltung der Banken **zunächst zu (Basel II) um sie dann, als das Ergebnis ein sinkendes Eigenkapitalniveau der Banken insgesamt war**, das sich in der Finanzkrise als grosse Belastung der Steuerzahler erwies, wieder **stark einzuschränken (Basel III)**.

Auch hier war das Kernmotiv der Kreditgeber die Durchsetzung eine Kostenberechnung ohne Berücksichtigung von Krisen rein auf der Basis günstiger historischer Daten. Diese Sichtweise ist im Eigenkapitalbereich von Banken wegen der o.a. empirischen ‚fat tails‘ der Kreditrisikokrise unzulässig. Es ist zu fragen, warum sie im Bereich des Verbraucherschutzes zulässig bleiben sollte.

Nicht ohne Grund **wählten** auch **rd. 80% der deutschen Banken bereits unter Basel II den Standardansatz der Eigenkapitalermittlung**, denn sie verfügen über die von der

Aufsicht geforderten Kapazitäten zur Kreditrisikomodellierung nicht. Auch dieser Umstand spricht für eine weitgehende Pauschalierung nicht nur der Verwaltungs-, sondern auch der Kreditrisikokosten.

Eine Möglichkeit der Differenzierung individueller Kreditrisiken bzw. Beleihungsausläufe läge in einem einfachen System von Zuschlägen und Abschlägen gegenüber den aus dem Standardansatz erhältlichen Mittelwerten. Dieses würde sich jedoch in Abwesenheit ausreichend grosser Datensätze notwendigerweise auf die veröffentlichte und aus den genannten Gründen wenig transparente und stark streuende Preispolitik der Kreditgeber stützen müssen.

Auswirkungen bei Pauschalierung

Diese Option kann **durch pauschalierte Abzüge von der Bruttomarge** im Aktiv-Passiv-Vergleich (Schweden) oder eine **pauschalierte Approximation der Nettomarge** (Spanien) umgesetzt werden. Letztere würde sich mit einem Übergang zum Aktiv-Aktiv- oder Passiv-Passiv-Vergleich ergänzen.

Der Ansatz von **Mindestwerten der Abzüge von der Bruttomarge** im Aktiv-Passiv-Vergleich ist angesichts der Anreize der Kreditgeber, diese nicht zu überschreiten, **gleichbedeutend mit Pauschalierung der Kostenannahmen**. Sie **erzeugt schwankende kalkulatorische Nettomargen**, so wie sie auch für den Kreditzyklus aufgrund der sich verändernden Wettbewerbs- und erwarteten zukünftigen Kostenverhältnisse charakteristisch sind.

Eine Hemmschwelle der Akzeptanz dieses Modells ist, dass sich die Nettomarge und damit der Margenschaden nach diesem Modell in der Kreditkrise, in der in der Regel nach Zinssenkungen der Zentralbank bzw. des Kapitalmarktes die Bruttomarge steigt, deutlich ausweitet. Dies entspricht nicht der Sichtweise des Marktes (s.o.) und führt zu Nachteilen für den Verbraucher gerade dann, wenn er auf eine Reduzierung der Vorfälligkeitsentschädigung angewiesen ist.

Nachteile entstehen auch bei möglicherweise extremem Wettbewerb durch zu starke Bruttomargenkompression. Ein faktisches Verbot des Margenschadens oder sogar Annahme einer negativen Nettomarge droht unter dem oben dargestellten schwedischen Reformvorhaben mit 1% Mindestabzug zu entstehen. Extremsituationen könnten zwar aus der Berechnung ausgeschlossen werden. Letztlich ergeben auch Mindestabzüge nur dann einen Sinn, wenn annähernd Klarheit über die damit zu approximierenden empirischen Kosten über den gesamten Kreditzyklus hinweg herrscht.

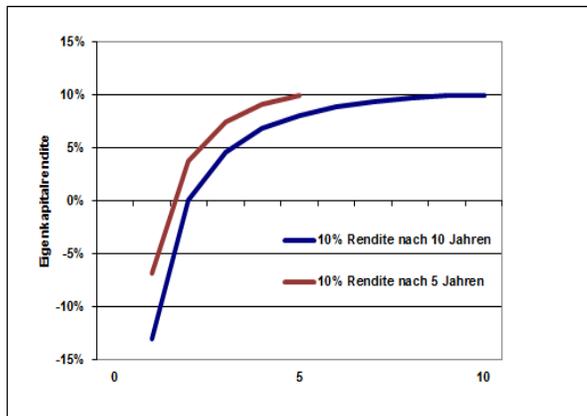
Für eine **direkte Pauschalierung des zu bestimmenden Verlustes an Nettomarge** spricht nicht nur die Umgehung der bisher genannten Schwierigkeiten der empirischen Kostenerhebung, sondern auch eine **sinnvollere Interpretation des Margenschadens**. Dieser sollte nicht als eine Entschädigung für entgangenen Gewinn, sondern **als Ausgleich für – in der Regel fixe – Acquisitionskosten einer Bank für Neukunden**, erhoben werden. Die Annahme einer zwar kostenbehafteten, aber stetigen Wiederanlage in Neukredite scheint weit eher der Realität des Hypothekarkreditmarktes zu entsprechen als die derzeit dem Margenschaden zugrundeliegende Annahme einer erfolglosen Neuacquire bis zum Ende der Zinsbindungsfrist. Acquisitionskosten von Neukunden – Schätzkosten der Immobilie, an Broker zu zahlenden Gebühren sowie die zuzuordnenden allgemeinen

Verwaltungskosten - können als weitgehend unabhängig vom Zinszyklus angenommen werden.

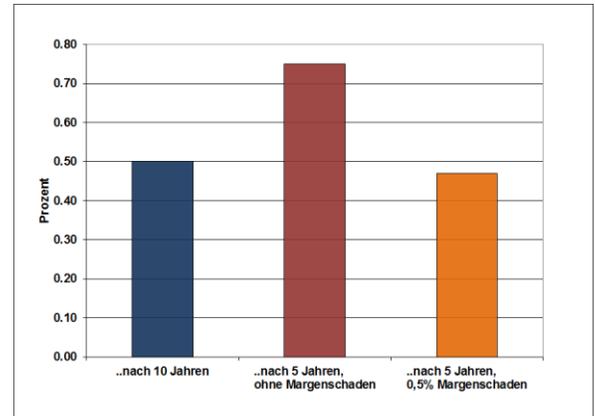
Abbildung 15 greift diese Interpretation des Margenschadens auf und analysiert die **Interaktion zwischen Kreditabschlussgebühren und Höhe des Margenschadens**. Eine einfache Pauschalierung nach dem Vorbild der spanischen Regulierung in Höhe von 0,5% hat bereits deutliche positive Auswirkungen in Richtung auf eine Senkung der Kreditabschlusskosten. Bleiben diese unter den Kosten für die Acquire von Neukunden, so verbessert sich insgesamt die Leistbarkeit des Kredites durch den Finanzierungseffekt.

Abbildung 15 Simulation Veränderung der Preisstruktur eines Hypothekarkredites bei vorfälliger Rückzahlung und Wechsel der Kundenbeziehung, Funktion des Margenschadens

Eigenkapitalrendite in Abhängigkeit von der Dauer der Kundenbindung



Veränderungen der Kreditabschlussgebühr bei gleichbleibender Marge zur Erreichung 10% Renditeziel ...



Quelle: Finpolconsult.

Annahmen: Kosten der Kreditabschlusses/Gewinnung Kundenbeziehung für die Bank: 1,5%, Kreditbearbeitungs- und Risikokosten 0,4% p.a. (Zinssatz 4,5%), Bruttokreditmarge 0,9%, Nettokreditmarge 0,5%. Angestrebte Eigenkapitalrendite von 10% muss durch Kundenwechsel bereits nach 5 anstatt erst nach 10 Jahren erreicht werden.

Das Kündigungsverhalten kann in diesem Modell weiter stabilisiert werden, indem man **den Margenschaden im Zeitablauf staffelt**. Eine mögliche Option ist ein einfaches degressives Margenschadenmodell, z.B. Verteilung auf 10 Jahre beginnend mit 1% bis 0%, d.h. 0,1% Degression pro Jahr.⁴⁹ Spanien verwendet derzeit eine einfachere Staffel und setzt nach den ersten 5 Jahren den Margenschaden von 0,5% auf 0,25% herab.

Zwischenfazit

Der **Margenschaden wirkt wie eine** zusätzlich zum Zinsschaden zu entrichtende **Gebühr**. Eine **Fixierung unterhalb des anfallenden Kostenniveaus** könnte zu **Margenhö-**

⁴⁹ Zum Vergleich: die Kosten für die Nutzung von Kreditbrokern in Deutschland, die den Banken bei der externen Acquire von Neukunden entstehen, betragen derzeit etwa 0,4-0,5% der Kreditsumme. Die Gesamtkosten der Acquire einschliesslich der internen Kosten dürften den Wert von 1% nicht übersteigen.

hungen bzw. Änderung der Preisstruktur in Richtung **höherer Kreditabschlusskosten** führen.

Im Rahmen der **Methodik des Aktiv-Passiv-Vergleichs** versucht man in Deutschland, die ersparten Verwaltungs- und Kreditrisikokosten und damit die dem Kreditgeber entgangene **Nettomarge möglichst genau zu bestimmen**. Diese Praxis ist angesichts der tatsächlich über den Kreditzyklus hinweg stark schwankenden Kosten sowie von Informationsasymmetrien und methodischen Problemen der Kostenrechnung **scheingenau und in der Praxis oft einseitig zulasten der Verbraucher ausgelegt**. Im Falle der Kreditrisikobestimmung wird der bei der Vorfälligkeitsentschädigung faktisch verfolgte interne Modellansatz inzwischen im Bankenaufsichtsbereich wieder weitgehend verworfen. Gleichzeitig wäre es ein unvertretbarer Kontroll- und Bürokratieaufwand, die Banken auch noch in diesem Punkt der bereits umfangreichen Bankenregulierung im Detail zu überwachen.

Aus wirtschaftlicher Sicht erscheint zudem die **Grundannahme bei der Margenschadenberechnung einer Nicht-Wiederanlage in einen Neukredit über die restliche Zinsbindungsfrist fragwürdig**. Die alternative Interpretation dieser Entschädigungskomponente als **Ausgleich der Kosten der Acquire eines Neukunden** – z.B. von nicht durch Kreditabschlussgebühren gedeckten Marketing- und Kreditvermittlungskosten - ist **wirtschaftlich realistischer**.

Selbst unter der Vorgabe der EU-Direktive der Orientierung an den Kosten wird daher aus praktischen und konzeptionellen Gründen **kaum ein Weg an einer Pauschalierung des Margenschadens vorbeigehen**. Die Amortisierung der Kreditabschlusskosten im Zeitverlauf kann wie im spanischen Fall durch eine **zeitliche Staffelung** der Pauschale abgebildet werden.

7. Fazit und Empfehlungen

Festzinskredite mit Vorfälligkeitsentschädigung sind erhaltenswürdig

Nicht-kündbare Festzinskredite mit Vorfälligkeitsentschädigung sind ein **wichtiges Produkt im mittleren Kosten-Risiko-Spektrum** der Hypothekarkreditmärkte. Länder mit kündbaren Festzinskrediten, die einen starken Anstieg der Gleitzinsfinanzierung mit der Konsequenz erhöhter Kreditrisiken erlebt haben, diskutieren derzeit die Einführung (USA) bzw. forcieren dieses Produkt (Dänemark, geplante Verlängerung der Zinsbindungsfristen).

Schließt man eine der drei o.a. Kredittypen aus oder verzerrt man die Preisstruktur jenseits von notwendigen Mindestsicherungen⁵⁰, so kann es rasch zu **unerwünschten Marktanteilsschwankungen mit erheblichen Risiken für die Finanzstabilität** kommen. Seit dem Beginn der Zinskompression in den 80er Jahren ging diese Substitution in Europa und den USA fast ausschließlich vom Festzinskredit in Richtung Gleitzinskredit, mit

⁵⁰ Dazu gehören aus Sicht des Autors Zinsobergrenzen beim Gleitzinskredit und Schuldensobergrenzen in heimischer Währung beim Fremdwährungskredit, die in der CARRP-Direktive nicht umgesetzt wurden. Durch diese Regulierungsfehler wird der Festzinskredit künstlich optisch verteuert.

dem Ergebnis, dass heute nach Schätzungen des Autors⁵¹ mehr als zwei Drittel der ausstehenden Kredite in Europa Gleitzinskredite ohne Risikoschutz des Verbrauchers sind. Durch die entsprechende Kreditexpansion, auch in den Subprime-Bereich hinein, wurde die Krise westeuropäischer Hypothekarkreditmärkte (Irland, Spanien) sowie die Eurokrise massgeblich begünstigt. Trotzdem weigert sich die europäische Regulierungspolitik bisher, den Gleitzinskredit ernsthaft einzuschränken.⁵²

Eine solche Entwicklung in Deutschland in einem ebenfalls liberalen Produktregulierungsumfeld zu forcieren, kann nicht im Sinne des Verbraucherschutzes sein. Deshalb sollte der **Grundansatz einer auf dem Kostenmodell basierenden** und die Kosten des Kreditgebers hinreichend abdeckenden **Vorfälligkeitsentschädigung beibehalten werden**.

Die Vorfälligkeitsentschädigung sollte jedoch durch Passiv-Passiv-Vergleich und Pauschalierung des Margenschadens verbraucherfreundlicher gestaltet werden

Mindestsicherungen für Verbraucher beim nicht-kündbaren Kredit sind jedoch notwendig, und eine Reform in diesem Punkt sollte überlegt werden. Deutschland befindet sich **mit einer durch Vorfälligkeitsentschädigung geschützten Zinsbindungsfrist von 10 Jahren international am oberen Ende** und in der derzeitigen Sondersituation am Rande der wirtschaftlichen Vertretbarkeit, was die Schwankungen des Marktwertes des Kredites bzw. die mögliche Höhe der Entschädigung betrifft.

Zur Verringerung ihrer maximalen Höhe gibt es zwei Ansätze, Beschränkung des Margenschadens und Beschränkung des Zinsschadens.

Bei der Regulierung des **Margenschadens** wäre eine **nach Restlaufzeit gestaffelte Pauschalierung** der Nettomarge dem jetzigen Modell der scheinexakten Berechnung der Nettomarge beim Aktiv-Passiv-Vergleich vorzuziehen. Die Alternative wären Mindestansätze zu den vom Aktiv-Passiv-Vergleich abzuziehenden Kostenkomponenten.

Eine **Optimierung der Margenschadenberechnung unter dem jetzigen Verfahren** scheint angesichts der entgegenstehenden Anreize der Kreditgeber und grossen Unsicherheiten über die erwarteten zukünftigen Kosten **kaum realistisch**. Selbst, wenn historische Daten ausreichend detailliert lieferbar, zuverlässig und nachvollziehbar sind, was eine Kostenträgerrechnung des Kreditgebers voraussetzen würde, so sind sie angesichts der zu beobachtenden **grossen Schwankungen von sowohl ersparten Verwaltungskosten- als auch Risikokosten** bei Kreditrisikokrisen im internationalen Umfeld kaum aussagefähig. Auch ein verfeinerter Rechenansatz wäre nach der ersten grösseren Kreditrisikokrise in Deutschland nicht mehr haltbar.

Schliesslich ist die der jetzigen Regelung unterliegende Annahme einer Wiederanlage nicht in Kredite, sondern nur in Pfandbriefe, als realitätsfern zu verwerfen. Eine Pauschalierung – etwa von 1% über die 10-Jahres Zinsbindungsfrist absteigend auf 0%, und

⁵¹ Vgl. Dübel (2011).

⁵² Spanien hat als bisher einziges ‚Gleitzinsland‘ Konsequenzen aus den Risiken gezogen und bereits 2007 nach dem starken Euribor-Zinsanstieg mit einem auf dem Kostenmodell basierenden Entschädigungsregime den nicht-kündbaren Kredit wieder eingeführt.

entsprechend modifiziert für kürzere Zinsbindungsfristen - erreicht das Grundziel der Kreditgeber: eine Entschädigung für die durch einen Wechsel des Kunden erzeugten Zusatzkosten der Acquire eines neuen Kreditnehmers. Eine derartige **Neudefinition des Regulierungsziels** impliziert ebenso wie der bereits geltende Wortlaut der CARRP-Direktive, dass kein Margenschaden bei interner Refinanzierung mit derselben Bank verlangt werden darf.

Auf der Zinsschadenseite sollte im Sinne der Beibehaltung des deutschen und skandinavischen Modells der Vorfälligkeitsentschädigung die Pauschalierung des Margenschadens durch einen **Übergang zum Passiv-Passiv-Vergleich** vervollständigt werden. Die zentralen materiellen Vorteile wären einfache Datenerhebung auf der Basis von täglich am Markt erhältlichen Pfandbriefrenditen und die Perspektive eines mittelfristigen Übergangs in ein pfandbriefgestütztes Kapitalmarktmodell (s.u.).

Eine Umstellung auf den **Aktiv-Aktiv-Vergleich** (zzgl. pauschalitem Margenschaden) wäre die **grundsätzliche Alternative**. Dafür spräche ein besserer Schutz der Verbraucher bei hohen Bruttomargenausweitungen am Markt während Kreditkrisen, wie sie derzeit der niederländische Markt erlebt, und damit in einer kritischen Situation geringere Entschädigungsniveaus. Dem setzt der auf dem Passiv-Passiv-Vergleich basierende Vorschlag einen deutlich verringerten Margenschaden insgesamt entgegen.

Der Aktiv-Aktiv-Vergleich würde mit grösseren Datenerhebungs- und Aggregationsproblemen als der Passiv-Passiv-Vergleich einhergehen. Es müsste ein zentraler und möglichst neutraler Analyst und Bereitsteller von Referenzdaten gefunden werden. Preisverzerrungen gibt es zudem in beiden Modellen: die oben diskutierten Verzerrungen bei der Bepreisung von Hypothekarkrediten wären gegen diejenigen am Pfandbriefmarkt, z.B. im Rahmen der derzeitigen Kapitalflucht nach Deutschland, abzuwägen. Aus Sicht des Autors den **Ausschlag für den Passiv-Passiv-Vergleich gibt die fehlende Perspektive einer Kapitalmarktlösung bei einer Bezugnahme auf die Aktivseite**.

Kappungen der absoluten Höhe des Zinsschadens sind schliesslich aus Kreditgeber- und Kapitalmarktsicht am problematischsten. Zwar bringt die Pauschalierung des Margenschadens bereits etwas Entlastung, jedoch bleiben in allen Kostenmodellen hohe zyklische Spitzen der Vorfälligkeitsentschädigung bestehen.

Falls angesichts der möglichen hohen Passiv-Passiv-Differenzen **zwischen der Beibehaltung der 10-Jahresbindung und Kappung des Zinsschadens entschieden werden sollte, wäre** aufgrund der geringeren Auswirkungen auf die Finanzstabilität eine **Kappung vorzuziehen**. Diese sollte **auf relativ weitem Niveau** definiert werden. Argumente für eine Kappung wären

- Bessere Eigenkapitalsicherung bei asynchroner Entwicklung von Hauspreisen und Zinsen,
- Bessere Liquiditätssicherung, um die finanzielle Handlungsfreiheit des Verbrauchers zu erhalten.

Ein für Verbraucher einfach verständliches Modell wäre eine **Kappung des Zinsschadens unter dem Passiv-Passiv-Vergleich auf 10% der Rückzahlungssumme** unter Beibehaltung von maximal 10 Jahren Zinsbindung.

Ein Niveau von 10% wurde selbst in der von starken Zinssenkungen geprägten Gegenwart nur selten überschritten – vgl. Abbildung 16 im Anhang - und ist in den kommen-

den Jahren aufgrund der bereits erreichten niedrigen Zinsniveaus unwahrscheinlich. Insofern ist ein Erscheinen der historischen Probleme enger Kappungen, die ein Mischmodell der Bepreisung des Kredites zwischen Ausübungspreis (Vorfälligkeitsentschädigung) und Zins (Optionsprämie) erzeugen, unwahrscheinlich.

Eine Weiterentwicklung von der derzeit praktizierten asymmetrischen Entschädigung hin zu **symmetrischen Auszahlungen** durch Rückkaufoption unter pari seitens des Verbrauchers, wie in Dänemark praktiziert, wäre sinnvoll. Sie würde, ebenso gegen geringen Zinsaufschlag, das erhöhte Überschuldungsrisikos des Verbrauchers bei steigenden Zinsen und im Regelfall dann fallenden Hauspreisen entschärfen. **Symmetrie käme der Massgabe der Kostenorientierung der Direktive am Nächsten**, indem der Wiederanlagegewinn des Investors berücksichtigt würde.

Das Problem des unvollständigen deutschen Hypothekarkreditmarktes sollte angegangen werden

Verbraucher, die möglichem Streit um die Vorfälligkeitsentschädigung entgehen, finanziell flexibel bleiben und sich nicht dem Risiko von Gleitzinsfinanzierungen aussetzen wollen, sehen sich in Deutschland einem unvollständigen Kreditangebot gegenübergestellt. Es fehlen insbesondere:

- eine **Kapitalmarktlösung bei der Ausgestaltung der Vorfälligkeitsentschädigung**, die das an Grenzen stoßende Entschädigungsmodell durch eine Bepreisung am Markt ersetzen könnte,
- ein **ausreichend grosses Kreditangebot kündbarer Festzinskredite** mit Zinsbindung bis zur Endfälligkeit nach dänischem bzw. U.S.-amerikanischem Vorbild.

Marktunvollständigkeiten sind keine originär verbraucherschutzrechtliche, sondern eine finanzsektor- und wirtschaftspolitische Fragestellung. Wie gezeigt – Beispiel Italien – sind Produktregulierungen alleine wenig geeignet, das kündbare Festzinsprodukt langfristig zu etablieren. Mehr Erfolg versprechen Reformen auf der Refinanzierungsseite.

Um beide o.a. Ziele zu erreichen, sollte die Finanzmarktregulierung in Deutschland Anreize zu einer Pfandbriefreform setzen. Eine parallele Einführung des **dänischen Pfandbriefmodells** würde es erlauben, die Zins- und Liquiditätsrisiken sowohl kündbarer als auch nicht-kündbarer Festzinskredite unter Beibehaltung der Kreditrisikointermediation durch die Banken am Kapitalmarkt zu verbiefen. Es wird deshalb bereits jetzt durch die Ratingagenturen stark gegenüber dem derzeitigen deutschen Modell der Entkoppelung der Zahlungsströme zwischen Krediten und Pfandbriefen bevorzugt. Es kann, wie in Dänemark selbst praktiziert, mit dem deutschen Pfandbriefmodell koexistieren.

Die Pfandbriefkrise 2008 und 2009 - beispielhaft illustriert durch den hohen Bedarf des Grosse mittigen Hypo Real Estate an Staatsgarantien nach Auslaufen kurzlaufender Pfandbriefe - sollten in Deutschland die Sensibilität mit Bezug auf **Liquiditäts- und Zinsrisiken** in der Wohnungsbaufinanzierung generell gestärkt haben. Spezifisch ist die **Einführung eines kündbaren Festzinskredites durch die fehlenden Möglichkeiten der Weiterleitung beider Risiken an den Kapitalmarkt entscheidend erschwert**; das Kreditangebot beschränkt sich deshalb faktisch auf die Versicherungen, die als Endinvestoren von jeher auf ihr Management spezialisiert sind.

Der o.a. vorgeschlagene Übergang bei der Vorfälligkeitsentschädigung zum Passiv-Passiv-Vergleich mit pauschalitem Margenschaden könnte eine Vorstufe zur mittelfris-

tigen Einführung des dänischen Pfandbriefmodells sein. Er ist jedoch auch im derzeitigen deutschen Pfandbriefsystem sinnvoll und durchführbar. Dies gilt insbesondere auch für die Variante symmetrischer Auszahlungen, die mittels synthetischer Preisbestimmung über Pfandbriefrenditen einfach berechnet werden kann.

Anhang

Literaturverzeichnis

Dübel, A. (2011). "A New Mortgage Credit Regime For Europe – Setting the Right Priorities", *CEPS special report*, 6 July.

<http://ceps.be/book/new-mortgage-credit-regime-europe-setting-right-priorities>

Dübel, A. (2010). „Reformerfordernisse bei Pfandbriefen und Pfandbriefbanken vor dem Hintergrund der Finanzmarktkrise“. Analyse im Auftrag der Bundestagsfraktion Bündnis 90/Die Grünen.

Dübel, A. (2009). „Study on the Costs and Benefits of the Different Policy Options for Mortgage Credit“. Chapter on Early Repayment. Finpolconsult contribution to London Economics Study. Commissioned by DG Markt of the European Commission.

Dübel, A. (2007a). "Die Marktkrise am Hypothekarkreditmarkt der USA – empirische Analyse und Schlussfolgerungen für Deutschland". Studie im Auftrag des Verbands der privaten Bausparkassen. Domus-Verlag. Berlin. ISBN 978-3-87169-545-2.

Dübel, A. (2007b). "Empirical Dimensions of Prepayment Risk in Europe – A Brief Update per mid-2007". Study commissioned by Verband deutscher Pfandbriefbanken. Berlin.

Dübel, A. und Köndgen, J. (2006a). „Die vorzeitige Rückzahlung von Festzinskrediten - Eine rechtsvergleichende und ökonomische Analyse.“ Frankfurt: Fritz-Knapp-Verlag.

Dübel, A. (2006b). „Mortgage Prepayment and Prepayment Protection in Europe Model review and regulatory approaches.“ Präsentation beim Meeting des Executive Committee des europäischen Hypothekenverbands, 24 March 2006, Brüssel.

Dübel, A. (2005). "Festzinshypotheken und vorfällige Rückzahlung in Europa". Studie im Auftrag des Verbands deutscher Hypothekenbanken. Berlin.

Gottschalk, A. (2013). „Immobilienfinanzierung - Niedrigzinsphase lässt Vorfälligkeitsentschädigungen explodieren, Banken nützen nach wie vor Regelungs- und Kontrolllücken aus“. Studie der Verbraucherzentrale Bremen.

Tiffe, A. (2006). „Die Struktur der Informationspflichten bei Finanzdienstleistungen“. Baden Baden: Nomos, 2006.

Tiffe, A. (2004). „Vorfälligkeitsentschädigung in Europa“. Studie im Auftrag des Verbraucherzentrale Bundesverbandes, 2004, online-Publikation, abrufbar unter:

http://www.vzbv.de/media-pics/projektbericht_vfe_europa.pdf

Tiffe, A. (2009). "Monitoring the uptake and the effectiveness of the Voluntary Code of Conduct on Pre-contractual Information for Home Loans". Final Report, Institut für Finanzdienstleistungen/ Tiffe, Achim, 65 p. - published by the European Commission: http://europa.eu.int/comm/internal_market/finservices-retail/docs/home-loans/home-loans-final-report_en.pdf

Zusätzliche Daten

Abbildung 16 Simulationen der Auszahlungen bei steigenden Zinsen, Asymmetrisches und Symmetrisches Modell; historische Verteilung der Entschädigungen in Deutschland

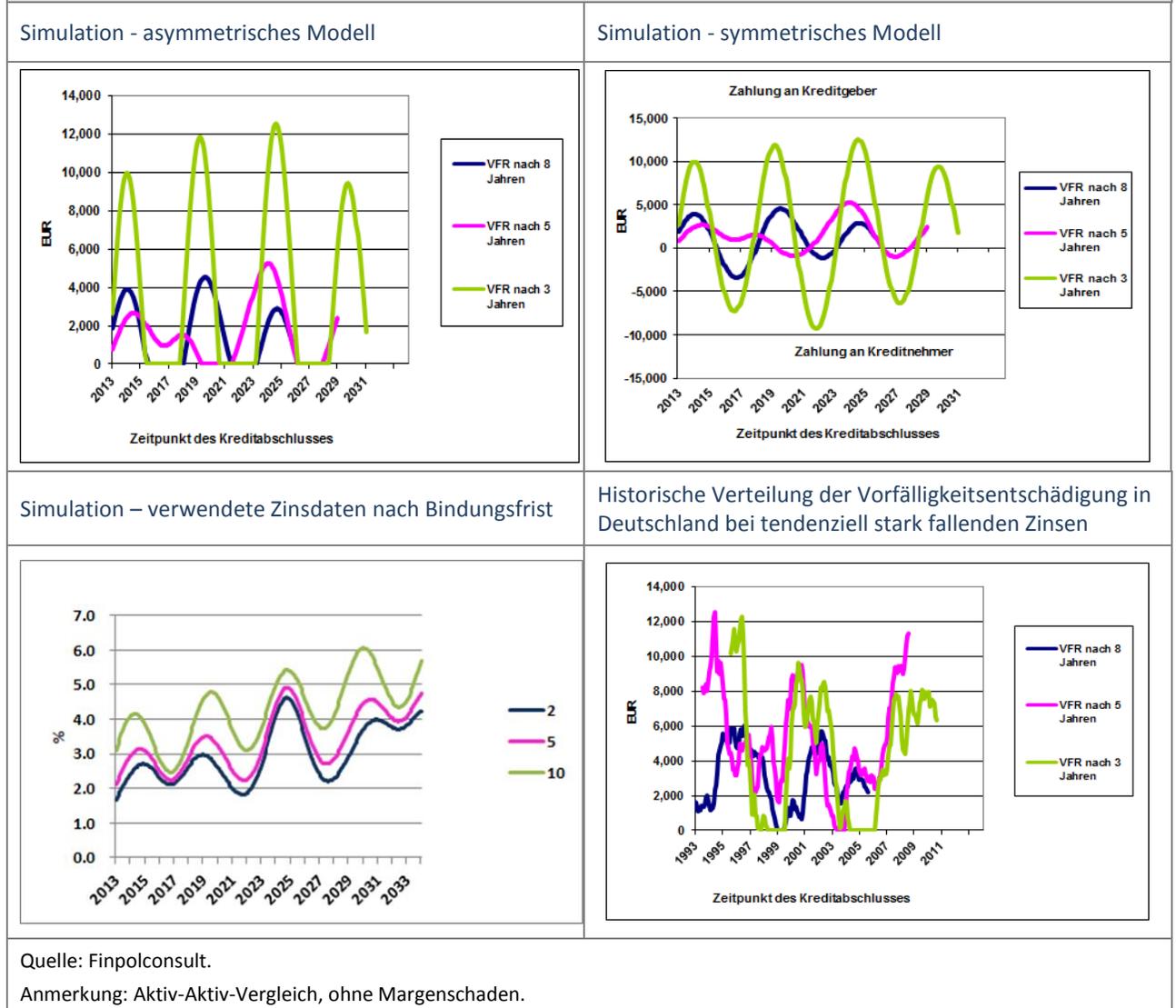
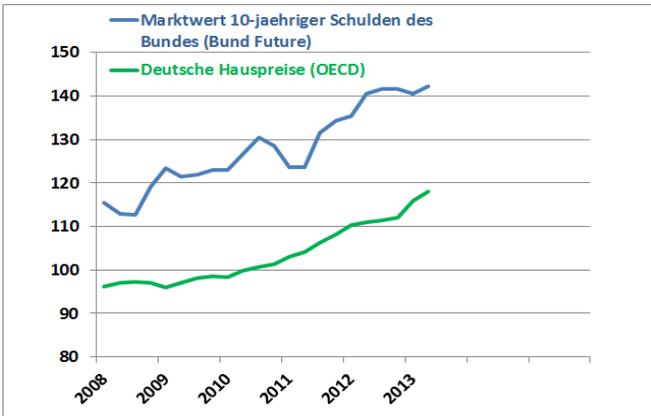
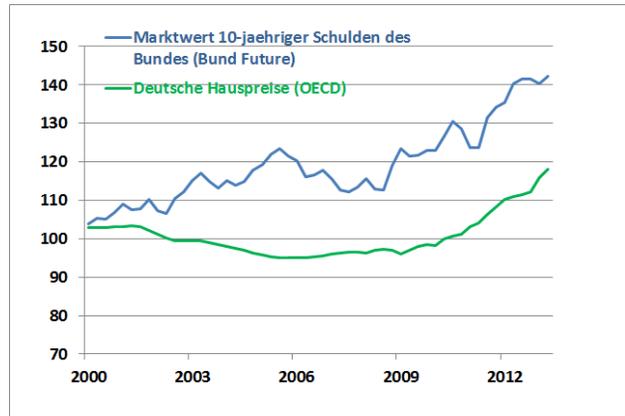


Abbildung 17 Bund Future im Vergleich mit OECD Hauspreisindex (2010 = 100) für Deutschland

2008 – 2013



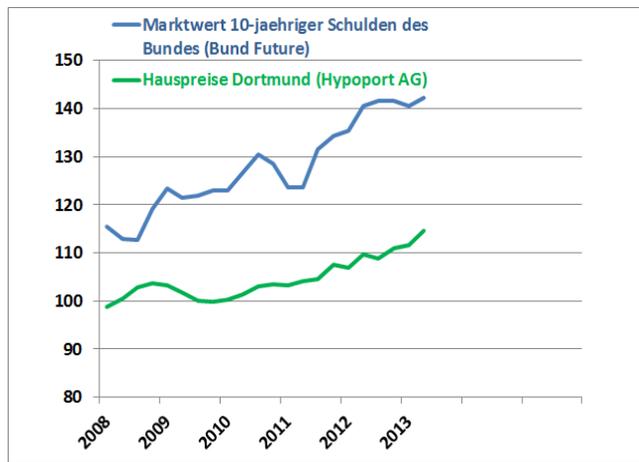
2000 - 2013



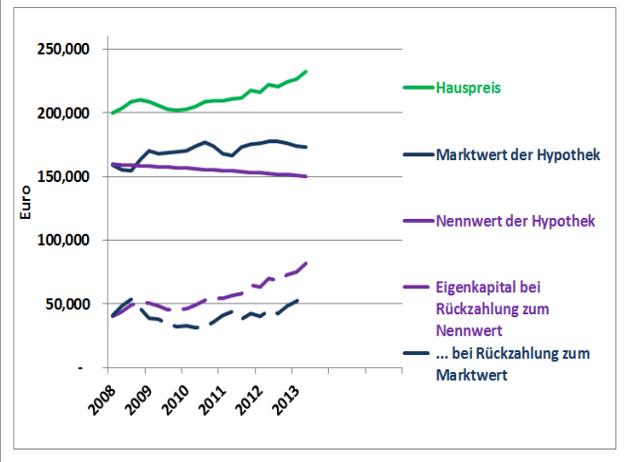
Quelle: Bundesbank, OECD, Berechnungen durch Finpolconsult.

**Abbildung 18 Eigenkapital der Verbraucher nach vorfälliger Rückzahlung
Kredit ab Januar 2008, Hauspreise Dortmund**

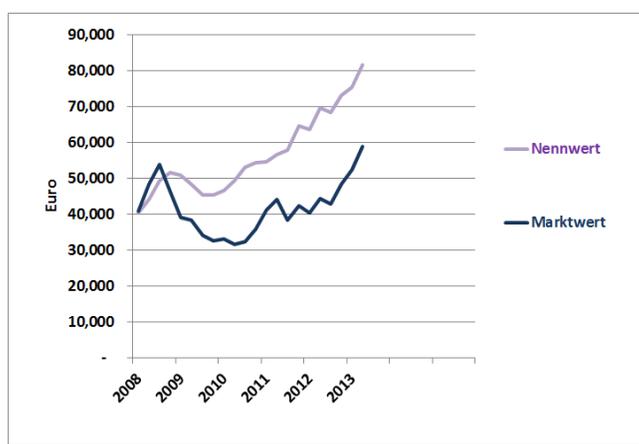
Bund Future im Vergleich mit regionalem Hauspreisindex
Hypoport AG



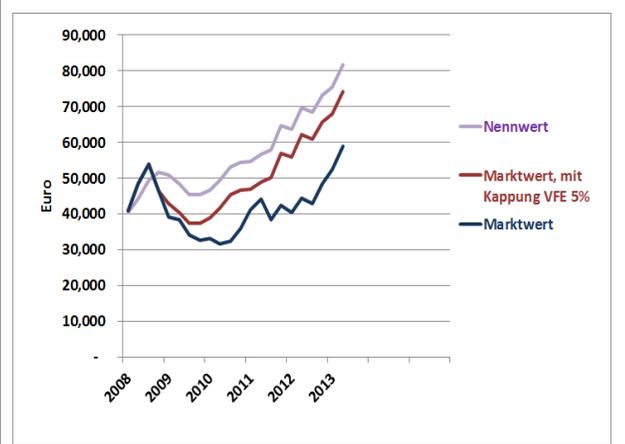
Simulation des Eigenkapitals bei vorfälliger Rückzahlung
Hypothek zum Marktwert oder zum Nennwert



Eigenkapital ohne Kappung der Vorfälligkeitsentschädigung



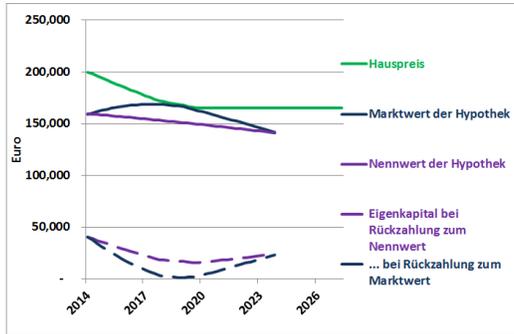
Eigenkapital bei Kappung der Vorfälligkeitsentschädigung auf 5%



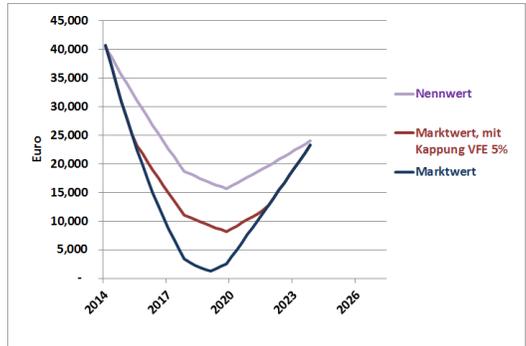
Quelle: Bundesbank, OECD, Berechnungen durch Finpolconsult.
Annahmen: wie Abbildung 5.

**Abbildung 19 Eigenkapital der Verbraucher nach vorfälliger Rückzahlung
Szenario einer platzenden Immobilienblase**

Simulation Kredit ab 2014, Hauspreisverfall und weiter fallende Zinsniveaus nach Platzen der Blase



Eigenkapital bei Rückzahlung – stabilisierende Wirkung der Kappung



Quelle: Bundesbank, OECD, Berechnungen durch Finpolconsult.

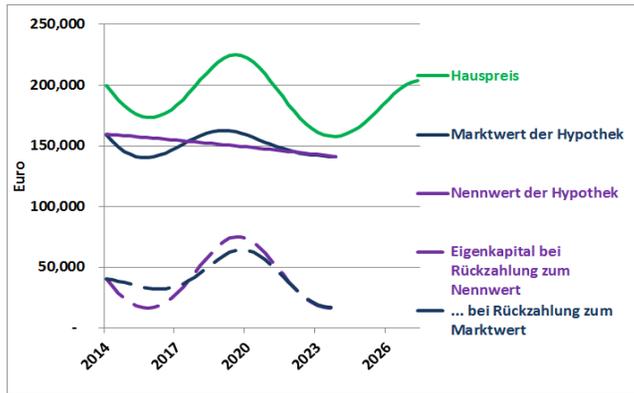
Annahmen: EUR 200.000 Hauspreis, 80% Beleihungsauslauf, Annuitätendarlehen mit 1% anfängliche Tilgung.

Simulationsannahmen – Bund Future steigt von 130 auf 153, Zinsen Bund 1-2 Jahre = ½ * Zinsen Bund 9-10 Jahre, Hauspreise fallen um 20%.

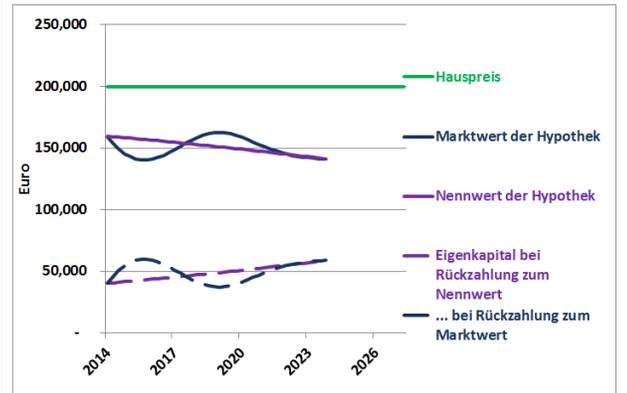
Marktwertberechnung ohne entgangene Gewinne der Bank/Margenschaden.

Abbildung 20 Eigenkapital der Verbraucher nach vorfälliger Rückzahlung
Stabilisierende Wirkung der Auskehrung von Marktwertgewinnen, Effekt symmetrischer Kappungen

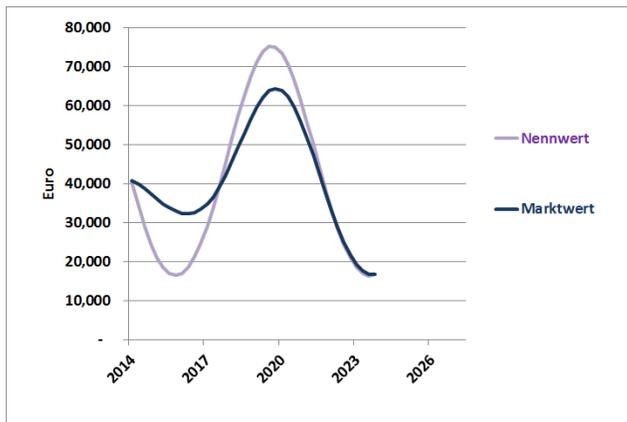
Simulation Kredit ab 2014, Hauspreise synchron mit Zinsen wie ca 2006-2013



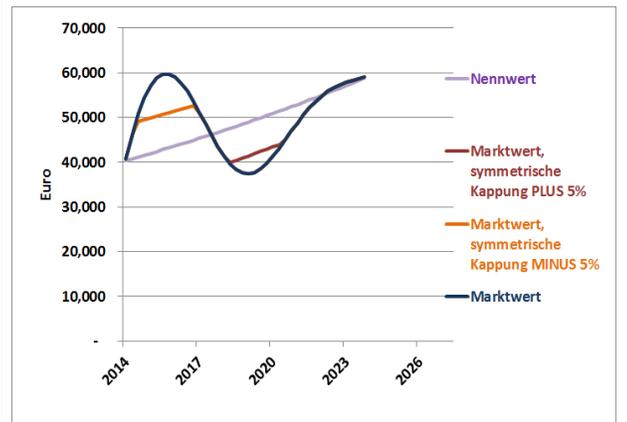
Simulation Kredit ab 2014 mit stabilen Hauspreisen und schwankenden Zinsen



Eigenkapital bei Rückzahlung zum Marktwert stabiler als bei Rückzahlung zum Nennwert



Eigenkapital bei Rückzahlung zum Marktwert – Spitzen in beiden Richtungen werden symmetrisch gekappt



Quelle: Bundesbank, OECD, Berechnungen durch Finpolconsult.

Annahmen: EUR 200.000 Hauspreis, 80% Beleihungsauslauf, Annuitätendarlehen mit 1% anfängliche Tilgung.

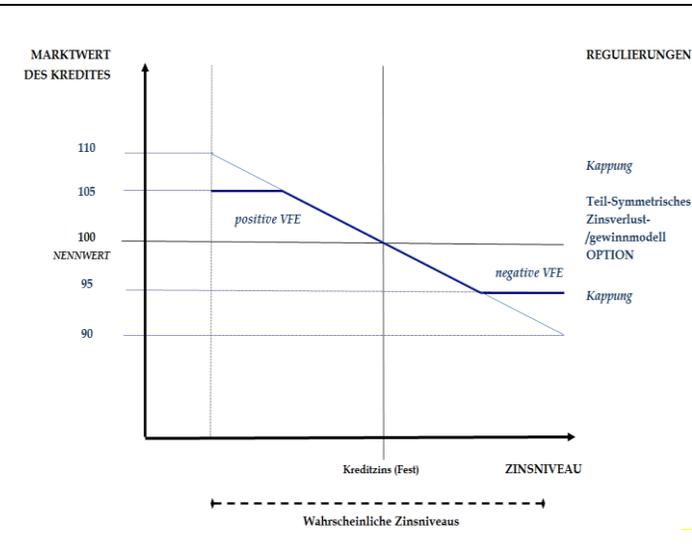
Simulationsannahmen – Bund Future mit Schwankungen zwischen 103 und 143, Zinsen Bund 1-2 Jahre = ½ * Zinsen Bund 9-10 Jahre

Liegt der Marktwert über dem Nennwert, so entspricht der Betrag der Vorfälligkeitsentschädigung für den Zinsschaden. Liegt der Marktwert unter dem Nennwert, so entspricht der Betrag einem Zinsgewinn der Bank bei Rückzahlung, der an den Verbraucher auszukehren wäre (symmetrisches Modell).

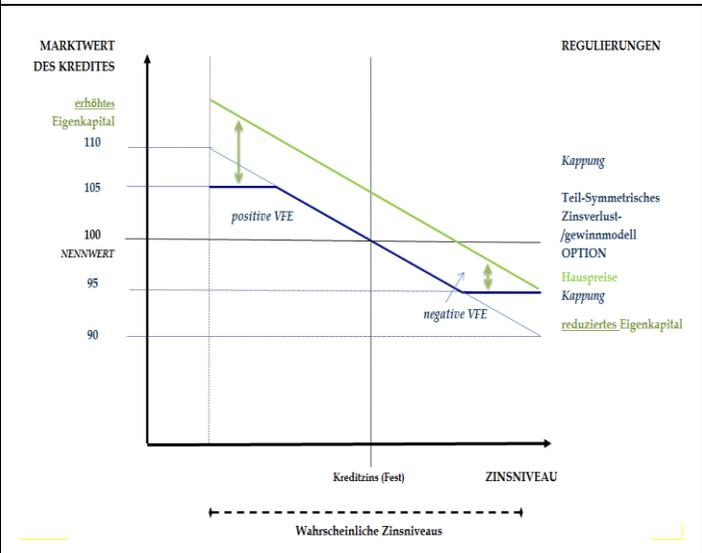
Anmerkung: symmetrische Kappung wirkt leicht schwankungserhöhend für den Marktwert im Szenario auf der linken Seite (nicht dargestellt). Vgl. Abbildung 21.

Abbildung 21 Symmetrische Formulierung der Vorfälligkeitsentschädigung mit Kappungen

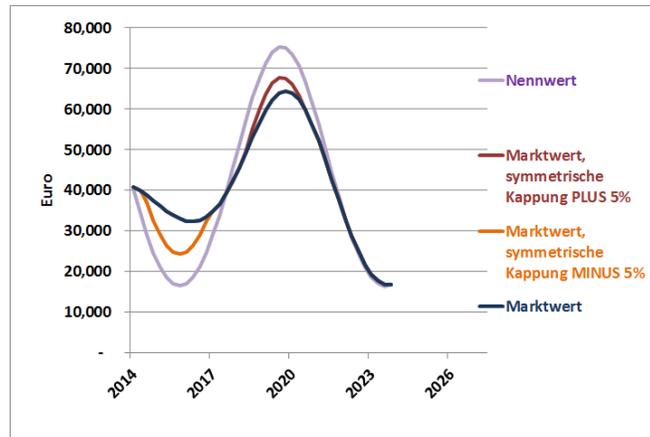
Symmetrie mit Kappungen – Funktionsweise



Symmetrie mit Kappungen – leicht erhöhtes Eigenkapitalrisiko



Eigenkapital – Kappungseffekt im Synchronszenario von Hauspreisen und Zinsen ist leichte Schwankungserhöhung



Quelle: Finpolconsult.

Annahmen: vgl. Abbildung 20

Tabelle 3 Annäherung der Prepaymentoptionskosten nach Formulierungen der Vorfälligkeitsentschädigung, Zinsschaden

ZINSSCHADEN						
Kompensation o. Gebühr?	In Prozent des Kreditvolumens	Optionsbepreisung		Länderfälle		Anmerkung
		In Prozent der Optionskosten	In Basispunkten	Festzins	Gleitkurs	
G	0	100%	43.4	IT		Volle Kündigung
G	0.78	88%	38.2	BE		
K	1	83%	36.0			Kappung Verbraucherkr.
G	2	68%	29.3	PT		
K	2.5	60%	26.0			
G	3	50%	21.7	FR		
K	5.5	0%	0.0	DK	ALLE	Symmetrische Komp
K	6	-5%	-2.2	DE, UK		Asymmetrische Komp
K	6.5	-8%	-3.5	ES		
G	7.5	-12%	-5.2	CZ		Aufhebungsentgelt
G	10	-15%	-6.5			Ausschluss der VFR

Quelle: Dübel/Finpolconsult, für London Economics (2009).

Anmerkungen: Unter Festzins werden im Fall UK auch die anfänglichen Festzinsphasen von Gleitkurskrediten subsumiert (i.A. 2 Jahre und kürzer), ansonsten 10 Jahre Zinsbindung. Negative Optionskosten implizieren Gewinne der Banken und bei vollständigem Wettbewerb Zinsabschläge.

Tabelle 4 Annäherung der Prepaymentoptionskosten nach Formulierungen der Vorfälligkeitsentschädigung, Margenschaden

MARGENSCHADEN						
Kompensation o. Gebühr?	In Prozent des Kreditvolumens	Optionsbepreisung		Länderfälle		Anmerkung
		In Prozent der Optionskosten	In Basispunkten	Festzins	Gleitkurs	
K	n.a.	100%	6.5			
G	0	25%	1.6	BE, DK, IT, PT	DE, DK, IT, UK	Verbot Margenschaden
K	0.14	0%	0.0	DE, UK		Kostenbasiert
G	0.5	-40%	-2.6	ES	ES, PT	
G	0.71	-50%	-3.3		BE	
G	1	-60%	-3.9	CZ	CZ	

Quelle: Dübel/Finpolconsult, für London Economics (2009).

Anmerkungen: Unter Festzins werden im Fall UK auch die anfänglichen Festzinsphasen von Gleitkurskrediten subsumiert (i.A. 2 Jahre und kürzer), ansonsten 10 Jahre Zinsbindung. Negative Optionskosten implizieren Gewinne der Banken und bei vollständigem Wettbewerb Zinsabschläge.

Illustration der Rechtskosten in Frankreich

France . Cost of various security options for housing loans and resulting prepayment costs. Oct 2013

For loans between € 200,000 and 1,000,000⁵³

The cost results from the addition of various charges – taxes, notary fees- , some of which are degressive

	Mortgage	Privilège de Prêteur de Denier (for existing property only)	Caution
<u>Origination</u>			
Ordinary loans	1.28% - 1.44%	0.5%-0.7%	0.2% -0.5% upfront + 1% deposit to the Guarantee Fund, partially reimbursable after repayment (Case of Crédit-Logement, the main “caution” provider)
“administered” loans: Zero interest loans, Savings-for-housing loans, PAS, PC	0.43% - 0.58%*		
<u>Prepayment</u>			
	Cancellation of the security ⁵⁴ : 0.5%-0.65%		Partial refund of the deposits with the guarantee fund: -0.75%**
Typical legal/ administrative cost of prepayment (including new guarantee)	2% (ordinary loans), 1.10% (state sponsored)	1.20%	0.6%

*State sponsored loans benefit from the exemption of the “Taxe de Publicité Foncière” – 0.715% + add-ons, can vary from one department to the other

** The refund depends of the final performance of the whole cohort of loans originated in the same year

⁵³ In fact, lenders registered mortgages for an amount about 20% larger than the loan to cover interest and expenses in the case of default

⁵⁴ “Mainlevée hypothécaire”. Automatic and free 1 year – previously 2 years- after the contractual repayment of the debt

The most common situations are highlighted.

The figure that reflects the system best is .6%: nearly 2/3 of new loans, general application (no tax subsidies)

Quelle: Zusammenstellung durch französischen Consultant.