

Prof. Dr. Sven Bienert, IREBS, Universitätsstr. 31, 93053 Regensburg

**An die Mitglieder
des BT-Finanzausschusses**

**Nur per E-Mail an:
finanzausschuss@bundestag.de**

Prof. Dr. Sven Bienert

IREBS Institut für Immobilienwirtschaft
Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
Universität Regensburg
Universitätsstraße 31
93053 Regensburg

Tel.: +49 (0) 941 943 6011
Fax: +49 (0) 941 943 816013
E-Mail: sven.bienert@irebs.de
www.irebs.de

Regensburg, den 1. März 2017

**Stellungnahme zum Gesetzesentwurf der Bundesregierung für ein
Finanzaufsichtsrechtergänzungsgesetz
- BT-Drucksache 18/10935 -**

Sehr geehrte Frau Arndt-Brauer,
sehr geehrte Damen und Herren,

im Zusammenhang mit der Verweisung des oben genannten Gesetzesentwurfes zur Beratung in den Finanzausschuss bedanke ich mich für die Einbindung als Sachverständiger. Zum Entwurf darf ich wie folgt Stellung nehmen.

Die Vermeidung makroprudenzieller Risiken und damit die Stabilisierung bzw. Erhöhung der Widerstandskraft des Finanzsystems durch geeignete Maßnahmen ist zu begrüßen. Das Gesetz sieht sinnvolle Nachbesserungen in Bezug auf die bereits im Frühjahr 2016 in Kraft getretene Wohnimmobilienkreditrichtlinie¹ vor. Einzelne Elemente des Entwurfes bedürfen jedoch der weiteren Diskussion. Fraglich ist, inwieweit die Begrenzung systemischer Risiken durch eine verstärkte Steuerung von Kredit- und Vermögenspreiszyklen erreicht werden kann, um letztlich ein prozyklisches Verhalten zu begrenzen.

¹ Anmerkung: Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2014/17/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Februar 2014 über Wohnimmobilienkreditverträge für Verbraucher und zur Änderung der Richtlinien 2008/48/EG und 2013/36/EU und der Verordnung (EU) Nr. 1093/2010 (ABl. L 60 vom 28.2.2014, S. 34).

Vorbemerkung: Keine allgemeine Blasenbildung in deutschen Immobilienmärkten

Im aktuellen Marktumfeld sind rein spekulative Projektentwicklungen nicht in größerem Umfang zu beobachten. Auch besteht insbesondere in Ballungsräumen nach wie vor ein (signifikanter) realer Bedarf an Wohnraum, der durch äquivalentes Angebotswachstum nicht kurzfristig gedeckt werden kann.

Das durch die europäische Zentralbank (EZB) künstlich geschaffene Niedrigzinsumfeld führte zu einer Vermögenspreisinflation, die letztlich zu einer teilweisen Entkopplung der Immobilienpreisentwicklung von der Entwicklung der Realökonomie beigetragen hat. Die Preise im aktuellen Marktumfeld sind somit nicht das Ergebnis irrationaler Übertreibungen der Marktteilnehmer, sondern vielmehr das Ergebnis einer rationalen Reaktion auf das Zinsumfeld. Analoge Entwicklungen wie in Deutschland sind in der gesamten Eurozone zu beobachten. Eine Korrektur des (Immobilien-)Preisniveaus ist erst zu erwarten, wenn das Zinsniveau wieder substantiell steigt. Hierbei muss jedoch beachtet werden, dass dies nur erfolgen wird, wenn sich die gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen in der Eurozone aufhellen. In einer solchen Situation werden verbesserte Perspektiven auf den Nutzermärkten (durch steigende Mieten) die (negativen) Effekte steigender Zinsen teilweise kompensieren.

Die Wahrscheinlichkeit, dass die Immobilienpreise weiterhin signifikant steigen, ist aktuell geringer, als eine mittelfristige Marktkorrektur nach unten (zunehmende Änderungswahrscheinlichkeit). Es bestehen in einigen deutschen Immobilienmärkten lokale sowie sektorale Hotspots, in denen die Kaufpreisentwicklung besonders dynamisch verlaufen ist. Grundsätzlich sind die seit der Finanzkrise eingetretenen Preissteigerungen am deutschen Immobilienmarkt moderater als in anderen entwickelten Volkswirtschaften. Das Risiko einer Überhitzung ist somit im Vergleich zu den Ballungsräumen anderer Staaten nicht höher einzustufen. Gleichwohl zeigen Indizes, die das Anlageverhalten institutioneller Marktteilnehmer (insbesondere in Bezug auf gewerbliche Immobilien) verfolgen, eine Zunahme der Preisdynamik in den vergangenen Jahren.

Es sei an dieser Stelle angemerkt, dass die große Krise des spanischen Wohnimmobilienmarktes in 2007 aufgrund von weit verbreiteten Vollfinanzierungen (inklusive der weichen Erwerbsnebenkosten) und rein auf Basis „ewig“ steigender Immobilienwerte hervorgerufen wurde. Selbiges gilt für die im Vereinigten Königreich über lange Zeit „funktionierende“ sogenannten Property Ladder. Beide Situationen standen und stehen im diametralen Gegensatz zur bisherigen Vergabep Praxis der deutschen Kreditwirtschaft.

Attraktivität der Anlageklasse „Immobilie“ weiterhin vergleichsweise hoch

Durch die anhaltend hohe Sparquote besteht ein unverändert massiver Anlagedruck zur rentierlichen Investition von großen Kapitalbeträgen.

Im komparativen Vergleich mit anderen Anlageklassen - wie insbesondere Anleihen, die teilweise eine negative Realverzinsung aufweisen - ist die relative Vorteilhaftigkeit immobilienwirtschaftlicher Investitionen weiterhin gegeben. Der Renditeabstand zwischen Staatsanleihen und Immobilien ist gerade in Deutschland im internationalen Vergleich besonders vorteilhaft: Auch unter Berücksichtigung von nicht-umlagefähigen Bewirtschaftungskosten sind die (realen) Immobilienrenditen (ohne Wertänderungsrenditen) im Regelfall deutlich positiv. Dies gilt insbesondere für die

erzielbaren Eigenkapitalrenditen, wenn Teile der Investition mit Fremdkapital finanziert werden.

Systemrisiken können erwachsen

Im Fall einer Preiskorrektur an den Immobilienmärkten durch steigende Zinsen können sich negative Implikationen ergeben. Zu Recht haben beispielsweise der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (ESRB) oder der Ausschuss für Finanzstabilität (AFS) sowie weitere Organisationen auf mögliche Gefahrenpotenziale hingewiesen.

Ebenso könnte sich eine in Europa und der Welt wieder erstarkende Nationalstaatlichkeit negativ auf die gegenwärtig sehr hohen grenzüberschreitenden Investments in Deutschland (von über 30 % aller gewerblichen Direktinvestitionen) auswirken.

Auch die Altersvorsorge breiter Bevölkerungsschichten - insbesondere in Form von Anlagen der Pensionskassen oder (Kapital-)Lebensversicherungen - erwirtschaftet bereits jetzt nicht mehr die avisierten Renditen. Darüber hinaus bedingt das Niedrigzinsumfeld massive (Vermögens-)Umverteilungen von Sparern zu Schuldnern. Eine unausgewogene Lastenteilung könnte zu sozialen Spannungen führen.

Diese systemischen Risiken sind weiter zu beobachten.

„Erschwinglichkeit“ ist zentraler Aspekt der Wohnungsmärkte

Die Preissteigerungen an den Wohnungsmärkten übertrafen in den vergangenen Jahren deutlich den realen Anstieg der Löhne und Gehälter. Dadurch verschlechterte sich die *Erschwinglichkeit* von Immobilien (gemessen in Relation zu den Wohnungspreisen, ausgedrückt in Jahreseinkommen) für private Haushalte deutlich. Für Familien und andere Erwerber, die Wohnimmobilien kaufen wollen, spielt deren Erschwinglichkeit eine wichtige Rolle: Für A-Städte, große ostdeutsche Städte und Universitätsstädte hat sich die Erschwinglichkeit seit 2008 kontinuierlich verschlechtert. Dennoch kann im komparativen Ländervergleich auch hier festgestellt werden, dass die Erschwinglichkeit in Deutschland weiterhin wesentlich besser ist als in anderen Ländern der EU.²

Im Gegensatz zur Erschwinglichkeit hat sich die *Leistbarkeit* von Immobilien in den letzten Jahren verbessert. Aufgrund niedriger Zinsen können auch hohe Fremdkapitalbeträge von Schuldnern bedient werden. Diese Situation kann im Fall von hohen verbleibenden Kreditbeträgen am Ende der Kreditlaufzeit zu Risiken führen. Bei nur moderater laufender Tilgung werden die Restbeträge der Kreditverpflichtungen im Fall eines zum Zeitpunkt der Kreditfälligkeit anderen Zinsumfeldes dazu führen, dass Schuldner ohne ausreichenden finanziellen Spielraum die dann gegebenenfalls deutlich höheren Kapitaldienstverpflichtungen nicht mehr bedienen können. Daraus, und aus den im Falle nur moderater Tilgung erwachsenden vergleichsweise hohen Kreditständen, kann sich eine erhebliche Liquiditätsbelastung der Kreditnehmer ergeben.

² Vgl. bspw. *Housing Affordability Index* 2016 von Deloitte.

Im Vergleich zu anderen europäischen Wohnungsmärkten notieren die deutschen Kennzahlen nur leicht über dem Durchschnitt der EU-28. Auch hier sind somit keine Auswüchse sichtbar.

Anmerkungen zum Finanzaufsichtsergänzungsgesetz

Der Gesetzesentwurf sieht insbesondere die Einführung neuer Aufsichtsinstrumente in § 48u KWG vor. Damit sollen Instrumente geschaffen werden, mit denen die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) Kreditgebern zur „Abwehr einer drohenden Gefahr für die Finanzstabilität“ Mindeststandards vorgeben kann, um „mögliche systemische Risiken“ abwehren zu können. Diese Standards beziehen sich insbesondere auf die Vorgabe von:

- Beleihungshöhe (LTV),
- Schuldendienstdeckungsgrad (DSCR bzw. DSTI),
- Tilgungsanforderung (Amortisationsanforderung).

In Bezug auf diesen Aspekt der neuen Regulierung sind einige Aspekte kritisch anzumerken, die einer eingehenden Diskussion im öffentlichen Raum bedürfen und gegebenenfalls zu entsprechenden Anpassungen am Gesetzesentwurf führen könnten:

1. Ermächtigung nur wenn Störungen des Finanzsystems „drohen“:
 - a. Bis zur Feststellung und dem Einsatz der Instrumente (insbesondere bei umfangreichen Konsultationen und Anhörungen) ist die Störung eventuell bereits eingetreten.
 - b. Die Korrektur nur anhand des Neugeschäfts (eines Jahres) und nur begrenzt auf das Segment Wohnen kann bei grundsätzlichen makroökonomischen Problemen eine generelle Marktkorrektur kaum verhindern.
 - c. Es werden somit negative Anreize gesetzt, da Marktteilnehmer ihre eigenen Kreditvergabestandards bewusst lockern könnten und sich möglicherweise zu intensiv auf (rechtzeitige) Vorgaben der BaFin verlassen.
 - d. Wirksame antizyklische Instrumente müssen auf eine sukzessive/fortlaufende Begrenzung des Aufbaus sowie in der weiteren Folge auf den abrupten Abbau systemischer Risiken im Zeitverlauf hinwirken, um die Dämpfung von prozyklischem Verhalten effektiv zu bewirken.
Gegebenenfalls wäre vor diesem Hintergrund ein Ansatz sinnvoller, der jährlich und unabhängig von eventuell konkret drohenden zyklischen Abschwüngen aus Sicht der Bundesbank und der BaFin das aktuelle Niveau durchschnittlicher LTVs und DSCR in einem Bericht diskutiert und Orientierung gibt, welche Höhen in der Vorausschau auf das kommende Jahr als sinnvoll erachtet werden. Damit würde einem marktbasieren Ansatz mit automatischen Stabilisatoren der Vorzug gegenüber rein krisenorientierten Eingriffen gegeben. Auch würde dem Kernargument für makroprudenzielle Eingriffe, respektive der Begrenzung eines möglichen Finanzakzelerators, hierdurch ausreichend Rechnung getragen.
 - e. *Vorschlag: Es sollten keine „Beschränkungen“ bei einer „drohenden Störung“ „festgelegt“ werden, sondern fortlaufend jährlich „Empfehlungen“ für „zyklusadäquate Quotienten zur Darlehensvergabe“ publiziert werden.*

Kreditinstitute, die diesen Empfehlungen nicht folgen, „müssen“ im Sinne des „Comply-or-Explain“³ eine entsprechende Erklärung abgeben, die veröffentlicht wird.

2. Offizielle Feststellung der (drohenden) „Störung ... des ... Finanzsystems“ durch die BaFin:
 - a. Erwarten Marktteilnehmer/Kunden die baldige Feststellung der drohenden Störung - und damit die Einführung der Instrumente - könnte dies Vorzieheffekte bei der Kreditnachfrage auslösen, die letztlich prozyklisch wirken und damit Übertreibungen (und einen möglicherweise folgenden Abschwung) verstärken würden.
 - b. Die offizielle Feststellung der Störung könnte per se ebenfalls unerwünschte Effekte auslösen, da die Marktteilnehmer abrupt ihr Verhalten in Bezug auf Immobilieninvestments überdenken könnten. Überreaktionen und somit weitere prozyklische Wirkungen könnten einsetzen.
 - c. Die Feststellung derartiger Störungen könnte die komparative Attraktivität des deutschen Finanzplatzes aus internationaler Sicht schädigen (obwohl gegebenenfalls andere Länder faktisch höhere Gefahrenpotenziale aufweisen).
 - d. *Vorschlag: Der Vorschlag unter 1. würde auch zu diesem Komplex eine vollständige Lösung bewirken.*
3. Die politisch gewollte Niedrigzinsphase stellt bereits selbst eine Störung des Finanzsystems dar. Insofern stellt sich die Frage, ob vom Grundsatz her der passende Regulierungsansatz gewählt wurde:
 - a. Deutschland hat mit der Beleihungswertermittlung und hohen Kreditvergabestandards (LTV und DSCR) traditionell hohe Standards.
 - b. Auch sind diese Standards geschäftspolitische Entscheidungen der Kreditinstitute selbst. Eine regulatorische Vorgabe zur Geschäftspolitik würde dazu führen, dass schwache Marktteilnehmer, die über kein ausreichendes eigenes Risikomanagement verfügen, auch in rezessiven Phasen den Markt nicht verlassen (negative Selektionswirkung der Regulierung).
 - c. Fraglich ist auch, welche Höhen in Bezug auf DSCR und LTV im drohenden Fall einer Gefährdung/Störung angemessen sein könnten. Die in normalen Marktphasen von Banken geforderten Werte von 0,7-0,8 (LTV) und 1,25 (DSCR) werden dann möglicherweise nicht ausreichen. Auch müssten räumliche/regionale Differenzierungen getroffen werden, da in Krisenzeiten Top-Lagen in Ballungsräumen gegebenenfalls weniger intensiv betroffen sind (obgleich dort bisher die höchsten Preissteigerungen festgestellt wurden). Darüber hinaus ist unklar, wie weitere Anpassungen der Vorgaben im konjunkturellen Abschwung erfolgen sollten.
 - d. Beim LTV Standard besteht auch die Problematik, dass der „Value“ kaum einheitlich beurteilt wird und somit Auslegungsfragen absehbar sind. Spreizungen von +/- 10 % sind auch in einem normalen Umfeld keine Seltenheit.
 - e. Der seit 2016 eingeführte antizyklische Kapitalpuffer ist bereits ein makroprudenzielles Instrument. Es wird nicht dargelegt, warum das

³ Anmerkung: Die aus insb. dem Bereich der Corporate Governance bekannte Verpflichtung zur "Einhaltung oder Erklärung". Kreditinstitute dürften somit einzelne Empfehlungen außer Acht lassen, solange sie diese Entscheidung ausreichend begründen (öffentliche Erklärung bzgl. der Nichtbefolgung). // vgl. bspw. in ähnlicher Form unter <http://www.dcgk.de/de/kodex.html>

- gläubigerorientierte Instrument nicht ausreichend ist und weitere (auf den Schuldner ausgerichtete) Maßnahmen zwingend notwendig sind.
- f. *Vorschlag: Der Vorschlag unter 1. würde auch zu diesem Komplex eine vollständige Lösung bewirken. Die notwendige regionale Differenzierung kann hierdurch auch bewirkt werden.*
4. Die Regulierung könnte dazu führen, dass Umgehungsgeschäfte entstehen (bspw. durch ausländische Institute oder Schattenbanken).
 5. Einbezogene Marktteilnehmer:
 - a. Systemische Risiken von regulierten Eigenkapital-Investoren, die bei einer Normalisierung des Marktes und beim Einsetzen von negativen Wertänderungsrenditen entstehen könnten, werden durch diese Regulierung in keiner Weise adressiert.
 - b. Es nicht abschließend klar, ob sich das Gesetz nur an Selbstnutzer oder auch an gewerbliche Vermieter richtet.
 - c. Es ist unklar, wie mit Zweckgesellschaften (im Fall institutioneller Investoren üblich) umgegangen wird.
 - d. Gewerbeimmobilien sind nicht einbezogen. Auch hier sind potenzielle Systemrisiken möglich.
 - e. *Vorschlag: Der Vorschlag unter 1. würde auch zu diesem Komplex eine vollständige Lösung bewirken. Die Einbeziehung von Gewerbeimmobilien wäre möglich – vermutlich ohne massiven Widerstand der Verbände.*
 6. Die Ausnahme von „Aus- und Umbau oder zur Sanierung“ ist grundsätzlich positiv zu beurteilen.
 - a. Auch hier könnte es jedoch zu Umgehungstatbeständen kommen, wenn beispielsweise komplette Revitalisierungen oder Maßnahmen zur Aufteilung nicht als Neugeschäft deklariert werden.
 - b. *Vorschlag: Eine diesbezügliche Klarstellung wäre sinnvoll.*
 7. Notwendigkeit der „stark ansteigenden Preise“ bzw. sich „erheblich verändernder Quotienten“:
 - a. Die Preise steigen in einem rationalen Verhältnis zum Zinsniveau. Insofern ist die Frage, was mit „stark“ letztlich gemeint ist. Auch sei abermals darauf hingewiesen, dass das Zinsniveau per definitionem die Herausforderung darstellt und nicht der beobachtbare Preisanstieg.
 - b. Bei steigenden Preisen verbessert (!) sich ceteris paribus der LTV, und damit wird die Kreditvergabe eher wahrscheinlicher in Bezug auf die Erfüllung der Kennzahl.
 - c. *Vorschlag: In Bezug auf die Quotienten ist der Passus „Quotienten erheblich verändern“ durch „Quotienten erheblich verschlechtern“ zu ersetzen.*
 8. Begrifflichkeit „Marktwert“:
 - a. Der Beleihungswert ist in Deutschland im Rahmen von Wohnimmobilienkrediten die Grundlage für die Kreditvergabe. Er notiert aus Sicherheitserwägungen unter dem Marktwert. Dieses Instrument hat den deutschen Wohnimmobilienmarkt historisch (im Vergleich zu anderen Ländern) vor größeren Abschwüngen bewahrt und ist internationale „Best-practise“. Die Überlegungen zum Beleihungswert (Mortgage Lending Value, MLV) haben deshalb auch bereits in die europäischen Bewertungsstandards der TEGoVA Eingang gefunden.
 - b. *Vorschlag: Der Terminus „Marktwert“ sollte durch den Bezug zum „Beleihungswert“ ersetzt werden, und ein stärkerer Bezug zur*

Beleihungswertermittlungsverordnung (BelWertV) sollte hergestellt werden.

Die in diversen Stellungnahmen angeregte Ausweitung der Anhörungen auf Immobilienverbände erscheint sinnvoll. Ebenfalls die Einführung eines Gremiums aus Experten zur laufenden Marktbeobachtung – dieses Gremium wäre für den unter 1. vorgeschlagenen Ansatz sogar zwingend erforderlich.

Zusammenfassend fordert die Gesetzesvorlage im Krisenfall die Einhaltung von Kennzahlen, die die deutschen Banken ausgehend von ihren geschäftspolitischen Vorgaben im Rahmen des Kerngeschäfts selbst laufend und erfolgreich steuern. Dass diese Kennzahlen sinnhaft sind, steht außer Frage. Diese erst im drohenden Krisenfall vorzuschreiben, würde jedoch: (1) gegebenenfalls prozyklische Wirkungen entfalten und Krisen verstärken, (2) die natürliche Marktselektion außer Kraft setzen, (3) der deutschen Kreditwirtschaft absprechen, über ausreichende Steuerungsinstrumente ihres Kerngeschäftes zu verfügen, (4) im Krisenfall (vermutlich) nicht ausreichen und (5) Umgehungs- und Vorzieheffekte anregen. Sie ist in der vorgesehenen Form aus diesen Gründen zu überdenken.

Kern der hier vorgetragenen Anregung bezüglich einer Änderung ist die Umstellung auf eine krisenunabhängige, jährliche Empfehlung von Quotienten in Kombination mit einem „Comply-or-Explain“-Ansatz. Der Vermeidung makroprudenzieller Risiken würde hierdurch - bei gleichzeitiger Wahrung marktwirtschaftlicher Prinzipien - ausreichend Rechnung getragen. Mögliche negative Implikationen der gegenwärtig vorgeschlagenen Regulierung könnten hierdurch ebenso wirksam vermieden werden.

Ich würde mich sehr freuen, wenn die hier dargelegten Anregungen aufgegriffen werden. Gerne bringe ich mich beim weiteren fachlichen Austausch aktiv ein.

Im Übrigen verweise ich auf die gemeinsame Stellungnahme der DVFA Kommission Immobilien sowie IRE|BS vom 12. Januar 2017 zu diesem Themenkomplex.

Mit freundlichen Grüßen



Prof. Sven Bienert MRICS REV

Anlage

Vorstellung IRE|BS sowie DVFA Kommission Immobilien

IRE|BS International Real Estate Business School: Die IRE|BS International Real Estate Business School ist Teil der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften der Universität Regensburg und umfasst das IRE|BS Institut für Immobilienwirtschaft und die IRE|BS Immobilienakademie. Das IRE|BS Institut für Immobilienwirtschaft besteht aus den Lehrstühlen Immobilienwirtschaft, Immobilienmanagement, Immobilienfinanzierung, Immobilienökonomie, Regionalökonomie, Immobilienrecht (Öffentliches Recht), Öffentliches Recht (Bauordnungsrecht und Bauplanungsrecht), Immobilienrecht (Immobilien-Privatrecht), Nachhaltigkeit sowie zehn weiteren Honorar- und Gastprofessuren. Mit ihrem breiten Leistungsangebot gehört die IRE|BS International Real Estate Business School zur internationalen Spitze der universitären Einrichtungen im Bereich der Immobilienwirtschaft.

DVFA Kommission Immobilien: Die DVFA e.V. ist die Landesorganisation der Investment Professionals in den deutschen Finanz- und Kapitalmärkten mit 1.400 Mitgliedern. Der Verband engagiert sich für die Professionalisierung des Investment-Berufsstandes, erarbeitet Standards und fördert den Finance-Nachwuchs. Der Verband ist international verankert. Er ist Mitglied von EFFAS - European Federation of Financial Analysts Societies mit über 17.000 Investment Professionals europaweit und auch Mitglied bei der ACIIA - Association of Certified International Investment Analysts, einem Netzwerk mit 100.000 Investment Professionals weltweit.

Unter Leitung von Professor Dr. Sven Bienert *MRICS REV* befasst sich ein Kreis von mehr als 40 renommierten Experten und Führungskräften in der Kommission Immobilien mit Investmentthemen rund um den Immobilienbereich. Mit der IRE|BS Immobilienakademie GmbH verbindet die DVFA bereits seit Jahren eine erfolgreiche Zusammenarbeit bei Postgraduate-Programmen für Immobilienfachleute. Weitere Informationen unter: <http://www.dvfa.de/verband/gremien/immobilien.html>