

**Stellungnahme zur öffentlichen Anhörung zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung; „Entwurf eines Gesetzes zur Ergänzung des Finanzdienstleistungsaufsichtsrechts im Bereich der Maßnahmen bei Gefahren für die Stabilität des Finanzsystems und zur Änderung der Umsetzung der Wohnimmobilienkreditrichtlinie“ (Finanzaufsichtsrechtsänderungsgesetz)**

**Finanzausschuss des Deutschen Bundestags, 6. März 2017**

1. Einordnung des Gesetzesentwurfs: Hohe Kreditanforderungen bei Wohnimmobilien – Ein wichtiger Teilbetrag gegen die Gefährdung der Finanzmarktstabilität

Eine ordnungspolitisch gewollte gesamtwirtschaftliche Funktion der Finanzmärkte ist das Angebot an stabilen Instrumenten zur Finanzierung von Unternehmen, privaten Haushalten und dem Staat. Die Finanzierungsinstrumente konzentrieren sich auf Geschäfte, die die Entscheidung in der Gegenwart mit unsicheren ökonomischen Erwartungen in der Zukunft kalkulierbar machen. Die Entscheidungen basieren letztendlich auf Spekulationen. Dabei lassen sich, wie es John Maynard Keynes in seiner „Allgemeinen Theorie“ 1936 schon vermerkt hatte, zwei konträre Typen von Spekulationsgeschäften unterscheiden: Einerseits gibt es ökonomisch funktional gerechtfertigte Spekulationsgeschäfte zur Minimierung bzw. zur Teilung des Risikos (etwa die Absicherung eines Exporteurs gegen den heute unsicheren Devisenkurs in drei Monaten durch ein Swapgeschäft). Andererseits gibt es reine Spekulationsgeschäfte, die vom Finanzierungszweck für die Gesamtwirtschaft komplett abgekoppelt sind. Im Mittelpunkt stehen die Derivate, die mit real-ökonomischen Vorgängen nichts mehr zu tun haben. Für diese Spekulationsgeschäfte werden neue Instrumente von den Investmentbanken vor allem zum Eigenhandel produziert.

Eines der Instrumente, mit dem die jüngste Finanzmarktkrise ausgelöst wurde, konzentriert sich auf kreditfinanzierte Immobilien in den USA. Es geht um die massenhafte Verpackung von Kreditrisiken in sog. festverzinsliche Wertpapiere, die dann x-mal umgepackt und am Ende ohne Kenntnis der Rückzahlungsrisiken verkauft werden (dafür stehen die „Collateralized Debt Obligation“, CDO). Diese Spekulationspapiere, die vor allem in den USA zur Finanzierung des Eigenheimbooms geschaffen wurden, haben durch die sich später einstellende Zahlungsun-

fähigkeit der Kreditnehmer global zur Finanzmarktkrise mit negativen Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft und die Belastung der öffentlichen Haushalte geführt. Ursache dieser geplatzten Spekulationsblase war der staatliche Verzicht zumindest auf eine die Risiken adäquat abbildende Hinterlegung mit Eigenkapital durch die Kreditinstitute. Die Risiken wurden über die geschaffenen Wertpapiere outgesourct.

Dieses aktuelle Beispiel zeigt, wie ein entfesselter, also unregelter Finanzmarktkapitalismus die Preise gegenüber den realwirtschaftlich nicht fundierten Vermögenswerten auf den Finanzmärkten nach oben treiben kann. Robert J. Shiller spricht in diesem Zusammenhang des Entstehens von Preisblasen vom „irrationalen Überschwang“ (Irrational Exurbance). Entscheidend ist, wenn, wie bei der jüngsten Finanzmarktkrise, die Blase platzt, dann bleiben die Schäden nicht auf den Finanzsektor beschränkt. Erzeugt werden negativ externe Effekte bis hin zum Beinahezusammenbruch der Gesamtwirtschaft. Das hoch getriebene spekulative Investmentbanking schlägt in eine systemische Krise um. Bei diesen systemisch riskanten Spekulationsgeschäften auf den Finanzmärkten spielt die Kreditfinanzierung eine entscheidende Rolle. In der Phase des Booms, durch den Herdentrieb beschleunigt, werden „ohne Rücksicht auf Verluste“ Kredite vergeben (Credit Boom Bubble). Mit der Regulierung der Kredite lässt sich allerdings nur indirekt eine bremsende Wirkung auf die Spekulationsgeschäfte erzeugen.

Die wichtigste Erkenntnis ist, Finanzmärkte sind aus ihrer Struktur und ihren Mechanismen heraus sowie vor allem dem Setzen auf Spekulationsgewinne krisenanfällig. Dabei wirkt die Kreditfinanzierung als Instabilitätsbeschleuniger. Wenn schließlich die Krise ausbricht, tritt ein systemisches Risiko ein. Die gesamte Wirtschaft schrumpft, Einkommen und Arbeitsplätze gehen verloren und die Politik muss Rettungsaktionen finanzieren. Um wieder die Finanzmarktinstrumente auf ihre gesamtwirtschaftlich nützliche Funktion zu reduzieren, bedarf es der ordnungspolitischen Regulierung. Diese makroprudenzielle Regulierung stellt auf den Systembezug ab.

## 2. Das Ziel des Gesetzentwurfs: Makroprudenzieller Instrumentenvorrat gegen Wohnimmobilienblasen

Auf den Finanzmärkten wird eine Vielzahl von Vermögensarten unterschiedlichen Liquiditätsgrads vor allem mit der Absicht, Spekulationsgewinne zu erzielen, gehandelt. Im Mittelpunkt dieses Gesetzentwurfs steht der per Kredit finanzierte Vermögenswert Wohnimmobilie. Zu Recht wird die Gefahr einer irrationalen

Überbewertung von Wohnimmobilien und damit einer Blasenbildung, die durch die Kreditvergabe beschleunigt wird, betont. Bei der Risikoanalyse stellt sich die Frage, inwieweit der Kreditnehmer in der Lage ist, Schuldenlast in Abhängigkeit vom Einkommen zu tragen.

Auf der Basis der Analyse des Entstehens und der systemischen Auswirkungen einer geplatzten Wohnimmobilienblase werden Instrumente zu deren Vermeidung spezifiziert. Im Mittelpunkt steht die Finanzierung der Wohnimmobilien durch Kredite. Kommt es zum Zusammenbruch, dann sind die systemischen Wirkungen klar: Die Banken werden durch faule Hypothekenkredite belastet. Die Bauwirtschaft erleidet Erlösverluste, Arbeitsplätze müssen abgebaut werden. Zu den Geschädigten gehören auch die privaten Haushalte, die auf die Wohnimmobilie gesetzt haben.

Wegen dieser makroprudenziellen, also systembezogenen Bedeutung ist nicht nur im Bereich der Wohnimmobilien eine Regulierung gegen die Spekulationen, die zu einer sich verstärkenden Blase führen, dringend erforderlich. Dabei wird nicht direkt an der nach oben getriebenen Nachfrage nach Wohnimmobilien angesetzt. Vielmehr konzentriert sich der Gesetzentwurf auf die staatliche Regulierung der Anforderungen an die Kreditvergabe zusammen mit der Verbesserung der Informationen (Abbau asymmetrischer Informationsverteilung; der Kreditnehmer hat weniger Informationen als der Kreditgeber). Die hier angenommene Kausalkette stellt sich wie folgt dar: Die Preise für Wohnimmobilien werden durch eine wachsende Nachfrage nach oben getrieben. Es droht eine Immobilienblase. Da diese preistreibende Nachfrage maßgeblich durch Kredite finanziert wird, konzentriert sich die regulatorische Einflussnahme auf die Vergabebedingungen. So werden beispielsweise die einflussreichen Spekulanten wie Investmentbanken und Investmentfonds, die die preistreibende Nachfrage nach Wohnimmobilien anheizen, nicht berücksichtigt. Kreditnehmer und Kreditgeber stehen im Mittelpunkt.

Kredite werden im Fall einer festgestellten Gefährdung der Finanzstabilität nur zugelassen werden, wenn die Kreditwürdigkeit und die ökonomische Tragfähigkeit (Zinszahlung und Tilgung) gewährleistet sind. Geht die Kreditnachfrage wegen der besonderen Anforderungen zurück, sinkt die Nachfrage und mit ihr entweicht der Preisblase die Luft. Grundsätzlich lässt sich zeigen, dass diese indirekten Interventionen über die Kreditvergabe nicht ausreichen, Immobilienkrisen zu vermeiden.

Der Entwurf schafft für die „Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)“ einen Vorrat an Interventionsmaßnahmen bei der Kreditvergabe. Zu deren Einsatz kommt es jedoch nur, wenn Gefahren für die Finanzmarktstabilität infolge der aufgeblähten Wohnimmobiliengeschäfte nachzuweisen sind. Die Basis für

die Entscheidung, ob es zum Einsatz kommt, sind die Analysen und Empfehlungen der Deutschen Bundesbank. Die folgenden Mindestanforderungen an die Kreditvergabe gegenüber dem Kreditnehmer, die im drohenden Krisenfall eingesetzt werden, werden der BaFin zur makroprudenziellen Stabilitätssicherung zur Verfügung gestellt:

- Obergrenze für das Verhältnis von Darlehenshöhe und Immobilienwert (Loan-To-Value, LTV);
- Vorgabe eines Zeitraums, in dem ein bestimmter Anteil des Darlehens zu tilgen ist (bei endfälligem Darlehen eine maximale Laufzeit, Amortisationsanforderung);
- Schuldendienstfähigkeit durch eine Obergrenze für den Schuldendienst im Verhältnis zum Einkommen (Debt-Service-To-Income, DSTI) bzw. Untergrenze für den Schuldendienstdeckungsgrad (Debt-Service-Coverage-Ratio, DSCR);
- Obergrenze zur Relation Gesamtverschuldung und Einkommen (Debt-To-Income, DTI).

Zu diesen Mindestanforderungen hinzu kommen neben der Sicherstellung einheitlicher Standards bei der Kreditwürdigkeitsprüfung auch gesetzliche Maßnahmen, die die Transparenz und Informationen vor allem für den Kreditnehmer verbessern. Dazu gehört der im Gesetzentwurf aufgegriffene Anpassungsbedarf im Darlehensrecht. Vergleichbar der EU-Verordnung vom 8. Juni 2016 zu Investmentfonds sollen Indizes als Referenzwerte für Kreditentscheidungen verankert werden (etwa Referenzzinssätze wie der LIBOR oder EURIBOR).

### 3. Instrumentenvorrat im Verhältnis zu den geltenden Regulierungen des Kreditwesens und zur Geldpolitik

In der Begründung des Gesetzentwurfs wird zu Recht die Frage gestellt, warum gegenüber den bisherigen Regulierungen des Kreditwesens der geplante Interventionsvorrat für die BaFin erforderlich sein soll. Schließlich sind infolge der Identifikation der Ursachen der jüngsten Finanzmarktkrise auch in Deutschland etliche Maßnahmen zur Absicherung gegen eine riskante Kreditvergabe der Banken allerdings nur ansatzweise umgesetzt worden. Zu Recht wird im Gesetzentwurf betont, dass diese zwar wichtigen Regulierungen zur Sicherung der Finanzstabilität nicht ausreichen. Um die kreditfinanzierte Preistreiberei durch Immobiliengeschäfte zu bändigen, bedarf es gezielter spezieller Regulierungen über die Kreditvergabe. Im Mittelpunkt stehen die Mindestanforderungen zur Kreditwür-

digkeit und zur Schuldentragfähigkeit der Kreditnehmer, die Wohnimmobilien nachfragen. Die Frage bleibt allerdings, ob dieser Interventionsvorrat im Bereich der Wohnimmobilien ausreicht, vor allem die spekulativ getriebene Preisexpansion zu bändigen.

Richtung und Ausmaß der Wirksamkeit der verschärften Mindestanforderungen bei Krediten für die Wohnimmobiliennachfrage müssen im Kontext der Geldpolitik bewertet werden. Die aktuelle Lage der Geldpolitik wird makroökonomisch mit dem Hinweis auf die Gefahr einer Deflation und der Notwendigkeit einer Ausweitung der kreditfinanzierten Investitionsnachfrage begründet. An dieser Stelle sei darauf hingewiesen, dass die Nullzinspolitik für die Geldbesorgung der Banken bei der EZB und die Flutung mit Liquidität durch den Ankauf von Wertpapieren noch lange anhalten wird. Ein entscheidender Grund ist das Übersparen, d.h. es wird gegenüber der Anlage auf den Finanzmärkten zu wenig an Sachinvestitionen finanziert. Ein durch die EZB nicht gewollter Effekt zeigt sich in der billigen Liquidität, die auf die Vermögenmärkte drängt. Die günstige Finanzierungslage treibt die Nachfrage nach Wohnimmobilien an und damit die Preise nach oben. Gerade in der Phase der Politik billigen Geldes kommt dem im Gesetzentwurf vorgesehenen Interventionsvorrat für die BaFin eine wichtige Rolle zu. Dann müssen hohe Mindestanforderungen bei der Kreditvergabe dafür sorgen, dass wenigstens die Kreditwürdigkeit und Kredittragfähigkeit bei der Nachfrage nach Wohnimmobilien gesichert und damit der Instabilität des Finanzsystems entgegengewirkt wird.

#### 4. Weiterführende Vorschläge zum Gesetzentwurf

Während die im Gesetzentwurf geplanten Mindestanforderungen in die richtige Richtung weisen, sind weitergehende Vorschläge zur Stärkung der Stabilität des Finanzsystems zu überprüfen:

- Es ist vorgesehen, dass die BaFin bei den Wohnimmobilien Ausnahmen bzw. Beschränkungen vornehmen kann. Dieser Katalog sollte nochmals überprüft werden. Freikontingente (Anteil des Neugeschäfts für die Wohnimmobilienfinanzierung eines Kreditinstituts) gegenüber den festgelegten Beschränkungen sollten nicht aufgenommen werden.
- Der komplette Ausschluss der Gewerbeimmobilien aus dem Katalog der Wohnimmobilien-Mindestanforderungen ist zu überprüfen. Es gibt gute Gründe, auch die Gewerbeimmobilien im Falle einer Störung der Finanzmarktstabilität den Mindestanforderungen zu unterwerfen.

- Der Grundgedanke, die Mindestanforderungen gegenüber dem Kreditnehmer in Zeiten drohender Finanzstabilität zu verschärfen, sollte grundsätzlich auf das gesamte Kreditgeschäft für private Haushalte, die Unternehmen und den Staat ausgeweitet werden.

Im Zuge eines neuen Kreditmeldewesens, das die EU bis September 2018 umsetzen will, dürfen künftig die Daten für den Wohnimmobilienbereich nicht mehr aggregiert gemeldet werden. Vielmehr werden nach dem AnaCredit-Meldewesen („Analytical Credit Datasets“) granulare Kreditdaten erfasst. Um für das hier geplante Gesetz die informationelle Basis zu verbessern, sollte die Meldung granularer Kreditdaten zügig umgesetzt werden.

- Rechtsunsicherheit kennzeichnet den Gesetzentwurf bei der Regelung, wann die Finanzmarktstabilität als bedroht angesehen wird und damit der Einsatz des Interventionsvorrats als begründet gilt. Derzeit erfolgt die Entscheidung auf der Basis „einschlägiger Analysen und Bewertungen der Deutschen Bundesbank“. Hier wäre zu überlegen, die Feststellung der Interventionsnotwendigkeit einerseits durch die Hinzuziehung wirtschaftswissenschaftlicher Institute abzusichern. Andererseits wäre eine Einbindung der für die Finanzmarktstabilität relevanten EU-Institutionen erforderlich.
- Völlig unsicher ist die Krisenidentifikation und der Wirkungsablauf der Maßnahmen. Fragen stellen sich: Wird die Gefährdung der Finanzstabilität rechtzeitig erkannt und wird auch unverzüglich gehandelt? Wieviel Zeit wird zur zieladäquaten Anpassung der reduzierten Kreditvergabe gebraucht? Hier müssen entsprechende Analysen mit optionalen Abläufen nachgeliefert und berücksichtigt werden.

Schlussendlich ist klar, Preisblasen auch auf dem Immobilienmarkt werden nicht nur durch den Einsatz von Krediten durch private Haushalte angetrieben. Maßgeblichen Einfluss haben die spekulierenden Investmentbanken, die umfassend agierenden Investmentfonds sowie die Akteure im bedrohlichen Bereich der Schattenbanken. Hier muss die Kontrolle und Regulierung weiterentwickelt werden.