

AHBR ... Berlin Hyp ... Deutsche Hypo ... Deutsche Schiffsbank... Dexia Hypothekenbank ... DG HYP ... Düsseldorf Hypothekenbank ... Essen Hyp ... Eurohypo ... HSH Nordbank Hypo ... Hypo Real Estate Bank ... Hypo Real Estate Holding ... Hypo Vereinsbank ... Karstadt Hypothekenbank ... Münchener Hyp ... SEB Hyp ... WarburgHyp ... Westdeutsche ImmobilienBank ... WL-BANK ... Württemberger Hypo ... Wüstenrot Hypothekenbank

# Festzinshypotheken und Vorfälligkeit in Europa

» Angesichts historisch niedriger Kapitalmarktzinsen würden viele Investoren gerne umschulden. Die Hürde heißt Vorfälligkeitsentschädigung. Gibt es im übrigen Europa bessere Modelle? Der vdp hat bei Hans-Joachim Dübel eine Analyse in Auftrag gegeben. Einige ihrer Kernthesen werden hier präsentiert.

**D**er Bau oder Kauf einer Immobilie stellt zumeist eine Investition dar, für die sich Verbraucher langfristig verschulden müssen. Vor dem Hintergrund schwankender Zinsen und jahrelang laufender Festzins-Finanzierungen spielt die Möglichkeit einer vorfälligen Rückzahlung („prepayment“) und Umschuldung in eine neue Finanzierung daher naturgemäß eine große Rolle. Dabei stellt sich die Frage, wer die Kosten des bei vorfälliger Rückzahlung anfallenden Zinsänderungsrisikos schultert und ob der Staat in dieser Sache regulierend eingreifen sollte.

In der Hypothekenfinanzierung in Europa gibt es hauptsächlich drei Klassen von Kreditprodukten:

- Kredite mit variablem Zinssatz (Gleit-zins) überwiegen in den angelsächsischen Ländern (ohne USA), in Spanien und Portugal.
- Festzinskredite mit Kündigungshem-mern, wie der Vorfälligkeitsentschädi-gung, sind die vorherrschende Kreditform in Kontinentaleuropa und Skan-dinavien. Diese Kredite werden auch als ‚nicht kündbar‘ bzw. ‚ohne Prepayment-option‘ bezeichnet.

- Festzinskredite mit Prepaymentoption gegen Zinsaufschlag werden in Dänemark angeboten.

Diese drei Kreditklassen sind im Wesentlichen das Produkt ihrer histo-rischen Refinanzierungsbedingungen:

- in den angelsächsischen Ländern der ein-lagenrefinanzierenden Building Societies;
- in Kontinentaleuropa der verschie-denen Pfandbriefsysteme. Dänemark ist der Sonderfall eines Pfandbriefsystems, das Hypotheken mit Prepaymentoption darstellt.

Wie wirken sich diese verschiedenen Produkte auf die Verteilung von Kosten und Risiken zwischen Kreditgeber und Verbraucher aus?

---

## Gleitzinskredite

---

Kredite mit variablen Zinssätzen tragen für einlagenrefinanzierte Banken oder Sparkassen faktisch kein Zinsrisiko. Beim Kreditnehmer können sie dagegen starke Schwankungen der Belastungen verursachen. Portugal und Spanien haben mit diesem Produkt während der starken Zinssenkungen der vergangenen Jahr-zehnte einen dynamisch wachsenden

Hypothekenmarkt erzeugt. Andere Märkte mit Dominanz von variablen Zinssätzen gerieten in Kreditrisikokrisen, in denen viele Verbraucher ihr Wohn-eigentum verloren - so in Großbritannien zu Beginn der 1990er Jahre.

Variabel verzinst Darlehen erfreuten sich in den letzten Jahren in Deutschland wachsender Beliebtheit - einerseits aufgrund der Zinsniveaus und andererseits, weil sie dem gestiegenen Bedürfnis nach größerer finanzieller Flexibilität und physischer Mobilität entsprechen. Zum Schutz vor Überlastung der Verbraucher werden die meisten deutschen Gleitzins-kredite - im Gegensatz etwa zu Groß-britannien - derzeit mit Zinsobergrenzen („caps“) dargestellt. Allerdings gibt es dazu in Deutschland keine gesetzlichen Regelungen.

---

## Festzinskredite mit und ohne Prepaymentoption

---

Festzinskredite erfordern aufgrund ihrer Langfristigkeit ein Benchmarking, und oft auch Refinanzierung, über am Kapitalmarkt emittierte Schuldver-schreibungen. Ein Beispiel ist der in-

zwischen über 230jährige Pfandbrief, der seinerseits nur knapp über Staatsschuld gepreist wird. Dieses Verfahren bietet unschlagbar günstige Finanzierungsbedingungen für den Hypothekarkredit, von denen deutsche Kreditnehmer profitieren.

Allerdings muss der Kreditnehmer hierfür eine Erschwernis der Kündigung hinnehmen. Werden diese gekappt – wie in Frankreich seit 1979 durch Gesetz auf 3% des ausstehenden Betrags oder 6 Monatszinszahlungen – so fallen bei Zinssenkungen hohe Kosten bei den finanzierenden Banken an. Französische Hypothekenkredite sind allein aufgrund der gesetzlichen Kappung derzeit um rund 30 Basispunkte teurer als deutsche.

Ganz ohne Entschädigungen vorfällig rückzahlbare Festzinshypotheken werden derzeit in Europa nur in Dänemark angeboten, wo die Kreditinstitute entsprechend kündbare Schuldverschreibungen ausgeben. Diese Festzinskredite bieten Kreditnehmern sowohl den Zinsrisikoschutz des Festzinses als auch die Möglichkeit, an einer Zinssenkung durch vorfällige Rückzahlung zu partizipieren. Allerdings ist das Produkt durch die Zuordnung der Reinvestitionsverluste bei Rückzahlungen nach Zinssenkungen an die Investoren mit einem noch deutlicheren Zinsaufschlag versehen, der zwischen 50 und 100 Basispunkten liegt.

Dieser Aufschlag kann als Marktpreis für die Option der vorfälligen Rückzahlung angesehen werden. Er kann insbesondere die Anfangsbelastungen deutlich nach oben treiben und damit einkommensschwächere Kreditnehmer zur Aufnahme einer risikoreichen Gleitzinsfinanzierung veranlassen.

Bei Krediten ohne Prepaymentoption bzw. mit Kündigungshemmern sind hingegen die Anfangsbelastungen deutlich niedriger. Es treten im Gegenzug aber durch die langen Zinsbindungen leicht erhöhte Kreditrisiken auf, die durch ausreichendes Eigenkapital abgedeckt sein sollten. Dies ist in Deutschland in der Regel der Fall.

---

### Ausgestaltung der Kündigungshemmer

---

In Europa werden bei Festzinskrediten ohne Prepaymentoption im Kern zwei Modelle von Kündigungshemmern praktiziert. Diese verhalten sich in Zinssenkungsphasen ähnlich, in den in einem veränderten zukünftigen Zinsumfeld

wieder häufiger zu erwartenden Zinssteigerungsphasen aber unterschiedlich.

- Beim in Deutschland praktizierten Entschädigungsmodell darf der Kreditgeber den Verlust bei Wiederanlage der zurückgezahlten Gelder durch eine Vorfälligkeitsentschädigung kompensieren. Allerdings wird ein beim Kreditgeber anfallender Reinvestitionsgewinn nicht an den Kunden ausgezahlt, so dass sich bei Rückzahlung in Zinssteigerungsphasen, etwa aufgrund eines Umzugs, finanzielle Nachteile ergeben.

- Dieser Nachteil wird im Marktpreismodell des derzeit in Dänemark angebotenen „unkündbaren“ Festzinskredits aufgehoben. Dieser kann zwar nicht gegenüber der Bank gekündigt, wohl aber zum jeweiligen Marktpreis vom Kapitalmarktinvestor zurückgekauft werden. Bei Zinssenkungen liegt dieser über pari, so dass sich eine der Vorfälligkeitsentschädigung vergleichbare Zahlung an den Investor ergibt. Der Kreditnehmer kann den Kredit aber auch bei Zinssteigerungen vom Investor zurückkaufen, woraus sich aufgrund des unter pari liegenden Kurses ein Kapitalgewinn auf seiner Seite ergibt.

Damit wird der Kreditnehmer im Marktpreismodell in Zinssteigerungs- und Zinssenkungsphasen gleichgestellt. Falls, wie im dänischen Fall, kein Zinsmargenschaden verlangt wird, entspricht die Belastung nach vorfälliger Rückzahlung und Neukreditaufnahme immer der vorherigen. Im deutschen Fall der Erhebung des Zinsmargenschadens ergeben sich Abweichungen von 1-3% der Kreditsumme.

Zwar waren in Deutschland in den vergangenen Jahrzehnten Zinssteigerungsphasen, in denen das Entschädigungsmodell zu einer höheren Belastung als das Marktpreismodell geführt hätte, nur sehr kurz. Die Fortsetzung des Zinssenkungstrends wird aber immer unwahrscheinlicher. Daher wäre überlegenswert, dem deutschen Kunden einen dem dänischen Vorbild analogen, symmetrischen Zahlungsmechanismus anzubieten. Dazu

könnte das bisher praktizierte Entschädigungsmodell um Fälle von Auszahlungen an den Kunden erweitert werden.

---

### Ein vollständiger Markt schafft Alternativen für Verbraucher

---

Die Kosten der vorfälligen Rückzahlung können wie gezeigt

- als Entschädigung oder Marktpreis im Falle ihrer Nutzung und/oder
- als allgemeiner Preisbestandteil bzw. Optionspreis erhoben werden.

Gesetzliche Einschränkungen eines angemessenen Nutzungspreises führen zu Zinssteigerungen. Sie erzeugen zudem eine Quersubventionierung der Nutzer der Option durch deren Nicht-Nutzer. Schließlich lösen sie das zuvor beschriebene Problem von Belastungssteigerungen bei vorfälligen Rückzahlungen in Zinssteigerungsphasen nicht.

Im Alternativmodell eines vollständigen Marktes sind wirtschaftlich adäquate Nutzungspreise der Prepaymentoption zulässig. Damit können sich deutsche Kunden zwischen verschiedenen Preismodellen bei Vorfälligkeit entscheiden: für einen stets ohne Kosten rückzahlbaren Gleitzinskredit, für den mit Kündigungshemmer versehenen Festzinskredit oder für den mit Optionsprämie versehenen Festzinskredit.

Letztere Kreditform wird zwar in Deutschland – abgesehen von Zinsbindungsfristen oberhalb von 10 Jahren und Sondertilgungen – nicht angeboten. Allerdings orientieren sich deutsche Kunden traditionell stark am absoluten Zinsniveau, so dass ein mit deutlichem Margenaufschlag versehenes Produkt wie der Festzinskredit mit Prepaymentoption nur schwer durchsetzbar wäre. Zudem verliert diese in der Zinssenkungsphase attraktive Kreditform in Zeiten niedriger Zinsen deutlich an Bedeutung.

Es spricht also vieles dafür, die Veränderungen in Deutschland innerhalb des bestehenden Entschädigungsmodells, und dort systemkonform mit der Pfandbriefrefinanzierung, vorzunehmen.



**VERBAND DEUTSCHER  
PFANDBRIEFBANKEN**

| Immobilien- | Staats- | Schiffsfinanzierung |