Universität Zürich[UZH]

Abschlussarbeit

zur Erlangung des

Master of Advanced Studies in Real Estate

Nicht-Banken auf dem Schweizer Hypothekarmarkt

Marktentwicklung im Zusammenspiel mit Anlagepräferenzen und externen Einflüssen

Verfasser: Roger Bolay

Eingereicht bei: Dr. Stephan Kloess

Abgabedatum: 06.09.2024

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis IV

Abbildungsverzeichnis V

Tabellenverzeichnis VI

Executive Summary VII

1. Einleitung 1

1.1 Ausgangslage 1

1.2 Zielsetzung 1

1.3 Abgrenzung des Themas 2

1.4 Vorgehen 3

2. Theoretischer Rahmen 3

2.1 Hypothekarmarkt Schweiz 3

2.2 Nicht-Banken auf dem Schweizer Hypothekarmarkt 5

2.2.1 Pensionskassen 5

2.2.2 Anlagestiftungen 6

2.2.3 Versicherungen 6

2.3 Rechtliche Rahmenbedingungen 7

2.3.1 Pensionskassen: BVG/BVV 2 7

2.3.2 Anlagestiftungen: BVG/ASV 8

2.3.3 Versicherungen: VAG/AVO 9

2.3.4 Traditionelle Banken: ERV/Selbstregulierungen 10

2.3.5 Einfluss von Basel III auf Nicht-Banken 14

2.4 Hypotheken als Anlageklasse 15

2.4.1 Vorteile 15

2.4.2 Nachteile 16

2.4.3 Renditevergleich 17

2.5 Nachhaltigkeit bei Hypotheken 18

2.6 Investitionsformen & Vertriebskanäle 20

2.6.1 Direkte Kreditvergabe ... 21
2.6.2 Indirekte Kreditvergabe ... 22
2.6.3 Anlagestiftung mit Anlagegruppe Hypotheken & Hypothekenfonds ... 23
2.6.4 Pfandbriefe ... 24
2.7 Potenzieller Marktanteil Nicht-Banken ... 24
3. Empirische Untersuchung ... 26
3.1 Methodik ... 26
3.2 Untersuchung ... 28
3.3 Ergebnisse ... 29
3.3.1 Hypotheken als Anlageklasse ... 29
3.3.2 Regulatorische Rahmenbedingungen ... 33
3.3.3 Investitionsformen & Vertriebskanäle ... 35
3.3.4 Nachhaltigkeit bei Hypotheken ... 41
3.3.5 Weitere Gründe & Hebel ... 43
3.3.6 Prognose für weitere Marktentwicklung ... 46
4. Schlussbetrachtung ... 47
4.1 Fazit ... 47
4.2 Diskussion ... 50
4.3 Ausblick ... 51
Literaturverzeichnis ... 52
Anhang 1: Verzeichnis Interviewpartner ... 58
Anhang 2: Interviewleitfaden ... 59

Abkürzungsverzeichnis

ALM	Asset Liability Management
ASV	Verordnung über die Anlagestiftungen
AuM	Assets under Management
AVG	Bundesgesetz betreffend die Aufsicht über Versicherungsunternehmen
AVO	Verordnung über die Beaufsichtigung von privaten Versicherungsunternehmen
BFS	Bundesamt für Statistik
BVG	Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge
BVV 2	Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge
EBF	Energiebezugsfläche
ERV	Verordnung über die Eigenmittel und Risikoverteilung der Banken und Wertpapierhäuser
EtP	Exception to Policy
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
FINMAG	Bundesgesetz über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht, Finanzmarktaufsichtsgesetz
GEAK	Gebäudeausweis der Kantone
IPRE	Income-producing Real Estate / Renditeliegenschaft
KGAST	Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen
LtV	Loan-to-Value
RWA	Risk Weighted Assets
SBVg	Schweizerische Bankiervereinigung
SNB	Schweizerische Nationalbank
SORE	Self-occupied Real Estate / Selbstgenutzte Liegenschaft
SST	Schweizer Solvenztest
TER	Total Expense Ratio
VAG	Bundesgesetz betreffend die Aufsicht über Versicherungsunternehmen

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Entwicklung Hypothekarvolumen 3
Abbildung 2: Anteil am Hypothekarmarkt 2023 4
Abbildung 3: Asset Allocation Pensionskassen 2022 5
Abbildung 4: Mindesteigenmittel und Eigenmittelpuffer Banken 11
Abbildung 5: Durchschnittlich erzielte Bruttozinsmarge in Basispunkten 17
Abbildung 6: Vergleich Eidgenossen 10y und Festhypotheken 10y 18
Abbildung 7: Pensionskassen mit direkter Hypothekarvergabe 20
Abbildung 8: Erste Anlaufstelle für Hypothekarberatung 21

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Asset Allocation Versicherungsunternehmen 2022 7
Tabelle 2: Vergleich RWA Wohnen SORE/IPRE, Basel II/Basel III 12
Tabelle 3: Vergleich Eigenmittel Basel II/Basel III 13
Tabelle 4: Übersicht Anlagegruppe Hypotheken 23
Tabelle 5: Angefragte Institute für Interview 27
Tabelle 6: Kriterienliste tiefer Marktanteil Nicht-Banken 48

Executive Summary

Der Schweizer Hypothekarmarkt ist über 1'200 Milliarden Franken gross und von enormer Bedeutung für die Volkswirtschaft. Herr und Frau Schweizer benötigen üblicherweise eine Hypothek für den Erwerb ihres Eigenheims und sind dabei, wie auch viele Investoren von Renditeliegenschaften, auf einen funktionierenden, breit abgestützten Hypothekarmarkt angewiesen. Die traditionellen Banken dominieren diesen mit einem Marktanteil von 95%. Nicht-Banken wie Versicherungen und Pensionskassen haben mit 5% Marktanteil eine untergeordnete Bedeutung. Es stellt sich die Frage, wieso Nicht-Banken nicht aktiver in diesem Markt mitmischen, zumal das Hypothekargeschäft für viele Banken ein wichtiger Pfeiler ihres operativen Geschäfts darstellt und somit attraktiv zu sein scheint.

Den 1353 Pensionskassen und 189 der FINMA unterstehenden Versicherungsunternehmen stehen Vermögenswerte von 1'600 Milliarden Franken zur Verfügung, von welchen sie aus regulatorischer Sicht in der Theorie 600-700 Milliarden Franken in Hypotheken investieren könnten. Damit würden Hypotheken jedoch zu einem Klumpenrisiko für Nicht-Banken avancieren. Effektiv hielten Nicht-Banken 2023 rund 64 Milliarden Franken Hypotheken in ihren Büchern, was lediglich 10% des berechneten Potenzials ausmacht. Die Hauptgründe dafür sind im Risiko-Rendite-Profil von Hypotheken zu verorten. Hypotheken gelten als sehr sicher und es lässt sich mit Hypotheken auch eine Mehrrendite gegenüber Obligationen erzielen. Gleichzeitig sind Hypotheken aber illiquide, was viele Investoren abschreckt. Durch ihre Illiquidität werden sie auch mit anderen wenig liquiden Assets wie Immobilien und Private Equity verglichen, die bedeutend mehr Rendite generieren. Während Pensionskassen kaum von regulatorischen Einschränkungen bei Hypotheken betroffen sind, werden gewisse Versicherungen aufgrund von vorgegebenen Maximalquoten für Immobilien- und Hypothekeninvestitionen begrenzt. Laut Experten werden Banken auch in Zukunft den Schweizer Hypothekarmarkt dominieren. Ein mittelfristiger Marktanteil von 6-7% der Nicht-Banken wird als realistisch erachtet. Neue Produkte und Anbieter erleichtern sukzessive den Zugang zu Hypotheken, was den Aufwand bei Hypothekarinvestitionen für Nicht-Banken reduziert und die Bereitschaft für Hypothekarinvestitionen erhöht. Höhere Renditen beziehungsweise Spreads bei Hypotheken, ein funktionierender Sekundärmarkt sowie die Anpassung von regulatorischen Maximalquoten bei Hypotheken könnten das Wachstum bei Nicht-Banken weiter antreiben.

1. Einleitung

1.1 Ausgangslage

Der Schweizer Hypothekarmarkt erreichte Ende 2023 die Marke von 1'239 Milliarden Franken (MoneyPark, 2024, S. 2). Dies ist mehr als das Anderthalbfache des Schweizer Bruttoinlandprodukts von rund 795 Milliarden Franken und zeigt auf, welche Grösse und Bedeutung der Hypothekarmarkt in der Schweiz einnimmt (statista, 2024). Aus Optik von Kreditnehmern stellen Hypotheken ein essentielles Mittel für den Kauf von Wohneigentum oder Renditeliegenschaften dar, da kaum jemand ohne Fremdfinanzierung eine Immobilie erwerben kann. Damit der Immobilienmarkt funktioniert, muss der Fremdfinanzierungsmarkt über ausreichend Kapazitäten verfügen. Als Hauptakteure im Schweizer Hypothekarmarkt agieren die traditionellen Banken, wovon die meisten die Kreditvergabe als zentralen Teil ihres Geschäftsmodells betreiben. Einschneidende Ereignisse wirtschaftlicher oder regulatorischer Art können grossen Einfluss auf den Fremdfinanzierungsmarkt haben. Aus diesem Grund ist es für Kreditnehmer zentral, dass dieser Markt breit abgestützt ist und unterschiedliche Akteure Fremdfinanzierungen anbieten.

In den letzten 10-20 Jahren haben viele Pensionskassen und Versicherungen ein eigenes Angebot für Hypotheken lanciert. Aus deren Optik können Hypotheken eine spannende Anlageklasse darstellen, um die ihnen anvertrauten Vermögen zu investieren. Trotz des vorhandenen Angebots an Hypotheken, immer besseren Vertriebskanälen wie zum Beispiel Hypothekenvermittlungsplattformen und des Bedarfs auf Kreditnehmerseite bewegt sich das Hypothekarvolumen aller Nicht-Banken im Vergleich zum Gesamtmarkt im mittleren einstelligen Prozentbereich (Wanzenried, 2023, S. 18).

1.2 Zielsetzung

Bisherige Marktberichte und Studien haben sich primär damit befasst, wie der Hypothekarmarkt aufgeteilt ist und was Gründe sind, weshalb in Hypotheken investiert wird oder nicht (Davidson, Kloess, & Steffen, 2023). Im Rahmen dieser Masterarbeit soll spezifisch die Rolle der Nicht-Banken auf dem Schweizer Hypothekarmarkt beleuchtet und der Zusammenhang zwischen geringem Marktanteil und den Gründen beziehungsweise den dazugehörigen Hebeln analysiert werden. Es sollen sowohl interne Anlagepräferenzen der Nicht-Banken als auch externe Einflüsse geprüft werden.

Folgende beiden Forschungsfragen dienen dabei als Grundlage:

1. Was sind die Gründe, dass Nicht-Banken wie Pensionskassen und Versicherungen im Vergleich zu den traditionellen Banken im Schweizer Hypothekarmarkt eine untergeordnete Bedeutung mit einem Marktanteil im einstelligen Prozentbereich haben und wo sind potenzielle Hebel, um diesen Marktanteil zu erhöhen?

2. Wie kann die künftige Marktentwicklung von Nicht-Banken im Schweizer Hypothekarmarkt aussehen?

Folgende Bereiche werden auf diese Forschungsfragen hin analysiert:

- Hypotheken als Anlageklasse
- Regulatorische Rahmenbedingungen
- Investitionsformen & Vertriebskanäle
- Nachhaltigkeit bei Hypotheken

Weitere allfällige in den Interviews aufgebrachte Gründe und Hebel werden entsprechend im Rahmen der empirischen Untersuchung beleuchtet.

1.3 Abgrenzung des Themas

Die vorliegende Masterarbeit konzentriert sich ausschliesslich auf den Schweizer Hypothekarmarkt, wobei die Sicht von Nicht-Banken als Kreditgeber beziehungsweise Investoren genauer angeschaut wird. Die Kreditnehmerseite wird nicht im Detail analysiert und es werden keine Daten dazu erhoben.

Im Fokus der Masterarbeit stehen als Akteure bei den Nicht-Banken Pensionskassen sowie Versicherungen. Anlagestiftungen als Hilfseinrichtungen von Pensionskassen werden ebenfalls berücksichtigt, da diese die Anlagepräferenzen der darin investierten Pensionskassen in konsolidierter Form wiedergeben. Zu der Sichtweise von Banken werden keine Daten erhoben.

Im Kreditspektrum werden primär vorrangige Hypotheken beleuchtet, nachrangige Hypotheken und das Interesse dafür werden am Rande in den Interviews abgedeckt. Unbesicherte Kredite (Mezzanin Kapital etc.) werden ausgeklammert.

1.4 Vorgehen

In einem ersten Schritt wird die theoretische Basis für das gewählte Thema geschaffen. Dafür werden mittels Desktop-Research wesentliche Marktberichte, Studien, Gesetzestexte etc. gesammelt und ausgewertet. Im Theorieteil werden zu Beginn der relevante Markt und die Akteure bezeichnet. Danach folgen die theoretischen Grundlagen zu den selektierten Bereichen in Bezug auf potenzielle Gründe und Hebel für den geringen Marktanteil. Im nachfolgenden empirischen Teil werden aufbauend auf den Erkenntnissen aus der Theorie Expertenbefragungen durchgeführt. Dabei werden Fragen zu diversen Aspekten jedes potenziellen Hebels beziehungsweise anderen potenziellen Gründen für den tiefen Marktanteil sowie zur möglichen künftigen Entwicklung des Marktanteils von Nicht-Banken gestellt. Die Erkenntnisse daraus werden ausgewertet und bei den Ergebnissen des empirischen Teils ausgewiesen. Für das Gesamtfazit wird eine Kriterienliste erarbeitet, die die Erkenntnisse aus Theorie und Empirie festhält und für jeden identifizierten Grund eine Einschätzung auf dessen Einfluss auf den Marktanteil vornimmt. Sodann wird eine Prognose zur künftigen Marktentwicklung der Nicht-Banken basierend auf den Expertenmeinungen abgegeben.

2. Theoretischer Rahmen

2.1 Hypothekarmarkt Schweiz

Gemäss Studie des Hypothekarvermittlers MoneyPark zählte das Hypothekarvolumen im Schweizer Markt Ende 2023 insgesamt 1‘239 Milliarden Franken.

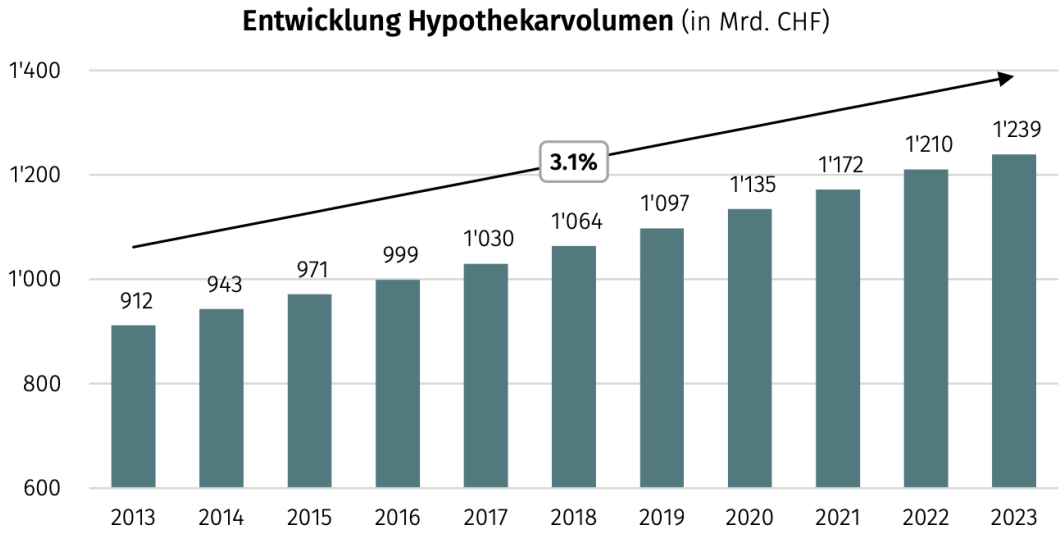

Abbildung 1: Entwicklung Hypothekarvolumen (MoneyPark, 2024, S. 2)

Wie in Abbildung 1 ersichtlich, betrug das durchschnittliche Wachstum in den letzten zehn Jahren 3,1% pro Jahr, wobei 2023 die Wachstumsrate auf 2,4% abgeflacht ist. Laut Studie ist dafür der Zinsanstieg verantwortlich, der sich mit einem Jahr Verzögerung in den Zahlen widerspiegelt. MoneyPark geht 2024 von einem ähnlichen Wachstum wie 2023 aus, wobei Leitzinssenkungen der Schweizerischen Nationalbank (SNB) wiederum für eine Beschleunigung sorgen könnten (MoneyPark, 2024, S. 2).

Wie Abbildung 2 zeigt, dominieren die traditionellen Banken mit einem Marktanteil von 94,9% (CHF 1‘175 Mrd.) den Schweizer Hypothekarmarkt. Versicherungen und Pensionskassen beanspruchen die restlichen 5,1% (CHF 64 Mrd.) für sich, wobei sich die Hypothekarvolumen bei diesen Nicht-Banken in verschiedene Richtungen entwickelt haben. Während die Versicherungen insgesamt CHF 1,3 Mrd. an Hypotheken abgebaut haben (-3,5%), erhöhten Pensionskassen ihren Anteil um CHF 1,7 Mrd. (+6,3%). Pensionskassen sind mit diesen 6,3% im Quervergleich prozentual am meisten gewachsen. Bereits 2022 war die Wachstumsrate mit 5,5% überdurchschnittlich. Dies hat dazu geführt, dass sich die in Hypotheken investierten Vermögen bei Versicherungen (CHF 35,3 Mrd.) und Pensionskassen (CHF 28,6 Mrd.) über die letzten Jahre immer mehr angenähert haben (MoneyPark, 2024, S. 3).

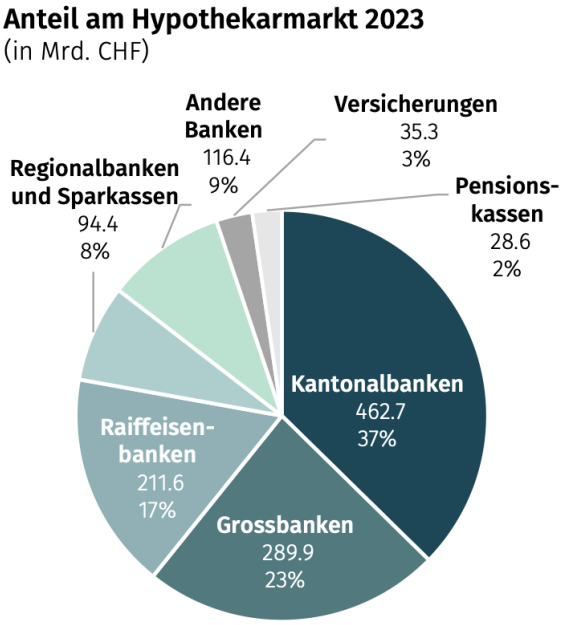

Abbildung 2: Anteil am Hypothekarmarkt 2023 (MoneyPark, 2024, S. 3)

Hinweis: Gewisse Hypothekaranbieter haben ihre Zahlen für 2023 bis zum Stichtag der Studie noch nicht offiziell publiziert, weswegen diese auf Basis der letzten Jahre durch MoneyPark geschätzt wurden. Geringfügige Abweichungen sind deshalb möglich.

2.2 Nicht-Banken auf dem Schweizer Hypothekarmarkt

2.2.1 Pensionskassen

In der jährlich erscheinenden Pensionskassenstatistik des Bundesamts für Statistik (BFS) werden auf konsolidierter Basis wichtige Kennzahlen zu allen Schweizer Pensionskassen publiziert. Im Jahr 2022 gab es demnach 1‘353 Pensionskassen mit rund 4,6 Millionen aktiven Versicherten sowie 890‘000 Pensionierten, die eine Altersrente beziehen. Rund 22,2 Milliarden Franken wurden durch die aktiven Versicherten und deren Arbeitgeber in Form von reglementarischen Beiträgen in die berufliche Vorsorge einbezahlt, während Altersrenten in Höhe von 25,2 Milliarden Franken ausgerichtet wurden. Insgesamt verwalteten die Pensionskassen Ende 2022 ein Vermögen von 1066 Milliarden Franken (Bundesamt für Statistik BFS, 2024b, S. 7-8).

In Abbildung 3 ist die Asset Allocation der Pensionskassen per Ende 2022 ersichtlich. Insgesamt wurden direkt und indirekt 26,89 Milliarden Franken in Hypothekendarlehen investiert, was einem Anteil von 2,5% des massgeblichen Pensionskassenvermögens respektive rund 2% des gesamten Schweizer Hypothekarmarkts entspricht. Ein wesentlich grösserer Anteil des Vermögens wurde in Aktien (28,9%), Obligationen (27,1%) und Immobilien (23,6%) investiert.

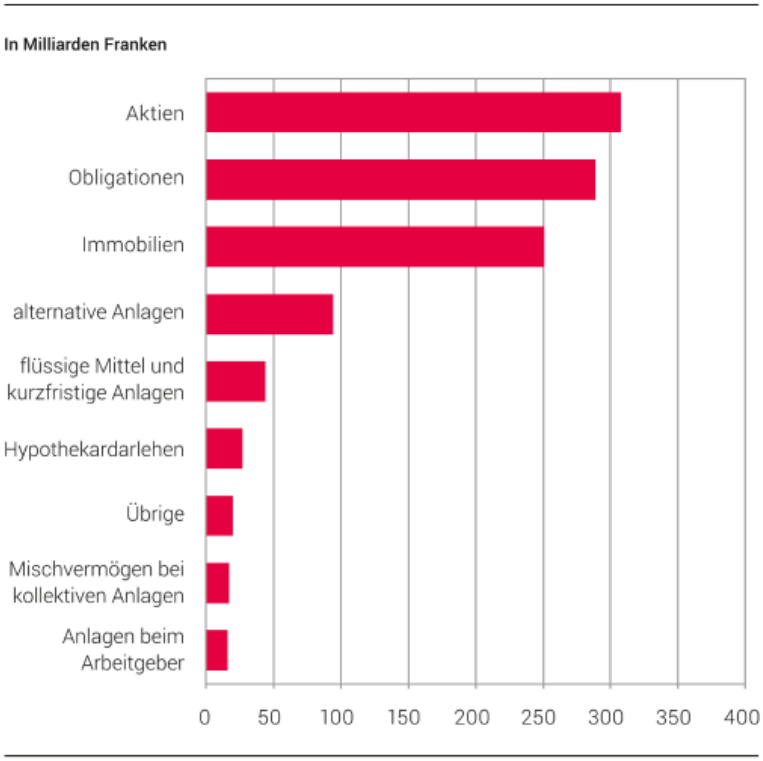

Abbildung 3: Asset Allocation Pensionskassen 2022 (Bundesamt für Statistik BFS, 2024b)

2.2.2 Anlagestiftungen

Bei Anlagestiftungen handelt es sich um Hilfseinrichtungen der beruflichen Vorsorge mit dem Zweck, eine gemeinsame Anlage und Verwaltung von Vorsorgegeldern von Schweizer Vorsorgeeinrichtungen zu ermöglichen. Sie werden von der Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge beaufsichtigt. Insgesamt gibt es in der Schweiz zurzeit 70 Anlagestiftungen. Anlagestiftungen führen verschiedene Anlagegruppen wie beispielsweise Aktien Schweiz, Obligationen Schweiz oder auch Hypotheken. Alle Anlagegruppen sind wirtschaftlich unabhängig voneinander und werden rechnerisch selbstständig geführt. Einige Anlagestiftungen führen eine Anlagegruppe Hypotheken, worin Pensionskassen Vorsorgegelder investieren können (siehe auch Kapitel 2.6.3). Die Pensionskassen bilanzieren diese Hypothekeninvestitionen dann in ihrer Bilanz (Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge, 2024).

2.2.3 Versicherungen

In der Schweiz gab es 2022 total 18 Lebensversicherer, 115 Nichtlebensversicherer, 46 Rückversicherer sowie 10 Krankenkassen mit Krankenzusatzversicherung, die allesamt unter der Aufsicht der eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) stehen. Jährlich veröffentlicht die FINMA einen Bericht über den Versicherungsmarkt. Demnach verfügten die total 189 Versicherungsunternehmen und Krankenkassen 2022 über Kapitalanlagen von 540 Milliarden Franken, welche versicherungstechnischen Verbindlichkeiten von 498 Milliarden Franken gegenüberstanden. Wie Tabelle 1 zeigt, haben Versicherungsunternehmen mit 36,5 Milliarden Franken rund 7% ihrer gesamten Kapitalanlagen in Hypotheken investiert. Davon machen die Lebensversicherungsunternehmen mit über 31 Milliarden Franken den Grossteil aus. Verglichen mit 2,5% bei der Asset Allocation der Pensionskassen ist dieser Prozentsatz nahezu dreimal so hoch. Auf Stufe des gesamten Hypothekarmarkts beanspruchen Versicherungsunternehmen etwa 3% für sich (FINMA, 2023, S. 4-12).

Asset Allocation Gesamtmarkt

Beträge in TCHF	2022	2022 in Prozent	2021	2021 in Prozent
Immobilien, angefangene Bauten und Bauland	49 003 708	9	49 015 123	9
Beteiligungen	78 553 991	14	76 464 932	14
Festverzinsliche Wertpapiere	236 569 022	44	237 195 070	43
Darlehen	22 299 008	4	22 376 503	4
Hypotheken	36 545 336	7	38 253 995	7
Aktien	15 955 597	3	20 014 988	4
Kollektive Kapitalanlagen	48 179 761	9	51 369 370	9
Alternative Anlagen	17 419 964	3	16 711 540	3
Sonstige Kapitalanlagen	13 599 829	3	13 349 806	2
Kapitalanlagen anteilgebundene Lebensversicherung	21 677 640	4	24 157 176	5
Total Kapitalanlagen	**539 803 856**	**100**	**548 908 503**	**100**

Tabelle 1: Asset Allocation Versicherungsunternehmen 2022 (FINMA, 2023, S. 8)

2.3 Rechtliche Rahmenbedingungen

Abhängig von der Organisationsform als Versicherung, Pensionskasse oder Anlagestiftung gelten teils unterschiedliche rechtliche Rahmenbedingungen. Diese unterscheiden sich massgeblich von den Rahmenbedingungen der Banken.

2.3.1 Pensionskassen: BVG/BVV 2

Das Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVG) vom 25. Juni 1982, SR 831.40 umfasst die Vorschriften zur beruflichen Vorsorge. Die unterstellten Vorsorgeeinrichtungen müssen sicherstellen, dass sämtliche Verpflichtungen durch entsprechendes Vorsorgevermögen gedeckt sind (Art. 65 Abs. 2bis BVG). Das Vorsorgevermögen ist so zu verwalten, dass Sicherheit, genügender Ertrag der Anlagen, eine angemessene Verteilung der Risiken und die Deckung des voraussehbaren Bedarfes an flüssigen Mitteln gegeben sind (Art. 71 Abs. 1 BVG).

Die Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVV 2) vom 18. April 1984, SR 831.441.1 konkretisiert das BVG hinsichtlich zulässiger Anlagen. Demnach sind Forderungen wie schweizerische Grundpfandtitel zulässig, wenn sie auf einen festen Geldbetrag lauten (Art. 53 Abs. 1 lit. b Ziff. 6 BVV 2). Maximal 50% des Gesamtvermögens darf in schweizerische Grundpfandtitel investiert werden, sofern diese auf Immobilien, Bauland sowie Bauten im Baurecht lasten und diese zu höchstens 80% ihres jeweiligen Verkehrswerts belehnt sind (Art. 55 lit. a BVV 2). Ein einzelner Forderungsschuldner darf zudem nicht mehr als 10% des

Gesamtvermögens beanspruchen (Art. 54 Abs. 1 BVV 2). In der Praxis werden die genannten gesetzlichen Maximalwerte teilweise noch weiter beschränkt, beispielsweise durch die individuellen Anlagereglemente der einzelnen Pensionskassen (Trübestein & Aepli, 2022, S. 3).

Investitionen in kollektive Kapitalanlagen sind erlaubt, jedoch müssen die darin enthaltenen Anlageprodukte den zulässigen Anlagen gemäss Art. 53 BVV 2 entsprechen und eine einzelne Beteiligung an einer kollektiven Kapitalanlage muss weniger als 5% des Gesamtvermögens der investierenden Vorsorgeeinrichtung betragen (Art. 56 BVV 2). Die in den kollektiven Kapitalanlagen enthaltenen direkten Anlagen werden zur Ermittlung der Einhaltung der in Art. 54, 54a, 54b und 55 BVV 2 stipulierten Begrenzungen eingerechnet (Art. 56 Abs. 3 BVV 2).

2.3.2 Anlagestiftungen: BVG/ASV

Anlagestiftungen agieren als kollektive Anlagegefässe für Vorsorgeeinrichtungen, Säule 3a-Stiftungen sowie Freizügigkeitseinrichtungen. Bei Anlagestiftungen handelt es sich um Hilfseinrichtungen, die der beruflichen Vorsorge dienen. Aus diesem Grund unterstehen sie ebenfalls dem BVG (Art. 53g Abs. 2 BVG).

Der Bundesrat erlässt Ausführungsbestimmungen über diverse grundsätzliche Punkte wie beispielsweise Anlegerkreis, Anlage, Buchführung, Rechnungslegung und Revision (Art. 53k BVG). Gestützt auf Art. 53k BVG hat der Bundesrat die Verordnung über die Anlagestiftungen (ASV) vom 10. und 22. Juni 2011, SR 831.403.2 erlassen, wonach die Anlagestiftung unter anderem für jede Anlagegruppe entsprechende Anlagerichtlinien festlegen muss, welche die zulässigen Anlagen, den Anlagefokus sowie Anlagerestriktionen für die Anlagegruppe klar aufzeigen (Art. 14 ASV). Für die Investition des Anlagevermögens finden grundsätzlich Art. 49-56a BVV 2 Anwendung, sofern die ASV keine abweichenden Regelungen enthält (Art. 26 Abs. 1 ASV). Bei Forderungen, wozu auch schweizerische Grundpfandtitel gehören, darf ein einzelner Schuldner 10% des Vermögens der Anlagegruppe nicht übersteigen (Art. 26 Abs. 3 ASV). Das Anlagevermögen kann auch in angemessen diversifizierte kollektive Anlagen gemäss Art. 56 Abs. 2 BVV 2 investiert werden, sofern ausreichende Informations- und Auskunftspflichten bestehen (Art. 30 Abs. 1 ASV).

2.3.3 Versicherungen: VAG/AVO

Seit 1. Januar 2024 sind das revidierte Bundesgesetz betreffend die Aufsicht über Versicherungsunternehmen (VAG) vom 17. Dezember 2004, SR 961.01 sowie die überarbeitete Verordnung über die Beaufsichtigung von privaten Versicherungsunternehmen (AVO) vom 9. November 2005, SR 961.011 in Kraft. Das bisher geltende FINMA-Rundschreiben 2016/5 "Anlagerichtlinien – Versicherer" vom 3. Dezember 2015 (FINMA-RS 16/5) ist jedoch nach wie vor anwendbar und wird erst bei Inkraftsetzung der AVO-FINMA aufgehoben. Bei Widersprüchen zwischen FINMA-RS 16/5 und der revidierten AVO hat letztere Vorrang (FINMA, 2024a).

Laut Art. 17 Abs. 1 VAG sind Ansprüche aus Versicherungsverträgen durch die Versicherungsunternehmen mit einem gebundenen Vermögen sicherzustellen. Dieses gebundene Vermögen soll sodann unter Berücksichtigung der rechtlichen Rahmenbedingungen investiert werden. Bei der Selektion der Anlagen müssen Versicherungsunternehmen die Struktur sowie die Entwicklung der Verpflichtungen (Asset Liability Management), die Sicherheit der Anlagen, eine zweckmässige Diversifikation sowie den absehbaren Liquiditätsbedarf beachten (Rz. 2, FINMA-RS 16/5). Die FINMA legt Einschränkungen für Anlagen fest, die nach Art. 79 Abs. 2 AVO dem gebundenen Vermögen zugewiesen werden (Art. 83 Abs. 1 AVO). Hypotheken sowie direkte und indirekte Anlagen in Immobilien dürfen je maximal 25% des gebundenen Vermögens beanspruchen, wobei beide Kategorien zusammen den Anteil von 35% nicht übersteigen dürfen (Art. 83 Abs. 3 lit. d AVO; Rz. 291-293 FINMA-RS).

Hypotheken, die gegenüber anderen grundpfandgesicherten Forderungen nachrangig sind, sind im gebundenen Vermögen nicht erlaubt. Ausgenommen davon sind nachträglich eingetragene, gesetzliche Grundpfandrechte sowie Hypotheken, welche demselben gebundenen Vermögen zugeteilt werden (Rz. 290, FINMA-RS 16/5). Des Weiteren werden Belehnungsgrenzen abhängig von der Nutzung der Immobilie sowie dem Vorhandensein von vertraglich vereinbarten Amortisationen sowie Zusatzsicherheiten festgelegt (Rz. 306-311 FINMA-RS 16/5). So dürfen Wohnhäuser, darunter fallen per Definition des Rundschreibens Mehrfamilienhäuser, Einfamilienhäuser sowie Stockwerkeigentum, bis zu 80% des Marktwerts belehnt werden, sofern eine regelmässige und marktübliche Amortisation vereinbart wurde. Andernfalls gilt eine maximale Belehnungsgrenze von 66,67% des Marktwerts (Rz. 310; 248 FINMA-RS 16/5). Es existieren weitere Abstufungen und Belehnungsgrenzen für anderweitige

Nutzungen wie beispielsweise Geschäftshäuser (Rz. 307-309 FINMA-RS 16/5). Auf diese wird im Rahmen dieser Arbeit nicht näher eingegangen.

Im Vergleich zu traditionellen Banken dürfen Versicherungen mit ihrem gebundenen Vermögen keine Immobilien finanzieren, deren Verwertbarkeit als schlecht angesehen wird oder deren Bewertung mit hoher Unsicherheit verbunden ist. Dazu gehören gemäss Rundschreiben unter anderem Luxusobjekte, Ferienwohnungen sowie Liegenschaften im Ausland (Rz. 289; 257-258, 260 FINMA-RS 16/5). Die Investition in kollektive Kapitalanlagen wie zum Beispiel Hypothekarfonds ist erlaubt, wobei eine einzelne kollektive Kapitalanlage 5% des massgeblichen gebundenen Vermögens nicht überschreiten darf. Der Net Asset Value der kollektiven Kapitalanlage wird anteilsmässig den jeweiligen Kategorien zugeordnet, um zu prüfen, ob die Begrenzungen nach Art. 83 Abs. 3 lit. d AVO im Beispiel von Hypotheken eingehalten werden (Rz. 484-487 FINMA-RS 16/5).

Neben dem gebundenen Vermögen gibt es noch ein freies Vermögen, das nicht für Verbindlichkeiten aus Versicherungsverträgen einstehen muss. Die Investition des freien Vermögens ist mit bedeutend weniger Einschränkungen verbunden als beim gebundenen Vermögen. Während bei Lebensversicherungsunternehmen 94% ihrer Kapitalanlagen aus dem gebundenen Vermögen stammen, sind dies im Falle von Nicht-Lebensversicherungsgesellschaften lediglich 51%. Dies führt dazu, dass Lebensversicherungsunternehmen tendenziell einen risikoärmeren Ansatz bei ihrer Anlagepolitik verfolgen (FINMA, 2023, S. 9).

2.3.4 Traditionelle Banken: ERV/Selbstregulierungen

Um den Einfluss der Regulierung auf Nicht-Banken besser einordnen zu können, wird nachfolgend die Regulierung der klassischen Banken beleuchtet. So werden allfällige Vor- und Nachteile im Quervergleich und in Bezug auf den Wettbewerb besser ersichtlich.

Die Verordnung über die Eigenmittel und Risikoverteilung der Banken und Wertpapierhäuser (ERV) vom 1. Juni 2012, SR 952.03 wird durch den Bundesrat festgelegt. In Art. 72 ERV wird die Risikogewichtung von Hypotheken geregelt. Dabei gilt: Je höher die Belehnung der Liegenschaft (Loan-to-Value ratio; LtV) desto höher das Risikogewicht (Risk Weighted Assets; RWA) und somit auch die geforderte Eigenmittelhinterlegung für die Bank.

Banken müssen nach der neuen ERV Mindesteigenmittel von 8% der risikogewichteten Positionen beziehungsweise Kernkapital in der Höhe von 3% des Gesamtengagements halten (Art. 42 Abs. 1 rev. ERV). Darüber hinaus wird ein Eigenmittelpuffer bis zur vorgegebenen Gesamtkapitalquote verlangt, wie in Abbildung 4 ersichtlich.

Mindesteigenmittel und Eigenmittelpuffer

in % der Gesamtheit der nach Risiko gewichteten Positionen nach Artikel 42*b*

Kategorie nach Anhang 3 BankV[69]	1 und 2	3	4	5
Mindesteigenmittel			8,0 %	
– davon hartes Kernkapital			4,5 %	
– davon zusätzliches Kernkapital oder besser			1,5 %	
– davon Ergänzungskapital oder besser			2,0 %	
Eigenmittelpuffer	4,8 %	4,0 %	3,2 %	2,5 %
– davon hartes Kernkapital	3,7 %	3,3 %	2,9 %	2,5 %
– davon zusätzliches Kernkapital oder besser	0,5 %	0,3 %	0,1 %	–
– davon Ergänzungskapital oder besser	0,6 %	0,4 %	0,2 %	–
Mindesteigenmittel + Eigenmittelpuffer	12,8 %	12,0 %	11,2 %	10,5 %

Abbildung 4: Mindesteigenmittel und Eigenmittelpuffer Banken (Anhang 8 ERV)

Zusätzlich kann der Bundesrat auf Antrag der SNB einen antizyklischen Kapitalpuffer aktivieren, welcher die Banken zwingt, zusätzliches hartes Kernkapital über maximal 2,5% für gewährte Hypotheken zu halten (Swiss Banking, ohne Datum). Der antizyklische Kapitalpuffer kann aktiviert werden, um einem übermässigen Kreditwachstum entgegenzuwirken beziehungsweise die Banken gegenüber den Risiken eines übermässigen Kreditwachstums widerstandsfähiger zu machen (Art. 44 ERV). Der antizyklische Kapitalpuffer wurde am 30. September 2022 für unbestimmte Zeit aktiviert und zwingt Banken, zusätzliche Eigenmittel von 2,5% der risikogewichteten Positionen zu halten, welche mit einer Wohnliegenschaft im Inland grundpfandbesichert sind (Eidgenössische Finanzverwaltung EFV, 2022).

Im Rahmen der Umsetzung der finalen Basel III Standards wird die ERV mit Wirkung per 1. Januar 2025 angepasst. Bei Basel III handelt es sich um ein Reformpaket des internationalen Basler Ausschusses für Bankenaufsicht. Im Wesentlichen soll damit der Bankensektor widerstandsfähiger gegen Krisen werden, indem unter anderem für risikoreiche Bankgeschäfte mehr Eigenmittel und für risikoarme Bereiche weniger Eigen-

mittel durch die Banken unterlegt werden müssen (Staatssekretariat für internationale Finanzfragen SIF, 2023).

Tabelle 2 zeigt einen Vergleich der RWA für Wohnliegenschaften unter Basel II (bisher) und Basel III (ab 2025) für verschiedene Liegenschaftskategorien und LtV-Bereiche.

LtV-Bereiche	SORE Wohnen		IPRE Wohnen			
	Bestand & Bau		Bestand		Bau	
	Basel II	Basel III	Basel II	Basel III	Basel II	Basel III
≤50%		20%		30%		
>50 bis ≤60%		25%		35%		
>60 bis ≤66,67%	35%		35%		35%	
>66,67% bis ≤70%		35%		55%		100%
>70% bis ≤80%	75%	35%	75%	60%	75%	
>80% bis ≤90%		45%		75%		
>90% bis ≤100%		55%		85%		
>100%	100%	75%	100%	110%	100%	150%

Tabelle 2: Vergleich RWA Wohnen SORE/IPRE, Basel II/Basel III (Daten: Anhang 3 rev. ERV; Art. 72e Abs. 3 rev. ERV; Anhang 3 ERV; Art. 72 Abs. 2 ERV)

Unter Basel II wird im Bereich Wohnen bisher nicht zwischen selbstgenutzten Liegenschaften (hier: Self-occupied Real Estate; SORE) und Renditeliegenschaften (hier: Income-producing Real Estate; IPRE) unterschieden. Ebenfalls gibt es keine Differenzierung zwischen Bestandesliegenschaften sowie Liegenschaften, die sich im Bau befinden. Nach Basel II existieren lediglich drei RWA-Sätze und es wird unterschieden zwischen Finanzierungen mit LtV bis 66,67%, Finanzierungen von 66,68%-80% sowie Finanzierungen über 80% (Anhang 3 ERV; Art. 72 Abs. 2 ERV). RWA-Berechnungen werden unter Basel II nach dem Tranchenansatz durchgeführt. Demnach wird die Hypothek in bis zu drei verschiedene Verkehrswert-Tranchen gesplittet und jeder Tranche werden die jeweiligen Risikogewichte zugewiesen. Dies bedeutet, dass beispielsweise eine Finanzierung mit LtV 75% in zwei Tranchen zur RWA-Kalkulation unterteilt wird. Die erste Tranche von LtV 0-66,67% wird mit 35% RWA gewichtet, während für die zweite Tranche im LtV-Bereich 66,68%-75% RWA von 75% eingesetzt werden müssen (Eidgenössisches Finanzdepartement EFD, 2023a, S. 16).

Unter Basel III werden für SORE, IPRE, Bau und Bestand verschiedene RWA-Sätze verwendet. Zudem findet ein Methodenwechsel statt: Der bisher verwendete Tranchenansatz wird durch die Whole-loan-Methode ersetzt. Dies bedeutet, dass die RWA des jeweiligen erzielten LtV für die Gesamtfinanzierung ausschlaggebend ist und auch auf

den gesamten Betrag angewendet wird. Im Beispiel mit 75% LtV bedeutet dies für ein IPRE (bestehend) neu RWA von Total 60% auf den Gesamtbetrag. (Eidgenössisches Finanzdepartement EFD, 2023a, S. 17; 22).

Aufgrund der Unterschiede zwischen Tranchenansatz und Whole-loan-Methode können die RWA in Tabelle 2 nicht direkt miteinander verglichen werden. Zur besseren Illustration zeigt die untenstehende Tabelle ein Berechnungsbeispiel mit einem Mehrfamilienhaus (IPRE) und einer Finanzierung von CHF 7‘500‘000.

Finanzierung			**Kapitalerfordernis Bank**			
Liegenschaftskategorie	Mehrfamilienhaus (IPRE) CH		Mindesteigenmittel		8.00%	
Belehnungswert	CHF 10'000'000		Eigenmittelpuffer		3.20%	Kat. 4
Hypothekarbetrag	CHF 7'500'000		Antizyklischer Kapitalpuffer		2.50%	
Belehnung	75%		Total notwendiges Kapital		13.70%	
EK Zielrendite Bank (Annahme)	12.00%					
	Berechnung Basel II (bisher)					
Bestand & Bau						
Tranchenansatz	**Hypothekarbetrag**	**RWA %**	**RWA in CHF**	**Notwendiges EK**	**EK Zielertrag**	**Zielmarge**
≤66%	6’600’000	35%	2’310’000	316’470	37’976	0.58%
66-75%	900’000	75%	675’000	92’475	11’097	1.23%
	7’500’000		**2’985’000**	**408’945**	**49’073**	**0.65%**
	Berechnung Basel III (ab 2025)					
Bestandesobjekt						
Whole-Loan-Ansatz	**Hypothekarbetrag**	**RWA %**	**RWA in CHF**	**Notwendiges EK**	**EK Zielertrag**	**Zielmarge**
>70% bis ≤80%	7’500’000	60%	4’500’000	616’500	73’980	0.99%
	7’500’000		**4’500’000**	**616’500**	**73’980**	**0.99%**
Liegenschaft im Bau						
Whole-Loan-Ansatz	**Hypothekarbetrag**	**RWA %**	**RWA in CHF**	**Notwendiges EK**	**EK Zielertrag**	**Zielmarge**
>70% bis ≤80%	7’500’000	150%	11’250’000	1’541’250	184’950	2.47%
	7’500’000		**11’250’000**	**1’541’250**	**184’950**	**2.47%**

Tabelle 3: Vergleich Eigenmittel Basel II/Basel III (vgl. hyrock, 2019)

Nach Basel II muss die Hypothek in zwei Teile aufgesplittet und jeweils mit den entsprechenden RWA (35% und 75%) multipliziert werden. Unter Basel III wird für den Gesamtbetrag einmalig ein RWA-Satz von 60% (Bestandesliegenschaft) appliziert. Es fällt auf, dass unter Basel III für dieses Szenario fast 50% mehr Eigenmittel hinterlegt werden müssen, was sich in der entsprechenden Zielmarge (Annahme: 12% EK-Zielrendite) widerspiegelt. Für den Baukredit müssen nach Basel III neu mehr als die dreieinhalbfachen Eigenmittel hinterlegt werden, was sich drastisch auf die Zielmarge auswirkt. Dieser Effekt ist bei IPRE Bestand ab einem LtV von 60% beziehungsweise bei jedem IPRE-Baukredit, unabhängig von dessen LtV, wahrzunehmen. Für die Finanzierung von SORE kann künftig tendenziell mit tieferen RWA gerechnet werden.

Nebst der ERV gibt es zwei Selbstregulierungen, wofür die Schweizerische Bankiervereinigung (SBVg) verantwortlich ist: «Richtlinien betreffend Mindestanforderungen

bei Hypothekarfinanzierungen» sowie «Richtlinien für die Prüfung, Bewertung und Abwicklung grundpfandgesicherter Kredite». Die FINMA hat diese Selbstregulierungen als Mindeststandard definiert. Gemäss Art. 7 Abs. 3 des Bundesgesetzes über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMAG) vom 22. Juni 2007, SR 956.1 hat die FINMA die Befugnis, eine Selbstregulierung als Mindeststandard anzuerkennen und durchzusetzen. Ein von der FINMA anerkannter Mindeststandard ist nicht nur für alle Mitglieder der Selbstregulierungsorganisation verbindlich, sondern darüber hinaus auch für alle übrigen Branchenzugehörigen (FINMA, ohne Datum b).

Im Jahr 2020 wurden die Richtlinien betreffend Mindestanforderungen bei Hypothekarfinanzierungen revidiert. Der IPRE-Markt wies Tendenzen der Überhitzung auf, weswegen IPRE-Finanzierungen auf einen maximalen LtV von 75% begrenzt und die notwendigen Eigenmittel für Kreditnehmer somit von 10% auf mindestens 25% angehoben wurden. Zudem mussten ab 2020 IPRE-Finanzierungen neu innerhalb von zehn anstatt 15 Jahren auf 2/3 des Belehnungswerts der Liegenschaft amortisiert werden (FINMA, 2019). Im Zuge der höheren Eigenmittelanforderungen für gewisse IPRE-Finanzierungen fallen ab 2025 sowohl die LtV-Obergrenze von 75% als auch die striktere Amortisationsregelung wieder dahin und es gilt ein Mindestanteil an Eigenmitteln von 10% des Belehnungswerts für Kreditnehmer (FINMA, 2024b).

2.3.5 Einfluss von Basel III auf Nicht-Banken

Es stellt sich nun die Frage, inwiefern die Umsetzung von Basel III bei den Banken einen Einfluss auf das Hypothekargeschäft bei Nicht-Banken haben könnte. Das eidgenössische Finanzdepartement EFD hat dazu eine Regulierungsfolgenabschätzung veröffentlicht. Demnach dürfte die Umsetzung von Basel III keine Verschiebung der Wettbewerbspositionen zwischen Banken, Versicherungen und Pensionskassen bewirken. Die Kapitalisierung von Versicherungen wird anhand des Schweizer Solvenztests (SST) geprüft. Die technische Beschreibung für das SST-Standardmodell Kreditrisiko enthält punkto Risikogewichtung von Hypothekarkrediten explizite Verweise auf den Basel III-Standardansatz sowie auf die durch die FINMA als Mindeststandard anerkannte Selbstregulierung der Banken im Hypothekargeschäft. Somit ergibt sich für Versicherungen unter dem SST-Standardmodell ein automatischer Nachvollzug der Basel III Umsetzung im Bankensektor (Eidgenössisches Finanzdepartement EFD, 2023b, S. 67-72; FINMA, 2022b, S. 11-12;).

Wie in Kapitel 2.3.4 aufgezeigt, steigen insbesondere bei IPRE-Finanzierungen ab LtV 60% sowie bei Baufinanzierungen von IPRE die RWA und damit die erforderlichen

Eigenmittel. Sowohl Pensionskassen als auch Versicherungen sind hauptsächlich bei erstklassigen, langfristigen Festhypotheken sehr konkurrenzfähig. Bei Finanzierungen mit höherer Belehnung, ungenügender Tragbarkeit und generell bei IPRE-Finanzierungen sind diese eher zurückhaltend. Baufinanzierungen (sofern überhaupt rechtlich erlaubt) sind für sie aufgrund des kurzen Anlagehorizonts ebenfalls von geringem Interesse. Hinzu kommt, dass ein Baukredit bedeutend höheren Aufwand für Aufsetzung, Kontrolle und Überwachung generiert (Eidgenössisches Finanzdepartement EFD, 2023b, S. 70).

2.4 Hypotheken als Anlageklasse

Das Hypothekargeschäft ist bei vielen Schweizer Banken ein bedeutender Pfeiler des operativen Geschäfts. Die Banken erfüllen mit der Kreditvergabe eine volkswirtschaftlich zentrale Funktion. Sie nehmen Kundengelder entgegen (Passivgeschäft) und verleihen diese als Kredite (Aktivgeschäft). Mit ihren Bilanzen übernehmen und steuern sie wirtschaftliche Ungleichgewichte, indem sie Kreditrisiken, Zins- und Refinanzierungsfristen transferieren (Spillmann, Döhnert, & Rissi, 2019, S. 197). Nicht-Banken wie Versicherungen und Pensionskassen hingegen investieren in Hypotheken als Teil ihrer Asset Allocation und müssen sich die Frage stellen, wie das begrenzte Vermögen auf die verschiedenen Anlageklassen verteilt wird. Sie sind angehalten, die anvertrauten Vermögenswerte nach den Prinzipien Sicherheit, Planmässigkeit, Liquidität und Ertragsorientierung anzulegen und die jederzeitige Deckung der Versicherungsansprüche sicherzustellen. Mithilfe des Asset Liability Managements (ALM) werden die aktive und passive Seite der Bilanz durchleuchtet und gesteuert mit dem Ziel, Zinsen, Renditen und Verbindlichkeiten im Zeitablauf aufeinander abzustimmen. Bei Vorsorgeeinrichtungen wird üblicherweise im Rahmen einer ALM-Studie die strukturelle und finanzielle Risikofähigkeit analysiert und eine Sollrendite ermittelt. Basierend auf dieser Analyse wird sodann die Asset Allocation festgelegt (PPCmetrics AG, ohne Datum).

2.4.1 Vorteile

Hypotheken gelten grundsätzlich als sichere Anlage. Der Grad der Sicherheit wird dabei üblicherweise durch die Ausfallwahrscheinlichkeit des Kredits (Probability of Default) kombiniert mit der potenziellen Schwere des Verlusts (Loss Given Default) gemessen, was zum erwarteten Verlust (Expected Loss) führt. Durch verschiedene Parameter kann Einfluss auf den Grad der Sicherheit genommen werden. So kann das Risiko durch den Investor massgeblich durch die Belehnungshöhe gesteuert werden. Es gibt einige

institutionelle Investoren, die beispielsweise primär Liegenschaften im ersten Rang bis maximal 66,67% belehnen. Je tiefer die Belehnung desto grösser der Puffer beziehungsweise die Sicherheit, dass im Falle einer Zwangsverwertung die Hypothek gar nicht beziehungsweise nur zu einem kleinen Teil abgeschrieben werden muss. Zusatzsicherheiten wie eine Verpfändung der 3. Säule oder der Pensionskasse sorgen für eine weitere Risikominderung. Ein guter Hypothekarschuldner mit solider Bonität trägt ebenfalls zu einer sicheren Anlage bei. Sofern die kalkulatorischen Lasten weniger als einen Drittel des Einkommens ausmachen, kann grundsätzlich von einer gesunden Finanzierung ausgegangen werden. Auch die Qualität der als Sicherheit dienenden Liegenschaft ist von Bedeutung. So wirken sich beispielsweise eine gute Mikro- und Makrolage sowie ein guter Gebäudezustand positiv auf die Qualität und somit auf die Wiederverkäuflichkeit aus (AXA Schweiz, 2022; HEV Schweiz, ohne Datum).

Gerade bei Nicht-Banken werden oftmals langfristige Festhypotheken mit einem fixen Zinssatz abgeschlossen. Die Höhe der Erträge in Form von quartalsweisen Zinszahlungen ist deshalb sehr stabil und planbar. Zudem können Hypotheken zum Nominalwert bilanziert werden, während beispielsweise börsenkotierte Obligationen zum Marktwert zu erfassen sind. Dieser Aspekt sorgt dafür, dass Wertschwankungen bei Hypotheken auf ein Minimum begrenzt werden, sofern keine der gewährten Hypotheken ausfallgefährdet ist. Hypotheken eignen sich zudem im Rahmen einer Asset Allocation als Instrument zur weiteren Diversifikation des Portfolios und können eine Alternative zu Obligationen darstellen (Hochschule Luzern, 2014).

2.4.2 Nachteile

Eine Investition in Hypotheken gilt grundsätzlich als sehr sicher. Trotzdem ist eine solche Investition mit gewissen Risiken verbunden. Einerseits muss der Investor ein Kreditrisiko tragen, nämlich wenn der Kreditnehmer zahlungsunfähig wird und die als Sicherheit dienende Liegenschaft im Falle einer Zwangsversteigerung nicht ausreichend ist, um die Hypothekarschuld zu decken. Damit verbunden ist das Marktrisiko, dass die hinterlegten Sicherheiten, insbesondere die Liegenschaften, Wertschwankungen unterliegen können. Der Kreditgeber trägt zudem ein Zinsänderungsrisiko, da vor allem bei Festhypotheken die Zinssätze oftmals für mehrere Jahre fixiert werden und so das Risiko besteht, dass bei steigenden Zinsen die festgelegten Zinssätze unter Marktniveau liegen (Credit Suisse, 2022; FINMA, 2022a).

Hypotheken zählen wie Infrastruktur, Private Equity und Immobilien zu den illiquiden Anlageklassen. Hypotheken sind nicht börsenkotiert und können nur schwer veräussert

werden. Im Gegensatz zu vielen erstklassigen Obligationen existiert kein funktionierender Sekundärmarkt, wo innert Sekunden eine Transaktion abgewickelt werden kann. Der Nachteil der Illiquidität wird normalerweise mit einer zusätzlichen Illiquiditätsprämie abgegolten (Raos, 2018).

Ein weiterer Nachteil ist, dass das Hypothekargeschäft sehr aufwändig ist und spezialisiertes Knowhow benötigt wird. Abhängig von der Investitionsform lässt sich dieser Aufwand merklich reduzieren. Für weitere Details hierzu wird auf Kapitel 2.6.1 verwiesen.

2.4.3 Renditevergleich

Viele institutionelle Investoren haben während der Tiefzinsphase Hypotheken gegenüber Obligationen in Schweizer Franken bevorzugt. Grund dafür ist, dass mit Hypotheken auch zu Zeiten von Negativzinsen eine positive Rendite auf Verfall erzielt werden konnte, während viele Obligationen in Schweizer Franken negativ rentiert haben. Dies lässt sich damit begründen, dass Banken bei Kundeneinlagen von Privatpersonen oftmals auf Negativzinsen verzichtet haben und dafür auf der anderen Seite der Bilanz auch keine Negativzinsen an die Hypothekarschuldner weitergegeben wurden. Da die traditionellen Banken bereits damals den Hypothekarmarkt dominiert haben, konnten sich auch Versicherungen und Pensionskassen diesen Umstand zu Nutze machen und Hypotheken zu Zinssätzen von 0% zuzüglich Marge vergeben. Auch im positiven Zinsumfeld kann mit Hypotheken im Vergleich zu Obligationen eine Mehrrendite erzielt werden. Die gestiegenen Kapitalmarktzinsen ab Ende 2021 konnten fast vollständig in die Kreditkonditionen einkalkuliert werden. Die Margen haben sich somit relativ stabil und seit Anfang Jahr sogar leicht positiv entwickelt (UBS Asset Management, 2024).

Gemäss den kürzlich publizierten Ergebnissen einer durch Deloitte durchgeführten Umfrage mit 38 führenden Schweizer Hypothekenfinanzierern mit total 65% des gesamten Schweizer Hypothekarvolumens bewegen sich die erzielten Bruttozinsmargen im Bereich von 45-115 Basispunkten bei Retailhypotheken, wobei der Durchschnitt bei rund 80 Basispunkten liegt, wie Abbildung 5 zeigt (Deloitte, 2024, S. 13).

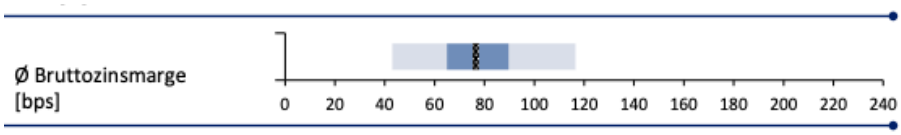

Abbildung 5: Durchschnittlich erzielte Bruttozinsmarge in Basispunkten (Deloitte, 2024, S. 13)

Abbildung 6 zeigt die Entwicklung der Zinssätze von 10-jährigen Schweizer Staatsanleihen (Eidgenossen) sowie 10-jährigen Schweizer Festhypotheken im Zeitraum 1998-2023. In dieser Periode ist ein konstanter Renditeaufschlag von Hypotheken gegenüber Obligationen auszumachen.

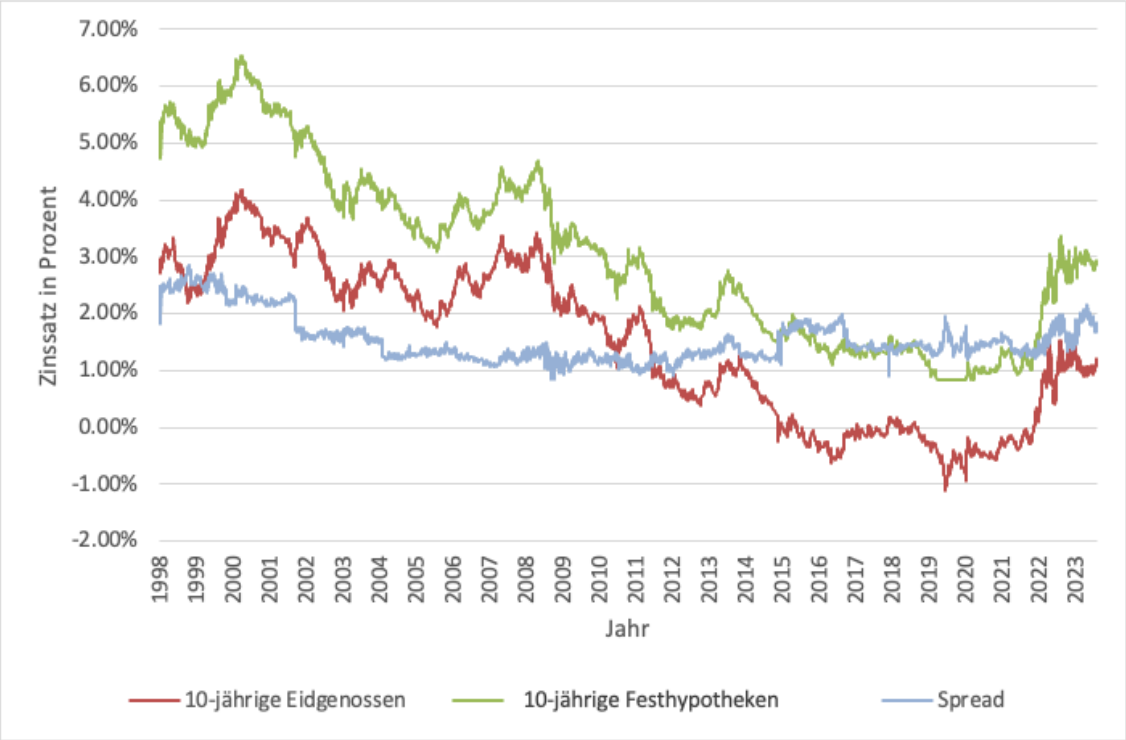

Abbildung 6: Vergleich Eidgenossen 10y und Festhypotheken 10y

(Daten: Schweizerische Nationalbank, 2024; comparis, 2024)

2.5 Nachhaltigkeit bei Hypotheken

Das Thema Nachhaltigkeit war über die letzten Jahre omnipräsent in den Medien und in der Öffentlichkeit. Es stellt sich nun die Frage, inwiefern sich das Thema Nachhaltigkeit auf den Hypothekarmarkt mit grünen/nachhaltigen Hypotheken auswirkt und ob dies auch Nicht-Banken betrifft.

Unter einer grünen Hypothek ist eine Hypothek zu verstehen, die mittels ökologisch nachhaltiger Liegenschaft besichert ist. Damit eine Liegenschaft als ökologisch nachhaltig gilt, verlangen die meisten Institute ein Nachhaltigkeitszertifikat (Affolter, Meyer, Richter, Röthlisberger, & Schweizer, 2022, S. 44-45). Als typische Beispiele dafür können das Minergie-Zertifikat sowie der Gebäudeausweis der Kantone (GEAK) genannt werden. Ein Minergie-Zertifikat ist eine Auszeichnung für ein Gebäude, welches in Sachen Komfort, Effizienz und Klimaschutz hohe Standards erfüllt (baublatt, 2023). Der GEAK stuft die drei Merkmale Effizienz Gebäudehülle, Effizienz

Gesamtenergie sowie direkte CO2-Emissionen anhand einer Skala von A (hervorragend) bis G (mit starken Defiziten) ein. Die meisten Institute verlangen gesamthaft eine Einstufung in der Klasse A oder B, damit sich eine Liegenschaft für eine grüne Hypothek qualifiziert (GEAK, 2024).

Aus Kreditgeberoptik bringen grüne Hypotheken einige Vorteile mit sich. Unter anderem weisen grüne Liegenschaften tiefere Betriebskosten und im Falle von Renditeliegenschaften zusätzlich geringere Leerstände sowie höhere Mietprämien auf. Dies verbessert die Kapitaldienstfähigkeit des Kreditnehmers, da ein höherer Cashflow durch geringere Kosten beziehungsweise höhere Einnahmen resultiert. Ausserdem können Risiken im Zusammenhang mit neuen Regulierungen im Nachhaltigkeitsbereich abgefedert werden. Dies kann sich darin äussern, dass Kreditnehmer keine unerwarteten Investitionen aufgrund von höheren Anforderungen an Umweltstandards tätigen müssen und so nicht in Liquiditätsengpässe geraten (Darko, Zhang, & Chan, 2017, S. 36-43). Grüne Liegenschaften laufen somit weniger Gefahr, sich als sogenannte «Stranded Assets» wiederzufinden. Als Stranded Assets im Immobilienkontext gelten Liegenschaften, die unter einem unerwartet drastischen Absinken der Ertragskraft oder des Marktwertes leiden (Colliers, 2024). Zu den typischen Ursachen für Stranded Assets zählen elementare Schäden, Baumängel oder aber ein schlechter energetischer Standard, welcher gerade bei grünen Liegenschaften nicht zutrifft (WüestPartner, 2023). Zusammenfassend kann gesagt werden, dass grüne Liegenschaften eine höhere Stabilität in Wert und Cashflow sowie eine bessere Wiederverkäuflichkeit aufweisen, was die Ausfallwahrscheinlichkeit einer Hypothek verringert und im Interesse des Kreditgebers liegt. Institute ohne attraktives Angebot für grüne Hypotheken riskieren, dass sie primär Liegenschaften als Sicherheit für ihre Hypotheken erhalten, welche nicht als nachhaltig angeschaut werden und somit höhere Risiken aufweisen (Affolter, Meyer, Richter, Röthlisberger, & Schweizer, 2022, S. 42-43).

Viele traditionelle Banken und immer mehr Nicht-Banken, die direkt Hypotheken vergeben, bieten inzwischen einen Zinsvorteil für nachhaltige Liegenschaften an. Teilweise werden auch die Kosten für Nachhaltigkeitszertifikate übernommen (hausinfo, 2023).

2.6 Investitionsformen & Vertriebskanäle

Nicht-Banken haben verschiedene Möglichkeiten, in Hypotheken zu investieren. Einerseits gibt es die Direktvergabe von Hypotheken, die indirekte Vergabe via Hypothekarvermittlungsplattform oder auch die Investition via Anlagestiftung, Hypothekenfonds oder Pfandbriefe. In den USA, Grossbritannien und einigen anderen Ländern existiert zudem ein Markt für Mortgage Backed Securities sowie Mortgage Real Estate Investment Trusts (sifma, 2024). Aufgrund der untergeordneten Bedeutung für den Schweizer Markt werden diese beiden Investitionsmöglichkeiten im Rahmen dieser Arbeit nicht weiter vertieft (Bürgi & Moskric, 2014, S. 204-205).

Das Institut für Finanzdienstleistungen Zug der Hochschule Luzern hat 2023 zusammen mit KRE KloessRealEstate eine Studie durchgeführt, die sich mit den Entwicklungen bei Anlagen von institutionellen Investoren in Immobilien und Hypotheken befasst hat. Die Studie basiert auf einer Umfrage mit 186 teilnehmenden Pensionskassen, Sammelstiftungen, Versicherungen, Anlagestiftungen und Fonds in der Schweiz. Wie Abbildung 7 zeigt, investieren 47% der grossen Pensionskassen mit Assets under Management (AuM) von mehr als 500 Millionen Franken direkt in Hypotheken, während dies nur bei 9% der kleineren Pensionskassen der Fall ist. Grosse aber auch kleine Pensionskassen gaben zudem an, dass der Anteil an direkt vergebenen Hypotheken steigen soll (Davidson, Kloess, & Steffen, 2023, S. 5-13).

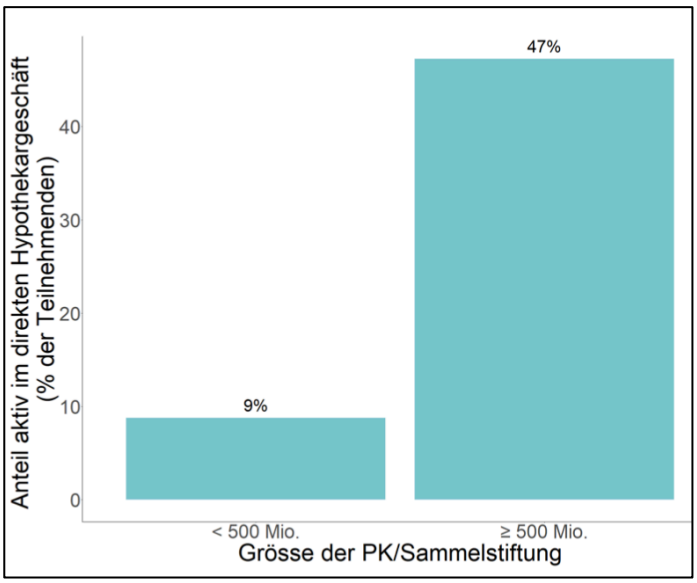

Abbildung 7: Pensionskassen mit direkter Hypothekarvergabe (Davidson, Kloess, & Steffen, 2023, S. 12)

2.6.1 Direkte Kreditvergabe

Bei der Direktvergabe werden Hypotheken den Kreditnehmern direkt von der Nicht-Bank angeboten. Oftmals wird dazu ein Angebot auf der unternehmenseigenen Seite geschaltet. Im Falle von Versicherungen werden zudem oft die eigenen Vertriebsmitarbeitenden beauftragt, Hypotheken aktiv bei ihren Kunden zu vertreiben. Die Direktvergabe ist verglichen zur indirekten Investitionsmöglichkeit mit wesentlich mehr Aufwand verbunden, da Vertrieb, Kundenberatung, Kreditabwicklung, Risikoüberwachung etc. durch den Kreditgeber vorgenommen werden müssen. Es muss also sichergestellt sein, dass ausreichend Ressourcen (Personal, Systeme etc.) und Knowhow vorhanden sind, was teuer ist und sich erst ab einem gewissen Hypothekarvolumen rechnet. Bei traditionellen Banken ist die Direktvergabe von Hypotheken häufig Teil ihres Kerngeschäfts und dies ist auch fest in den Köpfen der Kreditnehmer verankert. Die Hochschule Westschweiz HES-SO führte 2022 eine Umfrage bei 1000 Wohneigentümern in der Schweiz zur Wahl des Hypothekaranbieters durch. Wie Abbildung 8 zeigt, sind Banken bei fast 70% der potenziellen Kreditnehmer die erste Anlaufstelle, wenn es um eine Hypothekarberatung geht. Von lediglich 9,9% der Befragten wurden Nicht-Banken, Hypothekarvermittlungsplattformen und diverse Dritte zuerst angegangen (Wanzenried, 2023, S. 18-19). Dies zeigt die grosse Bedeutung von zusätzlichen geeigneten Vertriebskanälen für Nicht-Banken, wenn diese sich für die Vergabe von Hypothekarkrediten entscheiden.

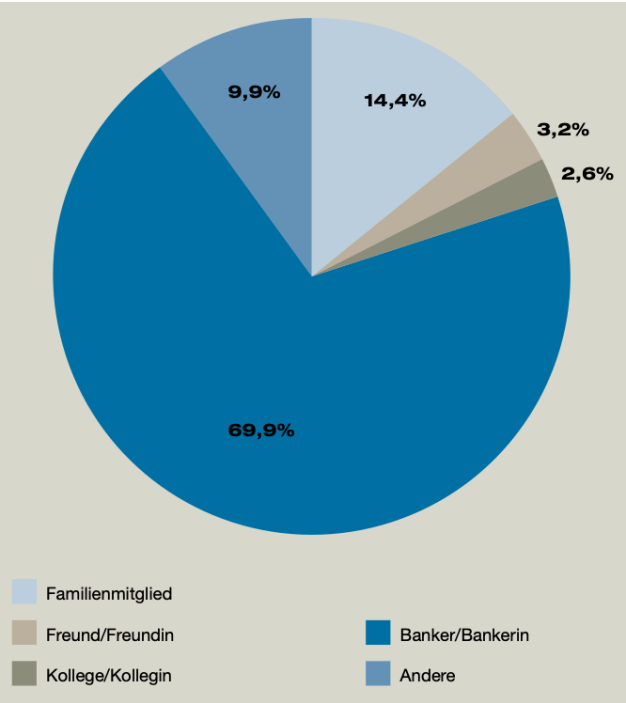

Abbildung 8: Erste Anlaufstelle für Hypothekarberatung (Wanzenried, 2023, S. 18)

Für die Teilnehmer der Umfrage war neben der Attraktivität des Zinssatzes auch das Vertrauen in die kreditgebende Institution am wichtigsten bei der Wahl des Hypothekaranbieters. Darauf folgt die Qualität der Dienstleistung, die Qualität des persönlichen Gesprächs sowie die Reputation des Kreditgebers. Andere genannte Aspekte waren die Vielfalt der Hypothekarprodukte sowie die Flexibilität der Hypothekarbedingungen. Auch die Tatsache, dass nicht alle Vermögenswerte beim kreditgebenden Institut deponiert oder investiert werden müssen, wurde positiv hervorgehoben. Diese Punkte sollten von Nicht-Banken bei Ausgestaltung ihres Angebots ebenfalls berücksichtigt werden (Wanzenried, 2023, S. 18).

2.6.2 Indirekte Kreditvergabe

Oftmals setzen Nicht-Banken für den Vertrieb auf Online-Hypothekenplattformen wie beispielsweise MoneyPark, UBS key4 mortgages, Hypoplus oder SwissFEX. Dort werden sie als Kreditgeber mit ihren Konditionen gelistet und erreichen dadurch einen wesentlich grösseren Interessentenkreis als über die eigene Webseite. Im Jahr 2022 wurden rund 6,2 Milliarden Franken an Hypotheken über Online-Hypothekenplattformen abgewickelt. Im Vergleich zum gesamten Markt, wo Neugeschäfte und Verlängerungen von existierenden Hypotheken über 160-180 Milliarden Franken pro Jahr abgeschlossen werden, ist dies jedoch ein vergleichsweise geringer Marktanteil von 3,5%. Während 2020 das vermittelte Volumen um 32,6% gegenüber dem Vorjahr gesteigert werden konnte, betrug das Wachstum 2022 noch 5,1%. Ein Grund dafür ist das höhere Zinsniveau. Nicht-Banken suchen aufgrund ihrer langfristigen Verbindlichkeiten oftmals langfristige Festhypotheken und sind deshalb in diesem Segment preislich attraktiv. Bei einem höheren Zinsniveau präferieren Kreditnehmer vermehrt kurzfristige Saronhypotheken, wo Banken traditionell stark sind. Ein weiterer Grund ist, dass sich das Kundenverhalten nicht so schnell zu Gunsten der Online-Hypothekenplattformen entwickelt hat und nach wie vor viele Kreditnehmer eine Hypothek bei ihrer Hausbank abschliessen (Amrein, Berchtold, & Dietrich, 2023, S. 17-18, 31).

Nachdem ein Interessent für eine Hypothek gefunden wurde, folgt die detaillierte Kreditprüfung sowie die administrative und vertragliche Abwicklung der Hypothek. Einige Nicht-Banken greifen dafür auf Servicing-Anbieter im Markt wie beispielsweise avobis oder finovo zurück. Mit einem Hypotheken-Servicing-Anbieter können nebst den genannten Aufgaben auch Kundenberatung, Rechnungsstellung, Inkasso, Risiko-

überwachung sowie Recovery-Dienstleistungen bei Ausständen ganz oder teilweise ausgelagert werden (avobis, ohne Datum).

2.6.3 Anlagestiftung mit Anlagegruppe Hypotheken & Hypothekenfonds

Sowohl bei der Anlagestiftung mit Anlagegruppe Hypotheken als auch bei Hypothekenfonds handelt es sich um Investitionsvehikel, die das Kapital ihrer Anleger bündeln, um in eine grosse Anzahl von Hypotheken zu investieren. Diese eröffnen den Anlegern die Möglichkeit, schnell ein breit diversifiziertes Hypotheken-Exposure aufzubauen, ohne direkt Hypotheken vergeben zu müssen. Im Gegensatz zur eigenen Kreditvergabe ist die Investition auf diese Art bedeutend einfacher und mit weniger Aufwand verbunden. Die Investition in die Anlagegruppe Hypotheken bei Anlagestiftungen steht primär Vorsorgeeinrichtungen wie Pensionskassen offen, während Hypothekenfonds normalerweise für einen grösseren Investorenkreis (zum Beispiel auch für Versicherungen) zugänglich sind (Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge, 2024).

In der Schweiz existiert ein kleines Angebot an Anlagestiftungen mit Anlagegruppe Hypotheken. Tabelle 4 zeigt eine Zusammenstellung der entsprechenden Anlagegruppen. Diese weisen ein Total Expense Ratio (TER) zwischen 0,22-0,57% auf. Gewisse Anlagestiftungen verrechnen zudem eine Ausgabe- beziehungsweise Rücknahmekommission von rund 0,20% bei entsprechenden Transaktionen.

Hypotheken

Aktive Anlagegruppen

Anbieter	Bezeichnung	Valoren-Nr.	Benchmark	Lancierung	Mio.
Avadis	Hypotheken Schweiz	51 718 065	SBI® Domestic AAA-BBB 3-5 Years TR	2020	90 [1]
avenirplus	Hypotheken	37 163 502	SBI® AAA-A 1-3 Years TR	2016	189
AWI	Wohnbauhypotheken Schweiz	37 991 048	SBI® AAA-BBB 5-7 Years TR	2018	169
AXA	Hypotheken Schweiz	43 669 849	SBI Domestic Swiss Pfandbrief 1-10y	2019	1'893
AXA Vorsorge	Hypotheken Schweiz	52 515 879	Kein Benchmark	2020	1'542
CSA	Hypotheken Schweiz	287 573	SBI® AAA-A 1-3 Years TR	1984	1'162
Helvetia	Hypotheken Schweiz	40 868 027	SBI® AAA-BBB 5-7 Years TR	2018	125
IST 2	Wohnbauhypotheken Schweiz	113 343 073	Kein Benchmark	2021	89
Swiss Life	Hypotheken Schweiz ESG	112 778 762	Kein Benchmark	2021	216
Swisscanto	Hypotheken Schweiz	33 752 690	SBI® AAA-BBB TR	2016	1'674
UBS 1	Hypotheken Schweiz (0-15)	34 740 956	Kein Benchmark	2017	1'675
Zürich	Hypotheken Schweiz	49 019 220	SBI® AAA-A 5-7 Years TR	2019	368 [1]

[1] Per 29.02.2024. [2] Per 29.02.2024, über 12 und 36 Monate.

Tabelle 4: Übersicht Anlagegruppe Hypotheken (KGAST, 2024, S. 18)

Auffallend ist, dass sämtliche Anlagegruppen mit Ausnahme des CSA Hypotheken Schweiz in den Jahren 2016-2021 lanciert wurden, was mit der Tief- beziehungsweise Negativzinsphase und dem gestiegenen Interesse an Hypotheken, wie in Kapitel 2.4.3 aufgeführt, zu tun hat.

Für institutionelle Investoren, die in ökologisch nachhaltige Hypotheken investieren möchten, hat SwissLife Asset Management 2021 den Hypothekenfonds «Swiss Life ESG Mortgage Fund» lanciert (SwissLife Asset Management, 2024).

2.6.4 Pfandbriefe

Im weitesten Sinne kann auch mit einer Investition in Pfandbriefe ein indirektes Exposure bei Hypotheken aufgebaut werden. Bei Pfandbriefen handelt es sich um börsenkotierte, obligationenähnliche Wertpapiere, womit Banken vergebene erstklassige Hypothekarkredite refinanzieren können. Schweizer Pfandbriefe dürfen lediglich durch zwei Institute ausgegeben werden: die «Pfandbriefbank schweizerischer Hypothekarinstitute AG» sowie die «Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken AG» (FINMA, ohne Datum a). Ein Schweizer Pfandbrief ist mit besonders weitreichenden Sicherheiten ausgestattet. Zuerst haftet die Pfandbriefzentrale beziehungsweise die Pfandbriefbank mit ihrem Kapital. Danach haften die Banken, die die Darlehen der Pfandbriefinstitute beziehen mit ihrem Geschäftsvermögen. Handelt es sich dabei um eine Kantonalbank, stehen in den meisten Fällen zusätzlich die Kantone für die Verpflichtungen ihrer Kantonalbanken ein. Schlussendlich haftet gegenüber der Bank der Hypothekarschuldner sowie das Pfandobjekt für die Pfandbriefforderung (Pfandbriefzentrale schweizer Kantonalbanken, ohne Datum). Aufgrund dieser ausgedehnten Sicherheitskette werden Pfandbriefe nicht als Hypotheken, sondern als Obligationen mit Zusatzsicherheiten angesehen und deshalb im Rahmen dieser Masterarbeit nicht weiter behandelt.

2.7 Potenzieller Marktanteil Nicht-Banken

Aus den Erkenntnissen in den Kapiteln zur Grösse des Hypothekarmarkts Schweiz (siehe Kapitel 2.1), des gesamten Anlagevolumens von Versicherungen und Pensionskassen (siehe Kapitel 2.2) sowie der rechtlichen Rahmenbedingungen zu Hypothekaranlagen (siehe Kapitel 2.3) lässt sich der potenzielle Marktanteil ermitteln.

Pensionskassen

Verwaltetes Vermögen: 1‘066 Milliarden Franken (Stand Dezember 2022)

Maximal erlaubte Quote für Hypotheken: 50%

Theoretisches Potenzial für Hypothekarinvestitionen: 533 Milliarden Franken

Versicherungen

Kapitalanlagen: 540 Milliarden Franken (Stand Dezember 2022)

Maximal erlaubte Quote für Hypotheken: 25%*

Theoretisches Potenzial für Hypothekarinvestitionen: 135 Milliarden Franken

* Die Quote von 25% für Hypotheken beziehungsweise 35% für Hypotheken und Immobilien gemeinsam gilt lediglich für das gebundene Vermögen von Versicherungen. Das freie Vermögen unterliegt nicht dieser Einschränkung. Aus Praktikabilitätsgründen wird die Quote von 25% auf die gesamten Kapitalanlagen appliziert.

Das gesamte für Anlagen zur Verfügung stehende Vermögen beträgt 1‘606 Milliarden Franken (Stand 2022). Bereinigt um die regulatorisch erlaubten Quoten weisen alle Schweizer Versicherungen und Pensionskassen zusammen ein potenzielles Hypothekenvolumen von rund 668 Milliarden Franken auf (Stand 2022). Verglichen mit dem Schweizer Hypothekarmarkt im selben Jahr über 1‘210 Milliarden Franken wäre ein Marktanteil von circa 55% gemäss Theorie möglich.

In der Praxis ist dieser Marktanteil kaum realistisch, da Nicht-Banken in einem solchen Szenario ein ausserordentlich grosses indirektes Exposure am Schweizer Immobilienmarkt hätten und entsprechenden Risiken ausgesetzt wären. Es ist davon auszugehen, dass der Regulator bereits weit vorher einschreiten und entsprechende Massnahmen zur weiteren Begrenzung treffen würde. Die tiefe Liquidität von Hypothekaranlagen würde das aktive Management des nötigen Cashflows sowie des Portfolios mit Rebalancing massiv erschweren. Auch ist davon auszugehen, dass die traditionellen Banken, die das Hypothekengeschäft als eine ihrer Hauptfunktionen betreiben, ihren Marktanteil bis zu einem gewissen Grad halten möchten und deshalb verteidigen würden.

Aus den vorangehenden Ausführungen ist ersichtlich, wieso ein Marktanteil von über 50% vermutlich kaum realisierbar ist. Dies erklärt jedoch nicht den Umstand des aktuellen Marktanteils von 5%. Ein doppelt so hoher Marktanteil von 10% würde Hypothekaranlagen von rund 120 Milliarden Franken erfordern, was in Anbetracht der bisher analysierten Bereiche machbar erscheint. Aus diesem Grund wird in Kapitel 3 zur Vertiefung und für die Identifikation von weiteren Gründen und Hebeln eine empirische Untersuchung durchgeführt.

3. Empirische Untersuchung

Aufbauend auf den theoretischen Grundlagen in Kapitel 2 werden in diesem Kapitel Kenntnisse, Erfahrungen und Ansichten aus der Praxis von Experten einfliessen, um ein umfassendes Gesamtbild zu erlangen.

3.1 Methodik

Für die zielführende Beantwortung der Forschungsfragen wurde auf die Methoden der qualitativen Sozialforschung in Form von Experteninterviews zurückgegriffen. Diese Methode ist besonders geeignet, um entsprechende Aussagen von Experten unmittelbar im Gespräch zu vertiefen sowie Verständnis- und Rückfragen zu stellen.

In einem ersten Schritt wurde festgelegt, welche Art von Nicht-Banken für ein Experteninterview geeignet wären. Als Voraussetzung wurde definiert, dass es sich um Schweizer Institute abseits der traditionellen Banken handeln muss, die entweder selbst bilanzwirksam in Hypotheken investieren oder Nicht-Banken dabei unterstützen, ihre Hypothekarinvestitionen zu tätigen und deshalb auch um die Bedürfnisse der Nicht-Banken Bescheid wissen. Auf der Investorenseite wurden deshalb verschiedene Pensionskassen und Versicherungen angefragt, die Hypotheken in ihren Bilanzen aufführen. Auf der anderen Seite wurden Anlagestiftungen sowie die Hypothekar-vermittlungsplattform key4 angegangen, die täglich im Kontakt zu Nicht-Banken stehen beziehungsweise mit diesen Geschäftsbeziehungen unterhalten.

Zur Identifikation von geeigneten Nicht-Banken wurden die Bilanzen der grössten Institute auf ihre Hypothekarpositionen analysiert. Eine Schwierigkeit dabei war, dass einige Institute neben Hypotheken auch zum Beispiel Darlehen an öffentlich-rechtliche Körperschaften wie Gemeinden und Kantone vergeben und diese unter demselben Bilanzposten verbuchen. Aus diesem Grund wurden Nicht-Banken angegangen, welche in der entsprechenden Bilanzkategorie mindestens eine Investition von einer Milliarde Franken aufweisen. Die Prämisse dabei war, dass Hypotheken eine gewisse Relevanz für diese Institute haben, diese sich deshalb auch intensiv mit dem Thema beschäftigen und somit fachkundige Antworten zu allen ausgewählten Themenfeldern geben können.

Nachdem die entsprechenden Institute identifiziert waren, startete die Suche nach geeigneten Interviewpartnern innerhalb dieser Institute. Eine geeignete Person muss die Sicht der Nicht-Banken als Investoren für Hypotheken wiedergeben können. Dabei kann es sich beispielsweise um Personen aus dem Asset Management handeln, die die Asset Allocation durchführen und entscheiden, welcher Anteil des massgeblichen

Vermögens in Hypotheken investiert werden soll. Andererseits kann es sich auch um Personen aus dem Credit Office oder dem Operations-Bereich handeln, die allenfalls ein differenziertes Bild von Hypotheken als Anlageklasse haben und andere Punkte in den Fokus stellen. Dazu wurden in einem ersten Schritt Kontakte aus dem persönlichen Netzwerk angegangen. Ebenso wurden Medienberichte und Studien zu Hypothekarinvestitionen auf geeignete Experten hin geprüft. Daneben wurde auf den Webseiten der jeweiligen Institute sowie auf LinkedIn nach entsprechenden Personen gesucht.

Der Kreis an Nicht-Banken mit bilanzierten Hypotheken über einer Milliarde Franken ist überschaubar. Wichtig war aus Optik des Autors, dass sowohl Pensionskassen als auch Versicherungen für Interviews eingeladen wurden, da diese allenfalls vor unterschiedlichen Herausforderungen stehen könnten. Die Meinung der kleineren Nicht-Banken wiederum ist durch die Interviews mit Anlagestiftungen sowie der Hypothekarvermittlungsplattform konsolidiert eingeflossen. Gesamthaft wurden elf Institute beziehungsweise Experten angefragt, wovon sich sieben für ein Interview zur Verfügung gestellt haben, wie in nachfolgender Tabelle aufgeführt.

Art des Instituts	**Anzahl Anfragen**	**Anzahl Interviews**
Pensionskasse	3	2
Versicherung	4	2
Anlagestiftung	3	2
Hypothekenvermittlungsplattform	1	1

Tabelle 5: Angefragte Institute für Interview

Die vollständige Liste mit den Interviewpartnern, ihrer Funktion und dem Institut findet sich in Anhang 1. Die in den Interviews vertretenen Institute vereinen ein Hypothekarvolumen von rund 20 Milliarden Franken, was einem Marktanteil bei den Nicht-Banken von etwa 30% entspricht. Hinzu kommt ein vermitteltes Hypothekarvolumen über UBS key4 mortgages über mehr als 4 Milliarden Franken, wovon jedoch ein Teil auch an traditionelle Banken weitergegeben wurde.

Die Experteninterviews fanden im Zeitraum vom 15.07.2024 bis 22.08.2024 statt. Die Interviews wurden anlässlich eines persönlichen Treffens oder via Videocall durchgeführt. Sämtliche interviewten Personen stimmten einer namentlichen Nennung im Anhang sowie der Aufnahme der Gespräche für die spätere Auswertung und Transkription zu.

3.2 Untersuchung

Basierend auf den in Kapitel 1.2 aufgeführten Forschungsfragen und den selektierten potenziellen Hebeln wurde ein Interviewleitfaden erstellt. Dieser umfasst folgende Bereiche:

- Einleitung mit Darstellung des Status Quo
- Hypotheken als Anlageklasse
- Regulatorische Rahmenbedingungen
- Investitionsformen & Vertriebskanäle
- Nachhaltigkeit bei Hypotheken
- Marktentwicklung & Trends

Der gesamte Interviewleitfaden ist in Anhang 2 ersichtlich. Dieser wurde allen Interviewpartnern vorgängig zum Gespräch zugestellt. Abhängig von der Art des Instituts wurden die Fragen leicht angepasst. Der Interviewleitfaden enthält primär offene Fragen, welche die Ergründung der Ansichten und Motive erlauben. Gestartet wurde das Interview jeweils mit der Darstellung der aktuellen Situation am Schweizer Hypothekarmarkt mit dem geringen Marktanteil von Nicht-Banken, worauf die Frage nach möglichen Gründen folgte. Dies hat es bereits zu Beginn ermöglicht, die verschiedenen Gründe und deren Gewichtung untereinander zu thematisieren. Auf die verschiedenen Gründe und Hebel wurde sodann erneut in den einzelnen Teilbereichen genauer eingegangen, wobei auch oftmals zwischen diesen Teilbereichen gesprungen wurde, da gewisse Bereiche eng verwoben sind. An bestimmten Stellen wurden zusätzliche Rück- und Verständnisfragen gestellt, um sicherzustellen, dass die Intention des Interviewpartners richtig wiedergegeben wird. Sämtliche Interviews wurden im Nachgang zum Gespräch stichwortartig transkribiert.

Die Auswertung der durchgeführten Interviews erfolgte mittels qualitativer Inhaltsanalyse in drei Schritten. Zuerst wurden die gemachten Aussagen aller Interviewpartner den korrekten Teilbereichen gemäss Interviewleitfaden zugeordnet beziehungsweise kategorisiert und in einem Dokument zusammengeführt. Inhaltlich identische oder ähnliche Aussagen wurden dabei identifiziert und gekennzeichnet. Daraus wurden anschliessend die entsprechenden Antworten auf die beiden Forschungsfragen formuliert.

3.3 Ergebnisse

Nachfolgend werden die konsolidierten Ergebnisse aus den Interviews zu den Gründen für den geringen Marktanteil, den identifizierten Hebeln sowie die Prognosen zur künftigen Entwicklung wiedergegeben. Aussagen von Experten werden jeweils am Ende der jeweiligen Passage in Klammern zitiert wie zum Beispiel «(Experte 5)». Die Nummer der Experten ist zufällig und steht in keinem Zusammenhang mit der Grösse des zugehörigen Instituts oder der zeitlichen Reihenfolge der durchgeführten Interviews. Auf diese Weise sollen eine Anonymisierung der jeweiligen Aussagen und eine offene Kommunikation mit den Experten sichergestellt werden.

3.3.1 Hypotheken als Anlageklasse

In diesem Bereich wird untersucht, was Hypotheken als Anlageklasse, verglichen mit Obligationen, Aktien etc., für Experten interessant macht. Ebenfalls wird erforscht, aufgrund welcher Charakteristiken Investoren Abstand nehmen von Hypotheken und was sich verändern müsste.

Risiko-Rendite-Profil von Hypotheken

Sämtliche Experten betonen, dass das Risiko-Rendite-Profil von Hypotheken verglichen mit anderen Anlageklassen absolut zentral ist, wenn es um Anlageentscheide geht. Zuerst wird deshalb die Risikoseite von Hypotheken beleuchtet und danach wird das Renditepotenzial analysiert.

Hypotheken – vor allem für Eigenheime – werden von allen Experten grundsätzlich als sehr sicher angesehen, was sich in sehr tiefen Ausfallquoten widerspiegelt. Der Schweizer Immobilienmarkt hat sich auch in jüngster Zeit sehr resilient gezeigt trotz höherem Zinsniveau. Dies hat kaum zu Korrekturen bei den Verkehrswerten für Wohneigentum geführt. Die Schweizer Wohnimmobilie als zugrundeliegende Sicherheit für den Grossteil der vergebenen Hypotheken von Nicht-Banken gilt als sehr werthaltig (Experten 1, 2, 3, 5). Ein Experte beziffert den Expected Loss bei erstklassigen Hypotheken in den vergangenen Jahren mit 1-2 Basispunkten über das gesamte Hypothekarvolumen (Experte 3). Hypotheken können zudem zum Nominalwert bilanziert werden, was kaum zu Wertschwankungen in der Bilanz führt. Es müssen einzig Wertberechtigungen vorgenommen werden, wenn ein Verlust auf dem Kredit droht (Experten 4, 5, 6). Davon machen primär Pensionskassen und Versicherungen Gebrauch, während Anlagestiftungen zum Marktwert bilanzieren (Experte 5). Eine Hypothek eignet sich gemäss Ansicht einiger Experten sehr gut als Instrument zur Diversifikation des Portfolios, was

für zusätzliche Stabilität sorgt (Experten 1, 2, 6). Hypotheken generieren stabile Erträge, was von vielen Nicht-Banken geschätzt wird. Normalerweise werden Zinszahlungen quartalsweise geleistet, was für einen konstanten Cashflow sorgt. Die anfallenden Erträge können zudem aufgrund der meist fixen Zinssätze und Fälligkeiten sehr genau kalkuliert und prognostiziert werden (Experten 1, 7).

Hypotheken werden typischerweise als Ersatz für Obligationen und auch Pfandbriefe angesehen. Der Vorteil von Hypotheken gegenüber Obligationen liegt in der Zusatzprämie (Spread), die generiert werden kann. Diese liegt gemäss Expertenmeinung im Vergleich zu erstklassigen Schweizer Obligationen bei 50-100 Basispunkten. Je grösser diese Mehrrendite desto spannender ist es für die Nicht-Banken, in Hypotheken zu investieren unter der Voraussetzung, dass das Risikoprofil von erstklassigen Hypotheken und Obligationen vergleichbar ist (alle Experten).

Hypotheken gelten gemäss übereinstimmender Expertenmeinung als illiquide Anlageklasse. Da Nicht-Banken auch ein Budget für illiquide Anlagen haben beziehungsweise ein gewisser Grad an Liquidität immer gegeben sein muss, stehen Hypotheken auch in Konkurrenz zu anderen illiquiden Anlagen wie Private-Equity, Infrastrukturanlagen etc. Diese alternativen Anlagen weisen ein völlig differenziertes Risiko-Rendite-Profil auf, welches aber aus Investorenoptik mit entsprechendem Risikoappetit und Bedarf nach einer höheren Rendite durchaus spannend sein kann. Gewisse illiquide Assets generierten historische Erträge von jährlich über 10%. In der reinen Renditebetrachtung schneiden Hypotheken mit diesen Anlageklassen schlecht ab (Experten 2, 3, 4). Immobilien sind ebenfalls wenig liquide. Eine Mehrrendite gegenüber Immobilien zu erzielen ist allerdings schwierig, zumal der maximale Ertrag einer Hypothek grundsätzlich auf den erzielten Zinsertrag abzüglich entsprechender Kosten begrenzt ist, während bei Immobilien nebst der Nettocashflowrendite noch eine Wertänderungsrendite hinzukommt (Experte 2).

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass Hypotheken als sehr sicher gelten, das Renditepotenzial aus Optik von gewissen Investoren im relativen Vergleich mit anderen wenig liquiden Anlageklassen wie beispielsweise Immobilien jedoch nicht attraktiv genug war in der Vergangenheit. Im Vergleich zu Obligationen lässt sich eine Mehrrendite erzielen, die den Nachteil der Illiquidität für Investoren nicht immer auszugleichen vermag. Wenn sich die zu erzielende Rendite beziehungsweise der Spread verbessert, könnte dies für Verschiebungen bei der Asset Allocation zu Gunsten von Hypotheken sorgen.

Illiquidität

Die Illiquidität von Hypotheken ist für sämtliche Interviewpartner ein wesentlicher Grund, weshalb Hypotheken nicht mit einem grösseren Prozentsatz in der Asset Allocation berücksichtigt werden, was sich wiederum negativ auf den Marktanteil auswirkt. Liquidität ist für Pensionskassen und Versicherungen absolut zentral, da nebst den erwarteten Mittelabflüssen wie zum Beispiel Rentenzahlungen auch unvorhergesehene beziehungsweise schwer planbare Vorkommnisse wie Pensionskassenvorbezüge oder die Ausrichtung einer Todesfallkapitalsumme hinzukommen. Eine Veräusserung von Hypotheken gestaltet sich in der Praxis schwierig, wohingegen Obligationen normalerweise an der Börse innert Sekunden verkauft und in Liquidität umgewandelt werden können. Wenn die Märkte nun stark korrigieren und beispielsweise Aktien viel an Wert verlieren, können Hypotheken nicht einfach verkauft werden, um Aktien nachzukaufen und somit die strategische Asset Allocation mit einem Rebalancing wiederherzustellen (Experten 3, 5, 6). Investitionen in Hypothekenfonds beziehungsweise in Anlagestiftungen sind teilweise liquider, wobei auch dort gewisse Rückzugsbedingungen gelten können (Experten 1, 3, 5). Ein Experte gibt zu bedenken, dass gerade in Krisenzeiten auch Obligationen nicht immer liquide sind und es zu grösseren Wertkorrekturen kommen kann (Experte 6).

Anstatt bei der Rendite anzusetzen wie im vorherigen Kapitel zum Risiko-Rendite-Profil gibt es auch Denkansätze, um die Liquidität von Hypotheken zu verbessern und sie so attraktiver zu machen.

Das Thema Illiquidität könnte mit einem funktionierenden Sekundärmarkt für Hypotheken adressiert werden, wie von zwei Experten ausgeführt (Experten 3, 5). Gefässe wie Anlagestiftungen könnten so ihre Rücknahmefristen verkürzen und Pensionskassen könnten einfacher mit Hypotheken ein Rebalancing durchführen (Experte 5). Generell wird die Lancierung eines funktionierenden Sekundärmarkts als schwierig erachtet, da eine Standardisierung – zum Beispiel bei den Hypothekarverträgen – Einzug halten müsste. Grundsätzlich haben alle Kreditgeber ihre eigenen Verträge mit unterschiedlichen Kreditklauseln. Auch müssten die Immobilienbewertungen mit einer einheitlichen Parametrisierung durchgeführt werden (Experte 5). Als Lösung dazwischen sehen gewisse Experten Hypothekarvermittlungsplattformen wie zum Beispiel UBS key4 mortgages. Gerade im SORE-Bereich agiert key4 als umfassender Servicer mit Mandat für alle Kreditgeber, nimmt einheitliche Immobilienbewertungen vor und arbeitet mit Standardverträgen. Bei einem Verkauf der Hypothek zwischen den dort

angebundenen Kreditgebern müsste kein neues Vertragswerk erstellt und der Kreditnehmer auch nicht notifiziert werden (Experten 1, 3, 5).

Ein Experte gibt zu bedenken, dass ein funktionierender Sekundärmarkt wohl für Liquidität sorgen würde, wobei sich die Frage stellt, ob dann auch noch eine Illiquiditätsprämie erzielt werden kann (Experte 3). Zudem bezweifeln zwei Experten, dass der Sekundärmarkt in Krisenzeiten funktionieren würde. Festhypotheken müssten zu Marktwerten bewertet werden. Bei grossen Korrekturen am Immobilienmarkt oder bei wesentlichen Änderungen des Zinsniveaus müssten vermutlich grosse Abschläge beim Preis akzeptiert werden (Experten 3, 5).

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass die Illiquidität von Hypotheken in signifikanter Weise den Anteil dieser Anlageklasse in der Asset Allocation von Nicht-Banken beeinträchtigt. Ein funktionierender Sekundärmarkt für Schweizer Hypotheken würde von vielen Marktteilnehmern geschätzt werden und hätte das Potenzial, Hypotheken als liquidere Anlageklasse attraktiver zu machen. Inwiefern dieser Markt in Krisenzeiten funktionieren würde, wie sich die Spreads entwickeln würden aufgrund der verbesserten Liquidität und wie sich eine konkrete Standardisierung umsetzen liesse, müsste separat untersucht werden.

Zinsniveau

Es besteht Einigkeit darüber, dass der erzielbare Spread bei Hypotheken ein sehr wichtiges Anlagekriterium darstellt. Die Expertenmeinungen divergieren jedoch bei der Frage, inwiefern auch das Zinsumfeld einen Einfluss auf die Attraktivität von Hypotheken haben kann. So sind einige Experten der Meinung, dass lediglich der erzielte Spread relevant ist (Experten 4, 5, 7). Aus der Optik eines anderen Experten würde sich ein höheres Zinsumfeld positiv auf Hypothekarinvestitionen auswirken, da die Verzinsung festverzinslicher Anlagen generell näher bei den Renditen des Aktienmarkts liegen könnte und so einen Einfluss auf die Asset Allocation hätte (Experte 1). Andere Experten erachten neben einem attraktiven Spread auch ein tiefes Zinsniveau als förderlich für Hypothekarinvestitionen. Sie begründen dies damit, dass bei konstantem Spread von beispielsweise 100 Basispunkten die relative Attraktivität grösser ist als in einem hohen Zinsumfeld. Wenn man mit Obligationen 0% verdient und mit Hypotheken 1%, so ist der Spread von 100 Basispunkten relativ gesehen grösser, als wenn Obligationen bei 4% liegen und Hypotheken bei 5% (Experten 1, 2, 6). Zwei andere Experten sind auch der Meinung, dass ein tieferes Zinsumfeld sich vorteilhaft auf Hypothekenin-

vestitionen auswirkt. Sie begründen es allerdings mit der Mindestverzinsung seitens Pensionskassen. Der Mindestzinssatz für Pensionskassenguthaben für den obligatorischen Teil liegt aktuell bei 1,25%. Wenn sie nun mit Obligationen lediglich 0,3% erzielen, ist das Interesse für Anlagealternativen wie Hypotheken bedeutend grösser (Experten 3, 7). Sollte das Zinsniveau gar negativ werden, besteht jedoch Konsens darüber, dass ein negatives Zinsniveau wie vor ein paar Jahren einen besonders positiven Effekt auf Hypotheken hätte. Während mit Obligationen teilweise negative Renditen eingefahren wurden, konnte mit Hypotheken stets eine positive Verzinsung erzielt werden – es gab einen imaginären Nullzins-Floor, was sich positiv auf die Spreads ausgewirkt hat. Zudem wollten viele institutionelle Investoren Negativzinsen auf dem Bankkonto von teilweise -0,75% und mehr vermeiden und haben zusätzliches Geld in Hypotheken investiert (alle Experten).

Ein Experte gibt zu bedenken, dass bei einem hohen Zinsniveau womöglich die Stabilität des Immobilienmarkts leiden könnte, was sich negativ auf die Sicherheit der Anlageklasse auswirkt und mit mehr Rendite entschädigt werden müsste (Experte 5).

Insgesamt hatte das Negativzinsumfeld einen klar spürbaren positiven Effekt auf den Marktanteil von Nicht-Banken. Inwiefern ein positives Zinsumfeld alleine sich auf die Attraktivität auswirkt, ist nicht klar. Tendenziell wird ein tieferes Zinsumfeld durch die Experten als vorteilhafter erachtet als ein hohes Zinsniveau.

3.3.2 Regulatorische Rahmenbedingungen

Einige Experten sind der Meinung, dass Versicherungen stärker reguliert sind als Pensionskassen im Hypothekarbereich (Experten 2, 3, 5, 6, 7). Die Experten sind sich einig, dass die geltende Obergrenze von 50% für Hypotheken gemäss BVV 2 Pensionskassen nicht einschränkt. Pensionskassen werden oftmals deutlich stärker durch interne Regelungen wie Anlagereglemente begrenzt (Experte 1). Gemäss Expertenmeinung begrenzt die Quote von 35% für Immobilien und Hypotheken jedoch einige Versicherungsunternehmen in ihrer Anlagepolitik, da gewisse Versicherungen ein hohes Immobilienexposure haben und so nur noch wenig Platz bleibt für Hypotheken (Experten 2, 3, 5, 7). Im weitesten Sinne schränkt auch die nicht vorhandene Möglichkeit des operativen Aktiv-Passiv-Geschäfts, welches von den Banken betrieben wird, die Nicht-Banken stark beim Ausbau ihres Hypothekarvolumens ein (Experte 4). Einige Experten geben an, dass viele Nicht-Banken die geltenden Selbstregulierungen für Hypothekenfinanzierungen im Bankenbereich auch übernommen haben. Hintergrund dafür ist, dass Selbstregulierungen meistens aus Gründen der Risikoreduzierung in

bestimmten Bereichen eingeführt werden. Mit der Übernahme jener Selbstregulierungen möchte man verhindern, dass unerwünschte Kreditpositionen auf der eigenen Bilanz landen (Experten 6, 7).

Keiner der Experten ist der Meinung, dass durch die Einführung der neuen Eigenmittelverordnung gemäss Basel III final Anfang 2025 das Marktgefüge substanziell verändert wird. Man geht eher davon aus, dass sich gewisse Hypothekarkredite für Renditeliegenschaften mit höheren Belehnungen sowie Baukredite für Renditeliegenschaften für Banken durch die verschärfte Pflicht zur Eigenmittelunterlegung verteuern und diese Kosten an die Endkunden weitergegeben werden (Experten 1, 2, 3, 5, 6, 7). Ein Experte ist der Meinung, dass diese Kosten zum Teil bereits von gewissen Marktteilnehmern bei der Zinssatzofferte einkalkuliert werden, da die Einführung von Basel III und die entsprechenden Auswirkungen bereits seit längerem absehbar sind. Man möchte sich also nicht mit einer langfristigen Festhypothek zu tiefer Marge anbinden, wenn absehbar ist, dass die Kosten steigen könnten und die Marge somit gar negativ werden könnte (Experte 3). Es ist unwahrscheinlich, dass Nicht-Banken in diesem Bereich einspringen werden (Experten 3, 4, 5, 7). Indirekt könnten höhere Kreditkosten die Dynamiken auf den entsprechenden Immobilienmärkten eindämmen, was auch ein Ziel der Regulierung ist (Experte 2). Der Kampf um gute Risiken im Sinne von tief belehnten, qualitativ guten Liegenschaften mit guter Tragbarkeit könnte sich noch akzentuieren (Experten 6, 7).

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass die regulatorischen Rahmenbedingungen bei Versicherungen einschränkend wirken im Zusammenhang mit ihren Hypothekarinvestitionen. Problem ist nicht die vorgeschriebene Quote von 25% für Hypotheken alleine, sondern die 35%-Obergrenze für Hypotheken und Immobilien gemeinsam, da einige Versicherungsunternehmen ein beträchtliches Immobilienportfolio halten. Gewisse Versicherungen haben diese Grenze gemäss Expertenmeinung bereits erreicht und können deshalb ihr Hypothekenexposure nicht weiter ausbauen. Allenfalls sind sie bei positiver Wertentwicklung auf der Immobilienseite sogar gezwungen, Hypotheken oder Immobilien abzubauen, um die Quote von 35% einzuhalten. Bei Pensionskassen ist von regulatorischer Seite keine Auswirkung auf ihre Investitionsbereitschaft für Hypotheken auszumachen.

3.3.3 Investitionsformen & Vertriebskanäle

In diesem Bereich wird untersucht, wie Nicht-Banken in Hypotheken investieren beziehungsweise wie sie Zugang zu dieser Anlageklasse erhalten und wo allfällige Herausforderungen bestehen.

Art der Investition

Um die Druckpunkte bei Investitionsvehikeln und den Vertriebskanälen zu identifizieren, wurden die Experten zuerst darüber befragt, wie sie in Hypotheken investieren und weshalb.

Einige interviewte Experten bevorzugen die direkte oder indirekte Kreditvergabe gegenüber der Investition in eine Anlagestiftung oder einen Hypothekenfonds (Experten 1, 2, 4, 6, 7). Als wesentlicher Grund dafür werden die Kosten beziehungsweise die Mehrrendite genannt (Experten 1, 2, 4, 7). Bei Anlagestiftungen und Hypothekenfonds liegt das TER normalerweise im Bereich 0,30-0,40%, was zu Lasten der Rendite geht (Experte 7). Ein weiterer Aspekt, der für die eigene Vergabe von Krediten spricht, ist die Mitbestimmung. Wenn eine Nicht-Bank Hypotheken selbst vergibt, kann sie sich das Hypothekarportfolio auch selbst zusammenstellen, indem sie beispielsweise gewisse Regionen oder Liegenschaftsarten bewusst ausschliesst oder anders bepreist (Experten 1, 6). Ebenso wichtig ist für gewisse Nicht-Banken die Kundenschnittstelle bei der eigenen Kreditvergabe, die es ihnen erlaubt, eine Kundenbeziehung aufzubauen und diese mit zusätzlichen Produkten und Dienstleistungen im Sinne von Cross-Selling zu erweitern. Die meisten Versicherungen verfügen über ein breites Vertriebsnetz mit Generalagenturen und einem etablierten Aussendienst. Die Hypothek eignet sich sehr gut als Ankerprodukt beziehungsweise für Cross-Selling. So können Lebensversicherungen beispielsweise ideal eine Police im Säule 3a-Bereich mit einer Hypothek verknüpfen oder eine Absicherung für Todesfall und Erwerbsunfähigkeit anbieten. Auch für Versicherungsunternehmen im Nicht-Leben-Bereich ist die Kundenschnittstelle spannend zum Beispiel im Bereich Gebäude-, Hausrat- oder Autoversicherung. Hypotheken dienen somit als Lead-Generator für weitere Geschäfte, die die Gesamtprofitabilität der Kundenbeziehung erhöhen können. Bei Pensionskassen sehen die Experten keine konkreten Anwendungsmöglichkeiten (Experten 2, 3, 5, 6, 7).

Gewisse Experten erachten Anlagestiftungen mit Anlagegruppe Hypotheken als attraktivere Möglichkeit, um in Hypotheken zu investieren (Experten 3, 5). Sie sehen einen gewichtigen Vorteil in der Diversifikation des Hypothekarportfolios, die von

Anfang an gegeben ist. Anlagestiftungen verfügen normalerweise über ein Hypothekenportfolio von mehreren Hundert Millionen bis teilweise über mehrere Milliarden Franken. Dadurch ist das Portfolio breit über verschiedene Liegenschaften, Regionen, Kreditnehmer, Kreditlaufzeiten etc. diversifiziert. Selbst ein Portfolio aufzubauen benötigt Zeit und gerade zu Beginn ist das Portfolio wenig diversifiziert. Ein weiterer Vorteil ist, dass die Nicht-Bank gezielt jene Anlagestiftung aussuchen kann, deren Duration am besten zu ihren restlichen Anlagen und Verbindlichkeiten im Portfolio passt. Dies ist aus Asset-Liability-Optik sehr zu begrüssen. Im Idealfall ist die Duration so abgestimmt, dass Zinsbewegungen keinen grossen Einfluss haben, indem sich die Liabilities im selben Mass verändern wie der Wert der Asset und sich somit neutralisieren. Durch ein grosses Hypothekarportfolio mit vielen Fälligkeiten kann die Duration aktiv gesteuert werden, indem gesuchte Kreditlaufzeiten mit attraktiven Zinssätzen angeboten werden. Beim selbstständigen Aufbau eines begrenzten Hypothekarportfolios ist davon auszugehen, dass die Duration nach Erreichen eines Zielvolumens vorerst jedes Jahr abnehmen wird (Experten 3, 5).

Gemäss übereinstimmender Expertenmeinung ist die Investition in Hypotheken verglichen mit Obligationen mit mehr Aufwand und Komplexität verbunden, was sich letztendlich in höheren Kosten widerspiegelt. Eine börsenkotierte Obligation kann grundsätzlich innert weniger Sekunden einfach und für eine verhältnismässig tiefe Gebühr gekauft und später auch wieder verkauft werden. Die Verwaltung der gekauften Obligation verursacht wenig Aufwand, während bei Hypotheken ein beträchtlicher Aufwand bereits beim Sourcing mit Kreditprüfung, Vertragswesen und Schuldbriefhandling und später auch für die Verwaltung des Bestandesportfolios anfällt. So können Kreditnehmer beispielsweise im laufenden Kreditverhältnis eine Krediterhöhung für Renovationen beantragen, die Liegenschaft verkaufen oder sie möchten eine Hypothek verlängern. Auch kann es Verzüge geben bei Zinszahlungen, die gemahnt werden müssen oder es kann gar zu einer Zahlungsunfähigkeit eines Kreditnehmers kommen, wofür Recovery-Aufgaben anfallen. Falls über eine Anlagestiftung oder mithilfe eines Servicers in Hypotheken investiert wird, so reduziert sich der Aufwand in erheblichem Mass. Dies bedeutet aber gleichzeitig, dass zusätzliche Kosten für Aufgaben entstehen, die outgesourct wurden (Experten 4, 6). Aus Optik gewisser Experten sind Anlagestiftungen trotzdem eine kosteneffiziente Lösung, da sie durch die Grösse des Portfolios von Skaleneffekten profitieren, womit auf der Aufwandseite die Kosten gesenkt werden können. Eine Anlagestiftung hat Kosten für Sourcing, Servicing, Revisionsstelle etc. von 0,15%-0,25%. Hinzu kommen Kosten für das Portfoliomanagement über weitere

rund 0,25%. Wenn Pensionskassen grössere Volumen in Hypotheken platzieren möchten, sind Preisnachlässe bei den Kosten für das Portfoliomanagement möglich, womit eine Anlagestiftung auch für grössere Pensionskassen eine spannende Lösung darstellen kann.

Nicht-Banken können mit der Zeichnung von Anteilscheinen der Anlagestiftung auch mit kleineren Beträgen in einem Schritt in ein ganzes Portfolio investieren (Experten 3, 5). Die Experten sind sich nicht einig darüber, ab wann sich die eigene Kreditvergabe lohnt. Bei Standardfinanzierungen von selbstbewohnten Eigenheimen kann es sich gemäss Meinung zweier Experten bereits ab einem Volumen von 100-200 Millionen Franken lohnen, sofern eine ausreichende Diversifikation sichergestellt ist (Experten 3, 5). Ein Experte erachtet 500 Millionen Franken als kritische Grösse (Experte 6), während einige andere eine Milliarde Franken als Mindestvolumen nennen, damit sich diese Investitionsform auszahlt (Experten 2, 4, 7). Gewisse Experten betonen auch, dass sich diese Grenze durch das Aufkommen von Hypothekarvermittlungsplattformen stark reduziert hat. So bieten gewisse Hypothekarplattformen wie beispielsweise UBS key4 mortgages Investoren die Möglichkeit, mit einem Rundum-Sorglos-Paket ein Hypothekenportfolio zusammenzustellen, ohne dabei eine kostspielige interne Kreditabteilung aufbauen zu müssen. UBS key4 mortgages übernimmt die ganze Objekt- und Kreditprüfung sowie die Bewirtschaftung des Kredits über die gesamte Laufzeit. Die Schuldbriefe werden durch UBS key4 mortgages verwaltet und auch Zins- und Amortisationszahlungen werden überwacht. Der Investor muss einzig ein Investitionsprofil mit den gewünschten Ausschlusskriterien (zum Beispiel gewisse Regionen) und Begrenzungen (zum Beispiel maximale Gewerbenutzung oder maximale Belehnung) ausfüllen und für verschiedene Belehnungs- und Tragbarkeitsbereiche ein entsprechendes Pricing hinterlegen. Wenn das hinterlegte Pricing im Vergleich zu den anderen Kreditgebern auf der Plattform attraktiv ist, wird dieses potenziellen Kreditnehmern, die alle Kriterien des Investors erfüllen, angezeigt und es kann eine Hypothek abgeschlossen werden (Experten 1, 6, 7).

Laut gewissen Experten ist die Convenience für Investoren bei Anlagestiftungen am höchsten, da nebst den bereits erwähnten Aufgaben auch die ganze Kreditpolitik und das Pricing übernommen werden (Experten 3, 5). Alle Aufgaben im Zusammenhang mit Hypotheken erfordern spezifisches Knowhow, welches bei der Nicht-Bank vorhanden sein muss. Laut Ansicht einiger Experten ist dieser Mangel an Knowhow ebenfalls ein

Grund, weshalb gewisse Investoren Abstand nehmen von Hypotheken (Experten 1, 2, 3, 5, 6).

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass wohl einige Nicht-Banken den Aufwand für den Aufbau eines Hypothekarportfolios scheuen. Dieser Druckpunkt wurde bereits vor ein paar Jahren durch neue Investitionsmöglichkeiten mittels Anlagestiftung oder umfassendem externen Servicer wie beispielsweise key4 adressiert. Die Einfachheit der neuen Lösungen entbindet aber nicht davon, dass Knowhow bei Nicht-Banken zu Hypotheken aufgebaut werden muss, denn auch verschiedene Lösungen von Anlagestiftungen müssen kompetent miteinander verglichen werden können. Bei der Nutzung der Plattform key4 muss selbst ein Pricing-Grid erstellt werden, wofür ebenfalls Knowhow erforderlich ist. Dieses Knowhow ist laut Experten bei einigen Nicht-Banken nicht vorhanden und stellt ebenfalls einen Grund dar, weshalb nicht mehr in Hypotheken investiert wird.

Bekanntheit & Wettbewerb

Ein wesentlicher Treiber für Kreditanfragen ist die Bekanntheit eines Instituts beziehungsweise das Bewusstsein, dass ein solches Institut überhaupt Hypotheken anbietet. Die absolute Mehrheit der Kreditnehmer assoziiert Hypotheken sofort mit einer Bank. Banken haben sich über Jahrzehnte als Hypothekargeber etabliert, während die meisten Nicht-Banken noch nicht so lange am Markt mitmischen. Viele potenzielle Kreditnehmer wissen gar nicht, dass auch Versicherungen und Pensionskassen Hypotheken anbieten, weshalb es gar nie zu einer Anfrage beziehungsweise Offerte kommt (Experten 1, 2, 6).

Die traditionellen Banken geniessen sehr oft den Status als Hausbank, was für diese einen bedeutenden Vorteil darstellt. Der potenzielle Kreditnehmer wickelt seine Zahlungen üblicherweise über seine Hausbank ab und auch sein Salär geht dort ein. Oftmals besteht bei der Hausbank ein Sparkonto, ein Wertschriftendepot sowie allenfalls eine Säule 3a und man hat einen persönlichen Betreuer – es besteht also bereits eine gewisse Bindung zur Hausbank durch die etablierte Kundenbeziehung. Für den Grossteil der Kreditnehmer, die eine Immobilie erwerben möchten, fungiert die Hausbank deshalb auch als erste Anlaufstelle für eine Hypothek. Nach wie vor vergleichen Hypothekarnehmer sehr wenig, wenn es um den Abschluss einer Hypothek geht. Erhalten diese von ihrer Hausbank ein vertretbares Angebot, so wird dies oftmals angenommen. Die Hausbank steht somit viel weniger im Wettbewerb und kann eine

bessere Marge erzielen. Wenn Kreditnehmer hingegeben bei Versicherungen oder Pensionskassen eine Hypothekarofferte einholen, verfügen sie oftmals bereits über eine oder mehrere andere Offerten und möchten diese vergleichen. Dies führt zu einem höheren Preiskampf und folglich zu tieferen Margen. Tiefere Margen wiederum sorgen dafür, dass Hypotheken aus Optik von Nicht-Banken weniger attraktiv sind als andere Anlageklassen und somit weniger in Hypotheken investiert wird (Experten 2, 4). Es ist aber auch eine Gegenbewegung auszumachen: Gewisse Experten stellen fest, dass der Markt wohl langsam, dafür aber stetig digitaler wird und Kunden beginnen, mehr zu vergleichen (Experten 1, 2, 7).

Bei Hypothekarvermittlungsplattformen mischen teils mehrere Dutzend Kreditgeber mit. Das beste Angebot erhält normalerweise den Zuschlag. Wenn Nicht-Banken also mit Hypothekarvermittlungsplattformen wachsen wollen, müssen sie sehr kompetitive Zinssätze anbieten (Experte 7).

Insgesamt kann festgehalten werden, dass Banken durch ihren Status als erste Anlaufstelle bei Kreditanfragen einerseits mehr Leads erhalten und andererseits bessere Margen erzielen können als Nicht-Banken. Sie sind nicht demselben Wettbewerb ausgesetzt, da Hypothekarkunden nach wie vor wenig vergleichen. Wenn Nicht-Banken durch bessere Bekanntheit vermehrt direkt durch Kreditnehmer angegangen werden, so könnte dies, sofern auch dann höhere Margen erwirtschaftet werden können, einen positiven Einfluss auf die Attraktivität von Hypotheken und somit auf den Marktanteil haben.

Risikoappetit / Vergabekriterien

Alle Experten sind sich einig, dass Nicht-Banken im Vergleich zu den traditionellen Banken eher einen konservativen Ansatz fahren, was die Vergabekriterien für Hypotheken betrifft. So bieten alle befragten Institute grundsätzlich Finanzierungen für Privatpersonen und deren Eigenheime an. Wenn die Wohnung oder das Einfamilienhaus vermietet ist oder falls es sich dabei um eine Ferienliegenschaft handelt, machen bereits gewisse Institute Ausschlüsse (Experten 1, 2, 7). Ein Experte ist der Meinung, dass Nicht-Banken auch den Liegenschaftswert bei der internen Bewertung eher vorsichtig einschätzen (Experte 6). Weitere Ausschlüsse werden oftmals gemacht bei Finanzierungen für juristische Personen, bei Renditeliegenschaften oder bei einer Liegenschaftsnutzung abseits von Wohnen wie zum Beispiel Industrie, Hotellerie oder Gastronomie. Auch Liegenschaften, die im Kataster für belastete Standorte eingetragen sind, die mit

einem Baurecht belegt sind oder worauf ein Wohn- oder Nutzniessungsrecht eingetragen ist, werden oft gemieden. Zudem werden typischerweise nur fertiggestellte Liegenschaften finanziert und keine Baukredite gewährt. Punkto Belehnung gibt es einige Institute, die beispielsweise Eigenheime lediglich im 1. Rang bis zu einer Belehnung von 66,67% finanzieren. Bei der Tragbarkeit werden normalerweise keine Ausnahmen, sogenannte «Exceptions to Policy» (EtP), gemacht (Experten 6, 7). Ein Experte betont, dass aus seiner Erfahrung Eigenheimbesitzer viel stärker mit ihrer Immobilie verbunden sind als Investoren von Renditeliegenschaften. Wenn die Kreditnehmer selbst in der Immobilie leben, sind sie bereit, weitaus mehr dafür zu unternehmen, dass die Hypothekarzinsen rechtzeitig beglichen werden. Dies führt zu weniger Kreditausfällen, was positiv zu werten ist (Experten 2, 7). Viele Nicht-Banken behandeln Hypotheken als Ersatz von Obligationen erster Güte. Sie suchen also ein Low-Risk Investment und es gehört zur obersten Priorität, Kreditausfälle zu vermeiden, da ansonsten die gelobte Mehrrendite schnell entfällt (Experten 3, 4).

Hypothekarfinanzierungen im Nachgang zu anderen Instituten werden von keinem der interviewten Experten in Betracht gezogen. Bei Versicherungen ist die Investition in Finanzierungen dieser Art rechtlich bereits stark eingeschränkt, indem das gebundene Vermögen dafür nicht verwendet werden darf. Im Rahmen des freien Versicherungsvermögens müssten derartige Finanzierungen sodann bedeutend höher rentieren als dies überhaupt möglich wäre (Experte 2). Generell lehnen die entsprechenden Institute solche Finanzierungen ab, da sie das Risiko als überproportional erachten und deshalb auch eine mögliche Mehrrendite nichts an dieser Meinung ändert. Je nach Standort der Liegenschaft erscheinen auch heute bei Zwangsversteigerungen teilweise bereits keine Interessenten, was ein bedeutendes Risiko für Kreditgeber im Nachgang darstellt. Auch bei speziellen Ereignissen wie zum Beispiel einer Scheidung kann eine Finanzierung, die auf mehrere Kreditgeber verteilt ist, mit grösseren Unsicherheiten behaftet sein, wenn unter den verschiedenen Kreditgebern Uneinigkeit über die Weiterführung der Hypothek besteht (Experte 7). Für die Gewährung solcher Kredite wäre zudem vertieftes Knowhow in diesem Bereich notwendig, was nicht alle Investoren hausintern zur Verfügung haben (Experten 5, 6). Auf Kreditnehmerseite gibt es vereinzelt Anfragen für derartige Finanzierung, aber es handelt sich dabei um Einzelfälle (Experten 1, 3, 5). Diese Finanzierungsart hat sich in der Schweiz bisher kaum etabliert, während nachrangigen Finanzierungen in den USA eine bedeutend grössere Bedeutung zukommt (Experte 4). Im Bereich Baupromotionen sehen gewisse Experten am ehesten einen Bedarf für nachrangige Finanzierungen, da die Ersteller dort üblicherweise hohe

Eigenkapitalrenditen erzielen und deshalb auch eine höhere Kreditverzinsung möglich ist. Da Versicherungen und Pensionskassen kaum in diesem Bereich tätig sind beziehungsweise tätig sein dürfen, gibt es andere Marktteilnehmer wie beispielsweise Family Offices, die entsprechende Geschäfte eingehen (Experten 3, 5).

Es kann festgehalten werden, dass Nicht-Banken üblicherweise einen geringeren Risikoappetit zeigen als Banken. Abseits des Standardgeschäfts mit selbstbewohnten Liegenschaften mischen nur wenige Nicht-Banken mit. Dies bedeutet, dass ein beträchtlicher Teil von Finanzierungen aufgrund der Ausschlusskriterien von Nicht-Banken bei den traditionellen Banken platziert werden muss, was sich negativ auf den Marktanteil von Nicht-Banken auswirken kann.

3.3.4 Nachhaltigkeit bei Hypotheken

Das Thema grüne beziehungsweise nachhaltige Hypotheken hat für die interviewten Experten einen stark unterschiedlichen Stellenwert. Während gewisse Nicht-Banken diesem Thema eine grosse Bedeutung beimessen und auch eigene Angebote dafür lanciert haben (Experten 1, 2, 3, 5, 6), sind gewisse Institute eher noch in abwartender Stellung (Experten 4, 7).

Es gibt keine einheitliche Definition beziehungsweise klare Voraussetzungen, die eine grüne Hypothek ausmachen. Viele in der Branche erachten das Vorhandensein eines Nachhaltigkeitszertifikats wie Minergie oder GEAK für die finanzierte Liegenschaft als wesentlichen Bestandteil einer grünen Hypothek (Experten 2, 7). Gewisse Institute stellen auch auf die eingebauten Heizkörper ab (Experte 1). Wiederum andere Institute beurteilen aufgrund einer Renovationsaufstellung und Fotos, ob eine Liegenschaft sich als nachhaltig qualifiziert (Experte 6). Zwei Experten geben an, dass sie aufgrund der neuen technischen Möglichkeiten inzwischen auf die CO2-Emissionen pro Quadratmeter Energiebezugsfläche (EBF) abstellen. Massgebend ist dabei, ob die zu finanzierende Liegenschaft besser als der Gebäudepark Schweiz im Durchschnitt abschneidet. Liegenschaften mit Baujahr ab 2005 mit den damals geltenden Baunormen erfüllen bereits hohe Standards und schneiden, sofern nicht mit Öl oder Gas beheizt, wesentlich besser ab als der Durchschnitt des Schweizer Gebäudeparks. Künftig könnte eher eine Abkehr von Zertifikaten stattfinden. Einerseits, da nur wenige Liegenschaften überhaupt ein Zertifikat besitzen und andererseits, da sich die Liegenschaften und Portfolios mit CO2-Emissionen pro m2 EBF besser vergleichen lassen (Experten 3, 5).

Nach Ansicht von einigen Experten gewähren die meisten Institute eine Reduktion auf den Zinssatz, wenn es sich bei der als Sicherheit dienenden Liegenschaft um eine nachhaltige Liegenschaft handelt (Experten 1, 2). Es gibt auch Akteure am Markt, die anstatt einer Zinssatzreduktion das Nachhaltigkeitszertifikat ganz oder teilweise finanzieren (Experte 7). Institute, die Liegenschaftsfinanzierungen mit tieferen CO2-Emissionen pro m2 EBF als der Gebäudepark Schweiz suchen, haben aktuell die Möglichkeit, abseits des grossen Wettbewerbs um Liegenschaftsfinanzierungen mit Zertifikaten an entsprechende Liegenschaften zu gelangen und zwar ohne Zugeständnisse beim Zinssatz (Experte 5).

Am Markt ist zu beobachten, dass gewisse Institute primär Liegenschaftsfinanzierungen mit einer grünen Hypothek belohnen, die bereits nachhaltig sind, während andere Institute gezielt energetische Sanierungen von Liegenschaften unterstützen, die mit spezifischen Massnahmen nachhaltig werden sollen (Experten 6, 7).

Gründe, die Nicht-Banken für eine Investition in nachhaltige Liegenschaften aufführen, sind einerseits, dass nachhaltige Liegenschaften als werthaltiger angesehen werden und somit mit tieferen Ausfallquoten gerechnet werden kann. Dies führt zu einem besseren Risiko und somit zu tieferen Risikokosten für den Kreditgeber. Diese tieferen Kosten können bei den Zinskonditionen berücksichtigt werden (Experten 2, 3). Das Anbieten von grünen Hypotheken trägt auch zu einem guten Image des jeweiligen Instituts bei. (Experten 1, 2, 3, 7). Von gewissen Kunden beziehungsweise Versicherten wird eine nachhaltige Portfoliostrategie erwartet (Experte 7). Bei den Experten besteht Konsens, dass die Rendite für nachhaltige Liegenschaftsfinanzierungen – falls überhaupt – maximal ein paar Basispunkte tiefer ausfallen darf als bei Finanzierungen für konventionelle Liegenschaften.

Obwohl das Thema Nachhaltigkeit in der öffentlichen Wahrnehmung immer präsenter wird, erachtet kein Experte das Thema als ursächlich für den tiefen Marktanteil der Nicht-Banken am Schweizer Hypothekarmarkt.

3.3.5 Weitere Gründe & Hebel

Nachfolgend werden weitere Gründe und Hebel aufgezeigt, welche im Rahmen der Experteninterviews diskutiert beziehungsweise von den Experten aufgebracht wurden.

Marktkapazitäten Fixed-Income generell

Der Schweizer Markt ist verglichen mit jenem in Europa und den USA sehr klein im festverzinslichen Bereich. Im Bereich Fixed-Income in Schweizer Franken auf Stufe Investment Grade stehen den Investoren neben Hypotheken noch Schweizer Staatsanleihen und Pfandbriefe sowie im begrenzten Umfang Unternehmensanleihen zur Verfügung. Eine ausreichende Diversifikation in diesem Bereich gestaltet sich deshalb schwierig. Für grössere Investoren ist der Markt an und für sich zu klein, weswegen eine Investition in Hypotheken spannend sein kann (Experte 2).

Die genannte Tatsache hat allenfalls bereits positiv dazu beigetragen, dass der Marktanteil von Nicht-Banken höher ausfällt. Es handelt sich somit nicht um einen ursächlichen Grund für den tiefen Marktanteil.

Bilanzkapazitäten von Nicht-Banken

Wie bereits in Kapitel 2.7 aufgezeigt, wird der Marktanteil von Nicht-Banken stark begrenzt durch die eigentlichen Kapazitäten auf ihren Bilanzen. Das gesamte verwaltete Vermögen von Pensionskassen ist ähnlich gross wie der Schweizer Hypothekarmarkt. Hinzu kommen rund eine halbe Milliarde Franken Kapitalanlagen von Versicherungen. Das Anlagenvolumen für Hypotheken ist somit stark begrenzt, da nicht wie bei Banken neues Geld geschöpft werden kann. Sollten die entsprechenden Bilanzen überproportional wachsen, so erhöht sich auch der Anteil Hypotheken bei gleicher Asset Allocation (Experten 2, 4, 5, 6, 7).

Dieser Aspekt ist aus Optik vieler Experten sehr entscheidend für den tiefen Marktanteil von Nicht-Banken. Er setzt nicht dabei an, die Asset Allocation von Hypotheken prozentual zu erhöhen, sondern dabei, dass der Ausgangswert nämlich die Bilanzen und somit das potenzielle Anlagevolumen der Nicht-Banken grösser wird. Inwiefern ein solches Potenzial der Bilanzvergrösserung besteht und opportun ist und ob dies mit dem Wachstum der Banken mithalten könnte, müsste separat untersucht werden.

Kapazitäten und Geschäftsmodell auf Bankenseite

Viele Experten erwähnen, dass die Fusion UBS/Credit Suisse aus ihrer Optik in den letzten 6-12 Monaten einen spürbaren Effekt auf dem Hypothekarmarkt Schweiz hinterlassen hat. Gemäss Expertenmeinung bauen UBS/Credit Suisse signifikant Volumen ab im Hypothekarbereich, welches bei anderen Instituten platziert werden muss. Dies sorgt dafür, dass viele Kreditinstitute ihr Jahresziel für Hypotheken bereits erreicht haben und auch die einzelnen Kreditabteilungen zum Teil bereits sehr gut ausgelastet sind. Aufgrund der beschränkten Kapazitäten ist deshalb im Gesamtmarkt eine Margenausweitung wahrzunehmen, was Hypotheken als Anlageklasse attraktiver macht (Experten 2, 3, 5, 6). Mit der Fusion ist Credit Suisse als Mitbewerberin auch für die Zukunft ausgeschieden. Es bleibt abzuwarten, ob die erwähnten Margenausweitungen Bestand haben oder ob es sich lediglich um eine Momentaufnahme handelt (Experte 3).

Produktinnovationen

Der Hypothekarmarkt wirkt aus Optik von gewissen Experten sehr statisch und die Kreditgeber als wenig innovativ (Experten 4, 6). Produktinnovationen im Hypothekarbereich können zusätzlich helfen, Kunden zu gewinnen (Experte 6). Es gibt beispielsweise Nicht-Banken, welche in ihren Verträgen beim Verkauf der als Sicherheit dienenden Liegenschaft auf eine Vorfälligkeitsentschädigung verzichten, was ein zusätzliches Verkaufsargument darstellt. Ein anderes Beispiel ist ein Institut, welches seinen Kunden eine kostenlose Erdbebenversicherung beim Abschluss einer Hypothek anbietet. Wiederum andere Institute bieten potenziellen Hypothekarnehmern Vergünstigungen bei anderen hauseigenen Produkten an, um sie als Kunden zu gewinnen (Experten 6, 7).

Ein Experte erwähnt auch die für ihn spannende Möglichkeit einer Co-Finanzierung (Co-Lending) zusammen mit einer traditionellen Bank im gleichen, ersten Schuldbriefrang. Typischerweise funktioniert ein Co-Lending zusammen mit einer Nicht-Bank so, dass eine Bank eine Anfrage für eine grössere Hypothekarsumme (normalerweise ab 10 Millionen Franken) erhält. Der Kreditnehmer wünscht sich einen Mix aus Fest- und Saronhypotheken. Festhypotheken sind für Banken mit mehr Kosten verbunden als Saronhypotheken, weshalb viele Banken vor allem im Saronbereich sehr kompetitiv offerieren können. Auf der anderen Seite suchen viele Nicht-Banken aufgrund ihrer sehr langfristigen Verbindlichkeiten auch langlaufende Festhypotheken und sind deshalb bereit, in diesem Bereich entsprechend attraktive Konditionen zu offerieren. Die Bank könnte nun eine Offerte für Saron- und Festhypotheken erstellen und wäre in vielen

Fällen nicht konkurrenzfähig mit anderen Instituten. Aus diesem Grund entscheidet sich die Bank, eine Offerte für die Sarontranche zu machen und für die Festhypothekentranche ein anderes Institut hinzuzuziehen, welches attraktivere Zinssätze stellen kann. So besteht die Chance, einen Teil des Geschäfts trotzdem abzuschliessen und gleichzeitig für das Arrangieren und die Vermittlung der Festhypothekentranche vom anderen Kreditgeber eine Gebühr zu verlangen. Aus Optik der Bank ist es spannend, eine Nicht-Bank wie zum Beispiel eine Pensionskasse als Co-Lending-Partner zu haben, da die für sie wertvolle Kundenschnittstelle so keinem direkten Mitbewerber zukommt. Eine Pensionskasse hat abgesehen vom erwähnten Hypothekargeschäft wenig Nutzen einer Kundenschnittstelle, da sie keine anderen Produkte anbietet, die sich für Cross-Selling eignen würden – dies ganz im Gegensatz zu anderen Banken. Der Vorteil für die Nicht-Bank liegt darin, dass sie einerseits überhaupt Zugang zu dieser Kreditanfrage erhält und sich dabei auf die Kompetenzen der Partner-Bank stützen kann, die typischerweise die Immobilienbewertung, Vertragserstellung, Kundenbetreuung etc. übernimmt. Andererseits wird das Risiko aufgeteilt, indem beide Co-Lending-Partner je einen Teil der gesamten Kreditsumme im gleichen Rang finanzieren (Experte 6).

Produktinnovationen stellen somit eine Möglichkeit für Nicht-Banken dar, sich in gewissen Bereichen von Banken abzuheben und neue Hypothekarkunden zu gewinnen. Es ist jedoch nicht auszuschliessen, dass Banken vielversprechende Produktinnovationen nach Möglichkeit nachahmen werden.

Einfluss von Consultants

Consultants nehmen einen grossen Einfluss auf die Asset Allocation von Nicht-Banken. Insbesondere Pensionskassen verlassen sich stark auf die Meinung von Consulting-Unternehmen, die im Rahmen ihres Auftrags entsprechende ALM-Studien erstellen (Experten 3, 5). Seit der Tiefzinsphase erscheinen Hypotheken als separater Posten in ALM-Studien. Davor wurden Hypotheken bei den festverzinslichen Anlagen subsumiert oder gar nicht behandelt (Experte 5). Gewisse Experten stellen fest, dass die Akzeptanz von Hypotheken bei Consultants nicht immer gegeben ist und auch das Knowhow für diese Anlageklasse teilweise fehlt. Hier kann Lobbyarbeit, zum Beispiel von Hypotheken-Produktanbietern wie Anlagestiftungen oder Hypothekenvermittlungsplattformen helfen: Es muss stetig aufgezeigt werden, wo der Markt sich aktuell befindet, wie Hypothekenportfolios gemanagt werden, dass eine Mehrrendite erzielt werden kann und dass es praktisch keine Kreditausfälle gibt (Experte 3).

Wenn sich die Grundeinstellung gewisser Consulting-Unternehmen gegenüber Hypotheken verbessert und dementsprechend ein höherer Prozentsatz Hypotheken in den ALM-Studien eingesetzt wird, so wäre das ein bedeutender Hebel zur Steigerung des Marktanteils (Experten 3, 5).

3.3.6 Prognose für weitere Marktentwicklung

Alle Experten sind sich einig, dass der Schweizer Hypothekarmarkt weiterhin von Banken dominiert sein wird. Der limitierende Faktor ist dabei das massgebende Vermögen, das Nicht-Banken investieren können (Experten 2, 4, 5, 6, 7). Gleichzeitig besteht Konsens darüber, dass Nicht-Banken zusätzliche Marktanteile im einstelligen Prozentbereich gewinnen können. Dabei ist es wichtig, zwischen Versicherungen und Pensionskassen zu unterscheiden. Bei Versicherungen gehen die Experten gesamthaft von einer Seitwärtsbewegung aus. Gründe dafür sind die bereits ausgeführte regulatorische Begrenzung an möglichen Hypothekarinvestitionen zusammen mit Immobilien sowie die gestiegene Attraktivität von Obligationen seit der Tiefzinsphase. Demgegenüber sehen alle Experten bei Pensionskassen noch Wachstumspotenzial beim Marktanteil. Einige Experten beziffern dies mittelfristig mit 1-2%, was einen Marktanteil von 6-7% bedeuten würde (Experten 3, 5).

Pensionskassen haben Hypotheken lange Zeit nicht als eigentliche Anlageklasse und somit auch nicht als relevanten Teil der Asset Allocation betrachtet. Vielmehr gewährten Pensionskassen ihren eigenen Versicherten Hypotheken, um als attraktive Pensionskasse mit guten Leistungen wahrgenommen zu werden. In der Tiefzinsphase haben viele Pensionskassen die Anlageklasse Hypotheken entdeckt, da sich das Risiko-Rendite-Profil von Hypotheken im Vergleich zu anderen Anlagen verbessert hat (Experten 2, 3, 5). Gleichzeitig wurde der Zugang zu Hypotheken in der Tiefzinsphase einfacher, da verschiedene Anbieter entsprechende Hypothekarlösungen lanciert haben. Anlagestiftungen mit Anlagegruppe Hypotheken und Hypothekenplattformen, die praktisch alle relevanten Aufgaben im Zusammenhang mit der Hypothekeninvestition übernehmen, haben dazu beigetragen, dass Nicht-Banken mehr in Hypotheken investieren. Diesen vereinfachten Zugang zu Hypotheken schätzen viele Pensionskassen. Viele haben deshalb in der Tiefzinsphase begonnen, solch ein Hypothekenexposure aufzubauen. Dieser Trend hält bis heute an und die Experten gehen davon aus, dass auch noch weitere Pensionskassen dazukommen werden (Experten 1, 3, 5, 6, 7).

Unter bestimmten Voraussetzungen sehen gewisse Experten auch Potenzial für einen Marktanteil bei 9-10% oder sogar mehr. Dafür müssten sich allerdings die Rahmen-

bedingungen ändern: Die Mehrrendite von Hypotheken gegenüber anderen Anlageklassen müsste sich bei gleichem Risiko verbessern oder das Problem der Illiquidität müsste mittels funktionierendem Sekundärmarkt adressiert werden (Experten 3, 7).

4. Schlussbetrachtung

4.1 Fazit

Zur Beantwortung der ersten Forschungsfrage wurde mithilfe der Erkenntnisse aus dem Theorieteil und den Experteninterviews eine Kriterienliste erarbeitet, welche in der nachfolgenden Tabelle 6 ersichtlich ist. Basierend auf der erarbeiteten Kriterienliste werden nun diejenigen Gründe und Hebel im Fazit ausgeführt, welche im Zusammenhang mit dem geringen Marktanteil von Nicht-Banken von grosser Relevanz sind. Die Einstufung der einzelnen Kriterien beziehungsweise Hebel auf deren Bedeutung für den Marktanteil von Nicht-Banken erfolgte auf Basis der konsolidierten Expertenmeinung aus den Interviews. Weitere identifizierte Gründe und deren Hebel mit weniger Einfluss finden sich in der Kriterienliste. Es wird auf die einzelnen Kapitel im theoretischen und empirischen Teil verwiesen.

Gründe für tiefen Marktanteil von Nicht-Banken Bedeutung für Marktanteil: (3) = gross, (2) = mittel, (1) = klein	**Hebel/Treiber für höheren Marktanteil**
Hypotheken als Anlageklasse - Risiko-Rendite-Profil Hypotheken; zu tiefe Rendite gegenüber anderen Anlageklassen **(3)** - Illiquidität von Hypotheken **(3)** - Zinsniveau tendenziell zu hoch **(2)**	Höhere Rendite/Spreads bei gleichem Risiko Funktionierender Sekundärmarkt; Standardisierung Tiefes Zinsniveau eher vorteilhaft, Negativzinsumfeld sehr vorteilhaft
Regulatorische Rahmenbedingungen Versicherungen: - Gebundenes Vermögen: Maximaler Anteil an Immobilien und Hypotheken zusammen 35% **(3)** - Gebundenes Vermögen: Keine Finanzierung von Immobilien mit eingeschränkter Verwertbarkeit (z.B. Luxusobjekte, Ferienwohnungen, Liegenschaften im Ausland etc.) **(1)**	Erhöhung der regulatorischen Obergrenze

Pensionskassen: - Maximal 50% des Gesamtvermögens darf in schweizerische Grundpfandtitel investiert werden **(1)** - Nur Finanzierungen für Immobilien, Bauland sowie Bauten im Baurecht mit maximaler Belehnung von 80% erlaubt **(1)** Generell: - Einführung neue Eigenmittelverordnung Basel III final 2025 **(1)**	
Investitionsformen & Vertriebskanäle - Hoher Aufwand für Investition in Hypotheken; schwieriger Zugang **(3)** - Fehlendes Knowhow **(1)** - Banken als erste Anlaufstelle für Hypothekaranfragen **(2)** - Tiefer Risikoappetit / strenge Vergabekriterien von Nicht-Banken bei Hypotheken **(2)**	Neue, verbesserte Produktlösungen von Anlagestiftungen und Servicern Bekanntheit von Nicht-Banken als Kreditgeber erhöhen Lockerung von Vergabekriterien
Nachhaltigkeit bei Hypotheken Im Zusammenhang mit dem Bereich grüne/nachhaltige Hypotheken wurde kein Grund identifiziert, der ursächlich ist für den geringen Marktanteil.	
Weitere Gründe - Marktanteil begrenzt durch Bilanzkapazitäten von Nicht-Banken **(3)** - Wenig Produktinnovationen bei Nicht-Banken **(1)** - Einfluss von Consultants bei Meinungsbildung von zuständigen Gremien (insb. Pensionskassen) für Asset Allocation **(2)**	Fokus auf Bilanzwachstum Mehr Fokus auf Innovation Lobbyarbeit von Produktanbietern

Tabelle 6: Kriterienliste tiefer Marktanteil Nicht-Banken

Bei der Beurteilung des tiefen Marktanteils muss als erstes das Marktpotenzial von Nicht-Banken bei Hypotheken in Relation zur Grösse des Gesamtmarkts gesetzt werden. Das gesamte für Anlagen zur Verfügung stehende Vermögen beläuft sich auf rund 1‘600 Milliarden Franken. Korrigiert um die regulatorisch erlaubten Quoten weisen alle Schweizer Versicherungen und Pensionskassen zusammen ein potenzielles Hypothekenvolumen von 600-700 Milliarden Franken auf. Verglichen mit dem Schwei-

zer Hypothekarmarkt im selben Jahr über 1‘210 Milliarden Franken zeigt dies eine erste klare Begrenzung auf. Mit mehr Wachstum der Nicht-Banken könnte die absolut investierte Summe bei gleichbleibender Asset Allocation theoretisch erhöht werden. Inwiefern sich der Marktanteil dann verändern würde, ist abhängig vom Wachstum des Hypothekarmarkts sowie dem Handeln der Banken.

Nicht-Banken hielten 2023 rund 64 Milliarden Franken Hypotheken, was einem Marktanteil von 5% entspricht beziehungsweise 10% des oben aufgeführten Potenzials. Einer der Gründe, weshalb Hypotheken keinen höheren Prozentsatz in der Asset Allocation einnehmen, ist das Risiko-Rendite-Profil. Hypotheken als Anlageklasse bieten eine sehr hohe Sicherheit, welche oftmals mit erstklassigen Schweizer Obligationen gleichgesetzt wird. Sie generieren auch eine Mehrrendite gegenüber Obligationen. Diese Mehrrendite vermag gewichtige Nachteile wie die Illiquidität dieser Anlageklasse aber nicht immer auszugleichen. Gegenüber anderen illiquiden Anlageklassen wie Immobilien, Private Equity etc. schneiden die erzielbaren Renditen von Hypotheken schlecht ab. Sollte sich die Mehrrendite gegenüber Obligationen weiter verbessern, was aktuell unter anderem aufgrund von Kapazitätsengpässen am Markt durch die Fusion UBS/Credit Suisse begleitet von einem Hypothekenabbau passiert, könnte dies die Attraktivität von Hypotheken weiter stützen. Ein funktionierender Sekundärmarkt für Hypotheken könnte für zusätzliche gewünschte Liquidität bei den Nicht-Banken sorgen. Es gibt hierzu bereits erste Denkansätze zum Beispiel im Falle von Hypothekarplattformen, die für verschiedene Kreditgeber gleichzeitig als Servicer agieren und Hypotheken durch den hohen Grad an Standardisierung einfacher auf andere Kreditgeber auf derselben Plattform übertragen könnten.

Auf der regulatorischen Seite gibt es bei gewissen Versicherungsunternehmen eine Einschränkung, welche Investitionen in Hypotheken hemmt. Anlagen in Immobilien und Hypotheken dürfen gemeinsam eine Quote von 35% des gebundenen Vermögens nicht überschreiten. Einige Versicherungsunternehmen halten grosse Immobilienbestände, was dazu führt, dass das potenzielle Engagement in Hypotheken stark beschnitten wird. Eine Anhebung der Quote könnte weiteres Potenzial freisetzen.

Hypotheken gelten als sehr aufwändige und komplexe Anlageklasse und in der Vergangenheit war der Zugang für Nicht-Banken mit grossen Hürden verbunden. In den letzten Jahren wurde dieser Zugang vereinfacht. So haben viele Anlagestiftungen eine separate Anlagegruppe Hypotheken lanciert, womit Pensionskassen mit einer Investition in ein grosses, professionell verwaltetes Hypothekarportfolio investieren können. Zudem gibt

es Anbieter wie zum Beispiel key4, die abgesehen von der Preisfestlegung alle Aufgaben für einen Investor übernehmen und es so auch mit einem kleineren Volumen erlauben, ein eigenes Hypothekarportfolio aufzubauen.

Der vereinfachte Zugang zu Hypotheken ist ein wichtiger Grund, weshalb Experten davon ausgehen, dass Pensionskassen in den kommenden Jahren ihr Exposure erhöhen werden. Viele haben in der Tiefzinsphase bereits damit begonnen. Dieser Trend hält bis heute an und laut Experten könnten auch noch weitere Pensionskassen hinzukommen. In den für Pensionskassen wichtigen ALM-Studien erscheinen Hypotheken seit einigen Jahren als eigenständige Anlageklasse, was Hypotheken in den zuständigen Gremien zusätzlich mehr Sichtbarkeit verleiht. Bei Versicherungen gehen die Experten gesamthaft von einer Seitwärtsbewegung aus. Gründe dafür sind die bereits ausgeführte regulatorische Begrenzung an möglichen Hypothekarinvestitionen zusammen mit Immobilien sowie die gestiegene Attraktivität von Obligationen im Vergleich zum Tiefzinsumfeld.

Insgesamt erachten Experten ein kleines Wachstum von mittelfristig 1-2% und somit einen Marktanteil von 6-7% als realistisch. Sollte die Attraktivität von Hypotheken durch höhere Spreads oder bessere Liquidität verbessert werden, so wäre auch ein Marktanteil von 9-10% möglich. Als Quintessenz bleibt festzuhalten, dass die traditionellen Banken den Schweizer Hypothekarmarkt auch weiterhin dominieren werden.

4.2 Diskussion

Die Interviews mit sieben Experten, die wiederum unterschiedliche Arten von Nicht-Banken vertreten, haben positiv dazu beigetragen, verschiedene Sichtweisen auf die einzelnen Druckpunkte zu erhalten. Insbesondere war es hilfreich, Vertreter von Versicherungen und Pensionskassen zu befragen, da diese zum Teil mit unterschiedlichen Herausforderungen konfrontiert sind. Ebenso waren die Meinungen der vertretenen Anlagestiftungen und der Hypothekenvermittlungsplattform key4 wertvoll und haben geholfen, weitere Hebel zu identifizieren. Berücksichtigt wurden Institute mit einem Hypothekarvolumen von mindestens einer Milliarde Franken. Es ist deshalb davon auszugehen, dass alle interviewten Nicht-Banken eine gewisse Affinität gegenüber Hypotheken haben und positive Aspekte besonders hervorheben. Als Kontrast hätten gezielt noch Institute interviewt werden können, die nicht in Hypotheken investieren, um deren Beweggründe noch besser zu verstehen. Von den für den Marktanteil relevanten Nicht-Banken, nämlich Pensionskassen und Versicherungen, wurden jeweils zwei Vertreter interviewt. Die vertretenen Institute machen wohl volumenmässig, jedoch nicht anzahlmässig einen gewichtigen Anteil aus. Damit die jeweiligen Experten-

aussagen breiter abgestützt gewesen wären, hätten noch weitere entsprechende Vertreter befragt werden können.

Im Rahmen dieser Arbeit wurde der Fokus stets auf den 5%-Marktanteil von Nicht-Banken gelegt. Interviews mit traditionellen Banken als Ergänzung hätten einen anderen Blickwinkel gezeigt, indem der Marktanteil von 95% in den Vordergrund gestellt worden wäre, verbunden mit der Frage, wieso die Banken so dominant sind im Schweizer Hypothekarmarkt. Dies hätte Hebel und Druckpunkte auf Bankenseite aufgezeigt mit entsprechenden Implikationen für die Nicht-Banken.

Zur Einstufung des Einflusses der einzelnen eruierten Gründe auf den Marktanteil wurde gesamthaft die Expertenmeinung aus den Interviews wiedergegeben. Um eine gewisse Repräsentativität herzustellen, hätten die einzelnen Gründe zusätzlich im Rahmen einer gross angelegten Umfrage bei Nicht-Banken auf deren potenziellen Einfluss auf den Marktanteil quantitativ bewertet werden können.

4.3 Ausblick

Der Fokus dieser Masterarbeit lag darin, die entscheidenden Gründe und Hebel für den Marktanteil von Nicht-Banken zu identifizieren. Die Hebel mit grossem Einfluss auf den Marktanteil könnten in einem nächsten Schritt separat im Detail beleuchtet und auf mögliche Lösungsansätze hin analysiert werden.

Die vorliegende Masterarbeit hat sich explizit auf die Optik der Nicht-Banken als Kreditgeber fokussiert. Die Kreditnehmerseite wurde nicht beleuchtet. Einige Hebel wie beispielsweise die Bekanntheit von Nicht-Banken als Hypothekargeber oder der allfällige Bedarf an einem Offering für grüne Hypotheken könnten zusätzlich von Seiten der Kreditnehmer analysiert werden – zum Beispiel im Rahmen einer Umfrage – um weitere Handlungsmöglichkeiten für Nicht-Banken aufzuzeigen.

Ein Vergleich mit dem Ausland in Sachen Anteil von Hypotheken bei der Asset Allocation von Nicht-Banken könnte zudem zusätzliche Hinweise und Lösungsansätze aufzeigen.

Literaturverzeichnis

Affolter, B., Meyer, J., Richter, T., Röthlisberger, P., & Schweizer, A. (2022). *Nachhaltigkeit in der Kreditfinanzierung*. Gefunden unter https://www.sustainablefinance.ch/upload/cms/user/SSF_VSKB_Nachhaltigkeit_in_der_Kreditfinanzierung_DE.pdf

Amrein, S., Berchtold, N., & Dietrich, A. (2023). Marketplace Lending Report Switzerland 2023. ISBN 978-3-907379-26-4.

avobis. (ohne Datum). *Hypotheken Servicing*. Gefunden unter https://www.avobis.ch/dienstleistungen/hypotheken-vergabe/hypotheken-servicing-recovery/

AXA Schweiz. (2022). *Anlegen in Hypotheken: Was gilt es zu beachten?* Gefunden unter https://www.finews.ch/service/advertorials/53806-axa-investieren-hypotheken-samuel-eberhard-axa-asset-management

Bürgi, J., & Moskric, E. (2014). Asset-Backed Securitisation in der Schweiz. In T. Reutter, & T. Werlen (Hrsg.). *Kapitalmarkttransaktionen VIII* (S. 165-205). Zürich/Basel/Genf: Schulthess.

baublatt. (2023). *Minergie, GEAK und SNBS: Schweizer Gebäude-Labels vereinheitlicht*. Gefunden unter https://www.baublatt.ch/baubranche/minergie-geak-und-snbs-schweizer-gebaeude-label-vereinheitlicht-34431

Bundesamt für Statistik BFS. (2024a). *Anlagekategorien der Vorsorgeeinrichtungen ohne Aktiven aus Versicherungsverträgen*. Gefunden unter https://www.bfs.admin.ch/bfs/de/home/aktuell/neue-veroeffentlichungen.assetdetail.30047519.html

Bundesamt für Statistik BFS. (2024b). *Pensionskassenstatisik 2022: Definitive Ergebnisse und Kennzahlen*. Gefunden unter https://www.bfs.admin.ch/bfs/de/home/aktuell/neue-veroeffentlichungen.assetdetail.30085997.html

Colliers. (2024). *Stranded Assets*. Von Obsoleszenzrisiken einer Bestandsimmobilie im Rahmen einer Nachhaltigkeitsbetrachtung. Gefunden unter: https://www.colliers.de/blog/stranded-assets/

comparis. (2024). *Zinsentwicklung Schweiz Hypothekarzinsen*. Gefunden unter https://www.comparis.ch/hypotheken/zinssatz/zinsentwicklung

Credit Suisse. (2022). *Obligationen reagieren auf die Zinsentwicklung. Was das für Anleger bedeutet.* Gefunden unter https://www.credit-suisse.com/ch/de/articles/private-banking/obligationen-reagieren-auf-die-zinsentwicklung-was-das-fuer-anleger-bedeutet-201903.html

Darko, A., Zhang, C., & Chan, A. (2017). Drivers for green building: A review of empirical studies. *Habitat International* (60), S. 34-49.

Davidson, J., Kloess, S., & Steffen, D. (2023). *Immobilien- und Hypothekaranlagen: Lost in Transition? Anforderungen an Immobilien- und Hypothekaranlagen aus institutioneller Sicht mit dem Fokus Nachhaltigkeit. 2. Studie durchgeführt im Auftrag der UBS.*

Deloitte. (2024). *Retail-Hypotheken-Benchmarking Schweiz*. Gefunden unter https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ch/Documents/financial-services/deloitte-ch-de-swiss-retail-mortgage-study.pdf

Eidgenössische Finanzverwaltung EFV. (2022). *Bundesrat verlangt von Banken zusätzliche Eigenmittel für Wohnbauhypotheken*. Gefunden unter https://www.admin.ch/gov/de/start/dokumentation/medienmitteilungen/bundesrat.msg-id-86922.html

Eidgenössisches Finanzdepartement EFD. (2023a). *Änderung der Eigenmittelverordnung (Nationale Umsetzung der abgeschlossenen Basel-III-Reformen), Erläuterungen*. Gefunden unter https://www.newsd.admin.ch/newsd/message/attachments/84831.pdf

Eidgenössisches Finanzdepartement EFD. (2023b). *Regulierungsfolgenabschätzung zur Änderung der Eigenmittelverordnung (Nationale Umsetzung der abgeschlossenen Basel-III-Reformen)*. Gefunden unter https://www.newsd.admin.ch/newsd/message/attachments/84841.pdf

FINMA. (2019). *Hypotheken für Renditeobjekte: FINMA anerkennt angepasste Selbstregulierung*. Gefunden unter https://www.finma.ch/de/news/2019/08/20190828-mm-selbstregulierung/

FINMA. (2022a). *Kreditrisiko: Hypotheken 2022*. Gefunden unter https://www.finma.ch/de/dokumentation/dossier/dossier-hypothekarmarkt/kreditrisiko-hypotheken/#:~:text=Das%20Kreditrisiko%20bei%20Hypothekarfinanzierungen%20hat,eine%20Überhitzung%20im%20Immobilienmarkt%20hindeuten.

FINMA. (2022b). *Technische Beschreibung für das SST-Standardmodell Kreditrisiko*. Gefunden unter https://www.finma.ch/de/~/media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma/2ueberwachung/sst/technische-beschreibung-standardmodell-kreditrisiko.pdf?sc_lang=de&hash=6E104E609DB6E9CED729213ECA1405B1

FINMA. (2023). *Bericht über den Versicherungsmarkt 2022*. Gefunden unter https://www.finma.ch/de/~/media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma/finma-publikationen/versicherungsbericht/20230907-versicherungsmarktbericht-2022.pdf?sc_lang=de&hash=67E88B69ACD8DABAC7B597F7F2DD5557

FINMA. (2024a). *Anlagetätigkeit der Versicherungsunternehmen*. Gefunden unter https://www.finma.ch/de/ueberwachung/versicherungen/spartenuebergreifende-instrumente/anlagetaetigkeit-der-versicherungsunternehmen/

FINMA. (2024b). *Hypothekarfinanzierungen: FINMA anerkennt angepasste Selbstregulierung*. Gefunden unter https://www.finma.ch/de/news/2024/03/20240327-mm-hypothekarfinanzierungen/

FINMA. (ohne Datum a). *Pfandbriefzentralen*. Gefunden unter https://www.finma.ch/de/ueberwachung/pfandbriefzentralen/#:~:text=Pfandbriefe%20sind%20obligationenähnliche%20Wertpapiere%20zur,von%20Banken%20gewährten%20erstklassigen%20Hypothekarkredite.

FINMA. (ohne Datum b). *Selbstregulierung im schweizerischen Finanzmarktrecht*. Gefunden unter https://www.finma.ch/de/dokumentation/selbstregulierung/

GEAK. (2024). *Der Gebäudeenergieausweis der Kantone (GEAK)*. Gefunden unter https://www.geak.ch

hausinfo. (2023). *Was ist eine grüne oder nachhaltige Hypothek?* Gefunden unter https://hausinfo.ch/de/finanzieren-kaufen/wohneigentum-finanzieren/finanzierung-eigenheim/hypotheken/nachhaltige-hypothek.html

HEV Schweiz. (ohne Datum). *Hypotheken*. Gefunden unter https://www.hev-schweiz.ch/eigentum/hypotheken

Hochschule Luzern. (2014). *Hypotheken als attraktive Anlage für Versicherungen*. Gefunden unter https://hub.hslu.ch/retailbanking/hypotheken-als-attraktive-anlage-fuer-versicherungen/

hyrock. (2019). *Anpassungen in der Eigenmittelverordnung*. Gefunden unter https://www.hyrock.ch/media/190515_anpassungen_in_der_eigenmittelverordnung_final_3.pdf

KGAST. (2024). *Performancebericht | Anlagestiftungen 2. Säule | 31.03.2024.* Gefunden unter https://www.kgast.ch/home

MoneyPark. (2024). *Der Schweizer Hypothekarmarkt 2023*. Gefunden unter https://moneypark.ch/media/pdf/press_releases/MoneyPark_Schweizer_Hypothekarmarkt_2023.pdf

Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge. (2024). *Anlagestiftungen*. Gefunden unter https://www.oak-bv.admin.ch/de/beaufsichtigte/anlagestiftungen

Pfandbriefzentrale schweizer Kantonalbanken. (ohne Datum). *Sicherungskette der Pfandbriefzentrale*. Gefunden unter https://pfandbriefzentrale.ch/de/pfandbrief/sicherungskette.php

PPCmetrics AG. (ohne Datum). Gefunden unter https://ppcmetrics.ch/de/dienstleistungen/anlagestrategie/deep-dive-anlagestrategie/

Raos, B. (2018). *Illiquid kann teuer werden*. Gefunden unter https://www.dpn-online.com/news/news/illiquid-kann-teuer-werden-122725/

Schweizerische Nationalbank. (2024). *kassazinssätze von eidgenössischen obligationen fürausgewählte laufzeiten*. Gefunden unter https://data.snb.ch/de/topics/ziredev/chart/rendeidglfzch

sifma. (2024). *US Mortgage Backed Securities Statistics*. Gefunden unter https://www.sifma.org/resources/research/us-mortgage-backed-securities-statistics/

Spillmann, M., Döhnert, K., & Rissi, R. (2019). Asset Liability Management (ALM) in Banken. Wiesbaden: Springer Gabler.

Staatssekretariat für internationale Finanzfragen SIF. (2023). *Änderung der Eigenmittelverordnung zur Umsetzung der finalen Basel III Standards tritt 2025 in Kraft*. Gefunden unter https://www.admin.ch/gov/de/start/dokumentation/medienmitteilungen.msg-id-99067.html

statista. (2024). *Bruttoinlandsprodukt (BIP) der Schweiz von 1980 bis 2023 und Prognose für 2024 bis 2029*. Gefunden unter https://de.statista.com/statistik/daten/studie/629834/umfrage/prognose-zum-bruttoinlandsprodukt-bip-der-schweiz/#:~:text=Im%20Jahr%202023%20hat%20das,4%20Milliarden%20Schweizer%20Franken%20prognostiziert.

Swiss Banking. (ohne Datum). *Regulierung des Hypothekarmarkts*. Gefunden unter https://www.swissbanking.ch/de/themen/regulierung-compliance/hypothekarmarkt

SwissLife Asset Management. (2024). *Swiss Life ESG Mortgage Fund*. Gefunden unter https://invest.swisslife-am.com/detail/a0D3V000000SazPUAS

Trübestein, M., & Aepli, M. (2022). Wohnungsangebot durch Investorendruck. In H. Budliger (Hrsg.). *Demografie, Wohnen, Immobilien* (S. 3-19). Wiesbaden: Springer Gabler.

UBS Asset Management. (2024). *Schweizer Hypotheken: Attraktive Anlage für Pensionskassen*. Gefunden unter https://www.handelszeitung.ch/insurance/schweizer-hypotheken-attraktive-anlage-fur-pensionskassen-724511

WüestPartner. (2023). *Stranded Assets: Was Eigentümer tun können, damit ihre Immobilien nicht wegen zu hohen CO2-Emissionen zu Problemfällen werden*. Gefunden unter https://www.wuestpartner.com/ch-de/2023/08/28/stranded-assets-eigentuemer-tun-immobilien-zu-hohen-co2-emissionen-problemfaellen-werden/

Wanzenried, G. (2023). Wer die Wahl hat, hat die Qual. *IMMOBILIA* (2023/01), S. 18-19.

Anhang 1: Verzeichnis Interviewpartner

Experte	Funktion	Institut	Hypothekarvolumen	Interviewtermin
Christian Kuhn	Portfoliomanager Fixed Income	Swiss Life Asset Management, Hypotheken Swiss Life AG	CHF 11’000 Mio.	23.07.2024
Dominique Schärer	Leiter Credit Office	Mobiliar	CHF 1’600 Mio.*	18.07.2024
Samuel Leuenberger	Portfoliomanager Hypotheken	UBS Asset Management, UBS AST Hypotheken	CHF 1’800 Mio.	21.08.2024
Maurizio Pedrini	Leiter Fixed Income Credit	Zürcher Kantonalbank, Swisscanto AST Hypotheken	CHF 1’800 Mio.	22.08.2024
Patrick Zuber	Leiter Operations	Pensionskasse SBB	CHF 1’700 Mio.	24.07.2024
Stephan Bereuter	Leiter Asset Management	Migros-Pensionskasse	CHF 2'100 Mio.*	15.07.2024
Patrick Wolf	Investorenmanagement key4	UBS AG, UBS key4 mortgages	CHF 4’000 Mio.**	17.07.2024

* Teile davon auch in Darlehen, zum Beispiel an Banken oder unbesicherte Darlehen an öffentlich-rechtliche Körperschaften investiert
** Vermitteltes Volumen, Teile davon auch an traditionelle Banken

Anhang 2: Interviewleitfaden

Interviewleitfaden

Im Rahmen der Masterarbeit zur Erlangung des MAS in Real Estate an der Uni Zürich (CUREM) soll das Thema „Nicht-Banken auf dem Schweizer Hypothekarmarkt“ untersucht werden.

Folgende Forschungsfragen dienen dabei als Grundlage:

Forschungsfrage 1: Was sind die Gründe, dass Nicht-Banken wie Pensionskassen und Versicherungen im Vergleich zu den traditionellen Banken im Schweizer Hypothekarmarkt eine untergeordnete Bedeutung mit einem Marktanteil im einstelligen Prozentbereich haben und wo sind potenzielle Hebel, um diesen Marktanteil zu erhöhen?

Folgende Bereiche werden auf diese Forschungsfragen hin analysiert:
- Hypotheken als Anlageklasse
- Regulatorische Rahmenbedingungen
- Investitionsformen & Vertriebskanäle
- Nachhaltigkeit bei Hypotheken
- Allenfalls weitere Bereiche als Resultat aus den Experteninterviews

Forschungsfrage 2: Wie kann die künftige Marktentwicklung von Nicht-Banken im Schweizer Hypothekarmarkt aussehen?

Nebst einer theoretischen Aufarbeitung soll mithilfe von Experteninterviews ein Praxisbezug hergestellt werden.

Der untenstehende Fragenkatalog soll als Grundlage für die Interviews dienen. Es soll damit sichergestellt werden, dass alle Gespräche in einer ähnlichen Weise ablaufen und dieselben Themen behandelt werden. Die Reihenfolge ist nicht strikt und situativ können sich im Dialog zusätzliche Fragen oder Rückfragen ergeben.

<u>Einleitung & Status Quo</u>

- Aktuell dominieren nach wie vor die traditionellen Banken den Schweizer Hypothekarmarkt mit einem Marktanteil von ca. 95%. Was sind aus Ihrer Sicht Gründe, weshalb Nicht-Banken lediglich 5% des gesamten Marktes für sich beanspruchen?

- Bitte gewichten Sie die von Ihnen genannten Gründe aufgrund ihrer Relevanz in absteigender Reihenfolge.

Hypotheken als Anlageklasse

- Welche Vor- und Nachteile bieten Hypotheken aus Ihrer Optik gegenüber anderen Anlageklassen?

- Wie schätzen Sie das Risiko-Rendite-Profil von Hypotheken gegenüber anderen Anlageklassen im aktuellen Marktumfeld ein?

- Inwiefern wirkt sich das aktuelle Zinsniveau auf die Attraktivität von Hypotheken aus?

- In welchem Bereich müsste sich das Zinsniveau idealerweise bewegen, um Hypotheken als Anlageklasse (noch) attraktiver zu machen?

- Falls Sie die Möglichkeit hätten, in nachrangige, besicherte Hypotheken zu investieren, wäre dies von Interesse (rechtliche Zulässigkeit vorausgesetzt)?

- Wie hoch müsste der Renditeaufschlag aus Ihrer Optik für nachrangige, besicherte Hypotheken im Vergleich zu erstrangigen Hypotheken sein?

Regulatorische Rahmenbedingungen

- Gibt es regulatorische Einschränkungen, die Einfluss haben auf Ihre Bereitschaft, in Hypotheken zu investieren? Falls ja: Wie müssten diese aus Ihrer Optik angepasst werden?

- 2025 tritt die Änderung der Eigenmittelverordnung (Basel III) in Kraft. Inwiefern könnte dies aus Ihrer Optik einen Einfluss auf das Marktgefüge haben?

Investitionsmöglichkeiten & Vertriebskanäle

- Wie investieren Sie in Hypotheken und weshalb?

- Bei eigener Hypothekarvergabe: Wie sieht Ihr Vertriebskanal aus (Broker, Anbindung an Hypothekenvermittlungsplattform, Filialnetz mit eigenen Mitarbeitenden etc.)?

- Was für Vor-/Nachteile sehen Sie beim Investieren auf die von Ihnen bevorzugte Weise?

- Wann lohnt sich aus Ihrer Sicht volumenmässig die eigene Kreditvergabe von Hypotheken?

- Wünschen Sie sich noch andere Möglichkeiten, in Hypotheken zu investieren? Falls ja, wie müssten diese aussehen?

- Bei eigener Hypothekarvergabe: Welche Ausschlüsse machen Sie bei der Vergabe von Hypotheken im Vergleich zu traditionellen Banken?

- Bei eigener Hypothekarvergabe: Wie beurteilen Sie Ihre Vergabekriterien im Vergleich zu den traditionellen Banken in Sachen Risikoappetit?

Nachhaltigkeit bei Hypotheken

- Investieren Sie in grüne/nachhaltige Hypotheken? Weshalb ja/nein?

- Wann ist eine Hypothek aus Ihrer Optik grün/nachhaltig?

- Bei eigener Hypothekarvergabe: Was für Vorteile hat der Kreditnehmer bei Ihnen, wenn er eine grüne/nachhaltige Hypothek abschliesst?

- Sind Sie bereit, tiefere Renditen/Zinssätze für grüne Hypotheken zu akzeptieren? Weshalb ja/nein?

Marktentwicklung & Trends

- Gemäss Geschäftsbericht 2023 investieren Sie xyz% des massgebenden Vermögens in Hypotheken. Soll dieser Anteil erhöht/beibehalten/gesenkt werden? Weshalb?

- Was müsste sich ändern, damit Sie bzw. Nicht-Banken generell mehr in Hypotheken investieren?

- Wie entwickelt sich der Hypothekarmarkt bei Nicht-Banken aus Ihrer Optik weiter? Weshalb?

- Beobachten Sie sonstige Trends bei Nicht-Banken auf dem Hypothekarmarkt?

- Gibt es andere Gründe oder Hebel, die im Rahmen dieser Masterarbeit noch untersucht werden sollten? Weshalb?

Ehrenwörtliche Erklärung

Hiermit erkläre ich, dass ich die vorliegende Arbeit selbstständig und ohne Benutzung anderer als der angegebenen Hilfsmittel angefertigt habe. Mir ist bekannt, dass ich die volle Verantwortung für die Wissenschaftlichkeit des vorgelegten Textes selbst übernehme, auch wenn KI-Hilfsmittel eingesetzt und deklariert wurden. Alle Stellen, die wörtlich oder sinngemäss aus veröffentlichten oder nicht veröffentlichten Schriften entnommen wurden, sind als solche kenntlich gemacht. Die Arbeit ist in gleicher oder ähnlicher Form oder auszugsweise im Rahmen einer anderen Prüfung noch nicht vorgelegt worden.

Zürich, 06.09.2024

_____

Unterschrift Roger Bolay