



**Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research.**



www.ppcmetrics.ch



Research Paper Nr. 5 / 2016

Hypotheken als alternative Anlageklasse für Vorsorgeeinrichtungen im aktuellen Tiefzinsumfeld

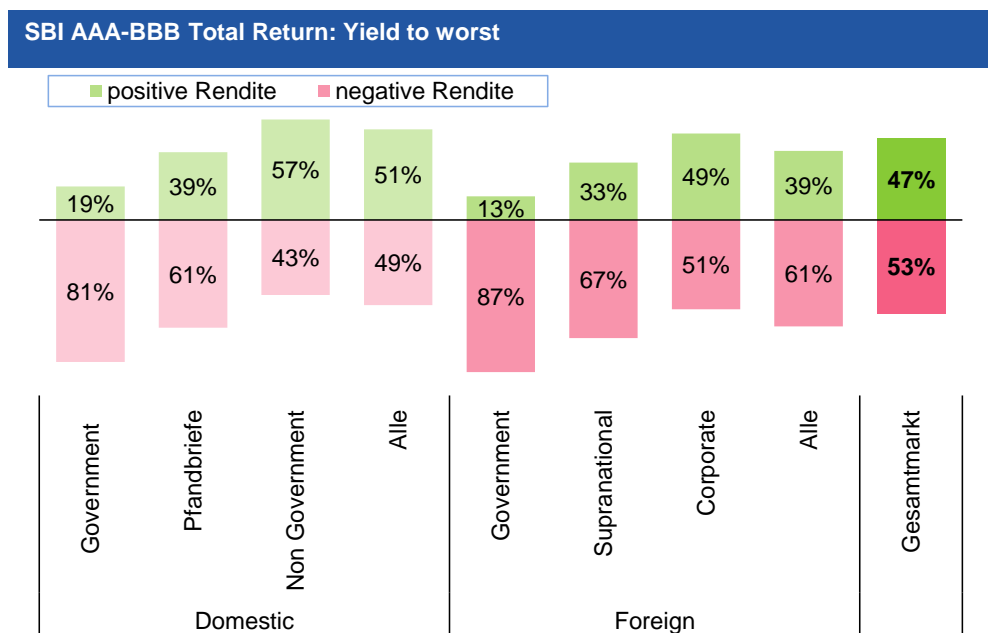
Vor allem für Schweizer Retailbanken stellt das Zinsgeschäft eine wichtige Ertragsquelle dar. Da trotz negativem Zinsumfeld die meisten privaten Bankkunden zurzeit von Negativzinsen verschont bleiben, sinkt die Passivzinsmarge der Banken. Um dies zu kompensieren, erhöhten sie die Marge bei der Kreditvergabe. Zusätzlich sehen sich Banken mit einer stärker werdenden Regulierung konfrontiert, welche unter anderem zu einem Anstieg der Kapitalkosten führen könnte. Da Vorsorgeeinrichtungen keine solche Zinsmargenerhöhung vornehmen müssen und nicht im gleichen Ausmass von neuen Regulierungen betroffen sind, entsteht die Möglichkeit, Marktanteile bei der Hypothekenvergabe abzuschöpfen. Unsere Analyse zeigt jedoch, dass es sich bei den beschriebenen Vorteilen für Vorsorgeeinrichtungen aller Voraussicht nach um ein temporäres Phänomen handelt. Aufgrund des vermutlich kurzfristigen Charakters sollte bei einer möglichen Investition darauf geachtet werden, dass hohe Initial- und Fixkosten sowie eine lange Bindungsdauer vermieden werden. Neben einer isolierten Betrachtung sollte eine mögliche Investition zudem immer auch in einem Gesamtportfoliokontext betrachtet werden. So sind Hypotheken eine eher illiquide Anlagekategorie und haben typischerweise eine kürzere Duration als Obligationen. Vor einer allfälligen Investition ist es daher ratsam, jeweils eine Due Diligence vorzunehmen, um die Auswirkungen in einem Gesamtportfoliokontext sowie potenzielle Interessenkonflikte zu erkennen.

Die PPCmetrics AG (www.ppcmetrics.ch) ist ein führendes Schweizer Beratungsunternehmen für institutionelle Investoren (Pensionskassen etc.) und private Anleger im Bereich Investment Consulting. Die PPCmetrics AG berät ihre Kunden bei der Anlage ihres Vermögens in Bezug auf die Definition der Anlagestrategie (Asset Liability Management) und deren Umsetzung durch Anlageorganisation, Asset Allocation und Auswahl von Vermögensverwaltern (Asset Manager Selection). Zudem unterstützt die PPCmetrics AG über 100 Vorsorgeeinrichtungen und Family Offices bei der Überwachung der Anlagetätigkeit (Investment Controlling), bietet qualitativ hochwertige Dienstleistungen im aktuariellen Bereich (Actuarial Consulting) und ist als Pensionskassen-Expertin tätig.

1. Einleitung

Das aktuelle Tiefzinsumfeld und die damit verbundenen tiefen Renditeerwartungen der Portfolios stellen Vorsorgeeinrichtungen vor grosse Herausforderungen. So liegt aktuell die Verfallsrendite von mehr als der Hälfte aller ausstehenden Anleihen auf dem Schweizer Obligationenmarkt SBI AAA-BBB im negativen Bereich.

Abbildung 1: Yield to worst¹ Übersicht des SBI AAA-BBB Total Return



Quelle: eigene Darstellung, Daten: SWX per 31.10.2016

Als Folge daraus sind viele Vorsorgeeinrichtungen auf der Suche nach alternativen Anlagemöglichkeiten, welche eine höhere Rendite versprechen. Hohe Priorität hat dabei der Ausbau des Hypothekengeschäfts. Dies ergab eine Befragung von 35 Vorsorgeeinrichtungen durch die Zürcher Hochschule für angewandte Wissenschaften (ZHAW)². Damit treten die Vorsorgeeinrichtungen in direkte Konkurrenz zu Banken. Dieser Artikel soll die ökonomische Grundlage der aktuellen Investitionsmöglichkeit für alternative Anbieter wie Vorsorgeeinrichtungen aufzeigen und in einem weiteren Schritt die Chancen und Risiken für diese Anbieter darlegen.

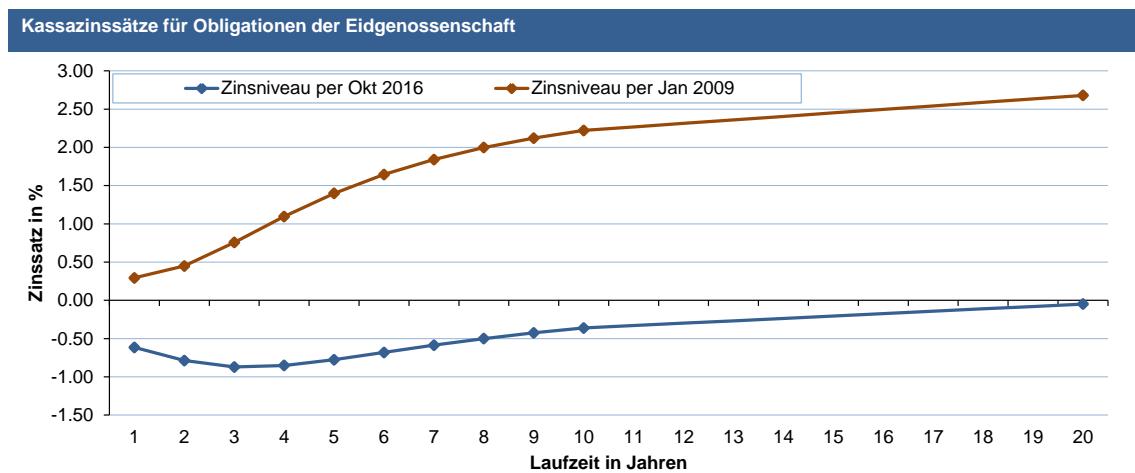
¹ Der yield to worst (YTW) wird unter der Annahme berechnet, dass der Emittent von potenziell vorhandenen Möglichkeiten einer frühzeitigen Rückzahlung zu seinem Vorteil Gebrauch machen wird. Der YTW ist somit die tiefst mögliche potenzielle Rendite, wenn die Obligation bis Ende ihrer Laufzeit gehalten wird und kein Kreditausfall eintritt.

² Studie vom November 2015: „Auswahlkriterien für externe Asset Manager und Anlagegrundsätze - Eine Untersuchung von 35 Schweizer Vorsorgeeinrichtungen“

2. Aktuelles Zinsniveau

Per Ende Oktober 2016 liegt die Zinskurve der Schweiz³ bis zu einer Laufzeit von zwanzig Jahren im negativen Bereich. Hauptgrund ist die von der Schweizer Nationalbank (SNB) verfolgte Geldpolitik. Am 18. Dezember 2014 vermeldete die Schweizer Nationalbank die Einführung eines Negativzinses in Höhe von -0.25% auf ihren Giroguthaben. Gleichzeitig verschob sie das Zielband des Dreimonats-LIBOR auf -0.75% bis 0.25%. In Zusammenhang mit der Aufhebung des Euro-Mindestkurses im Januar 2015, wurde das Zielband kurz darauf gänzlich in den negativen Bereich verschoben (-1.25% bis -0.25%) und gleichzeitig die negative Verzinsung auf den Giroguthaben auf -0.75% erhöht.

Abbildung 2: Kassazinssätze für Obligationen der Eidgenossenschaft 2009 und 2016



Quelle: eigene Darstellung, Daten: SNB per 31.10.2016

Die aktuelle Zinssituation hat einen signifikanten Einfluss auf die Zinsgeschäfte der Banken, wie dem folgenden Kapitel zu entnehmen ist.

³ Basierend auf den von der SNB publizierten Kassazinssätzen für Obligationen der Eidgenossenschaft.

3. Zinsgeschäft der Banken

Vor allem für Schweizer Retailbanken stellt das Zinsgeschäft die wichtigste Ertragsquelle dar. Die Zinsmarge (Differenz zwischen der Höhe der Aktivzinsen, welche eine Bank einnimmt und jener der Passivzinsen, welche die Bank bezahlt) ist somit traditionsgemäss ausschlaggebend für den Bankenertrag. Zur Analyse des Zinsgeschäfts wird dieses in drei Teile unterteilt:

- Aktivmarge
- Passivmarge
- Transformationsbeitrag

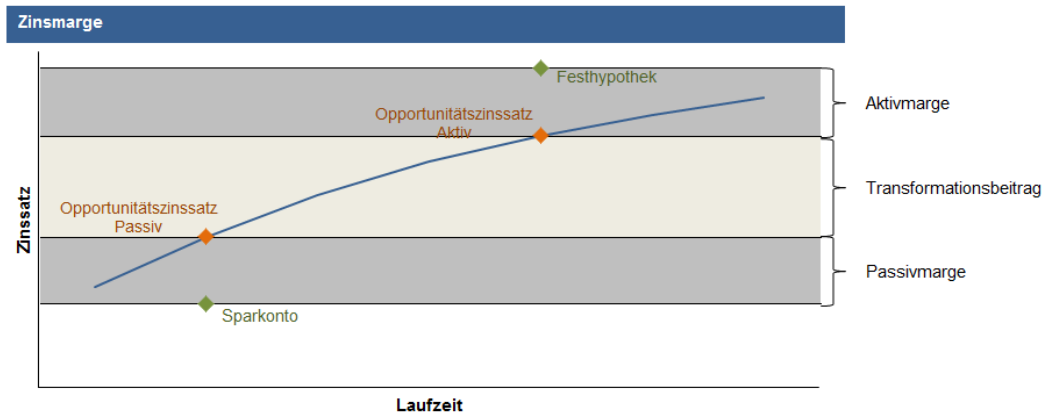
Die Aktivmarge ergibt sich dabei aus der Differenz zwischen den Zinseinnahmen (bspw. bei Festhypotheken) und der fristenkongruenten⁴ Alternative auf dem Kapitalmarkt (auch Opportunitätszinssatz genannt). Die Passivmarge hingegen ergibt sich aus der Differenz zwischen den Zinsausgaben (bspw. bei Sparkonten) und dem fristenkongruenten Opportunitätszinssatz („OZ“). Der Transformationsbeitrag resultiert aus der Differenz zwischen den beiden fristenkongruenten Opportunitätszinssätzen.

$$\text{Zinsertrag} = \underbrace{\text{Aktivmarge}}_{\text{Erhaltener Zins} - \text{OZ}_A} + \underbrace{\text{Passivmarge}}_{\text{OZ}_P - \text{Bezahlter Zins}} + \underbrace{\text{Transformationsbeitrag}}_{\text{OZ}_A - \text{OZ}_P}$$

In der folgenden Abbildung 3 ist die Zusammensetzung schematisch dargestellt.

⁴ Als fristenkongruente Alternative wird jene Anlage bezeichnet, deren Laufzeit übereinstimmt.

Abbildung 3: Zinsmarge in drei Teilen



Quelle: eigene Darstellung

Die blaue Kurve stellt die Opportunitätszinnsatzkurve für Banken dar. Unterstellt man, dass Banken Geld risikolos anlegen und ausleihen können, entspricht diese Kurve den Kassazinssätzen für Obligationen der Eidgenossenschaft. Durch das Erzielen eines Transformationsbeitrags geht die Bank jedoch ein Zinsänderungsrisiko ein. Das Ausmass der durch eine Zinsänderung bedingten Bewertungskorrektur ist vom Ausmass der Zinsänderung und der Zinssensibilität abhängig. Approximativ wird die Zinssensibilität anhand der Duration gemessen⁵.

Wird die Duration mit der Zinsänderung multipliziert, ergibt sich die geschätzte prozentuale Veränderung in der Bewertung. Da Aktivprodukte (bspw. Festhypotheken) im Normalfall eine längere Restbindungsdauer haben als Passivprodukte (bspw. Sparkonten), verschlechtert sich die finanzielle Situation der Bank bei einem Zinsanstieg. Dies da sich der Wert der Aktivseite stärker verringert, als jener auf der Passivseite.

Abbildung 4: Auswirkungen einer Zinsänderung auf die Bilanz



Quelle: eigene Darstellung

Um dieses Risiko zu minimieren, sichern sich viele Banken mittels eines Zinsswaps ab. Ein klassisches Zinsswapgeschäft ist ein Austausch von Zinszahlungen zwischen zwei Vertrags-

⁵ Als Duration wird die durchschnittliche Restbindungsdauer des Kapitals bezeichnet.

parteien, bei welchem ein variabler Zinssatz (bspw. Sechsmonats-LIBOR) und ein fixer Zinssatz (bspw. zehnjähriger Swapsatz) getauscht werden. In welchem Ausmass sich Banken gegenüber einem Zinsänderungsrisiko absichern, hängt von deren Präferenzen ab. So nehmen Banken, welche sich vollständig auf das Kreditrisiko und die damit verbundenen Kreditrisikoprämien konzentrieren möchten (traditionsgemäss kleinere Retailbanken), eine fast vollständige Absicherung vor.

3.1. Zinsmargen in einem positiven Zinsumfeld

Im folgenden fiktiven Zahlenbeispiel wird aufgezeigt, wie sich der Zinsertrag einer Schweizer Bank zusammensetzt. Es handelt sich hierbei um ein vereinfachtes Zahlenbeispiel, welches lediglich die Auswirkungen auf die Aktiv- sowie die Passivmarge aufzeigen soll.

Folgende Annahmen wurden getroffen:

- Der Opportunitätszins der Bank entspricht dem Kassazinssatz für Obligationen der Eidgenossenschaft (risikoloser Zinssatz)
- Verwendetes Zinsniveau entspricht jenem per 31. Januar 2009
- Die Bank bietet nur 2 Produkte an: Ein Sparkonto sowie eine zehnjährige Festhypothek
- Die Bank sichert sich vollständig gegen Zinsänderungsrisiken ab (Transformationsbeitrag = 0%) und dies erfolgt ohne zusätzliche Kosten (Swapsatz = Kassazinssatz). Somit kann die isolierte Auswirkung auf die Aktiv- und Passivmarge gezeigt werden
- Der Zinssatz für das Sparkonto ist jeweils für ein halbes Jahr garantiert und es gelten folgende Zinssätze:
 - Sparkonto: 0.16%
 - Zehnjährige Festhypothek: 2.52%

Durch die festgesetzten Zinsen ergibt sich ein Bruttozinsertrag von 2.36% (2.52% - 0.16%). Unterteilt man den Zinsertrag nun in die Aktiv- und Passivmarge, ergeben sich per 31. Januar 2009 folgende Ergebnisse:

Produkt	Zinssatz	Januar 2009
Sparkonto	Zinssatz 6 Mt.	0.66%
	./.. Sparzinssatz (Zinsaufwand Bank)	./.. 0.16%
	Passivmarge	0.50%
Festhypothek	Hypothekarzinsatz (Zinsertrag Bank)	2.52%
	./.. Zinssatz 10 J	./.. 2.22%
	Aktivmarge	0.30%
Transformationsbeitrag	Zinssatz 10 J	2.22%
	./.. Zinssatz 6 Mt.	./.. 0.66%
	Transformationsbeitrag	1.56%
Bruttozinsertrag		2.36%
Swappeschäft	Absicherung in Höhe des Transformationsbeitrags	./.. 1.56%
Zinsmarge		0.80%

Alle drei Komponenten der Zinsmargenanalyse (Passivmarge, Aktivmarge und Transformationsbeitrag) steuern einen positiven Beitrag zum Bruttozinsertrag bei. Aufgrund der vollständigen Absicherung gegen Zinsänderungsrisiken, setzt sich die Zinsmarge aber lediglich aus der Passivmarge und der Aktivmarge zusammen.

Um eine konstante Zinsmarge zu erwirtschaften, wäre es bei einer Zinsänderung für unsere Beispiel-Bank nun am einfachsten, ihre Zinssätze im selben Ausmass anzupassen. Dies führt zu konstanten Aktiv- und Passivmargen und so, bei einer vollständigen Absicherung gegen Zinsänderungsrisiken, zu einer konstanten Zinsmarge.

3.2. Negativzinsumfeld

Will unsere Beispiel-Bank nun auch im Negativzinsumfeld eine gleich hohe Zinsmarge erwirtschaften, muss sie entweder ihre Passivkunden mit einem Negativzins belasten oder ihre Aktivmarge entsprechend ausweiten. Aktuell werden die meisten Passivkunden (noch) nicht mit einem Negativzins belastet. Im folgenden Zahlenbeispiel gehen wir daher davon aus, dass den Passivkunden (Sparkonto) ein Zinssatz von 0% gewährt wird. Der Zinssatz für die Festhypothek beträgt 1.08%, während die restlichen Annahmen gleich bleiben.

Produkt	Zinssatz	Oktober 2016	Januar 2009
Sparkonto	Zinssatz 6 Mt.	- 0.64%	0.66%
	./. Sparzinssatz (Zinsaufwand Bank)	./0.00%	./0.16%
	Passivmarge	-0.64%	0.50%
Festhypothek	Hypothekarzinsatz (Zinsertrag Bank)	1.08%	2.52%
	./. Zinssatz 10 J	./ (-0.36%)	./2.22%
	Aktivmarge	1.44%	0.30%
Transformationsbeitrag	Zinssatz 10 J	-0.36%	2.22%
	./. Zinssatz 6 Mt.	./ (-0.64%)	./0.66%
	Transformationsbeitrag	0.28%	1.56%
Bruttozinsertrag		1.08%	2.36%
Swapgeschäft	Absicherung in Höhe des Transformationsbeitrags	./0.28%	./1.56%
Zinsmarge		0.80%	0.80%

Der obigen Tabelle ist zu entnehmen, dass solange Passivkunden von Negativzinsen verschont bleiben, die Banken auf der Passivseite im momentanen Zinsumfeld einen Verlust

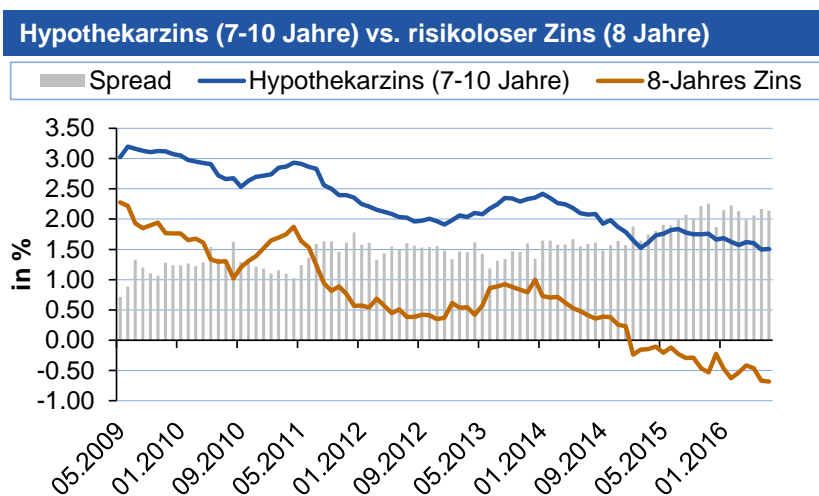
erwirtschaften. Um dies zu kompensieren, muss die Aktivmarge entsprechend ausgeweitet werden. Der Aufschlag bei Krediten gegenüber dem Opportunitätszins muss gegenüber der Situation im positiven Zinsumfeld somit erhöht werden. Folglich entsteht eine Quersubventionierung zwischen Sparern und Kreditnehmern.

In unserem Zahlenbeispiel wird unterstellt, dass die Bank eine Zinsmarge von 0.80% erzielen möchte. Doch auch wenn wir davon ausgehen, dass Banken zumindest keinen Verlust erwirtschaften möchten, muss sie die Aktivmarge gegenüber der Situation in einem positiven Zinsumfeld erhöhen, wodurch ebenfalls eine Quersubventionierung zwischen Sparern und Kreditnehmern entsteht.

3.3. Entwicklung der Zinsmarge

Dass eine Erhöhung der Aktivmarge aktuell tatsächlich geschieht, ist der folgenden Grafik zu entnehmen.

Abbildung 5: Festverzinsliche Hypotheken vs. Renditen auf Bundesobligationen



Quelle: eigene Darstellung, Daten: SNB per 31.10.2016

Die Darstellung zeigt, dass ab Februar 2015, trotz praktisch kontinuierlich sinkendem Zinsniveau, die Zinssätze neu abgeschlossener festverzinslicher Hypothekarkredite mit einer Laufzeit zwischen 7 und 10 Jahren nur geringfügig gesunken sind. Die Aktivmarge der Banken hat sich somit erhöht (in der Grafik als graue Balken dargestellt). Die Hypothekarschuldner konnten daher nicht von den weiter sinkenden Zinsen profitieren. Der Grund liegt in der im vor-

herigen Kapitel besprochenen Quersubventionierung der Passivprodukte: Die Banken konnten ihre Refinanzierungskosten nicht senken, da die Sparer nicht mit einem Negativzins belastet werden.

Werden keine Passivprodukte angeboten (und somit keine Quersubventionierung vorgenommen) und ist gleichzeitig genügend Vermögen verfügbar, könnten alternative Hypothekar-Anbieter auf den Markt drängen, indem sie die Aktivzinssätze der Banken unterbieten. Zu diesen Anbietern zählen beispielsweise Vorsorgeeinrichtungen⁶.

3.4. Mögliche Entwicklungen

Zur Analyse der Entwicklung des vorhin beschriebenen Vorteils von alternativen Anbietern wird zwischen zwei Szenarien unterschieden:

- Rückkehr in ein positives Zinsumfeld
- Gleichbleibend tiefes Zinsniveau oder eine weitere Verschärfung der negativen Zinsen

Je nach Szenario ergeben sich unterschiedliche Auswirkungen für Banken und die alternativen Hypothekar-Anbieter, wie Vorsorgeeinrichtungen.

Bei einer Rückkehr in ein positives Zinsumfeld verschwindet der auf dem Zinsniveau basierende Vorteil von alternativen Anbietern, da die Passivmargen von Banken nun nicht mehr negativ sind und Banken somit keine Quersubventionierung mehr vornehmen müssen. Folglich wäre es den Banken grundsätzlich wieder möglich bei der Preisgestaltung von Hypotheken mit den alternativen Anbietern zu konkurrieren.

Bei einem Fortbestehen des aktuellen Negativzinsumfeldes hingegen, ist es wahrscheinlich, dass immer mehr Anbieter auf den Hypothekarmarkt drängen und somit Druck auf die Aktivmarge ausüben. Um kompetitiv zu bleiben, werden die Banken zuerst versuchen ihre Fixkosten weiter zu senken. Früher oder später müssen die Banken jedoch die Kosten der Passivseite ihren Kunden weiterreichen. Am einfachsten ist dies durch eine Gebührenerhöhung, was teilwei-

⁶ Bei einer Vorsorgeeinrichtung liegt aufgrund gesetzlicher Vorgaben die minimale Verzinsung der Sparkapitalien von aktiven Versicherten bei 0%. Daher weisen diese auf den ersten Blick vergleichbare Eigenschaften auf wie Spareinlagen bei einer Bank. Die Höhe der Sparkapitalien kann eine Vorsorgeeinrichtung im Vergleich zu Spareinlagen einer Bank jedoch nur in begrenztem Ausmass steuern. Eine Verringerung des Sparkapitals der aktiven Versicherten würde zudem für eine Vorsorgeeinrichtung andere erhebliche Nachteile mit sich bringen, da sich i.d.R. ebenfalls die versicherte Lohnsumme reduzieren würde. Dies würde wiederum die strukturelle Risikofähigkeit (geringere Wirksamkeit von möglichen Sanierungsbeiträgen) und auch mögliche Gewinne aus dem Risikoprozess (hohe Risikobeiträge) verringern.

se bereits schon erfolgt ist. Hier gilt festzuhalten, dass eine solche Weitergabe der Kosten vor allem Kleinsparer trifft. Denn die impliziten Negativzinsen sind aufgrund des geringeren Vermögens höher als bei Grosskunden. In einem nächsten Schritt wird sich die Bank dann gezwungen sehen, alle Passivkunden mit einem negativen Zinssatz zu belasten. Eine Verschärfung der negativen Zinsen beschleunigt dieses Vorgehen weiter.

Unabhängig vom Szenario handelt es sich daher bei dem auf dem Zinsniveau basierenden Vorteil vermutlich um ein temporäres Phänomen. Denn um ihre Marktposition zu verteidigen, werden die Banken mit grosser Wahrscheinlichkeit früher oder später ihre Strategie anpassen, wodurch der in diesem Kapitel beschriebene kompetitive Vorteil für Vorsorgeeinrichtungen und ähnliche Anbieter verschwinden wird.

4. Auswirkungen von Regulierungen

4.1. Neue Bankenregulierungen

In der Folge der internationalen Finanzkrise in den Jahren 2007 bis 2009 hat der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht die Basel II Richtlinien grundlegend überarbeitet. Die neuen Basel III Richtlinien umfassen unter anderem strengere Eigenkapitalregelungen und stellen eine Weiterentwicklung der in Basel II enthaltenen Anforderungen für Kreditrisiken, Marktrisiken und operationelle Risiken dar. Zusätzlich enthalten die neuen Richtlinien erstmalig auch Liquiditätsanforderungen, wodurch das Liquiditätsrisiko neu auf die gleiche Stufe wie die anderen Risiken gesetzt wird. Aktuell läuft eine Beobachtungsphase (Basel III-Monitoring), welche im Januar 2017 beendet sein wird. In dieser werden unterschiedliche neue geplante Vorschriften von Basel III getestet. Im Anschluss an diese Beobachtungsphase soll bis Ende 2017 die Definition der neuen Kennzahl abgeschlossen sein. Eine bindende Einführung der meisten neuen Regulierungen ist dann für 2018 geplant.

Ein wesentlicher Bestandteil der neuen Eigenkapitalregelungen ist die geplante Einführung der sogenannten Leverage Ratio (Verschuldungsquote). Diese neue Kennzahl stellt eine Ergänzung zu den bisherigen risikobasierten Eigenkapitalforderungen (Equity Ratio) dar. Im Gegensatz zu den auf Modellannahmen gestützten, risikobasierten Eigenkapitalanforderungen, werden bei der Leverage Ratio die einzelnen Positionen nicht mit einem individuellen Risikogewicht versehen. Betrachtet man die Leverage Ratio isoliert, kann gezeigt werden, dass eine Einführung auch nicht gewünschte Auswirkungen haben könnte. Stellen wir uns eine Bank vor, wel-

che sich zwischen zwei unterschiedlichen Anlagemöglichkeiten entscheiden muss: Entweder vergibt sie eine Hypothek an Schuldner A mit hoher Bonität (tiefes Ausfallrisiko) oder an Schuldner B mit tiefer Bonität (hohes Ausfallrisiko). Als Konsequenz des höheren Ausfallrisikos muss Schuldner B für seine Hypothek einen höheren Zinssatz zahlen. Unter der neuen Leverage Ratio ist die Bank nun verpflichtet, unabhängig vom Risiko, gleichviel Eigenkapital zu binden. Aufgrund dieser Tatsache ist nun mit Schuldner B bei gleichem Kapitaleinsatz eine höhere Eigenkapitalrendite⁷ zu erwirtschaften. Rein ökonomisch betrachtet, sollte die Bank in dieser isolierten Ansicht daher die Hypothek an den Schuldner mit tiefer Bonität vergeben. Da in dieser Betrachtungsweise Banken nicht mehr daran interessiert sind risikoarme Hypotheken zu vergeben, besteht für alternative Anbieter wie Vorsorgeeinrichtungen wiederum die Möglichkeit in diesen Markt zu drängen. Es würde sich somit eine vom Zinsniveau unabhängige Gelegenheit ergeben in den Hypothekarmarkt einzusteigen. Und dies erst noch in einem Segment von qualitativ hochstehenden Anlagen. Diesem potenziellen Risiko sind sich die Regulierungsbehörden jedoch bewusst. So hält bspw. die europäische Zentralbank in ihrem jährlich erscheinenden „Financial Stability Review“-Bericht im November 2015 fest, dass eine solche isolierte Betrachtung nicht zweckmässig ist. Es ist daher davon auszugehen, dass die Ausgestaltung der Leverage Ratio, falls nötig, mit einer Anpassung des risikogewichteten Ansatzes einhergeht, sodass der Problematik von zunehmenden Risiken auf Bankenbilanzen bestmöglich Einhalt geboten wird.

Wie vorgängig beschrieben, beinhalten die Basel III Richtlinien neben strengeren Eigenkapitalanforderungen neu auch Liquiditätsanforderungen, deren Bestandteile die Liquidity Coverage Ratio (LCR⁸) und die Net Stable Funding Ratio (NSFR⁹) sind. Die LCR zielt dabei auf die Steuerung des kurzfristigen Liquiditätsrisikos ab, während die NSFR als ergänzende Kennzahl das langfristige Liquiditätsrisiko regulieren soll. Die LCR soll sicherstellen, dass Banken in einer kurzfristigen Sicht über genügend liquide Mittel verfügen, um auch in einem Stressszenario alle Mittelabflüsse für mindestens 30 Kalendertage decken zu können. Ziel der Einführung der NSFR ist, die Widerstandskraft von Banken auch über einen längeren Zeithorizont sicherzustellen. Dies soll erreicht werden, indem die Fristentransformation begrenzt wird. Dies bedeutet, dass die Finanzierung von langfristigen Krediten durch kurzfristige Kontoguthaben mit Hilfe der neuen Regulierung eingeschränkt werden soll. Die Begrenzung der Fristentransformation sowie die

⁷ Die Eigenkapitalrendite misst die Rentabilität des Eigenkapitals und misst somit wie effizient ein Unternehmen ihr Eigenkapital eingesetzt hat. Hierzu wird der Reingewinn ins Verhältnis zum Wert des Eigenkapitals gesetzt.

⁸ $LCR = (\text{Bestand an erstklassigen liquiden Anlagen}) / (\text{Potenzielle Nettoabflüsse über 30 Tage})$

⁹ $NSFR = (\text{Verfügbarer Betrag stabiler Refinanzierung}) / (\text{Erforderlicher Betrag stabiler Refinanzierung})$

kurzfristigen Liquiditätsanforderungen werden mit grosser Wahrscheinlichkeit einen Einfluss auf die Strukturierung der Bankenbilanz haben. So ist anzunehmen, dass Banken aufgrund der neuen Vorschriften bspw. ein Interesse daran haben, Sparprodukte mit längeren Laufzeiten zu vergeben, was zu einem Wettbewerb mit steigenden Zinsen führen könnte. Unter anderem zusammen mit den höheren Eigenmittelanforderungen wird dies die Refinanzierungskosten für Banken erhöhen. Aufgrund der steigenden Refinanzierungskosten werden Banken vermutlich versuchen, die erhöhten Kosten weiterzureichen. Der Preisvorteil von alternativen Anbietern könnte aufgrund der neuen Regulierungsvorschriften somit weiter zunehmen.

4.2. Mögliche Entwicklung

Die neuen Regulierungen durch Basel III werden nicht für alle Banken dieselben Auswirkungen haben. Je nach Kundenstruktur und Geschäftsmodell werden die Banken vermutlich mit einer unterschiedlichen Strategieanpassung reagieren. Grundsätzlich lässt sich jedoch sagen, dass in einer kurzfristigen Sicht die neuen Regulierungen, sofern die Kennzahlen so wie aktuell definiert umgesetzt werden, vermutlich zu einem Anstieg der Kapitalkosten führen werden. Um diese zu kompensieren, werden die Banken mit grosser Wahrscheinlichkeit mit einer Anpassung der Zinsen und Kreditvergabe reagieren: Höhere Aktivzinsen und weniger Kreditvergabe. In einer langen Sicht könnte die Entwicklung jedoch wieder in eine andere Richtung gehen. Denn durch die bessere Kapitalisierung ist es denkbar, dass Banken zukünftig zu günstigeren Konditionen Kapital aufnehmen können, was zu tieferen Kapitalkosten führen würde. Dies wiederum gibt den Banken die Möglichkeit, die Zinsen zu senken und die Kreditvergabe zu erhöhen, ohne ihre Eigenkapitalrendite zu reduzieren.

Bei der Analyse zukünftiger Entwicklungen muss jedoch immer auch das Ziel der neuen Regulierungen bedacht werden. Die Überarbeitung der Basel II Richtlinien erfolgt unter anderem mit dem Ziel, die Missstände bei der Kreditvergabe vor der Finanzkrise zu beheben. Sind die Banken aufgrund dieser neuen Vorschriften nun nicht mehr konkurrenzfähig gegenüber alternativen Anbietern, wie bspw. Vorsorgeeinrichtungen, könnte eine Verschiebung der Kreditvergabe von Banken zu diesen Anbietern erfolgen. Mit einer Verschiebung der Kreditvergabe in einen weniger regulierten, weniger etablierten und weniger erfahrenen Sektor, erhöht sich aber die Gefahr neuer Verwerfungen. Da dies nicht im Interesse der Regulierungsbehörde sein wird, wäre als Konsequenz daraus durchaus denkbar, dass die Behörden reagieren werden. Dies könnte eine Anpassung der Regulierung von Banken sein (die meisten Kennzahlen befinden sich wie

erwähnt erst in einer Testphase) oder die alternativen Anbieter werden zukünftig ebenfalls stärker reguliert.

Die Wahrscheinlichkeit, dass alternative Anbieter deshalb langfristig von diesem Regulierungsvorteil profitieren können, scheint daher gering zu sein. Wie auch der auf dem tiefen Zinsniveau basierender Preisvorteil, scheinen die aktuellen Möglichkeiten aufgrund der Regulierungen kurzfristiger Natur zu sein.

5. Umsetzungsmöglichkeiten für Vorsorgeeinrichtungen

Grundsätzlich ergeben sich für Vorsorgeeinrichtungen drei Umsetzungsvarianten, um durch das Anbieten von Hypotheken mit tieferen Zinssätzen Marktanteile von Banken abzuschöpfen:

1. Eigenständige Vergabe von Hypotheken
2. Investitionen über Kollektivanlagen
3. Investitionen über Kooperationspartner

Für Vorsorgeeinrichtungen stellt sich hierbei die Grundsatzfrage, ob sie an der gesamten Wertschöpfungskette oder nur an einem Teil davon partizipieren möchten. Soll die gesamte Wertschöpfungskette bearbeitet werden, das heisst von der Beratung bis zur Rückzahlung der Hypothek, steht für die Vorsorgeeinrichtung hauptsächlich Variante eins im Vordergrund. Der Vorteil liegt in der Tatsache, dass die Vorsorgeeinrichtung dabei eine grosse Entscheidungsvielfalt erhält. So hat sie bspw. jederzeit die Entscheidungskompetenz bezüglich Objekt, Kreditnehmer, Region und Laufzeit. Folglich ist es ihr möglich, die Höhe der einzugehenden Risiken auf ihre Bedürfnisse abzustimmen. Nachteilig wirkt sich bei dieser Variante vor allem der hohe Initialaufwand aus. So müssen beispielsweise Teams zur Bewirtschaftung des Portfolios aufgebaut werden. Dem hohen Initialaufwand würden bei einer eigenständigen Vergabe dann zudem auch hohe Fixkosten folgen. Unter dem Aspekt, dass es sich aller Voraussicht nach um ein temporäres Phänomen handelt, wiegen diese Nachteile umso schwerer.

Die zweite Variante ist ein Einkauf in eine Kollektivanlage, wie beispielweise eine Anlagestiftung. Vor allem für Immobilien ist ein solches Vorgehen bei Vorsorgeeinrichtungen bereits weit verbreitet. Die Hauptvorteile dieser Variante liegen in der Diversifikation und den Kosten. Sofern die Anlagestiftung über ein breit diversifiziertes Portfolio verfügt, kann die Vorsorgeein-

richtung im Gegensatz zur ersten Variante auch mit einem eher kleinen Investitionsbetrag eine breite Streuung der Risiken bezüglich Objekt, Kreditnehmer, Region und Laufzeit erreichen. Nachteilig wirkt sich bei dieser Form der Umsetzung aus, dass die Vorsorgeeinrichtung abhängig von den Entscheidungen der Anlagestiftung ist. Zudem besteht die Gefahr der adversen Selektion, da Banken den Anreiz haben, die eher „weniger attraktiven“ Schuldner in Stiftungen auszulagern, während sie die „attraktiven“ Schuldner in den eigenen Büchern behalten. Aufgrund der potenziell vorhandenen Risiken erfordert die Auswahl eines Anbieters eine besondere Sorgfalt. So ist beispielsweise eine Due Diligence vor einer allfälligen Investition empfehlenswert.

Die dritte Variante besteht in einer Zusammenarbeit mit einem Kooperationspartner. Solche Partner können Banken, aber auch Nicht-Banken, welche aber bereits im Bereich Hypotheken tätig sind, sein. Je nach Ausarbeitung der Partnerschaft kann ein Teil oder auch die ganze Wertschöpfungskette ausgelagert werden. Durch dieses Vorgehen besteht die Möglichkeit, vom bereits vorhandenen Know-how des Kooperationspartners zu profitieren. Diese Variante stellt somit eine Mischung aus den vorherigen Varianten dar und zeichnet sich, je nach Ausarbeitung der Kooperationspartnerschaft, durch ähnliche Vor- und Nachteile aus. So könnten bspw. die Abschlüsse für Hypotheken dem Kooperationspartner überlassen werden (Variante zwei), die operative Bewirtschaftung jedoch selbstständig erfolgen (Variante eins). Da sich je nach Kooperationspartnerschaft unterschiedliche Vor- und Nachteile ergeben und zudem Abhängigkeiten zu einem oder mehreren externen Partnern bestehen, ist auch bei dieser Art der Umsetzung eine ausführliche Analyse der Investitionsmöglichkeit inklusive Due Diligence empfehlenswert.

Im Gegensatz zu einem Einkauf in eine Anlagestiftung haben Variante eins und drei den Nachteil, dass nicht von Anfang an von Erträgen profitiert werden kann, da zuerst der Aufbau des Hypothekarportfolios erfolgen muss. Dem könnte entgegen gewirkt werden, indem eine Übernahme von bereits existierenden Hypothekarportfolios eines anderen Anbieters erfolgt. Nachteilig wirkt sich dabei aus, dass bisherige Hypotheken übernommen werden müssen und zumindest anfänglich die Entscheidungsvielfalt nicht gegeben ist.

Bei allen Varianten muss zudem die eingeschränkte Liquidität beachtet werden. Ein eigenes Hypothekarportfolio müsste bei einem Ausstieg an eine Bank verkauft werden, was viel Zeit benötigt und allenfalls nur zu einem Abschlag erfolgen kann. Bei einer Kollektivanlage kann ein gleichzeitiger Ausstiegswunsch vieler Investoren evtl. nicht unmittelbar bedient werden. Des Weiteren sind bei Kollektivanlagen Vorankündigungsfristen von zwölf Monaten oder mehr keine Seltenheit.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass es für Vorsorgeeinrichtungen grundsätzlich drei Varianten gibt, um von Erträgen aus Hypothekarkrediten zu profitieren. Je nach Umsetzung zeichnen sich diese durch unterschiedliche Vor- und Nachteile aus. Da es sich bei den Preisvorteilen aller Voraussicht nach um ein temporäres Phänomen handelt, steht aus unserer Sicht hauptsächlich der Einkauf in eine Kollektivanlage im Vordergrund. Für Vorsorgeeinrichtungen mit einer gewissen Grösse wäre je nach vorhandener Möglichkeit auch eine Umsetzung über einen Kooperationspartner denkbar. Aufgrund des vermutlich temporären Charakters des Preisvorteils, sollte dabei jedoch zur Vermeidung von hohen Initial- und Fixkosten, ein grosser Teil des administrativen Aufwands ausgelagert werden. Aufgrund der potenziell vorhandenen Risiken, erfordert die Auswahl eines Anbieters zudem immer eine besondere Sorgfalt. So ist beispielsweise vor einer geplanten Investition eine ausführliche Legal Due Diligence empfehlenswert.

Isoliert betrachtet kann eine Investition in Hypotheken für Vorsorgeeinrichtungen somit sinnvoll sein. Neben der isolierten Betrachtung ist eine mögliche Investition aber auch in einem Gesamtportfoliokontext zu betrachten. So sind Hypotheken eine eher illiquide Anlagekategorie, ganz besonders bei einer eigenständigen Vergabe. Je nach Struktur der Vorsorgeeinrichtung kann dies zu Problemen führen, bspw. bei der Auszahlung zukünftiger Renten. Zusätzlich ist zu beachten, dass Hypotheken typischerweise eine kürzere Duration als Obligationen haben. So kann ein Aufbau von Hypotheken einen Duration-Gap zwischen der Aktivseite und der Passivseite der Bilanz zur Folge haben bzw. einen bereits vorhandenen Duration-Gap weiter vergrössern. Dies kann erhebliche Zinsrisiken zur Folge haben, welche die Vorsorgeeinrichtung unter Umständen aufgrund ihrer Risikofähigkeit oder Risikobereitschaft nicht zu tragen in der Lage ist. Neben einer Legal Due Diligence ist daher immer auch eine ökonomische Due Diligence empfehlenswert. So kann sichergestellt werden, dass vor einer allfälligen Investition die Auswirkungen in einem Gesamtportfoliokontext bekannt sind.

Autoren



Dr. Alfred Bühler

Partner

Dozent an der Hochschule für Wirtschaft Zürich (HWZ)



Lukas Riesen, CFA

Partner

Lehrbeauftragter der Hochschule Luzern



Marco Oeggerli

Investment Consultant



Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research

PPCmetrics AG

Badenerstrasse 6
Postfach
CH-8021 Zürich

Telefon +41 44 204 31 11
Telefax +41 44 204 31 10
E-Mail ppcmetrics@ppcmetrics.ch

PPCmetrics SA

23, route de St-Cergue
CH-1260 Nyon

Téléphone +41 22 704 03 11
Fax +41 22 704 03 10
E-Mail nyon@ppcmetrics.ch

Website www.ppcmeters.ch

Social Media      

Die PPCmetrics AG (www.ppcmeters.ch) ist ein führendes Schweizer Beratungsunternehmen für institutionelle Investoren (Pensionskassen etc.) und private Anleger im Bereich Investment Consulting. Die PPCmetrics AG berät ihre Kunden bei der Anlage ihres Vermögens in Bezug auf die Definition der Anlagestrategie (Asset Liability Management) und deren Umsetzung durch Anlageorganisation, Asset Allocation und Auswahl von Vermögensverwaltern (Asset Manager Selection). Zudem unterstützt die PPCmetrics AG über 100 Vorsorgeeinrichtungen und Family Offices bei der Überwachung der Anlagetätigkeit (Investment Controlling), bietet qualitativ hochwertige Dienstleistungen im aktuariellen Bereich (Actuarial Consulting) und ist als Pensionskassen-Expertin tätig.

Jährlich publizieren wir mehr als 40 Fachartikel zu unterschiedlichen Fragestellungen.



Unsere Fachleute teilen ihr Wissen und ihre Meinungen mit der Öffentlichkeit.



Erleben Sie uns live an den diversen Tagungen, die wir mehrmals jährlich organisieren.



PPCmetrics AG Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research. **Mehr**

