



**Universität
Zürich^{UZH}**

Masterthese
zur Erlangung des
Master of Advanced Studies in Real Estate

**Real Estate Debt als alternative Anlageklasse für Schweizer
Pensionskassen und Versicherungen**

Verfasserin: Reicherter Karin
Heubüelstr. 1
8604 Volketswil
k.reicherter@bluewin.ch
044 491 18 08

Eingereicht bei: Dr. Stephan Kloess

Abgabedatum: 12. August 2013

Inhaltsverzeichnis	
Abkürzungsverzeichnis	V
Abbildungsverzeichnis	VII
Tabellenverzeichnis	VIII
Executive Summary	IX
1 Einleitung	1
1.1 Problemstellung	1
1.2 Abgrenzung des Themas	2
1.3 Einordnung des Themas	2
1.4 Zielsetzung	3
1.5 Aufbau und Methode	3
2 Grundlagen	5
2.1 4-Quadranten-Ansatz	5
2.2 Real Estate Debt	5
2.2.1 Definition	5
2.2.2 Charakteristik	6
2.2.3 Risiken von Real Estate Debt	7
2.2.3.1 Tragbarkeitsrisiko	7
2.2.3.2 Kreditausfallrisiko	7
2.2.3.3 Zinsänderungsrisiko	9
2.2.3.4 Refinanzierungsrisiko	9
2.2.3.5 Liquiditätsrisiko	9
2.3 Private Real Estate Debt	9
2.3.1 Hypotheken	10
2.3.2 Konsortialkredit mit hypothekarischer Deckung	10
2.3.3 Nicht kotierte Real Estate Debt Fonds	11
2.4 Public Real Estate Debt	12
2.4.1 Pfandbriefe	12
2.4.2 Mortgage Backed Securities (MBS)	13
2.4.3 Collateralised Mortgage Obligations (CMO's)	15
2.4.4 Kotierte Real Estate Debt Fonds	15
2.4.5 Mortgage REIT's	16
2.5 Marktumfeld im Ausland	16

2.5.1	Entwicklung in Europa.....	17
2.5.2	Entwicklung in den USA.....	20
3	Real Estate Debt Markt Schweiz.....	22
3.1	Konjunkturelles Umfeld.....	22
3.1.1	Zinsentwicklung.....	22
3.1.2	Bonitätsspreads.....	22
3.1.3	Renditen von Immobilienanlagen	23
3.2	Regulatorische Anforderungen	23
3.2.1	Banken.....	24
3.2.2	Pensionskassen	26
3.2.3	Versicherungen.....	27
3.3	Anforderungen aus Sicht des Asset Liability Managements	30
3.3.1	Banken.....	30
3.3.2	Pensionskassen	31
3.3.3	Versicherungen.....	32
4	Zielanforderungen an Real Estate Debt.....	33
4.1	Anforderungen zur Zieldimension Rendite	33
4.2	Anforderungen zur Zieldimension Risiko	33
4.3	Anforderungen zur Zieldimension Liquidität	34
4.4	Achteck der Kapitalanlage in Real Estate Debt.....	35
5	Real Estate Debt in der Praxis	43
5.1	Bestehende Anlagen in Real Estate Debt.....	45
5.1.1	Produkte	47
5.1.2	Zieldimensionen.....	48
5.1.2.1	Schuldnersegement.....	49
5.1.2.2	Liquidität	49
5.1.2.3	Seniorität.....	50
5.1.2.4	Sektoren	50
5.1.2.5	Anlagedauer.....	50
5.1.2.6	Investitionsstil.....	51
5.1.2.7	Märkte.....	52
5.1.2.8	Volatilität	52
5.1.2.9	Rendite.....	52

5.2	Präferenzen für zukünftige Anlagen in Real Estate Debt	53
5.3	Entwicklungstendenzen des Anlagevolumens in Real Estate Debt.....	54
5.4	Annahmen der Investoren über zukünftige Entwicklungen.....	54
5.5	Schlussfolgerungen aus der Befragung.....	55
6	Schlussbetrachtung	58
6.1	Fazit.....	58
6.2	Diskussion.....	59
6.3	Ausblick	60
	Literaturverzeichnis	61
	Anhang	67

Abkürzungsverzeichnis

ABS	Asset Backed Securities
ALM	Asset Liability Management
BankG	Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen
BFS	Schweizer Bundesamt für Statistik
BIZ	Bank für internationalen Zahlungsausgleich
BVG	Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge
BVV 2	Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge
CDO	Collateralized Debt Obligation
CEE	Central Eastern Europe
CEIOPS	Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors
CMBS	Commercial Mortgage Backed Securities
CMO	Collateralized Mortgage Obligation
CS	Credit Suisse
CSA	Credit Suisse Anlagestiftung
DSCR	Debt Service Coverage Ratio
DTZ	Debenham Thouard Zadelhoff
EBS	European Business School
ECBC	European Covered Bond Council
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
ETF	Exchange Traded Funds
ERV	Eigenmittelverordnung
FER	Fachempfehlungen der Rechnungslegung
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
FRP	Fachrichtlinie für Pensionskassen-Experten
FZG	Bundesgesetz über die Freizügigkeit in der beruflichen Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
IAS	International Accounting Standards
IFRS	International Financial Reporting Standards

INREV	European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles
IPD	Investment Property Databank
IPO	Initial Public Offering
IRB	Internal Rating Based Approach
IRE/BS	International Real Estate Business School
Libor	London Interbank Offered Rate
LiqV	Liquiditätsverordnung
LTV	Loan to Value
MBS	Mortgage Backed Securities
PwC	PricewaterhouseCoopers
QIS	Quantitative Impact Study
REIT	Real Estate Investment Trust
RMBS	Residential Mortgage Backed Securities
SA-BIZ	Internationaler Standardansatz
SA-CH	Schweizer Standardansatz
SBVg	Schweizerische Bankiervereinigung
SCR	Solvency Capital Requirement
SIX	Swiss Exchange
SNB	Schweizerische Nationalbank
SST	Swiss Solvency Test
Swiss GAAP FER	Stiftung für Fachempfehlungen zur Rechnungslegung
SVV	Schweizerischer Versicherungsverband
TBTF	Too Big To Fail
UBS	Union Bank of Switzerland
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
ZKB	Zürcher Kantonalbank

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Immobilienanlageuniversum nach dem 4-Quadranten-Ansatz	5
Abbildung 2:	Beispielhafte Darstellung einer Finanzierungsstruktur	8
Abbildung 3:	Risiko- / Renditeprofile von Immobilienanlagen	9
Abbildung 4:	Strukturierte Verbriefungsprodukte.....	14
Abbildung 5:	Kommerzielle Immobilienfinanzierungen nach Mittelherkunft.....	17
Abbildung 6:	Commercial Real Estate Loan Structuring and Pricing.....	18
Abbildung 7:	Finanzierungsmargen (Core Objekte) in Europa.....	19
Abbildung 8:	Zinsentwicklung in der Schweiz seit 2003	22
Abbildung 9:	Bonitätsspreads Obligationen Schweiz	23
Abbildung 10:	IPD / Wüest & Partner Schweizer Immobilien Index	24
Abbildung 11:	Das magische Dreieck der Vermögensanlage	33
Abbildung 12:	Achteck der Kapitalanlage in Real Estate Debt.....	36
Abbildung 13:	Vermögensanlagen von Versicherungen und Pensionskassen	43
Abbildung 14:	Neuneck der Kapitalanlage in Real Estate Debt.....	49

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Marktanteile Real Estate Debt Schweiz 2011	1
Tabelle 2:	Beleihungsgrenzen nach Objektart.....	10
Tabelle 3:	Margenveränderungen für Festhypotheken.....	10
Tabelle 4:	Real Estate Debt Fund Strategien.....	12
Tabelle 5:	Übersicht von Rendite und Risiko der untersuchten Anlagen	20
Tabelle 6:	IPD / Wüest & Partner Schweizer Immobilien Index	24
Tabelle 7:	Relevante Bestimmungen von BVV2	27
Tabelle 8:	Relevante Bestimmungen RS 2008/18 der FINMA.....	28
Tabelle 9:	Erfüllung der Zieldimensionen der verschiedenen Anlageprodukte.....	42
Tabelle 10:	Bevorzugte Produkte der befragten Investoren.....	47

Executive Summary

Der Real Estate Debt Markt in der Schweiz wird mit einem Marktanteil von 86 % von Banken dominiert. Im Ausland haben Nichtbanken in vielen Ländern eine deutlich wichtigere Rolle, da sich dort Banken aufgrund der Verschärfung der Eigenmittelvorschriften als Folge der Finanzkrise teilweise zurückgezogen haben. Insbesondere Versicherungen, Vorsorgewerke und Kreditfonds nutzen aktuell die Möglichkeit, die so entstandene Finanzierungslücke zu schliessen und profitieren von attraktiven Renditen.

Diese Arbeit untersucht die Attraktivität sowie Entwicklungstendenzen von Real Estate Debt als alternative Anlageklasse aus der Sicht von Schweizer Versicherungen und Pensionskassen. Dazu wurde ein Anforderungsraster an Real Estate Debt erarbeitet und die verschiedenen zur Verfügung stehenden Produkte auf die Erfüllung dieser Anforderungen überprüft, um ein differenziertes Bild dieser Anlagen zu erhalten. Mit der Befragung von 8 Versicherungsgesellschaften, die mit 334 Mia. CHF 68 % der Kapitalanlagen von Schweizer Privatversicherern vertreten, und von 10 Pensionskassen, die mit 145 Mia. CHF 23 % des Anlagevolumens aller Schweizer Pensionskassen repräsentieren, wurden die Kriterien des Anforderungsrasters überprüft und ergänzt. Die Zieldimensionen Rendite, Liquidität versus Volatilität und Anlagedauer erwiesen sich als zentral, ferner sind Seniorität, Sektoren, Märkte, Schuldnersegment und Investitionsstil massgeblich. Die befragten Investoren legen mehrheitlich in Hypotheken und Pfandbriefe an. Hypotheken werden nicht nur aus Motiven der Kapitalanlage als attraktiv bezeichnet, auch Cross-Selling und Vergünstigungen für Destinatäre werden als Vorteile angeführt. Eine wesentliche Erhöhung der Real Estate Debt Anlagen ist bei den Wenigsten vorgesehen, da viele bereits Portfolios mit einer hohen Immobilienexposition haben. Die Schweizer Banken sind gut kapitalisiert und es existiert keine Finanzierungslücke. Die Renditen für kollektive Real Estate Debt Anlagegefässe in der Schweiz sind aufgrund des sehr kompetitiven Hypothekarmarktes gering. Im Ausland weisen indirekte Anlagen hingegen sehr attraktive Renditen auf. Ein Interesse ist aber nur bei einzelnen Interviewpartnern vorhanden. Aufgrund der schlechten Erfahrungen in der Finanzkrise (Subprimekrise) fehlt vielen das Vertrauen. Ferner verfügen erst wenige Investoren über das erforderliche Knowhow.

1 Einleitung

1.1 Problemstellung

Der Real Estate Debt Markt in der Schweiz wird von Banken dominiert. Bisher wurden keine Statistiken erhoben. Tabelle 1 zeigt die Marktanteile sowie das Volumen per 2011 auf der Basis von öffentlich erhältlichen Zahlen:

Produkt	Volumen in Mio. CHF	Anteil am Gesamtmarkt
Hypotheken von Banken	784'400 ¹	86.00 %
Hypotheken von Versicherungen	34'785 ²	3.80 %
Hypotheken von Pensionskassen	15'205 ³	1.70 %
Pfandbriefe	75'326 ⁴	8.25 %
Kollektive Anlagegefässe	2'278 ⁵	0.25 %
Total	911'994	100.00 %

Tabelle 1: Marktanteile Real Estate Debt Schweiz 2011

Die Tabelle zeigt die Sicht des Anlegers bzw. Gläubigers, aus Sicht des Schuldners würde bei den Pfandbriefen, die von Banken für die Refinanzierung ihres Hypothekengeschäftes genutzt werden, eine Doppelzählung vorliegen. Hypothekendarlehen des Bundes und öffentlicher Unternehmen sind in den vorgenannten Zahlen nicht enthalten, dürften aber ein vernachlässigbares Volumen aufweisen. Der Anteil der Nichtanken ist rückläufig. Per 31.12.2012 hat beispielsweise die Pensionskasse des Bundes Publica ihr Hypothekenportfolio von rund 1,1 Mia. CHF an die Berner Kantonalbank verkauft.⁶ Die Vergabe von Hypotheken an Privatkunden durch Versicherungen erfolgt zudem auch vor dem Hintergrund des Cross-Sellings und dient nicht nur der Kapitalanlage. Über das Anlagevolumen Schweizer institutioneller Investoren in Real Estate Debt im Ausland sind keine Zahlen verfügbar.

Durch die Verschärfung der Eigenmittelvorschriften für Banken als Folge der Finanzkrise wird sich das Fremdkapital für die Immobilienfinanzierung in Zukunft eher verteuern. Im europäischen Ausland haben die verstärkte Bankenregulierung in Kombination mit fallenden Immobilienpreisen bereits zum gänzlichen Rückzug einzelner Banken

¹ Schweizerische Nationalbank SNB 2013, S. 45 (per 31.12.2011)

² Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA 2012, S. 6 (per 31.12.2011)

³ Bundesamt für Statistik BSF 2013, S. 2

⁴ gem. Geschäftsberichten der beiden Schweizer Pfandbriefinstitute per 31.12.11/31.3.2012

⁵ gem. Geschäftsberichten 2011 der CSA Hypotheken Schweiz sowie des Julius Bär Inst Schweizer Wohnhypotheken Fonds

⁶ vgl. Pensionskasse des Bundes Publica 2013, o.S.

mit tiefer Eigenkapitalbasis aus dem Hypothekengeschäft geführt. Die Finanzierungsmargen sind aufgrund der Angebotsverknappung gestiegen. Dies bietet Nichtbanken, vorwiegend Versicherungen und Kreditfonds, attraktive Anlagemöglichkeiten, wie sie aktuell mit Immobiliendirektanlagen schwierig zu finden sind. Der Anteil der Nichtbanken steigt gemäss einer Studie des Immobiliendienstleisters Debenham Thoudard Zadelhoff (DTZ)⁷ kontinuierlich an. In Kapitel 2.5 wird näher auf die ausländische Marktentwicklung eingegangen.

1.2 Abgrenzung des Themas

Die vorliegende Arbeit untersucht Real Estate Debt als alternative Anlageklasse aus der Sicht von Pensionskassen und Versicherungen in der Schweiz. Auf eine Betrachtung aus Sicht von Fonds und Anlagestiftungen wird verzichtet, da es sich bei den Endabnehmern von deren Produkten wiederum primär um Versicherungen und Pensionskassen handelt. Die Definition des Begriffes „Real Estate Debt“ erfolgt in Kapitel 2.2.1.

1.3 Einordnung des Themas

Bisher wurden keine wissenschaftlichen Arbeiten zum Thema Real Estate Debt aus Anlegersicht verfasst. S. Hudson-Wilson und B. L. Elbaum⁸ haben 1995 beschrieben, wie mit dem sog. 4-Quadranten-Ansatz positive Diversifikationseffekte entstehen, wenn ein Immobilienportfolio mit Real Estate Debt ergänzt wird (vgl. auch Kapitel 2.1). Die Studie „Der Markt für Distressed Real Estate Assets 2012 in Deutschland“⁹ des Real Estate Management Instituts der European Business School (EBS), Wiesbaden, legt den Fokus auf die Refinanzierung von auslaufenden Immobilienkrediten, die entweder nicht mehr der Geschäftsstrategie der Banken entsprechen (Non-Core-Kredite) oder bei denen Vertragserfüllungsstörungen aufgetreten sind. In der Schweiz haben noch keine Investorenbefragungen zu Real Estate Debt stattgefunden. Mit der „Immobilien Investment Survey 2011“¹⁰ hat die Beratungsunternehmung Jones Lang LaSalle, Zürich, institutionelle Investoren zu Allokationen und Trends befragt, wobei der Fokus dieser Umfrage auf Real Estate Equity gelegt wurde. Das Urban Land Institute, Washington, hat in Zusammenarbeit mit PricewaterhouseCoopers (PwC) in der Studie „Emerging Trends in Real Estate 2012“¹¹ die Auswirkungen der verstärkten Bankenregulierung auf die

⁷ vgl. DTZ 2012a, S. 7-9 und DTZ 213, S. 5

⁸ vgl. Hudson-Wilson/Elbaum 1995, S. 92-99

⁹ vgl. Radner/Maurin 2012, S. 6-29

¹⁰ vgl. Jones Lang LaSalle 2011, S. 16 -41

¹¹ vgl. Urban Land Institute/PwC 2012, S. 1-48

Vergabe von Immobilienkrediten in Europa untersucht, unter den 600 interviewten Anlegern war aber nur eine Versicherungsgesellschaft (die Zürich) aus der Schweiz und keine Pensionskasse. Die vorstehende Arbeit fokussiert die Perspektive der Pensionskassen und Versicherungen in der Schweiz, wobei das gesamte Spektrum von Real Estate Debt betrachtet wird.

1.4 Zielsetzung

Die vorliegende Arbeit soll die Frage nach der Attraktivität und den Entwicklungstendenzen von Real Estate Debt als Anlageklasse für Schweizer Pensionskassen und Versicherungen beantworten. Hierzu soll ein Anforderungsraster an Real Estate Debt-Anlagen aus Investorensicht erarbeitet werden. Eine anschliessende Überprüfung soll zeigen, inwiefern die verschiedenen Produkte des Real Estate Debt-Anlageuniversums diese Anforderungen erfüllen, um so ein differenziertes Bild über die Investitionsmöglichkeiten zu erhalten. In einer Investorenbefragung werden die aktuellen und zukünftigen Anlagen in Real Estate Debt ermittelt. Anhand der Ergebnisse der Experteninterviews werden die erarbeiteten Kriterien des Anforderungsrasters überprüft und priorisiert.

1.5 Aufbau und Methode

Die vorliegende Arbeit ist in sechs Kapitel gegliedert. Nach einer einleitenden Darlegung der Forschungsfrage werden in Kapitel 2 die theoretischen Grundlagen aufgearbeitet. Dabei werden die Eigenschaften der einzelnen Anlagemöglichkeiten in Real Estate Debt erklärt und das Marktumfeld in der Schweiz und im Ausland beleuchtet. In Kapitel 3 wird auf den Markt Schweiz näher eingegangen, wobei insbesondere die regulatorischen Vorgaben sowie die Struktur der Passivseite von Versicherungen und Pensionskassen betrachtet werden. Aufbauend auf diesen Erkenntnissen wird in Kapitel 4 ein Zielerforderniskatalog an Anlagen in Real Estate Debt erstellt. Die in Kapitel 2 vorgestellten Anlagemöglichkeiten werden in Kapitel 4 auf deren Erfüllung der Zielerfordernisse in einer Matrix überprüft. Kapitel 5 beinhaltet die Verifikation der Zieldimensionen. Dies erfolgt mittels problemzentrierten Interviews¹² mit Vertretern von acht Versicherungsgesellschaften mit einem Anlagevolumen von zusammen 334 Mia. CHF (67 % aller Kapitalanlagen von Versicherungen in der Schweiz) und zehn Pensionskassen mit einem Anlagevolumen von zusammen 144.5 Mia. CHF (23 % aller Kapitalanlagen von Pensionskassen in der Schweiz). Die Methodik der qualitativen Sozialfor-

¹² vgl. Mayring 2002, S. 67-72

schung wurde gewählt, da die Anlageklasse Real Estate Debt noch sehr jung und primär im Ausland bekannt ist. Es kann deshalb davon ausgegangen werden, dass sich vor allem die grossen, international vernetzten Versicherungen und Pensionskassen bereits mit der Thematik beschäftigt haben. Eine quantitative Umfrage auch bei kleineren Marktteilnehmern wäre somit weniger zielführend. In Kapitel 6 erfolgen eine Schlussbetrachtung sowie eine Prognose für zukünftige Entwicklungen.

2 Grundlagen

2.1 4-Quadranten-Ansatz

Susan Hudson-Wilson und Bernard L. Elbaum haben 1995 nachgewiesen, dass sich das Rendite/Risiko-Profil eines Portfolios von direkt gehaltenen Immobilien verbessert, wenn es mit weiteren Anlagen aus dem Immobilienanlageuniversum ergänzt wird. Diese Anlagen werden nach dem sog. 4-Quadranten-Modell nach kotierten (public) und nicht kotierten (private) sowie fremdkapitalbasierten (debt) und eigenkapitalbasierten (equity) Anlagemöglichkeiten unterschieden.¹³ In Abbildung 1 sind die verschiedenen Investitionsmöglichkeiten in die vier Quadranten ersichtlich:

	Private	Public
Equity	• Direkte Immobilienanlagen • Nicht kotierte Immobilienfonds • Anlagestiftungen • Real Estate Private Equity	• Kotierte Immobilienfonds • Kotierte Aktien von Immobiliengesellschaften • REIT's
Debt	• Hypotheken • Konsortialkredit mit hypothekari-scher Deckung • Nicht kotierte Real Estate Debtfonds / Hypothken in Anlagestiftungen	• Pfandbriefe • Mortgage Backed Securities (CMBS, RMBS) • Strukturierte Produkte (CMO's) • Kotierte Real Estate Debtfonds / Mortgage REIT's

Abbildung 1: Immobilienanlageuniversum nach dem 4-Quadranten-Ansatz, vgl. Jandura/Rehkugler 2002, S. 262

In Kapitel 2.3 und 2.4 werden die oben aufgeführten Anlageformen der beiden Debt-Quadranten detaillierter erklärt.

2.2 Real Estate Debt

2.2.1 Definition

In der Wissenschaft besteht keine einheitliche Definition von *Real Estate Debt*. In der vorstehenden Arbeit werden unter diesem Begriff sämtliche Fremdkapitalformen, welche der Finanzierung von Immobilien dienen, zusammengefasst. In der Immobilienökonomie existieren zahlreiche Definitionen des Begriffs *Real Estate* oder auf Deutsch *Immobilien*. Experten der International Real Estate Business School (IRE/BS) der Immobilienakademie an der Universität Regensburg definieren den Begriff wie folgt: „Immobilien sind Wirtschaftsgüter, die aus unbebauten Grundstücken oder bebauten Grundstücken mit dazugehörigen Gebäuden und Außenanlagen bestehen. Sie werden

¹³ vgl. Hudson-Wilson/Elbaum 1995, S. 92-99

von Menschen im Rahmen physisch-technischer, rechtlicher, wirtschaftlicher und zeitlicher Grenzen für Produktions-, Handels-, Dienstleistungs- und Konsumzwecke genutzt.“¹⁴ Kürzer und auf die Immobilie als Kapitalanlage beschränkt lautet die Definition von Phyr et al.: „Real estate is space and money over time“.¹⁵ In der vorstehenden Arbeit wird der Fokus auf Immobilien mit hoher Drittverwendbarkeit gelegt, da diese für Pensionskassen und Versicherungen die höchste Praxisrelevanz haben. Durch die gute Verkäuflichkeit im Falle eines Ausfalls des Forderungsschuldners weisen diese Objekte für den Gläubiger einen echten Deckungswert auf und führen demzufolge für den Schuldner zu günstigeren Finanzierungsbedingungen als jene für eine ungedeckte Ausleihung. Nicht betrachtet werden ungedeckte Ausleihungen an Immobilienfirmen sowie Derivate.

2.2.2 Charakteristik

Fremdkapital im Allgemeinen ist durch „eine fest vereinbarte Erfolgsteilung (Anspruch auf Tilgung und Zins unabhängig vom Erfolg) ohne Gestaltungseinfluss und mit einer Gläubigerstellung im Insolvenzfall (Vermögensanspruch vorrangig vor Gesellschaftern) charakterisiert“.¹⁶ Der Anleger gewährt dem Schuldner einen fest vereinbarten Darlehensbetrag für eine fest vereinbarte Laufzeit und erhält zur Besicherung dieses Darlehens ein Grundpfand. Dabei wird der Darlehensbetrag tiefer sein als der Marktwert der Immobilie. In diesem Zusammenhang werden die Begriffe *Belehnungsgrenze* oder *Loan-to-Value* (LTV) verwendet, wobei sie die Darlehenshöhe in Prozent des Marktwertes der Immobilie beschreiben. Real Estate Debt und Real Estate Equity sind somit beide von Bewegungen des Immobilienmarktes abhängig, wobei Real Estate Debt beim gleichen Objekt weniger riskant ist als Real Estate Equity, da durch die Differenz von Marktwert und Belehnungsgrenze eine Wertschwankungsreserve gebildet wird. Eine positive Entwicklung der Immobilienpreise kommt nur der Anlageklasse Real Estate Equity zu Gute, da es sich hier um Realwerte handelt, welche der Inflation folgen, und bei Real Estate Debt um Nominalwerte, welche bei Inflation an Wert verlieren. Die Verzinsung kann fix oder variabel vereinbart werden, wobei erstere Variante dominiert. Aus Anlegersicht bestehen somit stabile Cashflows über eine Laufzeit von üblicherweise 1 bis 15 Jahren. Die Anforderungen an das Knowhow der Anleger unterscheidet sich insofern, als der Real Estate Equity Investor zusätzlich zu Kenntnissen des

¹⁴ Schulte/Bone-Winkel/Focke 2008, S. 10

¹⁵ Phyr et al. 1989, S. 4

¹⁶ Oehler/Unser 2002, S. 195

Immobilienmarktes Kompetenzen im Propertymanagement benötigt (oder diese einkauft) und der Real Estate Debt Investor über Erfahrung bei der Beurteilung von Kreditrisiken verfügen muss.

2.2.3 Risiken von Real Estate Debt

Aus Sicht des Anlegers bzw. Gläubigers beinhaltet eine Anlage in Real Estate Debt in Anlehnung an Gondring/Wagner folgende Risiken:

2.2.3.1 Tragbarkeitsrisiko

Das Risiko, dass die Cashflows aus den Immobilien (bzw. das Einkommen der Schuldner bei Eigenheimfinanzierungen) für die Bedienung von Zinsen und Tilgungsraten nicht ausreichen, wird als Tragbarkeitsrisiko bezeichnet. Zur Beurteilung des Tragbarkeitsrisikos dient die Berechnung der *Debt Service Coverage Ratio* (DSCR).¹⁷

2.2.3.2 Kreditausfallrisiko

Ein Kreditverlust entsteht bei Zahlungsunfähigkeit bzw. Konkurs des Schuldners, wobei das effektive Ausfallrisiko davon abhängt, ob der Verwertungserlös der verpfändeten Immobilie die ausstehende Schuld inkl. Zinsen und Kosten deckt. Dies wird primär von der Drittverwendbarkeit und der Volatilität der Cashflows des Pfandobjektes sowie dem LTV beeinflusst.¹⁸

Die beiden erstgenannten Kriterien zur Beurteilung des Kreditausfallrisikos beziehen sich auf das sog. *underlying Asset* (das zur Deckung der Schuld dienende Objekt.), welches in folgende *Investmentstile*¹⁹ eingeteilt werden kann:

Core: Tiefe Rendite und tiefes Risiko. Der Ertrag besteht primär aus Mietzinseinnahmen, kaum Leerstände. Kein Fremdkapital. Leicht höhere Renditen/Risiken werden als Core+ bezeichnet.

Value Added: Mittlere Rendite und Risiko. Der Ertrag setzt sich sowohl aus Mietzinseinnahmen als auch aus Wertveränderungen zusammen. Wenig Fremdkapital.

Opportunistic: Hohe Rendite und hohes Risiko. Der Ertrag besteht primär aus Wertveränderungen. Aktives Assetmanagement (Relaunch der Objekte, Beseitigung von Leerständen, Projektentwicklungen etc.). Hoher Fremdkapitalanteil.

¹⁷ Netto Cashflow der Immobilie dividiert durch die Summe von Zinsen und Tilgungen

¹⁸ vgl. Gondring/Wagner 2010, S. 261

¹⁹ vgl. Rottke 2008, S. 33

Die Einteilung von Finanzierungen in Risikoklassen nach deren *Seniorität* stammt ursprünglich aus der Projektfinanzierung, erfolgt inzwischen aber auch für Bestandesimmobilien. Dabei wird eine Finanzierung in mehrere Tranchen mit unterschiedlichem Risiko/Rendite-Profil aufgeteilt. Der *Senior Loan* ist die Tranche mit der niedrigsten Ausfallwahrscheinlichkeit. Die nächste, als *Junior Loan* bezeichnete Tranche ist dem Senior Loan ranglich nachgestellt. Falls Senior und Junior Loan vom gleichen Gläubiger gewährt werden, entspricht dies in etwa dem Betrag, den Banken maximal bereit sind, zu gewähren. Falls über diese Grenze hinaus weiteres Fremdkapital gewährt wird, bezeichnet man dieses als *Mezzanine Loan*. Im Insolvenzfall wird vom Verwertungserlös der Immobilie zuerst der Senior Loan, sofern möglich anschliessend der Junior Loan und zuletzt der Mezzanine Loan befriedigt. Ein allfälliger Überschuss nach Tilgung dieser drei Tranchen geht an den Eigenkapitalgeber.²⁰ Die Seniorität steht in engem Zusammenhang zur Tragbarkeit, da Kredite mit hohem LTV sowohl höhere Kreditmargen als auch höhere Tilgungsraten mit sich bringen und somit erhöhte Anforderungen an die Cash Flows des underlying Assets stellen. In Abbildung 2 sind diese Zusammenhänge sowie die Charakteristiken der Tranchen beispielhaft dargestellt.

	Bezeichnung	LTV	DSCR
Marktwert der Immobilie 100 %	Eigenkapital	80 - 100 %	
	Mezzanine	75 - 80 %	< 0,9, i.d.R. mit Gewinnbeteiligung
	Junior Loan	60 - 75%	< 1,2 - 0,9
	Senior Loan	0 - 60 %	> 1,2

Abbildung 2: Beispielhafte Darstellung einer Finanzierungsstruktur, vgl. Froese/Paul (2003), S. 211

Wie in Abbildung 3 ersichtlich kann somit jedes gewünschte Rendite-Risikoprofil sowohl mit Real Estate Debt als auch mit Real Estate Equity abgebildet werden.

²⁰ vgl. Froese/Paul 2003, S. 210-211

Seniorität	tief	Eigenkapital	Mittleres Risiko			Hohes Risiko	
		Mezzanine Debt		Mittleres Risiko			
		Zweitrangige Hypothek / Junior Loan			Mittleres Risiko		
	hoch	Erstrangige Hypothek / Senior Loan	Tiefes Risiko			Mittleres Risiko	
		Core	Core +	Value Added	Opportunistic		
		tief	Volatilität der Cashflows				hoch

Abbildung 3: Risiko- / Renditeprofile von Immobilienanlagen, vgl. Loepfe (2013), S. 55

2.2.3.3 Zinsänderungsrisiko

Unter diesem Begriff wird das Risiko einer ungünstigen Diskrepanz zwischen dem festgeschriebenen Zinssatz des Kreditnehmers und der Laufzeiten der Forderungen auf der Passivseite der Bilanz des Gläubigers verstanden.²¹

2.2.3.4 Refinanzierungsrisiko

Dieses Risiko beinhaltet die Gefahr, dass die Refinanzierung von langfristigen Kreditzusagen nur zu ungünstigen Konditionen oder gar nicht möglich ist.²²

2.2.3.5 Liquiditätsrisiko

Es handelt sich um das Risiko, dass Immobilienkredite (z.B. wegen fehlendem Zweitmarkt) nicht oder nur mit hohem Abschlag kurzfristig veräußert werden können.²³

2.3 Private Real Estate Debt

Public und Private Real Estate Debt unterliegen grundsätzlich den identischen, in Kapitel 2.2.3 erwähnten Risiken, wobei das Liquiditätsrisiko bei Private Real Estate Debt höher ist, da die Anlage nicht jederzeit über eine Börse verkauft werden kann. Zudem sind aufgrund der geringeren Standardisierung höhere Transaktionskosten beim Kauf und Verkauf zu erwarten.²⁴ Ferner benötigt der Anleger in Private Real Estate Debt insbesondere bei der direkten Anlage mehr Expertise für die Beurteilung der Kreditrisiken bzw. muss dieses Knowhow separat einkaufen.

²¹ vgl. Gondring/Wagner 2010, S. 261

²² ebenda

²³ ebenda

²⁴ vgl. Hudson-Wilson/Elbaum 1995, S. 96

2.3.1 Hypotheken

Wie bereits in Tabelle 1 dargestellt, wird dieser Markt in der Schweiz von Banken dominiert. Von den 784,4 Mia. CHF entfallen 596 Mia. CHF auf Kredite an Private Haushalte.²⁵ Die Belehnungsgrenze hängt von der Objektart ab. In Tabelle 2 sind die Richtwerte der UBS AG, welche branchenüblich sind, aufgeführt.

Objektart	LTV (auch vom Gebäudealter und Sanierungsbedarf abh.)	Amortisationen p.a.
Einfamilienhaus, Eigentumswohnung	80 %	bis auf 65 %
Luxus-Eigenheim, Feriendomizil	60 %	bis auf 40 %
Bauland für Eigenheim	50 %	ab 3. Jahr 10 %
Mehrfamilienhaus	70-80 %	1 % der Hyp.-Belastung
Büro-/Verkaufsflächen	50-70 %	2 % der Hyp.-Belastung
Verpachtete Restaurants/Hotels	30-50%	3 % der Hyp.-Belastung
Gewerbe-/Industrieobjekte	30-50 %	3 % der Hyp.-Belastung

Tabelle 2: Belehnungsgrenzen nach Objektart, vgl. Fischer/Spiess, 2012, S. 40 und 45

Die verschiedenen Hypothekarmodelle können in Anlehnung an Emch et.al. in die drei Produktklassen variable Hypothek, Festhypothek und Geldmarkthypothek eingeteilt werden.²⁶ Nachdem die Banken aufgrund des kompetitiven Marktes ihre Margen im Hypothekargeschäft während Jahren reduzieren mussten, steigen diese wie in Tabelle 3 ersichtlich seit 2008 wieder leicht an. Ob sich die Risiken der Hypotheken in diesem Zeitraum verändert haben, ist allerdings den publizierten Statistiken nicht zu entnehmen.

Zeitraum	Swap Brief 5 Jahre	Hypothek 5 Jahre	Differenz 5 Jahre	Swap Brief 10 Jahre	Hypothek 10 Jahre	Differenz 10 Jahre
2008	2,912	3,84	0,93	3,310	4,25	0,94
2009	1,758	2,67	0,91	2,550	3,50	0,95
2010	1,344	2,30	0,96	2,060	3,04	0,98
2011	1,127	2,18	1,05	1,860	2,94	1,08
2012	0,354	1,50	1,15	0,950	2,15	1,20

Tabelle 3: Margenveränderungen für Festhypotheken, SNB (Zinssätze) und ZKB (Swapsätze)

2.3.2 Konsortialkredit mit hypothekarischer Deckung

Bei der Finanzierung von grossen Objekten (in der Regel > 100 Mio. CHF) schliessen sich oft mehrere Banken zu einem Konsortium zusammen. Die Beteiligung von Versicherungen kommt bisher in der Schweiz nur sehr vereinzelt vor. „Rechtlich betrachtet entsteht zwischen den Konsortialbanken in der Regel eine *einfache Gesellschaft* nach Art. 530 ff. OR mit dem Zweck der gemeinsamen Kreditgewährung an ein Unterneh-

²⁵ Schweiz. Nationalbank 2013, S.45

²⁶ vgl. Emch, et al. 2011, S. 344-345

men. Durch das gemeinsame Auftreten als Konsortium vermeiden die einzelnen Banken die Entstehung eines Gruppenrisikos und damit letztlich auch die Abhängigkeit von einem einzelnen Grossschuldner. [...] Jeweils eine der Konsortialbanken übernimmt die *Federführung* (Lead-Bank) für das Konsortium. Die federführende Bank ist erster Ansprechpartner des Kreditnehmers und führt die Kreditrechnung.²⁷

Die Belehnungsgrenzen und Bankmargen sind mit jenen von Hypotheken vergleichbar. Zusätzlich fallen aber Erträge aus Gebühren für die Führung und Administration des Konsortiums an, welche je nach Verhandlung und Stellung im Konsortium (die Lead-Bank erhält den höchsten Gebührenanteil) bei 0,25 bis 1 % des Kreditbetrages liegen.²⁸

2.3.3 Nicht kotierte Real Estate Debt Fonds

Real Estate Debt Fonds mit Finanzierungen auf Liegenschaften in der Schweiz existieren bisher nur vereinzelt²⁹, womit für inländische Pensionskassen und Versicherungen die Investition in Real Estate Debt Fonds meistens mit einem Währungsrisiko verbunden ist, welches nicht systematisch entschädigt wird. Ferner existiert für in der Schweiz domizilierte steuerbefreite Vorsorgeeinrichtungen z.B. auch ein Angebot einer Anlagestiftung³⁰, welche in Hypotheken auf Liegenschaften in der Schweiz investiert. Das Ausleihungsvolumen der kollektiven Anlagegefässe ist mit rund 2,3 Mia. CHF aber relativ klein.

In Europa wurden 2009 die ersten Real Estate Debt Funds lanciert, wobei zu dieser Zeit der Fokus auf Mezzanine Loans lag.³¹ Heute investieren rund 60 % der auf dem Markt existierenden Fonds in Senior Debt mit einem LTV bis 60 %.³² Zwischen 2010 und 2012 sind gem. einer Studie von INREV, der Europäischen Vereinigung für Investoren in nicht kotierte Immobilienanlagen, mindestens 19 weitere Real Estate Debt Funds entstanden, womit das Anlagevolumen auf 9 bis 10 Mia. € geschätzt wird. Die Belehnungsgrenzen, erwarteten Renditen, Laufzeiten und Gebühren von den von INREV definierten fünf Investmentstrategien werden in Tabelle 4 zusammengefasst.³³

²⁷ Emch et al. 2011, S. 310-311

²⁸ vgl. Smith/Walter/DeLong 2012, S. 36

²⁹ Julius Bär Inst Schweizer Wohnbauhypotheken Fonds, Valor Nr. 2268204

³⁰ CSA Hypotheken Schweiz, Details siehe Credit Suisse Anlagestiftung 2013

³¹ vgl. INREV 2012, S. 2

³² vgl. Winter, 2013, S. 13

³³ vgl. INREV 2012, S. 12

Investment-Strategie	LTV (%)	Internal Rate of Return brutto (Ziel)	Laufzeit (Jahre)	Management- and commitment fees (Basispunkte)	Performance fees 20 % über Zielrendite
Senior Debt Strategy	0-60	4-6 %	5-10	40-70	4-5 %
Subordinated Debt Strategy	Low risk: 60-70 High risk: 70-80	8-12 % 12-15 %	5-7	60-100	6-7%
Whole Loan Strategy	0-75	6-8 %	5-7	80-150	7-8%
Mixed Debt Strategy	0-80	8-10 %	5-7	100-200	8-9%
Distressed Debt Strategy	50-100	15-20 %	-	-	-

Tabelle 4: Real Estate Debt Fund Strategien, vgl. INREV (2012), S. 17-19

2.4 Public Real Estate Debt

Public Real Estate Debt bietet dem Anleger den Vorteil einer besseren Liquidität, da die Anlageprodukte über eine Börse jederzeit verkauft werden können. Durch die tägliche Bewertung unterliegen die Anlagen aber auch einer höheren Volatilität. Über die indirekte Anlage hat der Investor Zugang zur Expertise von Managern von Anlageprodukten in unbekannten Märkten oder Sektoren. Standardisierungen ermöglichen zudem eine Senkung der Verwaltungskosten. Im Vergleich zur direkten Kreditvergabe hat der Anleger jedoch eine stark eingeschränkte Mitbestimmung.

2.4.1 Pfandbriefe

„Pfandbriefe sind längerfristige, öffentlich gehandelte Anleihen, die im Vergleich zu normalen Anleihen zusätzlich durch Hypothekarforderungen gedeckt sind. Aufgrund der höheren Sicherheiten sind sie für die Banken eine billigere Art der Refinanzierung als die Ausgabe von gängigen Anleihen, da sie aufgrund des geringeren Risikos einen tieferen Zinssatz aufweisen. Bezüglich ihres Risikos gibt es international grosse Unterschiede. Die Schweiz hat im internationalen Vergleich eines der strengsten Pfandbriefgesetze. Pfandbriefe können in der Schweiz nur durch zwei Institute, die Pfandbriefbank schweizerischen Hypothekarinsitute und die Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken ausgegeben werden.“³⁴ Beide Institute werden zurzeit von Moody's mit der Höchstnote AAA bewertet. Dies basiert einerseits auf der 4-stufigen Sicherheitskette, da gegenüber dem Gläubiger der Emittent (Pfandbriefbank oder Pfandbriefzentrale), die Hypothekargläubiger (Banken), die Hypothekarschuldner und in letzter Instanz das Pfandobjekt selbst haften.³⁵ Zudem sind die Belehnungsgren-

³⁴ Jordan 2008a, S. 4

³⁵ vgl. Emch et al. 2011, S. 520

zen äusserst konservativ, gem. Art. 34 Abs. 2 des Pfandbriefgesetzes liegt diese bei nichtlandwirtschaftlichen Grundstücken bei zwei Dritteln, Immobilien im Ausland sind ausgeschlossen. Aufgrund dieser beiden Aspekte kann argumentiert werden, es handle sich bei Pfandbriefen nicht wirklich um Real Estate Debt, hatte doch die Immobilienpreisentwicklung bisher noch nie eine spürbare direkte Auswirkung auf deren Rendite oder Risiko.³⁶

Das Volumen der Pfandbriefanleihen in der Schweiz per 2011 betrug 75,3 Mia. CHF.³⁷ Die Rendite von Pfandbriefanleihen lag in den vergangenen 5 Jahren rund 0,5 % über derjenigen von Bundesobligationen mit gleicher Restlaufzeit.³⁸

Im Ausland, wo auch die Bezeichnung Mortgage Covered Bonds verwendet wird, besteht aufgrund der teilweise weniger strengen Gesetzgebung ein engerer Zusammenhang zu den Immobilienmärkten, in Deutschland sind beispielsweise Beleihungen von gewissen Liegenschaften im Ausland bis zu 60 % gestattet.³⁹ Weltweit waren 2011 Pfandbriefe mit einem Nominalwert von 2'000 Mia. € ausstehend, wobei auf Spanien (369 Mia. €), Dänemark (346 Mia. €) und Deutschland (224 Mia. €) die grössten Anteile entfallen. In den USA sind Pfandbriefe unbedeutend (9,5 Mia. EUR).⁴⁰

2.4.2 *Mortgage Backed Securities (MBS)*

Diese Finanzierungsform entstand in den siebziger Jahren in den USA. Als erste Anbieter traten staatliche bzw. halbstaatliche Agenturen auf, welche noch heute im Rahmen von Fördermassnahmen den Banken Hypothekendarlehen abkaufen und sie durch die Ausgabe von Wertpapieren am Kapitalmarkt refinanzieren. Bei dieser sog. Verbriefung bleiben die Hypotheken im Gegensatz zum Pfandbrief nicht in den Bilanzen der Banken sondern werden in Zweckgesellschaften ausgelagert und das Kreditrisiko wird somit an den Investor weitergereicht. MBS können in Agency MBS und Private Label MBS unterschieden werden. Agency MBS haben striktere Kriterien und es werden nur konventionelle Hypotheken verbrieft. Diese werden von staatlichen Gesellschaften garantiert. Private Label MBS haben kaum Beschränkungen und der Emittent ist meistens nur eine tief kapitalisierte Zweckgesellschaft, womit sie deutlich risikoreicher sind. Seit bald 30 Jahren existieren strukturierte Verbriefungsprodukte, welche insbesondere

³⁶ vgl. Jandura/Rehkugler 2002, S. 260

³⁷ gem. Geschäftsberichten 2011

³⁸ vgl. UBS, 2012, S. 1

³⁹ vgl. § 13 (1) deutsches Pfandbriefgesetz

⁴⁰ vgl. ECBC European Covered Bond Council 2012, S. 557

in den Jahren vor der Finanzkrise starkes Wachstum erlebten. Wie in Abbildung 4 ersichtlich wird ein Pool von Hypotheken in Tranchen mit unterschiedlichen Rendite-/Risikoprofilen unterteilt und in verschiedenen Wertpapierklassen emittiert. Diese Strukturierungen machten es möglich, dass ein Teil eines Pools von schlechten Hypotheken (sog. Subprime-Hypotheken) trotzdem ein Rating AAA erlangen konnte und Investoren fand.⁴¹ Dies führte in den USA zu einer Lockerung der Vergabestandards bei Hypotheken und als Folge dessen zu stark steigenden Immobilienpreisen. Als die schlechten Schuldner ihren Verpflichtungen nach einer gewissen Zeit nicht mehr nachkommen konnten, kam es vermehrt zu Zwangsverwertungen, was 2007 die Immobilienpreisblase schlussendlich platzen liess. Dies führte zum Einbruch des MBS-Marktes. Die Erholung erfolgt bis heute nur zögerlich.

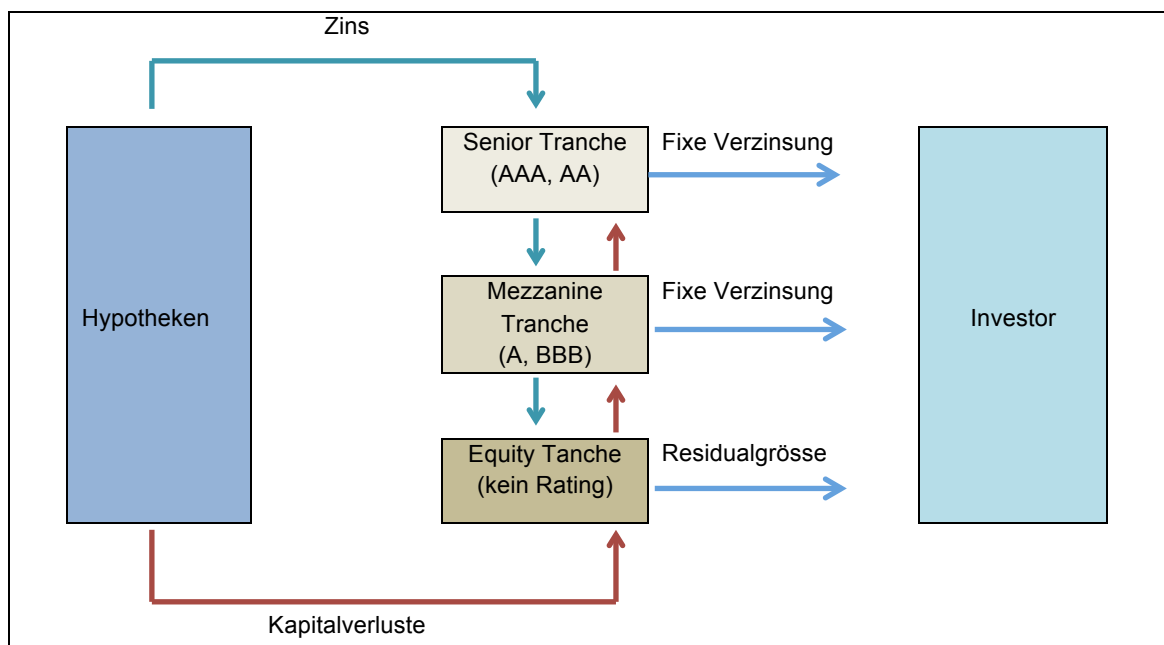


Abbildung 4: Strukturierte Verbriefungsprodukte, SNB⁴²

Unter Residential Mortgage Backed Securitisation (RMBS) wird die Verbriefung von Hypothekendarlehen auf wohnwirtschaftlich genutzten Immobilien verstanden, wobei diese im Wesentlichen Ein- bis Zweifamilienhäuser oder Eigentumswohnungen umfassen. Mehrfamilienhäuser werden von den Ratingagenturen zu den Verbriefungen gewerblicher Immobilienfinanzierungen gezählt (Commercial Mortgage Backed Securitisation – CMBS), da diese die Objektarten nach Bewertungsmethoden unterscheiden. Die Bewertung von Eigenheimen erfolgt dabei mittels hedonischer Methode auf Portfoliostufe, wogegen Mehrfamilienhäuser, Büroimmobilien, Einzelhandelsobjekte etc. mit

⁴¹ vgl. Jordan, 2008, S. 6

⁴² vgl. Jordan, 2008, Folie 3

einem detaillierten Verfahren auf Stufe Einzelobjekt, welches auf einer dynamischen Analyse der Zahlungsströme basiert, bewertet werden.⁴³

MBS sind primär in den USA stark verbreitet, etwas weniger stark auch in Grossbritannien. In der Schweiz wurden in den Jahren 1998 bis 2003 lediglich sechs Transaktionen durchgeführt und diese dienten primär Testzwecken. Die Vertragswerke waren sehr komplex und die Gelder im Vergleich zu alternativen Refinanzierungsmöglichkeiten teurer, weshalb in der Schweiz seither keine weiteren Verbriefungen erfolgten.⁴⁴

2.4.3 *Collateralised Mortgage Obligations (CMO's)*

Bei den Collateralised Mortgage Obligations handelt es sich um eine Untergruppe der Collateralised Debt Obligations (CDO's), welche hypothekarisch gedeckt ist. Sie entstand aus der Weiterentwicklung der in Abbildung 4 dargestellten Strukturierung von MBS. Investoren für die Senior-Tranche der MBS konnten jeweils relativ einfach gefunden werden. Schwieriger bzw. teurer wurde es bei der Mezzanine Tranche, weshalb diese wiederum in mehrere Tranchen aufgeteilt wurde. So wurde es möglich, dass ein Teil der ursprünglich mit A oder BBB gerateten Tranche ein AAA Rating erhielt (sog. Super Senior Tranche) und entsprechend tief verzinst wurde.⁴⁵ Dies verdeutlicht, dass ein bestimmtes Rating für eine MBS- bzw. CMO-Tranche nicht gleich interpretiert werden kann wie das gleiche Rating einer normalen Anleiheobligation.⁴⁶ Neben anderen Investmentbanken hat auch die UBS die Risiken von CMO's deutlich unterschätzt. Auf Super Senior CMO's musste sie 2008 über 20 Mia. US\$ abschreiben.⁴⁷ Seit 2010 wächst das Emissionsvolumen von CDO's wieder leicht und betrug 2012 weltweit 56,6 Mia. US\$⁴⁸, was 12 % des Höchststandes von 2006 entspricht. In der Schweiz wurden bisher keine Transaktionen durchgeführt.

2.4.4 *Kotierte Real Estate Debt Fonds*

Der Markt von listed Real Estate Debt Fonds ist noch sehr jung. In der Schweiz bestehen bisher keine Kotierungen. Im Januar 2013 erfolgte mit dem Starwood European Real Estate Finance Fund mit einer mixed-debt Strategie der erste Börsengang in

⁴³ vgl. Hey, 2003, S. 435-436

⁴⁴ vgl. Jordan 2008, S. 7 sowie Folie 8

⁴⁵ vgl. Hull, 2011, S. 406

⁴⁶ ebenda

⁴⁷ vgl. Eidg. Bankenkommision, 2008, S. 5

⁴⁸ vgl. Asset-Backed Alert, 2013, o.S.

London. Kurz darauf erfolgte der IPO des ICG-Longbow Senior Secured UK Property Debt Investments, welcher eine Senior Debt Strategie verfolgt.⁴⁹

2.4.5 *Mortgage REIT's*

Mortgage Real Estate Investment Trusts bzw. Mortgage REIT's sind börsennotierte Aktiengesellschaften, welche in den späten Sechzigerjahren in den USA entstanden und ursprünglich im Bereich der Projektfinanzierung tätig waren. Aufgrund der gegenüber Banken und Versicherungen schwächeren Regulierung konnten höhere Risiken eingegangen werden, was in der Wirtschaftskrise 1974/75 fast zum Verschwinden dieses Anlageproduktes führte. Heute bestehen die Aktiven von Mortgage REIT's mehrheitlich aus CMBS und RMBS.⁵⁰ Das Marktvolumen hat sich seit 2009 fast vervierfacht, ist mit 426 Mia. US\$ aber nach wie vor relativ unbedeutend. Viele Mortgage REIT's investieren in Agency MBS, die Risiken sind aber trotzdem nicht zu unterschätzen, da die Refinanzierung oft über kurzfristige Schulden erfolgt und somit hohe Zinsänderungs- und Liquiditätsrisiken bestehen.⁵¹

2.5 Marktumfeld im Ausland

In sämtlichen untersuchten Ländern dominieren die Banken als Immobilienfinanzierer. Wie in Abbildung 5 ersichtlich, spielen im übrigen Europa und Nordamerika Nichtbanken sowie Verbriefungen aber eine grössere Rolle als in der Schweiz. Diese beiden Märkte werden deshalb in Kapitel 2.5.1 und 2.5.2 näher beschrieben. Aktuelle Marktentwicklungen sowie die Zunahme der Regulierungsdichte und verschärften Eigenmittel- und Liquiditätsvorschriften für Banken als Folge der Finanzkrise haben insbesondere auf die Finanzierung von kommerziellen Immobilien Auswirkungen. Bis 2008 waren in vielen Ländern deutlich höhere Belehnungen als in der Schweiz üblich. Werden diese Finanzierungen nun fällig, sind die Banken nicht mehr zu einer Weiterführung in den bisherigen Finanzierungshöhen und zu den bisherigen Konditionen in der Lage bzw. bereit. Seit 2010 publiziert der weltweit tätige Immobiliendienstleister DTZ (Debenham Thouard Zadelhoff) in regelmässigen Abständen Studien zum Debt Funding Gap, in welchen dieser Aspekt untersucht wird. Im vorletzten Report vom November 2012 schätzte DTZ die Finanzierungslücke auf 117 Mia. US\$, wovon 86 Mia.

⁴⁹ gem. Emissionsprospekten vom 28.11.2012 bzw. 31.01.2013

⁵⁰ vgl. Brueggemann / Fisher, 2008, S. 640-641

⁵¹ vgl. Wall Street Journal, 2013, o.S.

US\$ auf Europa und 31 Mia. US\$ auf Asien entfielen.⁵² Für Europa wurden diese Prognosen mit Bericht vom Juni 2013 inzwischen auf 50 Mia. US\$ korrigiert, da die Kapitalrückzahlungen der Schuldner sowie die Abschreibungen der Banken höher waren als erwartet.⁵³ In den USA geht DTZ davon aus, dass genügend Eigenkapital vorhanden ist und keine Finanzierungslücke besteht.⁵⁴

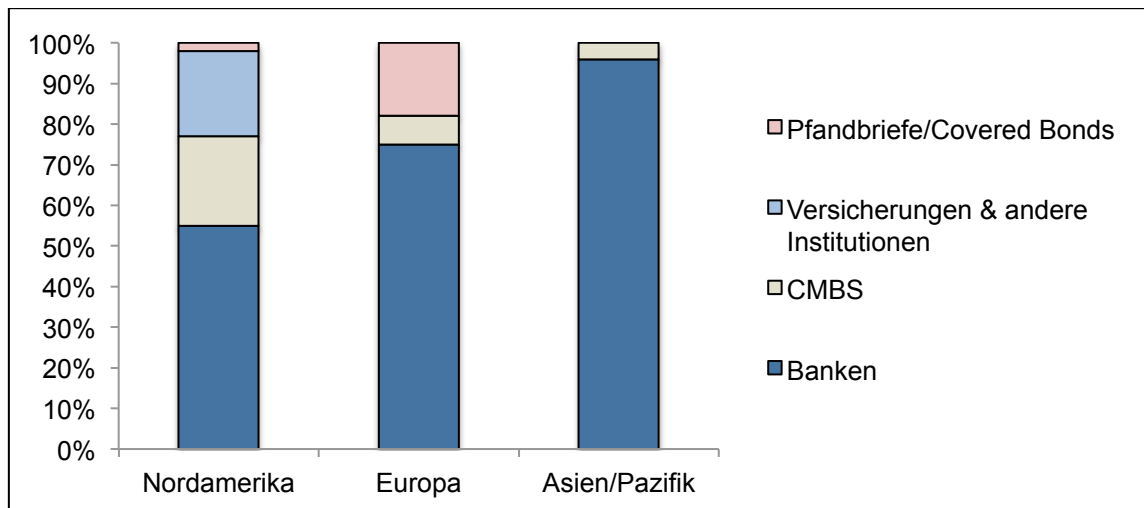


Abbildung 5: Kommerzielle Immobilienfinanzierungen nach Mittelherkunft per Ende 2010, DTZ 2011, S. 3

Den Gesamtmarkt an kommerziellen Immobilienfinanzierungen (ohne Eigenheime) schätzt DTZ auf 7'000 Mia. US\$, wovon 2'365 Mia. US\$ auf Nordamerika, 2190 Mia. US\$ auf Asien/Pazifik und 2'445 Mia. US\$ auf Europa entfallen.⁵⁵

2.5.1 Entwicklung in Europa

Traditionell investieren Versicherungen und Pensionskassen anderer europäischer Länder ähnlich wie in der Schweiz in Hypotheken und Pfandbriefe. In Deutschland ist der Marktanteil der Versicherer aber ähnlich klein, 2011 z.B. gewährten Versicherer Hypotheken von knapp 55 Mia. €⁵⁶ und die Banken 1'167 Mia. €⁵⁷. Der von DTZ für Europa errechnete Net Debt Funding Gap von 50 Mia. US\$ für kommerzielle Immobilienfinanzierungen verteilt sich gemäss Bericht vom Juni 2013 mehrheitlich auf die Länder Grossbritannien (29 Mia. US\$) und Spanien (25 Mia. US\$).⁵⁸ Bereits in diese Berechnung eingeflossen sind geschätzte Kreditgewährungen durch Nichtbanken von

⁵² vgl. DTZ 2012a, S. 3

⁵³ vgl. DTZ 2013, S. 1

⁵⁴ vgl. DTZ 2012a, S. 9

⁵⁵ vgl. DTZ 2012, S. 3, und DTZ 2013, S. 2

⁵⁶ vgl. Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V. 2012, S. 15

⁵⁷ vgl. Deutsche Bundesbank 2013, S. 32

⁵⁸ vgl. DTZ 2013, S. 3

113 Mia. US\$, welche primär von Versicherungen (rund die Hälfte), Kreditfonds, Pensionskassen aber auch aus direkten Bondemissionen der Liegenschafteneigentümern stammen.⁵⁹ Die noch im November 2012 von DZT prognostizierte Finanzierungslücke von netto 27 Mia. US\$ für Deutschland konnte durch Nichtbanken inzwischen praktisch geschlossen werden.⁶⁰ Die geringere Verfügbarkeit von Fremdkapital für Immobilien hat zu markanten Veränderungen bezüglich Preisen und Struktur von Finanzierungen geführt (vgl. Abbildung 6). Einige Banken haben sich 2012 ganz oder teilweise aus dem Hypothekengeschäft zurückgezogen (Eurohypo, Société Générale, DG Hyp, Yorkshire Bank, Clydesdale).⁶¹

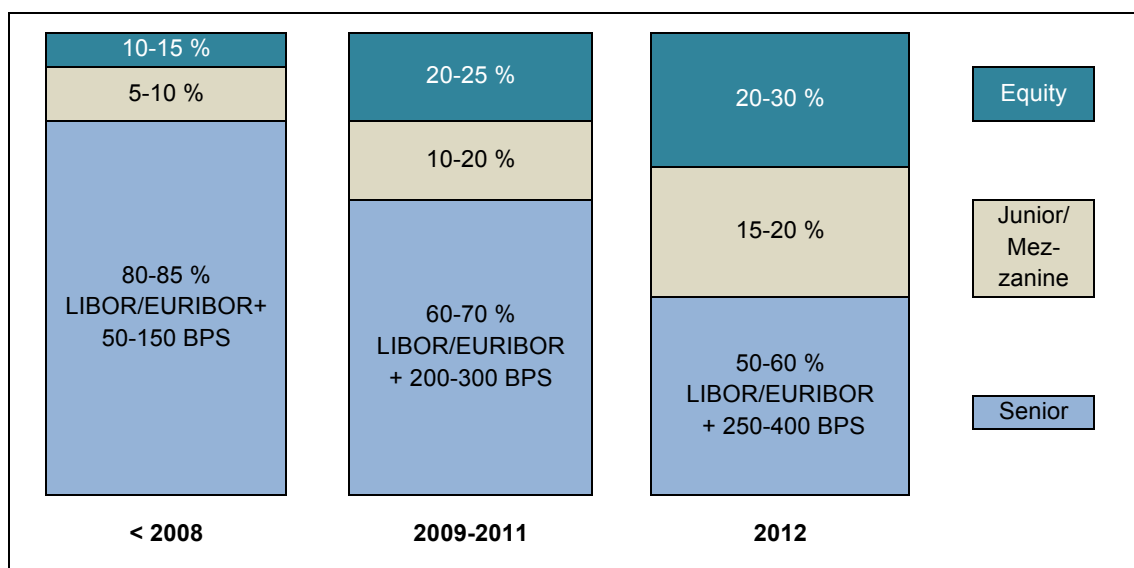


Abbildung 6: Commercial Real Estate Loan Structuring and Pricing, vgl. INREV, M&G Investments, CBRE, zit. in INREV (2012), S. 7

Die Kreditmargen in Europa sind deutlich höher als in der Schweiz, unterscheiden sich in den verschiedenen Ländern wie in Abbildung 7 ersichtlich aber stark. Die Finanzierungslücke soll bis Ende 2015 geschlossen sein.⁶² Beispiele grösserer Transaktionen von Nichtbanken sind der Versicherungskonzern Allianz, welcher 2011 für den geschlossenen Immobilienfonds der Deutsche-Bank-Tochtergesellschaft DWS die Doppeltürme des Mutterkonzerns in Frankfurt mit Fremdkapital von 300 Mio. € (LTV ca. 50 %) finanzierte⁶³, oder die Bayrische Versicherungskammer, die 2011 für die Finanzierung des Kaufs des ‚Silberturms‘ in Frankfurt 190 Mio. € Fremdkapital zur

⁵⁹ vgl. DTZ 2013, S. 8

⁶⁰ vgl. DTZ 2013, S. 3

⁶¹ vgl. DTZ 2012a, S. 7

⁶² vgl. DTZ 2012a, S. 7-10

⁶³ vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung, 10.06.2011, Nr. 133, S. 33

Verfügung stellte.⁶⁴ Weitere Mittel stellen Real Estate Debt Fonds zur Verfügung, wobei diese oft den Banken die Forderungen nur mit einem Discount abkaufen. Die Differenz wird von den Banken entweder abgeschrieben oder an Real Estate Private Equity Investoren verkauft.⁶⁵ Gemäss einer Umfrage der EBS Business School rechnen die befragten Banken mit einer Zunahme von diesen sog. Distressed Real Estate Assets-Transaktionen und mit Discounts von 20 bis 30 %.⁶⁶

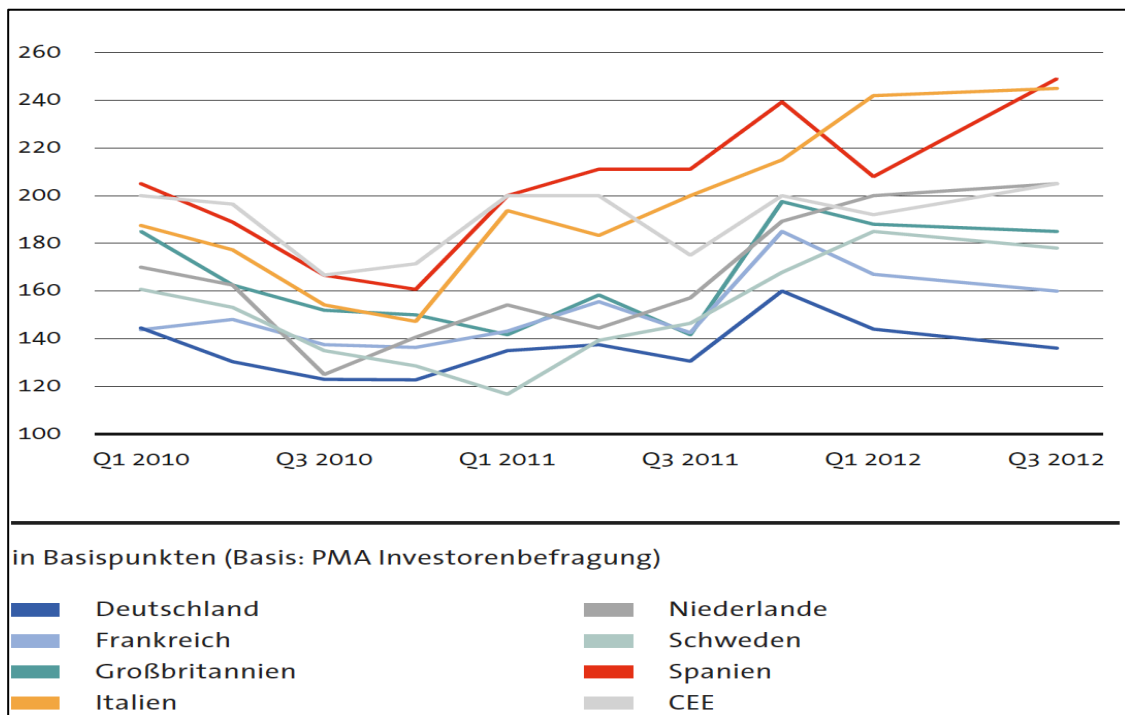


Abbildung 7: Finanzierungsmargen (Core Objekte) in Europa, iii-investment. Research 2012, S. 17

Der in Dortmund ansässige Finanzdienstleister Collineo Asset Management hat 2012 die Resultate einer Untersuchung von zehn verschiedenen Immobilienanlageformen mit Fokus auf Europa publiziert. Die Ergebnisse sind in Tabelle 5 dargestellt. Aufgrund mangelnder Datenverfügbarkeit wurde allerdings nur der relativ kurze Zeitraum von Januar 2000 bis März 2012 untersucht. Aus Sicht eines Anlegers in der Schweiz ist das Risiko von Währungskursschwankungen zusätzlich zu berücksichtigen, womit die Ergebnisse der Untersuchung zu relativieren sind. Für den Markt Schweiz wurden bisher keine vergleichbaren Daten erhoben.

⁶⁴ vgl. Pressemitteilung der Bayerischen Versorgungskammer vom 3.11.2011

⁶⁵ vgl. Volquarts/Radner, 2011, S. 6

⁶⁶ vgl. Radner/Maurin, 2012, S. 24

	Gesamtrendite p.a.	Standardabweichung
IPD Einzelhandel (UK)	8,36 %	1,22 %
IPD Büros (UK)	7,94 %	1,34 %
MBS (UK)	7,87 %	1,40 %
REIT	6,49 %	5,84 %
Pfandbrief 10 Jahre	6,70 %	1,40 %
IPD Büros (London)	5,94 %	1,92 %
Pfandbrief 5 Jahre	5,44 %	0,90 %
Offene Fonds	2,47 %	0,41 %
Europace Apartmentindex (BRD)	1,97 %	1,49 %
Immobilien-AG's	1,33 %	4,23 %
Durchschnitt Eigenkapital	4,93 %	2,35 %
Durchschnitt Fremdkapital	6,67 %	1,23 %

Tabelle 5: Übersicht von Rendite und Risiko der untersuchten Anlagen, vgl. Collineo Asset Management GmbH (2012), S. 20

Die Resultate verschiedener Investorenbefragungen zeigen ein zunehmendes Interesse an Real Estate Debt. So geben z.B. in der „Investment Intentions Survey 2013“ von INREV 40 % der befragten Fondsmanager und über 30 % der Investoren an, 2013 in Real Estate Debt/Mortgage investieren zu wollen.⁶⁷ Laut der „German Investors Survey“ der deutschen Schroder Property Investment Management GmbH vom Dezember 2012 geben 29 % der Immobilieninvestoren an, in den nächsten 12 Monaten ein Investment in Real Estate Debt in Betracht zu ziehen.⁶⁸ Die Ernst & Young Real Estate GmbH gibt in ihrer Studie „Trendbarometer Immobilienanlagen der Assekuranz 2012“ an, dass 60 % der befragten deutschen Versicherungen der Ansicht sind, dass Anlagen wie Real Estate Debt an Bedeutung gewinnen werden.⁶⁹ Gemäss der ausführlichen Studie „Emerging Trends in Real Estate® 2012 Europe“ von PwC in Zusammenarbeit mit dem Urban Land Institute, Washington, vom Januar 2012 entfallen 11,6 % der bevorzugten Kapitalallokation auf Real Estate Debt.⁷⁰

2.5.2 Entwicklung in den USA

Der US-Markt ist mit 13'137 Mia. US\$ per Ende 2012⁷¹ der grösste und auch transparenteste Markt für Real Estate Debt. Wie bereits aus Abbildung 5 ersichtlich haben Nichtbanken in den USA einen deutlich höheren Marktanteil am Immobilienfinanzierungsgeschäft für kommerzielle Immobilien als in anderen Ländern. Die Existenz von Indizes vereinfacht zudem das Management von Real Estate Debt als Anlageklasse.

⁶⁷ vgl. INREV, 2013, S. 8

⁶⁸ gem. Pressemitteilung der Schroder Property Investment Management GmbH vom 3.12.2012

⁶⁹ vgl. Ernst & Young 2012, S. 27

⁷⁰ vgl. Urban Land Institute/PwC 2012, S. 9

⁷¹ Federal Reserve 2013, o.S., inkl. Finanzierungen von Eigenheimen

Für Private Real Estate Debt wird meistens der Gilberto-Levy Index und für Public Real Estate Debt ein CMBS-Index (z.B. Barclays AAA CMBS Index) verwendet. Das Emis-sionsvolumen für CMBS ist von 229 Mia. US\$ im Jahr 2007 nach der Finanzkrise fast vollständig zusammengebrochen und hat sich 2012 auf 48 Mia. US\$ wieder leicht er-holt.⁷² Der CDO-Markt ist kaum mehr existent. An deren Stelle sind die US Govern-ment Agencies , Versicherungen, Kreditfonds und Mortgage REIT's getreten.⁷³

⁷² Commercial Mortgage Alert 2013, o.S.

⁷³ IPD Real Estate 2013, S. 26-27

3 Real Estate Debt Markt Schweiz

3.1 Konjunkturelles Umfeld

3.1.1 Zinsentwicklung

Die Schweizer Wirtschaft präsentiert sich im Vergleich mit dem europäischen Ausland sehr robust. Die Schweizerische Nationalbank hat am 20. Juni 2013 ihre Inflationsprognose nach unten korrigiert und geht für 2013 von einer Inflation von minus 0,3 % aus. Für 2014 und 2015 werden 0,2 bzw. 0,7 % Inflation erwartet. Das Wirtschaftswachstum für 2013 wird zwischen 1 und 1,5 % geschätzt.⁷⁴ Mittelfristig ist somit nicht mit stark steigenden Zinsen zu rechnen. Aus Abbildung 8 geht hervor, dass diese Situation der historisch tiefen Zinssätze seit rund vier Jahren vorherrscht.

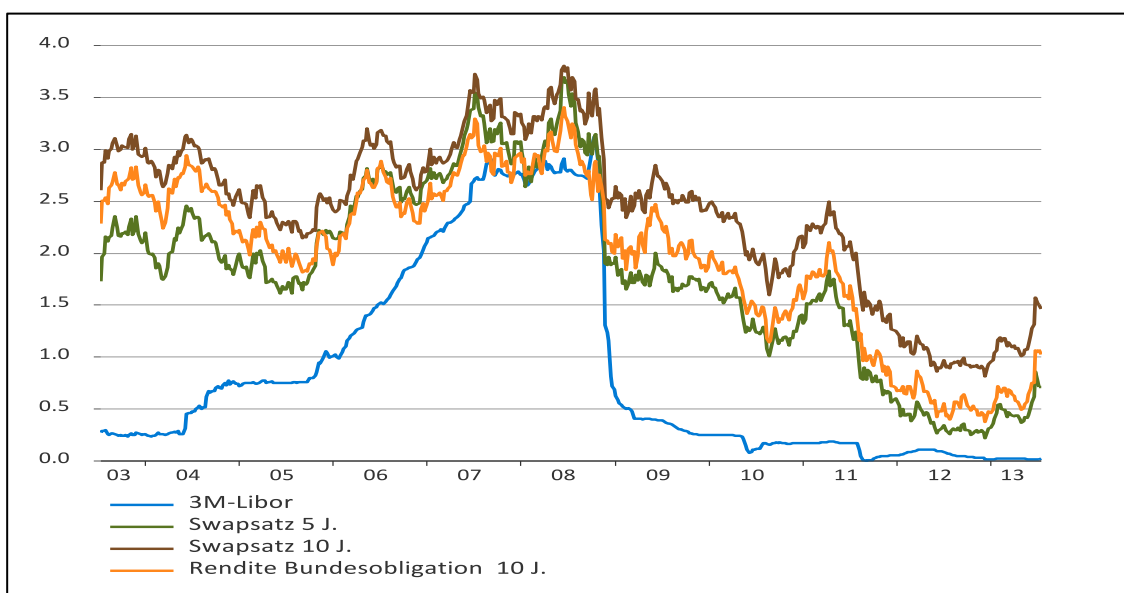


Abbildung 8: Zinsentwicklung in der Schweiz seit 2003, ZKB, Datastream SNB

3.1.2 Bonitätsspreads

Unter „Bonitätsspread“ oder „Creditspread“ wird die Differenz zwischen dem risikolosen Zinssatz und der Rendite einer Anleihe mit einem bestimmten Rating verstanden. Er beziffert den Risikoaufschlag, den der Anleger für ein bestimmtes Schuldnerisiko für eine bestimmte Laufzeit verlangt. Abbildung 9 zeigt auf, dass die Bonitätsspreads während der Finanzkrise aufgrund der Unsicherheiten im Markt stark gestiegen und inzwischen wieder auf das Niveau von Anfang 2008 gesunken sind. Vor der Finanzkrise differenzierte der Markt kaum zwischen AA und A. Heute hingegen drückt sich der Bonitätsunterschied im Pricing aus.

⁷⁴ Medienmitteilung der SNB vom 20.06.2013

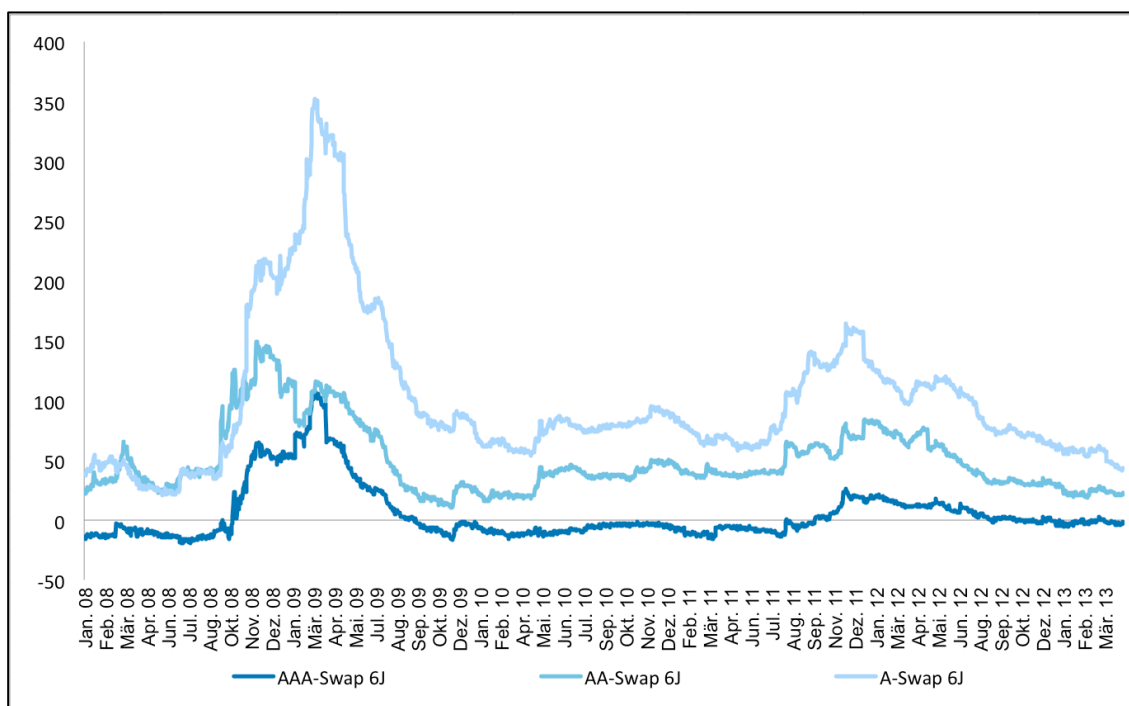


Abbildung 9: Bonitätsspreads Obligationen Schweiz, ZKB Research⁷⁵

3.1.3 Renditen von Immobilienanlagen

Seit 2002 sind in der Schweiz steigende Immobilienpreise zu beobachten, wobei sich diese Entwicklung zunehmend von der Teuerung abkoppelt. Aufgrund der tiefen Zinsen bleibt die Nachfrage der Anleger und der Konsumenten hoch. Experten stellen primär bei den Eigenheimen in gewissen Regionen (insbesondere Zürich und Genf) Marktüberreibungen fest.⁷⁶ Abbildung 10 veranschaulicht die Entwicklung des Total Returns seit 2002 der verschiedenen Objektarten. Für 2012 misst der IPD⁷⁷ / Wüst & Partner Schweizer Immobilienindex einen Total Return von hohen 6,8 %, wobei der Anteil der Wertänderungsrendite 2,3 % und jener der Nettocashflowrendite 4,4 % beträgt. Tabelle 6 zeigt die Zusammensetzung der Renditen aufgeteilt nach Objektarten. Der attraktive annualisierte Total Return von 6,1 % (alle Objektarten) über 10 Jahre ist aufgrund der kurzen Zeitspanne zu relativieren, da insbesondere die Immobilienkrise der frühen Neunzigerjahre nicht enthalten ist.

3.2 Regulatorische Anforderungen

In diesem Kapitel sollen primär die Anforderungen an Versicherungen und Pensions-

⁷⁵ Durchschnittliche Laufzeit 6 Jahre, Anleihen mit Rating BBB sind in dieser Grafik nicht enthalten, da eine Auswertung aufgrund derer geringen Anzahl statistisch nicht relevant wäre.

⁷⁶ UBS 2013, S. 1-4

⁷⁷ Investment Property Databank, weltweit tätiger Immobiliendienstleister mit Spezialisierung auf Performancemessung

kassen beschrieben werden. Aufgrund des hohen Marktanteils der Banken von 94 % am Hypothekarmarkt werden aber die Anforderungen an Banken zu Vergleichszwecken ebenfalls kurz zusammengefasst.

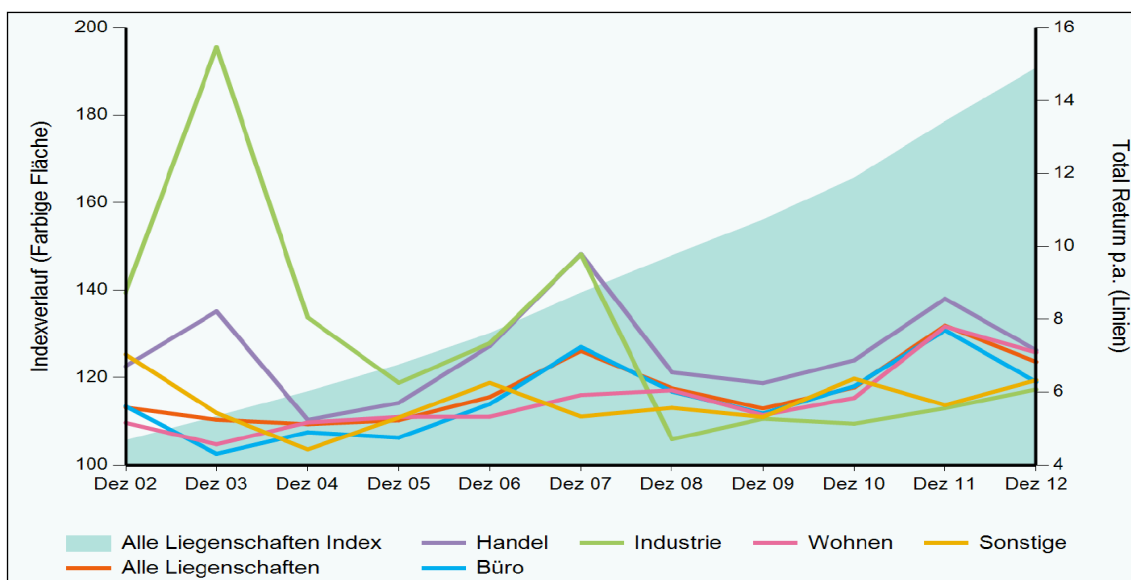


Abbildung 10: IPD / Wüest & Partner Schweizer Immobilien Index, Ergebnisse zum 31.12.12

	Total Return Index Dez. 2012, Dez. 2001 = 100	Total Return in %, 1 Jahr	Netto-Cash- Flow-Ren- dite in %, 1 Jahr	Wertände- rungsren- dite in %, 1 Jahr	Annualisierter Total Return 10 Jahre
Alle Liegenschaften	190,8	6,8	4,4	2,3	6,1
Handel	212,9	7,1	4,3	2,7	7,1
Büro	186,2	6,3	4,4	1,8	5,8
Industrie	220,3	6,1	6,2	-0,1	7,3
Wohnen	185,5	7,1	4,4	2,6	5,8
Sonstige	184,4	6,3	4,3	1,9	5,6

Tabelle 6: IPD / Wüest & Partner Schweizer Immobilien Index, Ergebnisse per 31.12.2012

3.2.1 Banken

Als Folge der grossen Verluste, die die Banken aufgrund der globalen Finanzkrise 2007 und 2008 erlitten, mussten viele Institute durch staatliche Mittel vor dem Bankrott gerettet werden. Um dies in Zukunft zu vermeiden, legt das unter dem Begriff „Basel III“ bekannte Regelwerk des Basler Ausschusses der Bank für internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) unter anderem höhere Mindestanforderungen für die Kapitalisierung und die Liquidität der Banken fest. In der Schweiz wurden diese Vorschriften per 1. Januar 2013 im Bankengesetz⁷⁸, der Eigenmittelverordnung (ERV)⁷⁹ und der Liquiditätsver-

⁷⁸ Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen (Bankengesetz, BankG) vom 8. November 1934 (Stand am 1. Januar 2013)

⁷⁹ Verordnung über die Eigenmittel und Risikoverteilung für Banken und Effekthändler (Eigenmittelverordnung, ERV) vom 1. Juni 2012 (Stand 1. März 2013)

ordnung (LiqV)⁸⁰ bereits umgesetzt. Es bestehen aber für gewisse Bestimmungen Übergangsfristen bis Ende 2018 für die Anwendung.⁸¹ Das Mindesteigenkapital ist relativ einerseits zu den risikogewichteten Aktiven („capital ratio“) und andererseits zur Bilanzsumme („leverage ratio“) definiert. Überdies bestehen höhere qualitative Anforderungen an das Eigenkapital. Für systemrelevante Grossbanken gelten seit dem 1. März 2012 zudem noch strengere Vorschriften aufgrund der Too-Big-To-Fail-Regulierung (TBTF-Vorlage zur „Stärkung der Stabilität im Finanzsektor“), die bis Ende 2018 umgesetzt werden müssen. Diese eingeführten Gesetzesänderungen beinhalten neben Eigenkapitalvorschriften (bis zu 19 % risikogewichtetes Eigenkapital) auch Vorgaben zu Liquidität, Risikodiversifikation und Organisation sowie einen antizyklischen Kapitalpuffer von bis zu 2,5 %, mit welchem einem übermässigen Kreditwachstum entgegen gewirkt werden kann (Art. 44 der ERV vom 01. Juni 2012).⁸² Die in Abbildung 10 ersichtliche Preissteigerung bei Wohnliegenschaften hatten weitere Regulierungen zur Folge. Zur Senkung der Risiken im Hypothekarmarkt hat die Schweizerische Bankiervereinigung (SBVg) per 1. Juli 2012 Standesregeln betreffend Mindestanforderungen bei Hypothekarfinanzierungen beschlossen. Für selbstgenutztes Wohneigentum sowie für Renditeobjekte beträgt der Mindestanteil an Eigenmitteln 10 % des Belehnungswertes, die nicht aus dem Guthaben der 2. Säule stammen dürfen. Zudem sind die Hypotheken innert maximal 20 Jahren auf 2/3 des Belehnungswertes zu amortisieren. Diese Richtlinien sind von der FINMA anerkannt worden und gelten seither als aufsichtsrechtlicher Mindeststandard.⁸³ Sie gelten nicht für Versicherungen und Pensionskassen. Am 13. Februar 2013 hat der Bundesrat auf Antrag der Schweizerischen Nationalbank den antizyklischen Kapitalpuffer gem. Art. 44 ERV im Umfang von 1 %, welchen alle Banken ab dem 30. September 2013 zu halten haben, für Hypothekarkredite zur Finanzierung von Wohnliegenschaften zusätzlich aktiviert.⁸⁴

Bis Ende 2012 mussten die Banken in der Schweiz unter „Basel II“ die Unterlegung ihrer Ausleihungen nach dem sog. „Schweizer Standardansatz“ (SA-CH) berechnen. Im Grundsatz war der SA-CH strenger als der internationale Standardansatz (SA-BIZ), so mussten zum Beispiel eigene Liegenschaften und andere Sachanlagen mit deutlich mehr

⁸⁰ Verordnung über die Liquidität der Banken (Liquiditätsverordnung LiqV) vom 30. November 2012

⁸¹ vgl. Zulauf/Eggen 2013, S. 12-13

⁸² vgl. Factsheet ‚Stärkung der Stabilität im Finanzsektor‘ des Eidg. Finanzdepartementes vom Februar 2013

⁸³ vgl. Medienmitteilung ‚Richtlinien betreffend Mindestanforderungen bei Hypothekarfinanzierungen‘ der SBVg vom Juni 2012

⁸⁴ vgl. Medienmitteilung vom 13.02.2013 der SNB

Eigenmitteln unterlegt werden. Ausleihungen mit Deckung durch gewerblich genutzte Immobilien konnten hingegen mit einem um 25 % reduzierten Satz unterlegt werden, was unter dem Regelwerk Basel III, welches auch die Abschaffung des SA-CH beinhaltet, nicht mehr der Fall ist.⁸⁵ Ausleihungen mit Deckung durch wohnwirtschaftlich genutzte Immobilien können unverändert mit einem reduzierten Satz unterlegt werden. Dies dürfte inskünftig (Umsetzung bis Ende 2018) zu einem differenzierteren Pricing von Krediten auf Wohn- und Gewerbeimmobilien führen. Die Berechnung der Gewichtung der einzelnen Positionen kann auch nach einem internen Ratingansatz (IRB) erfolgen, sofern dieser von der FINMA vorgängig bewilligt wurde (Art. 50 und 77 ERV). Derzeit wenden in der Schweiz drei Banken einen IRB an.

3.2.2 *Pensionskassen*

Artikel 65 Abs. 2bis des Bundesgesetzes über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVG) schreibt vor, dass sämtliche Verpflichtungen einer Vorsorgeeinrichtung durch Vorsorgevermögen gedeckt sein müssen (Grundsatz der Vollkapitalisierung). Eine temporäre Unterdeckung ist unter bestimmten Bedingungen zulässig (Art. 65c bis e BVG).⁸⁶ Der dritte Abschnitt der Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVG 2) enthält diverse Bestimmungen zur Anlage des Vorsorgevermögens. In Tabelle 7 werden die wesentlichen Vorgaben, welche einen Bezug zu Real Estate Debt haben, aufgeführt. Es bestehen keine regulatorischen Einschränkungen bezüglich Märkte oder Sektoren für Real Estate Debt, lediglich der Fremdwährungsanteil ohne Absicherung wird auf maximal 30 % begrenzt.

Die Liquiditätsplanung einer Pensionskasse ist anspruchsvoll, da neben den regelmässigen Rentenzahlungen auch weniger gut prognostizierbare Verpflichtungen aus dem Freizügigkeitsgesetz anfallen können und der Gesetzgeber somit eine hohe Liquidität der Anlagen verlangt.⁸⁷ Da die übrigen Anlageklassen (hauptsächlich Obligationen und Aktien), in welche Pensionskassen investiert sind, aber bereits über eine sehr hohe Liquidität verfügen, dürfte dieser Aspekt bei Investitionsentscheidungen in Real Estate Debt weniger im Vordergrund stehen.

⁸⁵ vgl. Anhang 4 der ERV vom 29.09.2006 bzw. Anhang 3 der ERV vom 01.06.2012

⁸⁶ Für Vorsorgeeinrichtungen öffentlich-rechtlicher Körperschaften bestehen separate Regelungen

⁸⁷ Bundesgesetz über die Freizügigkeit in der beruflichen Alters-, Hinterlassenen und Invalidenvorsorge (FZG)

Artikel	Inhalt
12	Mindestverzinsung des Altersguthabens mit 1,5 % (seit 1. Januar 2012)
47 Abs. 2	Die Jahresrechnung ist nach Swiss GAAP FER 26 zu erstellen.
48	Die Aktiven und Passiven sind nach Swiss GAAP FER 26 zu bewerten.
50	Allgemeine Grundsätze zu Sicherheit und Risikoverteilung
51	Erzielung eines dem Geld-, Kapital- und Immobilienmarkt entsprechenden Ertrages
52	Aufteilung in kurz-, mittel- und langfristige Anlagen zur Wahrung der Liquidität
53b	„Forderungen, die auf einen festen Geldbetrag lauten, [...] Grundpfandtitel, Pfandbriefe sowie andere Schuldanerkennungen, unabhängig davon, ob sie durch Pfandrecht gesichert oder wertpapiermässig verkündet sind oder nicht“ sind zulässig.
54	Maximalgrenze von 10 % des Gesamtvermögens ⁸⁸ pro Schuldner
54b	Maximalgrenze von 5 % des Gesamtvermögens pro Immobilie oder deren Belehnung
55	Kategorienbegrenzungen: a. 50 % für Grundpfandtitel auf Immobilien bis 80 % des Verkehrswertes (inkl. Schweizer Pfandbriefe) e. 30 % für Fremdwährungen ohne Währungssicherung

Tabelle 7: Relevante Bestimmungen von BVV2

3.2.3 Versicherungen

Laut Art. 17 des Bundesgesetzes betreffend die Aufsicht über Versicherungsunternehmen (VAG) müssen diese die Ansprüche aus Versicherungsverträgen durch gebundenes Vermögen sicherstellen. Eine temporäre Unterdeckung, wie sie bei den Pensionskassen unter bestimmten Bedingungen erlaubt ist, wird den Versicherungen nicht zugestanden. Aus diesem Grund dominieren Nominalwerte mit tiefer Volatilität die Asset Allocation der Versicherer. Die zulässigen Anlagen im gebundenen Vermögen sind im FINMA-Rundschreiben 2008/18 „Anlagerichtlinien Versicherer“ geregelt. In Tabelle 8 sind die wesentlichsten für Real Estate Debt Anlagen relevanten Bestimmungen zusammengefasst. Die Vorschriften sind insgesamt deutlich strenger als bei den Pensionskassen. Es bestehen beispielsweise Einschränkungen bezüglich Märkte (nur bestimmte verbriefte Forderungen dem Kernkapital anrechenbar), Seniorität (kein fremder Kapitalvorgang) und Sektoren (nur Wohn- und Geschäftshäuser, für Geschäftshäuser tiefere Maximalbelehnung).

Zusätzlich zur Deckung der Ansprüche der Versicherten durch das gebundene Vermögen müssen Versicherungsunternehmen gem. Art. 9 VAG über ausreichende freie und unbelastete Eigenmittel bezüglich ihrer gesamten Tätigkeit verfügen (Solvabilitätsspanne), welche seit 2011 mittels Swiss Solvency Test (SST) gemessen werden. „Zur Berechnung des Zielkapitals [nach SST, Anm. der Verfasserin] werden alle relevanten und messbaren Finanz-, Kredit- und Versicherungsrisiken mit einem Modell erfasst, das

⁸⁸ Diese Obergrenze darf bei Forderungen gegenüber schweizerischen Pfandbriefinstituten überschritten werden.

Randziffer	Inhalt
34	Anlagen sind problemlos bewertbar und verfügen über eine hohe Liquidität
37	Die Schuldnerbonität ist überprüfbar.
55	Diversifikation: Maximale Anlage bei der gleichen Gegenpartei von 5 % (gilt nicht für Schweizer Pfandbriefinstitute); maximal 20 % Fremdwährungsanteil
119	jährliche Überprüfung der Schuldnerbonität, sofern kein Agenturating besteht
134	Im Ausland investierte Vermögenswerte können nicht dem gebundenen Vermögen zugewiesen werden, soweit es sich nicht um verbrieft Forderungen handelt (auch keine im Ausland gelegene Grundstücke).
182	Verbrieft Forderungen sind zulässig, sofern das Versicherungsunternehmen über spezielle Anforderungen für die Beurteilung von deren Transparenz, Komplexitätsgrad, Werthaltigkeit und Risiko verfügt.
186	Nicht zulässig sind Investitionen in die risikoreichen Tranchen (Equity, Junior, Mezzanine), Mindestanforderung: Investmentgrade (BBB-Rating).
204	Maximalgrenze von 10 % des Sollbetrages für Investitionen in verbrieft Forderungen, der Wert pro Anlage darf 1 % des Sollbetrages nicht übersteigen.
252	Maximale Investition in Hypotheken und Immobilien: 35 % des Sollbetrages
284	Hypotheken auf Spezialobjekten (z.B. Land, Hotels, Ferienwohnungen, Schulen) oder Objekten im Ausland sind nicht zulässig.
286	Maximale Investition in Hypotheken: 25 % des Sollbetrages, max. 5 % pro Forderung
291/292	Wohn- und Geschäftshäuser dürfen zu max. 2/3 belehnt werden (Wohnhäuser zu 80 %, sofern Anteil über 2/3 amortisiert wird).
295	Hypotheken im Nachgang zu anderen Grundpfandgläubigern sind nicht zulässig

Tabelle 8: Relevante Bestimmungen Rundschreiben 2008/18 Anlagerichtlinien Versicherer der FINMA

die tatsächliche Risikoexposition und Risikofähigkeit eines Versicherungsunternehmens messen soll. Die Versicherer dürfen dazu grundsätzlich ein von der FINMA vorgegebenes Standardmodell benutzen. Mit Genehmigung der FINMA sind stattdessen auch interne Modelle zugelassen, die individuell auf ein Versicherungsunternehmen zugeschnitten sind. Das risikotragende Kapital entspricht der Differenz zwischen dem Marktwert der Aktiven und den bestmöglich geschätzten Verpflichtungen.⁸⁹ Gemäss Wegleitung zum SST-Marktrisiko-Standardmodell der FINMA sind für Real Estate Debt sowohl Zinsschwankungen als auch Creditspreads (für Hypotheken analog Bonds mit Rating A) zu berücksichtigen, wogegen für Real Estate Equity die Volatilität von Immobilienindizes⁹⁰ in das Modell einfließt. Etwa die Hälfte der von der FINMA beaufsichtigten Versicherungen hat bisher ein internes Modell zur Genehmigung eingereicht. Davon haben zwei Drittel eine meist befristete Bewilligung erhalten.⁹¹

In der EU sind ebenfalls verschärfte Anforderung an die Eigenkapitalausstattung von Versicherern, welche unter dem Namen „Solvency II“ bekannt sind, geplant. Sie dürften

⁸⁹ Zulauf/Eggen 2013, S. 74-75

⁹⁰ Für Private Real Estate Equity ist der SWX IAZI Investment Real Estate Performance Index und für Public Real Estate Equity der Rüd Blass Immobilienindex massgeblich

⁹¹ vgl. Eidg. Finanzmarktaufsicht FINMA 2013, S. 55-56

aber kaum vor 2015 in Kraft treten. Da viele Schweizer Versicherer auch in EU-Ländern tätig sind, ist für sie eine Anerkennung des SST durch die EU von grossem Interesse. Eine Entscheidung über die Gleichwertigkeit steht allerdings noch aus.⁹² Ein wesentlicher Unterschied besteht bisher in der Beurteilung der mit Private Real Estate Equity verbundenen Risiken. Swiss Solvency II stützt sich bei der Beurteilung der Volatilität auf monatliche Total Return Daten von IPD für Grossbritannien, da dieser Markt die längste Historie aufweist (Daten seit 1987)⁹³ und empfiehlt auf dieser Basis ein Solvency Capital Requirement (SCR)⁹⁴ von 25 %.⁹⁵ IPD hält diesen Faktor für zu hoch und hat dies mit dem IPD Solvency II Review vom 15. April 2011 detailliert begründet, unter anderem mit den deutlich tieferen Volatilitäten anderer Märkte (Frankreich, Holland) innerhalb der EU. Abschliessende Bestimmungen stehen derzeit noch aus. Es ist aber davon auszugehen, dass die in das Modell einflussende Volatilität von Private Real Estate Equity unter Solvency II deutlich höher eingeschätzt wird als unter dem SST.

Die Behandlung von Real Estate Debt unter Solvency II ist noch nicht abschliessend festgelegt worden. Ursprünglich war diese Anlageklasse gegenüber Real Estate Equity bevorzugt.⁹⁶ Der neuste Entwurf der European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) vom 31. Oktober 2012 für die Berechnung nach Standardansatz sieht nun aber vor, dass ‚other real estate lending‘ gleich wie Unternehmensanleihen ohne Agenturrating behandelt werden soll und es ist unklar, inwiefern Grundpfanddeckungen schlussendlich risikomindernd einfließen werden.⁹⁷ Standard & Poor's stellt fest, dass für verbrieft Real Estate Debt Produkte deutlich mehr Eigenmittel erforderlich sein werden als für Pfandbriefe.⁹⁸

Der Anlageentscheid eines Versicherers hängt somit unter anderem auch davon ab, mit wie hohen Eigenmitteln die einzelnen Anlagemöglichkeiten schlussendlich zu unterlegen sind. Laut einer im Dezember 2012 durchgeführten Investorenenumfrage von Ernst & Young glauben 63 % der Befragten in der Schweiz, dass Solvency II zu steigenden Real Estate Debt Investments von Versicherungen und Pensionskassen führt.⁹⁹

⁹² vgl. Zulauf/Eggen 2013, S. 75

⁹³ vgl. CEIOPS Committee of European Insurance and Occupational Pension Supervisors 2010, S. 65

⁹⁴ d.h. das Eigenkapital muss einen Wertverlust von 25 % absorbieren können

⁹⁵ vgl. CEIOPS Committee of European Insurance and Occupational Pension Supervisors 2010, S. 68

⁹⁶ Gem. QIS5 Technical Specifications von CEIOPS vom 5.7.2010 konnte für die Berechnung der Eigenmittelunterlegung für Wohnliegenschaften 56.25 % des Marktwertes und für Geschäftsliegenschaften 37.5 % des Marktwertes vom Exposure in Abzug gebracht werden.

⁹⁷ PricewaterhouseCoopers 2013, o.S., sowie Standard & Poor's Financial Services LLC. 2012, S. 8

⁹⁸ Standard & Poor's Financial Services LLC. 2012, S. 3

⁹⁹ Ernst & Young 2013, S. 37

Weitere Änderungen sind seitens Rechnungslegung in Planung. Der International Financial Reporting Standard (IFRS) 9, welcher voraussichtlich 2015 den International Accounting Standard (IAS) 29 ablöst, betrifft die Bilanzierung von Finanzinstrumenten und sieht eine weitgehende Rückkehr zum Nominalwertprinzip vor. Vor diesem Hintergrund dürften Anlagen, welche bisher „marked to market“ bewertet wurden (wie Public Real Estate Debt) wieder an Attraktivität gewinnen. IFRS 4 Phase 2 betrifft die Bewertung von Versicherungsverträgen und sieht neu die Bewertung zu Marktwerten vor, somit widersprechen die heutigen Ideen von IFRS 4 Phase 2 und Solvency II denjenigen von IAS 9. Die Auswirkungen der Änderungen in der Rechnungslegung können heute noch nicht abschliessend beurteilt werden, stellen aber die Versicherungen in jedem Fall vor grosse Herausforderungen.¹⁰⁰

3.3 Anforderungen aus Sicht des Asset Liability Managements

In diesem Kapitel wird der Schwerpunkt auf das Asset Liability Management (ALM) von Versicherungen und Pensionskassen gelegt. Zu Vergleichszwecken wird kurz die Situation der Banken dargestellt.

3.3.1 Banken

Die Zinsbindung der durch Banken in der Schweiz gewährten Hypothekarkredite besteht zu rund einem Drittel aus unterjährigen, zu rund der Hälfte aus 1- bis 5-jährigen und zu ca. 15 % aus über 5-jährigen Engagements.¹⁰¹ Im Gegensatz zu Pensionskassen und Versicherungen, bei denen die Refinanzierung von Real Estate Debt ausschliesslich aus dem Prämienvolumen aus dem BVG- bzw. dem Versicherungsgeschäft erfolgt, kommen bei Banken Kundengelder sowie insbesondere für Hypotheken mit längeren Laufzeiten Instrumente des Kapitalmarktes wie Anleiheobligationen, Pfandbriefdarlehen oder Kassenobligationen zur Anwendung.¹⁰² Die Duration¹⁰³ der Aktiven ist – bezogen auf das Hypothekargeschäft – länger als die Duration der Passiven¹⁰⁴ und die damit einhergehenden Zinsänderungsrisiken werden von vielen Banken mit Zinsderivaten abgesichert. Die Bilanzierung der Hypothekarforderungen erfolgt zum Nominalwert. Laut einer Auswertung auf Basis von Zahlen der FINMA und der SNB ist die

¹⁰⁰ vgl. Marti 2012, S. 17-57

¹⁰¹ vgl. Schweizerische Nationalbank 2013, S. 71-72

¹⁰² vgl. Dietrich/Bützer 2011, S. 18

¹⁰³ Die Duration ist ein Mass für die durchschnittliche Laufzeit einer Anlage, z.B. einer Anleihe. Sie ist auch eine Näherung für den Quotienten von proportionaler Änderung des Anleihepreises und absoluter Änderung der Rendite und drückt somit die Zinssensitivität aus (vgl. Hull 2011, S. 571).

¹⁰⁴ vgl. Zusammensetzung der Aktiven gem. Schweizerische Nationalbank 2013, S. 72-80

Zinsmarge zwischen Kundengeldern und Ausleihungen an Kunden seit 2007 um mehr als 0,4 % gesunken.¹⁰⁵ Dies liegt primär an den durch das tiefe Zinsniveau verursachten tiefen Margen bei den Passivgeldern und nicht an günstigeren Konditionen für Hypotheken (siehe auch Tabelle 3).

3.3.2 *Pensionskassen*

Swiss GAAP FER 26 verlangt, dass die Vorsorgeverpflichtungen jährlich berechnet werden und dass überprüft wird, ob das heute verfügbare Vorsorgevermögen ausreicht, um die versprochenen Leistungen langfristig zu erfüllen.¹⁰⁶ Dazu werden die Barwerte der Verpflichtungen gem. Art. 44 BVV2 mit dem technischen Zinssatz, welcher gemäss Fachrichtlinie FRP 4 der schweizerischen Kammer der Pensionskassen-Experten aktuell 3,5 % beträgt, diskontiert und im Anschluss daran der Deckungsgrad ermittelt. Immer weiter verbreitet ist zusätzlich die ökonomische Berechnung, bei welcher die Diskontierung zu risikoarmen Marktzinssätzen (z.B. Renditen von Bundesobligationen mit entsprechender Laufzeit) erfolgt. Da diese aktuell deutlich unter dem technischen Zinssatz liegen, führt letztere Methode zu einem wesentlich tieferen Deckungskapital, hat aber den Vorteil, dass die Aktiv- und Passivseite der Bilanz nach den gleichen Massstäben bewertet wird (sog. „marked to market“).

Die Kapitalflüsse von Vorsorgeverpflichtungen haben meist ausserordentlich lange Laufzeiten. Altersrenten werden im Durchschnitt über 20 Jahre ausbezahlt, die gesetzlichen Möglichkeiten, bei einer Unterdeckung die Renten anzupassen, sind sehr stark eingeschränkt¹⁰⁷, womit die Duration von Altersrenten in der Regel bei über 10 Jahren liegt. Die Verpflichtungen der aktiven Versicherten haben aufgrund der grösseren Flexibilität bei der Verzinsung eine etwas tiefere Duration. Insgesamt sind die Laufzeiten der Passiven aber bei den meisten Kassen deutlich länger als die Duration der Anlagen. Dies wird als Fristeninkongruenz oder Duration Gap bezeichnet. Die Verpflichtungen einer Pensionskasse reagieren somit deutlich stärker auf Zinssatzänderungen als deren Anlagen, weshalb verschiedene Kassen aufgrund der aktuellen Tiefzinsphase in eine Unterdeckung geraten sind.¹⁰⁸ Durch die laufenden Beiträge der aktiven Versicherten fliessen den meisten Pensionskassen laufend neue Mittel zu, welche angelegt und zum Mindestzinssatz von aktuell 1,5 % verzinst werden müssen.

¹⁰⁵ vgl. SNB 2013a, S. 16-17

¹⁰⁶ vgl. Schaffner 2011, S. 57

¹⁰⁷ Art. 65 d und e BVG

¹⁰⁸ vgl. Schaffner 2011, S. 84

3.3.3 Versicherungen

Die Erstellung einer ökonomischen Bilanz bildet den Ausgangspunkt für die Investmentstrategie relativ zu den Verpflichtungen und anderer Anlageklassen einer Versicherung.¹⁰⁹ Dabei sollte der Barwert aller zukünftigen Verpflichtungen kleiner als der Barwert der zukünftigen Cashflows der Anlagen sein. Der Saldo ist das ökonomische Kapital, welches die Risikofähigkeit einer Bilanz bestimmt, um Marktrisiken zu tragen. Im Unterschied zu den Pensionskassen, welche ihre Passiven mit dem technischen Zinssatz diskontieren, werden die Verpflichtungen von Versicherungen mit risikolosen Marktzinssätzen abgezinst.¹¹⁰ Im Gegensatz dazu besteht - mit Ausnahme des durch Versicherungsgesellschaften angebotenen BVG-Geschäftes - aber auch keine gesetzliche Pflicht einer Mindestverzinsung der Guthaben der Versicherten, sondern eine individuelle vertragliche Vereinbarung. Das aktuelle Niedrigzins-Umfeld hat dazu geführt, dass die Verpflichtungen an Wert zugenommen haben und die Risikofähigkeit der Bilanzen dadurch reduzierten. Ähnlich wie bei den Pensionskassen weist die Passivseite der Bilanz aufgrund der meist langen Versicherungsvertragslaufzeiten eine hohe Duration auf, weshalb Zinsänderungsrisiken (sowohl sinkende und steigende Zinsen als auch eine steiler bzw. flacher werdende Zinskurve) zentral sind. Je nach Businessmodell der Gesellschaft bestehen diesbezüglich jedoch grosse Unterschiede, ist doch bei einer Sachversicherung die Duration der Verpflichtungen deutlich kürzer als im Lebensversicherungsbereich. Im Weiteren müssen die Anlagen ausreichend liquid sein, um im Schadensfall die Auszahlung der Versicherungsleistung zu ermöglichen. Bei Versicherungen mit Teuerungsanpassung ist zudem ein Inflationsschutz bei Anlagen bedeutsam.¹¹¹ So erstaunt es wenig, dass die Asset Allocation der Schweizer Versicherer von zinssensitiven Vermögensanlagen dominiert wird. Bei den börsenkotierten Gesellschaften machen diese im Durchschnitt 93 % des Anlagevermögens aus, wobei 62 % auf Anleihen, 11 % auf Darlehen und Kredite, 3 % auf verbriefte Anlagen (inkl. Pfandbriefe), 10 % auf Immobilien und 7 % auf kurzfristige Anlagen entfallen. Bei im Ausland tätigen Gesellschaften kann zudem festgestellt werden, dass diese primär Vermögensanlagen gegenüber Ländern aufweisen, in denen sie auch tätig sind, um die Währungsrisiken zu minimieren.¹¹²

¹⁰⁹ vgl. Germann 2012, S. 23

¹¹⁰ gem. Rundschreiben 2008/77 SST, FINMA, Kapitel V. Die Marktnahe Bilanz, S. 7

¹¹¹ vgl. Gantenbein 2005, S. 272-274

¹¹² vgl. Marti 2012, S. 10

4 Zielanforderungen an Real Estate Debt

Das finanzwirtschaftliche Zielsystem im Generellen definiert sich aus Rendite, Risiko und Liquidität.¹¹³ Diese in Abbildung 11 dargestellten, sich konkurrenzierenden Ziele, welche gemeinhin auch als „magisches Dreieck der Vermögensanlage“ bezeichnet werden, müssen auch Pensionskassen und Versicherungen gegeneinander abwägen.

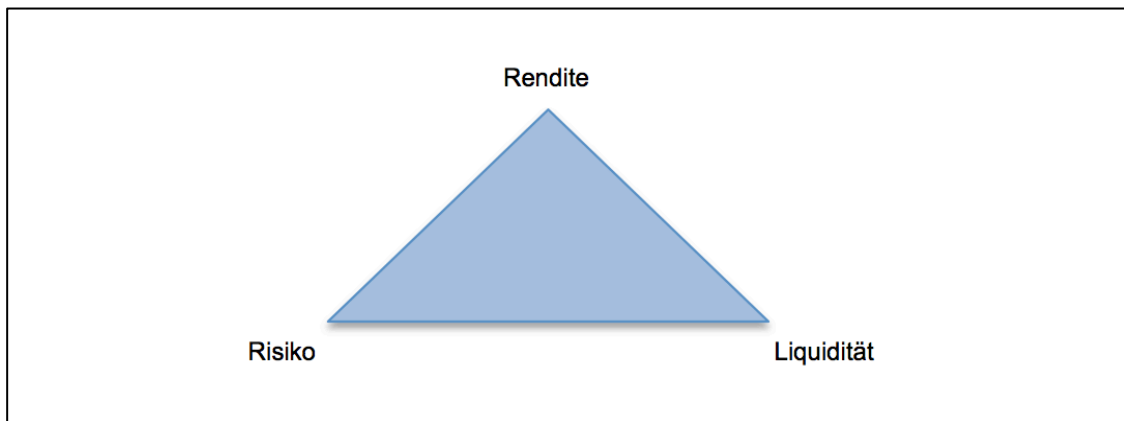


Abbildung 11: Das magische Dreieck der Vermögensanlage

Gleichzeitig sind die Anforderungen laut Kapiteln 3.2 und 3.3 einzuhalten. Diese sind nachfolgend nach den drei Zieldimensionen Rendite, Risiko und Liquidität geordnet zusammengefasst.

4.1 Anforderungen zur Zieldimension Rendite

- Mindestverzinsung von aktuell 1,5 % für Pensionskassen (Art. 12 BVV2)
- Erzielung eines dem Geld-, Kapital- und Immobilienmarkt entsprechenden Ertrages (Art. 51 BVV2)
- Pensionskassen können die Versicherungsleistungen der Erwerbstätigen anpassen (jene der Rentner nur sehr eingeschränkt)
- Versicherungen haben gegenüber ihren Versicherten in der Regel fixe Verpflichtungen, jedoch keinen gesetzlichen Mindestzinssatz (ausgenommen berufliche Vorsorge)

4.2 Anforderungen zur Zieldimension Risiko

- Grundsatz der Vollkapitalisierung für Pensionskassen (Art. 65 BVG)
- Für Pensionskassen ist eine temporäre Unterdeckung unter bestimmten Bedingungen zulässig (Art. 65c BVG).

¹¹³ vgl. Gondring/Feldhoff 2003, S. 10

- Allg. Grundsätze zu Sicherheit und Risikoverteilung sind einzuhalten (Art. 50 BVV2)
- Maximalgrenzen pro Schuldner und pro Immobilie (Art. 54 und 54b BVV2)
- Vorgabe einer Belehnungsgrenze von 80 % (Art. 55 BVV2)
- Maximalgrenzen für Immobilienanlagen und für Fremdwährungen (Art. 55 BVV2)
- Deckung sämtlicher Ansprüche der Versicherten durch gebundenes Vermögen (Art. 17 VAG)
- Vorgaben zur Überprüfung der Schuldnerbonität (RZ 37 und 119 FINMA-Rundschreiben 2008/18)
- Vorgaben zur Diversifikation (RZ 55, 204, 252 und 286 FINMA-Rundschreiben 2008/18)
- Märkte: Im Ausland investierte Vermögenswerte können nicht dem gebundenen Vermögen zugewiesen werden, soweit es sich nicht um verbriefte Forderungen handelt (auch keine im Ausland gelegenen Grundstücke, RZ 134 FINMA-Rundschreiben 2008/18).
- Vorgaben bezüglich Anlegerkompetenz für komplexe Produkte (RZ 182 FINMA-Rundschreiben 2008/18)
- Mindestrating BBB (RZ 186 FINMA-Rundschreiben 2008/18)
- Vorgaben bezüglich zu beleihender Sektoren (RZ 284 FINMA-Rundschreiben 2008/18)
- Vorgabe einer Belehnungsgrenze von 66 bzw. 80 % (RZ 291 und 292 FINMA-Rundschreiben 2008/18) je nach Sektor
- Seniorität: Ausschluss von Nachgangsfinanzierungen (RZ 295 FINMA-Rundschreiben 2008/18)
- Vorgaben zur Berechnungsart der Marktrisiken, die das Eigenkapital einer Versicherung tragen muss (SST, für Real Estate Debt sowohl Zinsänderungen als auch Änderungen von Creditspreads)
- weitere, noch nicht abschliessend definierte Vorgaben aus Solvency II
- Volatilität relativ zu den anderen Anlageklassen und relativ zu den Passiven (insbesondere Duration)

4.3 Anforderungen zur Zieldimension Liquidität

- Aufteilung in kurz-, mittel- und langfristige Anlagen zur Wahrung der Liquidität (Art. 52 BVV2)
- volle Freizügigkeitsleistungen (FZG)
- Die Anlagen sind problemlos bewertbar und verfügen über eine hohe Liquidität (RZ 34 FINMA-Rundschreiben 2008/18).

- Nur verbriefte Forderungen im Ausland können dem gebundenen Vermögen zugewiesen werden (RZ 134 FINMA Rundschreiben 2008/18)
- Eher lange Duration der Passiven bei Pensionskassen, wobei diese stark von der Altersstruktur der Versicherten, insbesondere vom Verhältnis der Erwerbstätigen zu den Rentnern abhängt.
- Eher lange Duration der Passiven bei Versicherungen, wobei diese stark vom Businessmodell abhängt (Verpflichtungen aus Lebensversicherungen haben eine längere Duration als jene aus Sachversicherungen)
- Zahlungsbereitschaft der Versicherungen für Schadenfälle muss gewährleistet sein

4.4 Achteck der Kapitalanlage in Real Estate Debt

Die allgemeingültigen Zieldimensionen Rendite, Risiko und Liquidität sind für die Festlegung der Anlagestrategie in Real Estate Debt von Versicherungen und Pensionskassen von hoher Relevanz, reichen für die Erstellung eines vollständigen Anforderungsrasters aber noch nicht aus. Das Zielsystem wird deshalb um spezifische für Real Estate Debt relevante Dimensionen erweitert und präzisiert. Insbesondere die Zieldimension Risiko ist bei Real Estate Debt wie in Kapitel 2.2.3 beschrieben sehr vielfältig und differenziert sich unter anderem nach *Investmentstil* und *Seniorität*. Die Priorisierung des Aspektes Risiko widerspiegeln auch die in Kapitel 4.2 ersichtlichen umfangreichen regulatorischen Anlagevorschriften, welche bei Versicherungen unterschiedliche Maximalbeleihungen nach *Sektoren* und *Märkten* vorsehen sowie Vorgaben bezüglich *Seniorität* enthalten. Die für sämtliche festverzinslichen Anlagemöglichkeiten geltenden Risiken wie Zinsänderungen und Änderungen von Bonitätsspreads (bzw. bei nicht kotierten Anlagen das Risiko einer Wertberichtigung als Konsequenz einer Bonitätsverschlechterung des Schuldners) und daraus folgend Bewertungsschwankungen werden nachfolgend unter dem Begriff *Volatilität* zusammengefasst. Die Zieldimension Risiko ist für einen vollständigen Anforderungsraster deshalb in die fünf Kriterien *Volatilität*, *Märkte*, *Sektoren*, *Investmentstil* und *Seniorität* zu unterteilen. Das in Kapitel 2.2.3.4 erklärte Refinanzierungsrisiko wird unter der Zieldimension *Liquidität* berücksichtigt. In dieser Zieldimension ist auch zu beurteilen, wie schnell eine Anlage bei Bedarf über einen Sekundärmarkt verflüssigt werden kann. Die Zieldimension *Rendite* fasst alle Erträge und Kosten zusammen, wobei bei den Zinserträgen zur besseren Vergleichbarkeit nachfolgend jeweils die Marge über dem Swapsatz erwähnt wird. In Kapitel 3.3 wurde zudem aufgezeigt, dass die *Anlagedauer* zur Steuerung der Zinsri-

siken der Bilanz bedeutend ist, weshalb sie als achtes und letztes Kriterium in den in Abbildung 12 grafisch dargestellten Anforderungsraster einfließt.

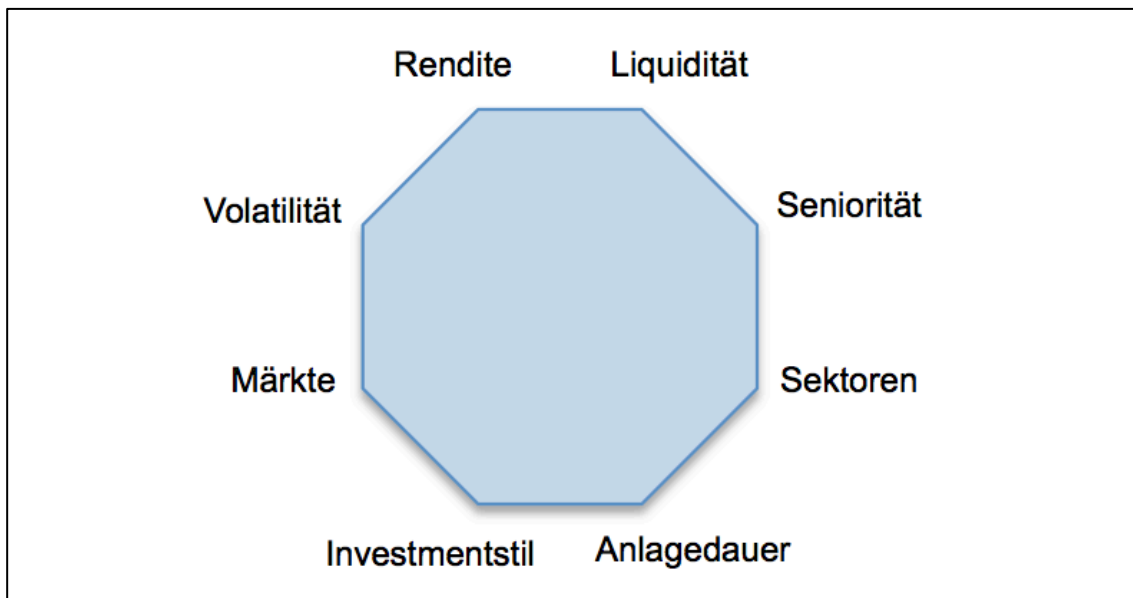


Abbildung 12: Achteck der Kapitalanlage in Real Estate Debt

In Tabelle 9 werden die in Kapitel 2.3 und 2.4 beschriebenen Anlagemöglichkeiten in Public und Private Real Estate Debt nach den Kriterien des Achtecks beurteilt. Dies erfolgt für die in der Schweiz verfügbaren Produkte grundsätzlich für den Markt Schweiz. Abweichungen für ausländische Märkte sind in der Dimension Markt erwähnt. Bei den Produkten Mortgage Backed Securities, CDO's, kotierte Debtfonds und Mortgage REIT's beziehen sich die Aussagen auf sämtliche verfügbaren Märkte.

Zieldimension Beurteilungskriterien	Hypotheiken	Beteiligung an Konsortialkredit
Rendite Ertrag: Zinsmarge Gebühren Aufwand: Aufbau Knowhow Administration	mit Bruttomargen um 1,15 % über Swap derzeit über Mindestzinssatz BVG, sehr kompetitiver Markt Administrationskosten sind volumenabhängig (kritische Grösse?) und relativ hoch Aufbau Knowhow ist teuer (Fachwissen, Vertrieb, Ad- ministration) gute Crossselling-Möglich- keiten für Versicherungen	Margen und Gebühren wer- den individuell ausgehandelt Administration und Vertrieb bei Leadbank Aufbau Knowhow beschränkt sich auf das Fachwissen

Volatilität Zinsänderungsrisiko Kotierung Bewertungsart Schuldnerbonität	tief, Bewertung zum Nominalwert historisch insbesondere bei Eigenheimfinanzierungen kaum Kreditausfälle, gute Diversifikation aufgrund hoher Anzahl Schuldner Zinsrisiken können mit Zinsderivaten abgesichert werden	tief, Bewertung zum Nominalwert aufgrund höherer Beträge schlechter diversifizierte Schuldner Risiken Zinsrisiken können mit Zinsderivaten abgesichert werden
Liquidität Sekundärmarkt Kündigungsmöglichkeiten Refinanzierungsrisiko	kein etablierter Sekundärmarkt, Portfolios mit guten Risiken finden aber in funktionierenden Märkten Abnehmer Refinanzierungsrisiko aktuell hoch (wenig alternative Anlagemöglichkeiten, auslaufende Festhypotheken werden zu tieferen Zinssätzen verlängert)	kein etablierter Sekundärmarkt, Verkäufe von Unterteilungen sind aber grundsätzlich möglich Kündigungsmöglichkeit bei Verletzung vordefinierter Finanzkennzahlen (financial covenants) Refinanzierungsrisiko aktuell hoch (wenig alternative Anlagemöglichkeiten, auslaufende Festkredite werden zu tieferen Zinssätzen verlängert)
Seniorität Senior Junior Mezzanine	regulatorische Einschränkungen, Maximalbelehnung 80 % des Verkehrswertes, bei Versicherungen kein fremder Kapitalvorgang	regulatorische Einschränkungen, Maximalbelehnung 80 % des Verkehrswertes, bei Versicherungen kein fremder Kapitalvorgang
Anlagedauer Laufzeiten in Übereinstimmung mit der Duration der Passiven	Laufzeiten bis 20 Jahre bei den Schuldnern aufgrund des historisch tiefen Zinsniveaus sind gesucht, decken ALM-Bedürfnisse von Pensionskassen und Versicherungen gut ab	Laufzeiten bis maximal 7 Jahre branchenüblich, deckt ALM-Bedürfnisse von Pensionskassen und Versicherungen teilweise
Sektoren Eigenheime Mehrfamilienhäuser Bürogebäude Retail Übrige	regulatorische Einschränkungen für Spezialobjekte für Versicherungen, bei Pensionskassen oft im Anlagereglement	regulatorische Einschränkungen für Spezialobjekte für Versicherungen, bei Pensionskassen oft im Anlagereglement

Märkte Inland Ausland	regulatorische Einschränkung des Fremdwährungsanteils für Pensionskassen und Versicherungen regulatorische Einschränkungen für Versicherungen Renditen Ausland: > 1,35 % über Swap	regulatorische Einschränkung des Fremdwährungsanteils für Pensionskassen und Versicherungen regulatorische Einschränkungen für Versicherungen
Investmentstil Core / Core+ Value Added Opportunistic	Aufgrund der strengen regulatorischen Vorschriften und den fixen Verpflichtungen auf der Passivseite der Bilanz sind Core/Core+ Objekte am gesuchtesten.	Aufgrund der strengen regulatorischen Vorschriften und den fixen Verpflichtungen auf der Passivseite der Bilanz sind Core/Core+ Objekte am gesuchtesten.

Zieldimension	Nicht kotierter Debtfonds	Pfandbriefe
Beurteilungskriterien		
Rendite Ertrag: Zinsmarge Gebühren Aufwand: Aufbau Knowhow Administration	in CH derzeit nur vereinzelt, teilw. in Form von Anlagestiftungen verfügbar Rendite je nach Produkt unterschiedlich, ca. 0 bis 0,35 % netto über Swap (in CH) kaum Administration, teilw. hohe Managementfees, detaillierte Due Dilligence erforderlich	Zinssatz derzeit unter dem Mindestzinssatz BVG Rendite ca. 0,5 % über Swap für Schweizer Pfandbriefe tiefe Administrationskosten, kein Aufbau von Spezial-Knowhow erforderlich
Volatilität Zinsänderungsrisiko Bewertungsart Schuldnerbonität	Bewertungsmethode je nach Produkt unterschiedlich (Marktwert oder Nominalwert) gut diversifizierte Schuldnerrisiken	mittel, Bewertung zum Marktwert, aufgrund der mehrfachen Deckung (tiefe Objektbelehnung, Schuldner, Bank, Pfandbriefinstitut und Rating AAA) sehr tiefes Schuldnerisiko. Zinsrisiken können mit Zinsderivaten abgesichert werden.
Liquidität Sekundärmarkt Kündigungsmöglichkeiten Refinanzierungsrisiko	abhängig vom Produkt (bei CSA z.B. tägliche Zeichnung und Rücknahme) Refinanzierungsrisiko aktuell hoch (wenig alternative Anlagemöglichkeiten, auslaufende Festhypotheken werden zu tieferen Zinssätzen verlängert)	gut, Börsenhandel Refinanzierungsrisiko aktuell hoch (wenig alternative Anlagemöglichkeiten, auslaufende Pfandbriefe werden zu tieferen Zinssätzen verlängert)

Seniorität Senior Junior Mezzanine	abhängig vom Produkt, mehrheitlich Senior	ausschliesslich Senior
Anlagedauer Laufzeiten in Übereinstimmung mit der Duration der Passiven	abhängig vom Produkt, Duration des CSA-Produktes z. B. 2,07 Jahre, J. Bär-Produkt 1.48 Jahre schlecht geeignet für Duration-Matching	Laufzeiten bis 30 Jahre, deckt ALM-Bedürfnisse von Pensionskassen und Versicherungen teilweise (tiefer Zinssatz)
Sektoren Eigenheime Mehrfamilienhäuser Bürogebäude Retail Übrige	regulatorische Einschränkungen für Spezialobjekte für Versicherungen, bei Pensionskassen oft im Anlagereglement	grundsätzlich alle Sektoren möglich (mit entsprechend tieferer Belehnungsgrenze bei höheren Objektrisiken)
Märkte Inland Ausland	im Ausland stark wachsender Markt mit Margen von > 2,5 % über Swap, grosse Vielfalt von Sektoren, Märkten und Anlagestilen, branchenüblich sind Laufzeiten von 5 bis 7 Jahren (geschlossene Fonds), kein Sekundärmarkt regulatorische Einschränkung des Fremdwährungsanteils für Pensionskassen und Versicherungen	im Ausland teilweise weniger strenge Gesetzgebung bezüglich Märkten, Sektoren und Seniorität. regulatorische Einschränkung des Fremdwährungsanteils für Pensionskassen und Versicherungen
Investmentstil Core / Core+ Value Added Opportunistic	aufgrund der strengen regulatorischen Vorschriften und den fixen Verpflichtungen auf der Passivseite der Bilanz sind Core/Core+ Objekte am gesuchtesten	Core / Core +

Zieldimension Beurteilungskriterien	Mortgage Backed Securities	CMO's
Rendite Ertrag: Zinsmarge Gebühren Aufwand: Aufbau Knowhow Administration	je nach Produkt stark unterschiedlich, CMBS gegen 5 % über Swap kaum Administration, teilw. hohe Managementfees, Aufbau Fachwissen teilweise auch regulatorisch vorge-schrieben Absicherungskosten für Währungsrisiko, welches nicht entschädigt wird	je nach Produkt/Tranche stark unterschiedlich, aktuell nur kleines Emissionsvolumen kaum Administration, teilw. hohe Managementfees, grosses Fachwissen zur Beurteilung der teilweise sehr komplexen Strukturen erforderlich Absicherungskosten für Währungsrisiko, welches nicht entschädigt wird
Volatilität Zinsänderungsrisiko Bewertungsart Schuldnerbonität	hoch, Bewertung zu Marktwerten in den vergangenen 5 Jahren sehr hohe Kreditausfälle (Subprimekrise), grundsätzlich gute Schuldnerdiversifikation Zins- und Währungsrisiken können mit Derivaten abgesichert werden	sehr hoch, Bewertung zu Marktwerten in den vergangenen 5 Jahren sehr hohe Kreditausfälle (Subprimekrise) Zins- und Währungsrisiken können mit Derivaten abgesichert werden
Liquidität Sekundärmarkt Kündigungsmöglichkeiten Refinanzierungsrisiko	grundsätzlich täglich handelbar über Börse Refinanzierungsrisiko aktuell hoch (auslaufende Finanzierungstranchen entsprechen mehrheitlich nicht mehr den heutigen Anforderungen bezüglich Pricing und Belehnungshöhe)	grundsätzlich täglich handelbar über Börse, seit Finanzkrise ist Markt aber deutlich kleiner bzw. illiquider Refinanzierungsrisiko aktuell sehr hoch (auslaufende Finanzierungstranchen mit Überbelehungen und zu tiefen Margen)
Seniorität Senior Junior Mezzanine	alle Senioritäten im Angebot, regulatorische Einschränkungen sind zu berücksichtigen	mehrheitlich Junior und Mezzanine im Angebot, regulatorische Einschränkungen sind zu berücksichtigen
Anlagedauer Laufzeiten in Übereinstimmung mit der Duration der Passiven	je nach Produkt stark unterschiedlich, i.d.R. 5 bis 15 Jahre	je nach Produkt stark unterschiedlich, i.d.R. 5 bis 15 Jahre

Sektoren Eigenheime Mehrfamilienhäuser Bürogebäude Retail Übrige	alle Sektoren im Angebot, regulatorische Einschränkungen sind zu berücksichtigen	alle Sektoren im Angebot, regulatorische Einschränkungen sind zu berücksichtigen
Märkte Inland Ausland	kein Angebot in der Schweiz primär in den USA und in Grossbritannien im Angebot, seit der Finanzkrise Volumen aber stark gesunken	kein Angebot in der Schweiz primär in den USA und in Grossbritannien im Angebot, seit der Finanzkrise Volumen aber stark gesunken
Anlagestil Core / Core+ Value Added Opportunistic	alle Anlagestile im Angebot, regulatorische Einschränkungen sind zu berücksichtigen	alle Anlagestile im Angebot, regulatorische Einschränkungen sind zu berücksichtigen

Zieldimension	Kotierter Debtfonds	Mortgage REIT's
Beurteilungskriterien		
Rendite Ertrag: Zinsmarge Gebühren Aufwand: Aufbau Knowhow Administration	je nach Produkt stark unterschiedlich kaum Administration, teilw. hohe Managementfees, Aufbau Fachwissen erforderlich Absicherungskosten für Währungsrisiko, welches nicht entschädigt wird	je nach Produkt/Tranche stark unterschiedlich kaum Administration, teilw. hohe Managementfees, grosses Fachwissen zur Beurteilung der teilweise komplexen Strukturen erforderlich Absicherungskosten für Währungsrisiko, welches nicht entschädigt wird
Volatilität Zinsänderungsrisiko Bewertungsart Schuldnerbonität	hoch, Bewertung zu Marktwerten keine statistischen Daten über Kreditausfälle verfügbar, i.d.R. mittlere Schuldnerdiversifikation Währungsrisiken können mit Derivaten abgesichert werden	sehr hoch, Bewertung zu Marktwerten. Da der Kauf vom CMBS und RMBS mit Fremdkapital finanziert wird, ist die Zinssensitivität erhöht. keine statistischen Daten über Kreditausfälle verfügbar, i.d.R. mittlere Schuldnerdiversifikation Währungsrisiken können mit Derivaten abgesichert werden

Liquidität Sekundärmarkt Kündigungsmöglichkeiten Refinanzierungsrisiko	grundsätzlich täglich handelbar über Börse, kleiner Markt Refinanzierungsrisiko aktuell hoch (auslaufende Finanzierungstranchen entsprechen mehrheitlich nicht mehr den heutigen Anforderungen bezüglich Pricing und Belehnungshöhe)	grundsätzlich täglich handelbar über Börse, kleiner Markt Refinanzierungsrisiko aktuell sehr hoch (lange Finanzierungen auf der Aktivseite der Mortgage REIT's werden mit kurzfristig aufgenommenen Mitteln refinanziert, bei steigenden Zinsen resultiert ein Verlust in der Zinsrechnung)
Seniorität Senior Junior Mezzanine	alle Senioritäten im Angebot, regulatorische Einschränkungen sind zu berücksichtigen	alle Senioritäten, Einschränkungen sind zu berücksichtigen
Anlagedauer Laufzeiten in Übereinstimmung mit der Duration der Passiven	keine feste Laufzeit, schlechtere Eignung für Duration-Matching	keine feste Laufzeit, schlechtere Eignung für Duration-Matching
Sektoren Eigenheime Mehrfamilienhäuser Bürogebäude Retail Übrige	alle Sektoren denkbar, Fokus auf Büro/Retail, Spezialobjekte und Projektentwicklungen, regulatorische Einschränkungen sind zu berücksichtigen	alle Sektoren im Angebot, regulatorische Einschränkungen sind zu berücksichtigen
Märkte Inland Ausland	kein Angebot in der Schweiz Anbieter in USA und Grossbritannien dominieren Kotierungen im Frühjahr 2013: Objekte in Europa und USA, Zielrenditen um 5 % über Swap	kein Angebot in der Schweiz primär in USA im Angebot, seit der Finanzkrise ist das Volumen stark gewachsen, da dieser Markt wenig reguliert ist, das Volumen insgesamt ist aber immer noch unbedeutend
Investmentstil Core / Core+ Value Added Opportunistic	objektbezogen alle Anlagestile im Angebot, aufgrund der Struktur tendenziell eher als Value Added oder Opportunistic zu beurteilen	objektbezogen alle Anlagestile im Angebot, aufgrund der Struktur (Leverage) entspricht eine Investition in Mortgage REIT's aber dem Investmentstil Opportunistic

Tabelle 9: Erfüllung der Zieldimensionen der verschiedenen Anlageprodukte

5 Real Estate Debt in der Praxis

Detaillierte statistische Daten über Anlagen von Pensionskassen und Versicherungen in der Schweiz in Real Estate Debt sind nicht verfügbar. Lediglich der Anteil Hypotheken wird publiziert und betrug per Ende 2011 bei den Versicherungen 6 % der Kapitalanlagen für eigene Rechnung¹¹⁴ und bei den Pensionskassen 2,4 % der Aktiven¹¹⁵. Hypotheken und Immobilien zusammen beliefen sich per Ende 2011 bei Versicherungen auf 14 % der Kapitalanlagen für eigene Rechnung¹¹⁶ und bei den Pensionskassen auf 20 % der Aktiven¹¹⁷. In Abbildung 13 ist die gesamte Allokation der Vermögen der Versicherungen (rund 477 Mia. CHF¹¹⁸) und Pensionskassen (rund 625 Mia. CHF¹¹⁹) in die einzelnen Anlageklassen dargestellt. Bei beiden Investorengruppen dominieren die Festverzinslichen Wertpapiere.

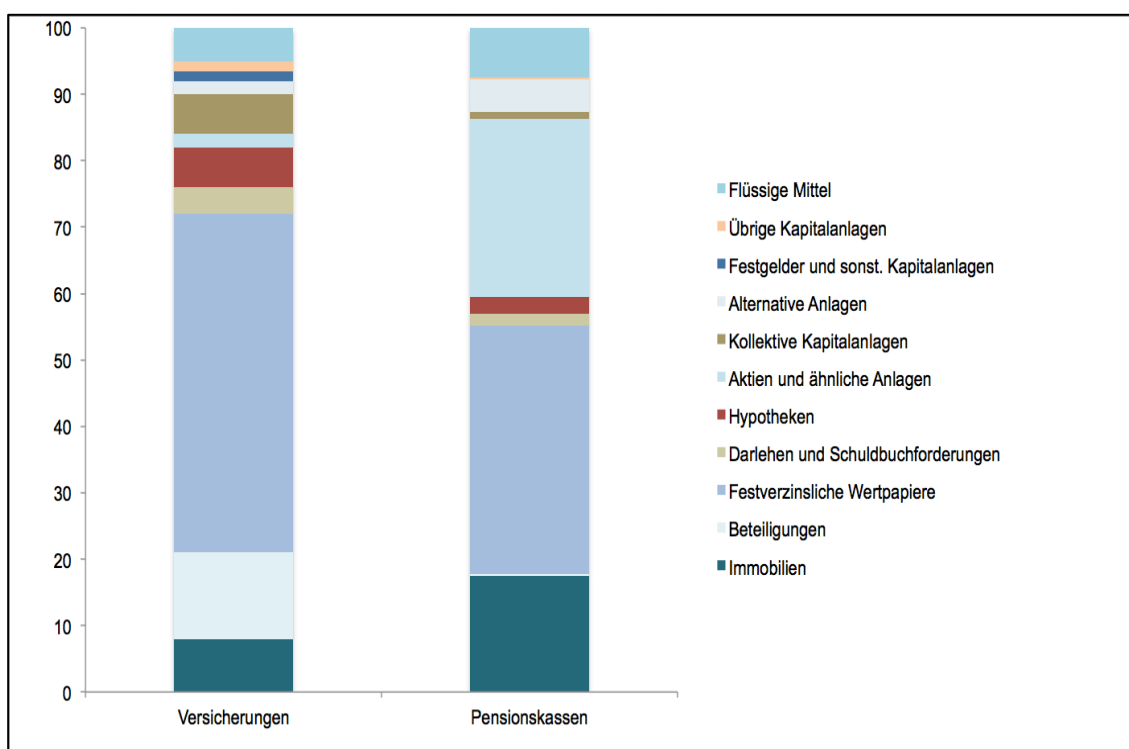


Abbildung 13: Vermögensanlagen von Versicherungen und Pensionskassen, FINMA, BFS

Obschon insbesondere in Grossbritannien und Deutschland seit rund zwei Jahren regelmässig Artikel über Real Estate Debt in der Fach- und Tagespresse erscheinen¹²⁰, wird in der Schweiz kaum darüber geschrieben. Auch die Anlegerpräferenzen in Bezug

¹¹⁴ vgl. Eidg. Finanzmarktaufsicht 2012, S. 6

¹¹⁵ vgl. Bundesamt für Statistik 2013, S. 2

¹¹⁶ vgl. Eidg. Finanzmarktaufsicht 2012, S. 6

¹¹⁷ vgl. Bundesamt für Statistik 2013, S. 2

¹¹⁸ vgl. Eidg. Finanzmarktaufsicht 2012, S. 6

¹¹⁹ vgl. Bundesamt für Statistik 2013, S. 2

¹²⁰ z.B. IPE Investment & Pensions Europe, London; IZ Immobilien Zeitung, Wiesbaden

auf Real Estate Debt wurden bisher in der Schweiz im Gegensatz zu Deutschland nicht näher untersucht, so auch nicht in der im Mai 2013 vorgestellten „13. Swisscanto Umfrage Schweizer Pensionskassen 2013“¹²¹. Aus diesem Grund wurden zwischen dem 3. Juni und dem 2. Juli 2013 mit zehn Exponenten von Pensionskassen und deren acht von Versicherungen problemzentrierte Interviews¹²² durchgeführt. Da Real Estate Debt als Anlageklasse noch sehr jung ist, wurde bei der Auswahl der Interviewpartner der Fokus auf die grössten Anleger der jeweiligen Investorengruppe gelegt. Bei diesem Segment kann aufgrund der teilweise internationalen Vernetzung am ehesten von Vorkenntnissen ausgegangen werden. Bei den Versicherungen wurden die zehn grössten Unternehmungen der Schweiz¹²³ angefragt. Zwei Gesellschaften haben die Anfrage nicht beantwortet, sieben standen für telefonische oder persönliche Interviews zur Verfügung und eine hat die Fragen schriftlich beantwortet. Die Versicherungsgesellschaften, die für die Befragung zur Verfügung standen, vertreten zusammen mit 334 Mia. CHF 68 % der Kapitalanlagen aller Schweizer Privatversicherer. Die Auswahl der Interviewpartner von Pensionskassen erfolgte nach Grösse des Anlagevermögens und in zweiter Linie nach Verfügbarkeit. Es wurden 16 Kassen mit einem Vermögen von > 5 Mia. CHF¹²⁴ angefragt. Drei Anfragen wurden nicht beantwortet. Weitere drei wurden mit einer Absage beantwortet, wovon deren zwei mit der Begründung, dass keine Anlagen in Real Estate Debt getätigt werden und eine mit der Begründung mangelnder Kapazität. Mit zehn fand eine telefonische oder persönliche Befragung statt. Diese zehn Kassen verwalten zusammen ein Vermögen von 145 Mia. CHF, was 23 % des gesamten Anlagevolumens von Pensionskassen in der Schweiz entspricht. Je die Hälfte der Gesprächspartner vertraten öffentlich-rechtliche und privat-rechtliche Kassen. Im Vorfeld der Befragungen wurde ein Gesprächsleitfaden (vgl. Anhang I) abgegeben. Die Antworten wurden mit Stichwortprotokollen festgehalten. Die Interviewpartner sind in Anhang II aufgeführt, es wurde eine anonymisierte Auswertung der Antworten zugesichert. Die qualitative Inhaltsanalyse¹²⁵ der Gespräche ist in Kapitel 5.1 bis 5.5 zusammengefasst.

¹²¹ Herausgeber: Swisscanto Asset Management AG, Zürich

¹²² vgl. Mayring 2002, S. 67-72

¹²³ vgl. Schweiz. Versicherungsverband 2013, S. 7

¹²⁴ gem. Pensionskassenstatistik 2011 des BSF haben von Total 2'191 Kassen deren 34 ein Vermögen >3 Mia. CHF

¹²⁵ vgl. Mayring 2002, S- 114-121

5.1 Bestehende Anlagen in Real Estate Debt

Die Frage nach dem Anteil des Anlagevermögens, welcher in Real Estate Debt investiert wird, wurde mit Angaben zwischen 0 und 26 % beantwortet. Die Hälfte der befragten Investoren konnte aber keine genauen Zahlen angeben, da sie diese Investitionen nicht als eigene Anlageklasse führen. Zwei Drittel der Befragten betrachten Real Estate Debt als festverzinsliche Anlage. Die Hypotheken werden in der Regel als eigene Anlageklasse oder als Subsegment der festverzinslichen Anlagen betrachtet und die übrigen Produkte sind entweder unter den festverzinslichen Anlagen (z.B. Pfandbriefe, Senior Secured Loans) oder den alternativen Anlagen subsummiert.

Die Gesprächspartner nannten folgende Gründe, die eine Anlage in Real Estate Debt attraktiv machen (die Reihenfolge der Argumente entspricht der Häufigkeit der Nennungen):

- besseres Rendite-/Risikoprofil als alternative Anlagen (Grundpfanddeckung, kaum Ausfälle, Illiquiditätsprämie gegenüber Anleihen mit vergleichbarem Bonitätsrisiko)
- Diversifikation: erstens innerhalb der festverzinslichen Anlagemöglichkeiten, zweitens durch die hohe Anzahl an Schuldern (z.B. Hypothekenportfolio) und drittens innerhalb der Immobilienanlagen (Equity und Debt)
- Bewertung der meisten Produkte zum Nominalwert (tiefe Volatilität)
- Laufzeiten entsprechen den Bedürfnissen aus ALM-Sicht (insbesondere Festhypotheken)
- regelmässiger Zahlungsstrom
- andere festverzinsliche Anlagen sind aufgrund des Anlagenotstands überbewertet
- Pricing für Anlagen im Ausland hat Opportunitäten (Illiquiditätsprämie)
- Preiszyklen des Immobilienmarktes können ausgenutzt werden: in Zeiten hoher Preise sind Anlagen in Real Estate Debt zu bevorzugen, in Zeiten tiefer Preise jene in Real Estate Equity
- „time to market“: Die Abwicklung einer Transaktion ist in einem kürzeren Zeitraum als in Real Estate Equity möglich, es kann schneller auf Opportunitäten reagiert werden.
- steuerliche Vorteile in gewissen Ländern (z.B. USA) gegenüber Real Estate Equity
- verhältnismässig geringe Risikokapitalvorschriften
- kürzere Kapitalbindung als bei Real Estate Equity

Folgende Gründe, die eine Anlage in Real Estate Debt unattraktiv machen, wurden genannt (die Reihenfolge der Argumente entspricht der Häufigkeit der Nennungen):

- Illiquidität, mangelnde Handelbarkeit
- hoher Administrativer Aufwand (kritische Grösse von Hypothekenportfolios)
- Spezial-Knowhow erforderlich
- hohe Korrelation mit Kapitalmarkt (Anleihen)
- kompetitiver Hypothekarmarkt Schweiz (tiefe Margen)
- alternative Anlagen mit besserem Rendite-/Risikoprofil sind vorhanden (z.B. Unternehmensanleihen)
- schlechte Diversifikation bei Pfandbriefen (in der Schweiz nur zwei Emittenten)
- keine Benchmarks, keine tägliche Bewertung
- im Ausland nur indirekt möglich, direkte Anlagen werden aber bevorzugt
- schlechter Ruf indirekter Anlagen, insbesondere verbriefter Produkte (Subprimekrise)
- hohe Kosten und Gebühren bei indirekten Anlagen
- kein Wertsteigerungspotenzial bei steigenden Immobilienpreisen
- indirekte Anlagen: korrelieren stark mit Kapitalmarkt, sind aber illiquider
- lange Laufzeiten aufgrund aktuell historisch tiefer Zinsen nicht gewünscht
- Rechtsunsicherheiten im Ausland
- bei alternativen Produkten wird Illiquidität besser entschädigt (z.B. Private Equity)
- Buy and Rent von Immobilien wird gegenüber Gewährung von Fremdkapital bevorzugt (z.B. auch Public Private Partnerships)
- Finanzierungsprüfung ist nicht Kerngeschäft einer Pensionskasse
- Öffentlich-rechtliche Pensionskassen sind schnell im Rampenlicht der Politik und der Öffentlichkeit, da will man keine Experimente machen (z.B. mit neuen ausländischen Debtfonds)
- Refinanzierungsrisiko

In den nachfolgenden Kapiteln 5.1.1 und 5.1.2 wird auf einzelne Argumente mit Bezug auf die Produkte bzw. die Zieldimensionen näher eingegangen.

5.1.1 Produkte

Tabelle 10 zeigt auf, in welche Produkte die befragten Anleger aktuell investiert sind (die Zahl bezieht sich auf die Anzahl Nennungen).

	Pensionskassen	Versicherungen
Hypotheken CH	6	8
Hypotheken Ausland	0	0 (für Gelder aus Inlandtätigkeit)
Beteiligung an Konsortialkredit	1	0
Nicht kotierte Debtfonds	4	1
Pfandbriefe CH	9	8
Pfandbriefe Ausland	9	6
Mortgage Backed Securities	2	1
CDO's / CMO's	0	1
Kotierter Debtfonds	0	0
Mortgage REIT's	0	0

Tabelle 10: Bevorzugte Produkte der befragten Investoren

Pfandbriefe und Hypotheken dominieren klar, wobei die Hypotheken nicht nur aus Motiven der Kapitalanlage gewählt wurden. Drei Pensionskassen gewähren z.B. Hypotheken nur an Versicherte für Eigenheimfinanzierungen und dies teilweise zu vergünstigten Konditionen. Eine Pensionskasse bietet das Produkt zwar allen solventen Eigenheimbesitzern an, für Nichtversicherte gilt allerdings ein tieferer maximaler LTV. Dies bringt einerseits sehr tiefe Ausfallraten mit sich, da man die Schuldner besonders gut kennt. Auf der anderen Seite sind aber Destinatäre, welche keine Hypothek haben, benachteiligt, weil die Pensionskasse die Erträge nicht durch die Vergabe von Hypotheken zu den höchstmöglichen Zinssätzen optimiert. Eine banknahe Pensionskasse schliesst die Vergabe von Hypotheken aus, um die Arbeitgeberin der Destinatäre nicht zu konkurrenzieren, zwei Versicherungsgesellschaften haben ferner die Möglichkeiten des Cross-Sellings (z.B. indirekte Amortisation einer Hypothek über eine Lebensversicherungspolice) als weiteren Vorteil genannt. Beide Argumente stellen nicht die Perspektive der Kapitalanlage in den Vordergrund. Die Administration der Hypotheken erfolgt in vier von sechs Fällen und die Kreditprüfung in drei von sechs Fällen durch die Pensionskassen selbst. Die Versicherungen haben in sieben von acht Fällen eine eigene Hypothekenadministration inklusive Kreditprüfung. Die eigene Wertschöpfung der Investoren ist somit bei diesem Produkt vergleichsweise hoch. Bei den Vergabekriterien sind Pensionskassen und Versicherungen eher etwas vorsichtiger als Banken.

Bei allen Interviewpartnern konnte eine Bevorzugung von direkten Anlagen festgestellt werden, so lange das Anlagevolumen in einem vernünftigen Verhältnis zum Bewirtschaftungsaufwand steht. Dies aus Gründen der Transparenz (Informationsasymmetrie zwischen Anleger und Fondsmanager), der Kosten und der besseren Kontrollmöglichkeiten. Zudem seien die Produkte für ein Duration-Matching ungeeignet. Der Exponent einer Versicherungsgesellschaft vertrat gar die Ansicht, die Vergabe von Hypotheken könne auch als direkte Alternative zum Kauf einer Anlehensobligation einer Bank gesehen werden.¹²⁶ Zwei Pensionskassen haben in inländische Hypothekenfonds investiert. Mit ausländischen Debtfonds haben die Interviewpartner sehr wenig Erfahrung, lediglich vier Pensionskassen haben sich näher mit dem Thema befasst und nur zwei haben bislang investiert. Bei den Versicherungen waren Debtfonds ebenfalls ein Thema mit sehr tiefer Priorität. Dies hängt auch damit zusammen, dass diese Produkte fast nur im Ausland im Angebot sind und der Investitionsentscheid vertiefte Marktkenntnisse voraussetzt, die teilweise nicht vorhanden sind. Zudem bestehen regulatorische Beschränkungen. Nach den Erfahrungen der letzten fünf Jahre (Subprimekrise) besteht auch wenig Vertrauen in ein externes ausländisches Management von Kreditrisiken. Es wird auch befürchtet, dass nur die Finanzierungen auf dem Markt sind, welche die lokalen Banken nicht mehr wollen. In der Schweiz wäre das Vertrauen grösser, die Margen bei den Hypotheken sind im Inland aber bereits sehr tief. Nach Abzug der Kosten für die Führung eines kollektiven Anlagegefässes führt dies im aktuellen Marktumfeld zu vergleichsweise unattraktiven Renditen.

5.1.2 *Zieldimensionen*

Die in Kapitel 4.4 genannten acht Zieldimensionen für Real Estate Debt sind für die Investoren mit unterschiedlicher Gewichtung zutreffend, zusätzlich ist jedoch das *Schuldnersegement* als Entscheidungskriterium genannt worden. In Abbildung 14 wird dieses deshalb als neunte Zieldimension in den Anforderungsraster miteinbezogen.

¹²⁶ Experteninterview vom 5. Juni 2013

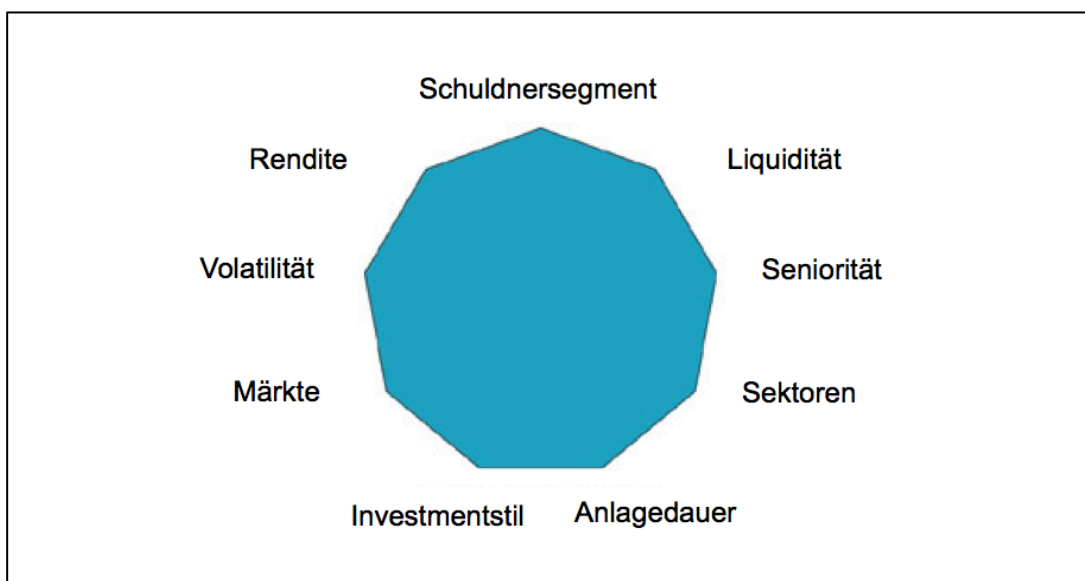


Abbildung 14: Neuneck der Kapitalanlage in Real Estate Debt

Die befragten Investoren haben sich zu den neun Zieldimensionen wie folgt geäußert:

5.1.2.1 Schuldnersegment

Diese Zieldimension spielt primär bei der Vergabe von Hypotheken eine bedeutende Rolle. Sechs Pensionskassen und acht Versicherungen gewähren privaten Personen mit Domizil Schweiz Hypotheken. Schuldner mit Domizil Ausland erhalten von den befragten Investoren nur in wenigen Ausnahmefällen (z.B. Grenzgänger) eine Finanzierung. Drei Pensionskassen gewähren juristischen Personen keine Hypotheken, drei Versicherungen und eine Pensionskasse nur mit Einschränkungen. Die Vergabe von Finanzierungen an Firmen wird von diesen Investoren als risikoreicher angesehen. Einerseits beschränkt sich das Haftungssubstrat unter Umständen auf die Immobilie (Privatpersonen haben in der Regel noch weitere Vermögenswerte). Andererseits unterscheiden sich die Prozesse für die Bonitätsprüfung, womit sich der Aufbau dieses Knowhows erst ab einem gewissen Mindestvolumen lohnt.

5.1.2.2 Liquidität

Die Experten waren sich einig, dass Real Estate Debt fast in jedem Fall unabhängig vom Produkt eine illiquide Anlage ist. Eine Ausnahme bilden Schweizer Pfandbriefe. Eine Verbriefung oder Kotierung verbessert nach deren Aussagen die Liquidität in der Regel nicht, da z.B. bei tiefer Nachfrage der Kurswert solcher Anlagen deutlich unter dem inneren Wert liegt (Disagio). Dieses Argument wird aus der Marktentwicklung heraus unterstützt, brach der Handel mit verbrieften Anlagen mit Grundpfanddeckung, insbesondere CMO's, während der Finanzkrise doch praktisch zusammen und erholt

sich seither nur langsam. Die Investoren ziehen aber aus dieser Erkenntnis heraus unterschiedliche Konsequenzen. Zwei Investoren definieren in der Anlagestrategie bewusst Illiquiditätsquoten und investieren innerhalb dieser Quote in Real Estate Debt oder ziehen es zumindest in Betracht. Zwei weitere befragte Investoren haben aufgrund der Illiquidität bewusst Hypotheken reduziert. Sieben Gesprächspartner waren aber der Ansicht, dass das Anlageportfolio insgesamt über genügend liquide Anlagen verfügt (Aktien, Obligationen, flüssige Mittel) und die Illiquidität von einzelnen Anlagen somit aufgrund des langfristigen Anlagehorizontes unproblematisch ist. Nur zwei Investoren bevorzugen explizit kotierte Anlageinstrumente.

5.1.2.3 Seniorität

Senior Finanzierungen werden von allen Investoren, die in Real Estate Debt anlegen, gewährt. Aus regulatorischen Gründen¹²⁷ gewährt keine der befragten Versicherungen Junior- oder Mezzanine- Loans. Obschon Pensionskassen in dieser Dimension weniger stark reguliert sind, geben nur zwei Gesprächspartner an, in Junior- oder Mezzanine- Loans zu investieren, und dies auch nur unter der Bedingung, dass die zusätzlichen Risiken mit einer entsprechend hohen Zinsmarge entschädigt werden. Beide geben aber als maximalen LTV 80 % an.

5.1.2.4 Sektoren

Alle Acht Versicherungen sowie fünf der zehn befragten Pensionskassen gewähren Finanzierungen für Eigenheime und Mehrfamilienhäuser. Nur fünf Versicherungen und zwei Pensionskassen finanzieren Büroliegenschaften, wobei der Fokus auf gute Lagen (Zentren von grösseren Städten) gelegt wird. Verkaufsflächen werden von fünf Versicherungen und nur einer Pensionskasse finanziert, auch hier nur an guten, hoch frequentierten Lagen. Der Verkaufsflächenanteil ist zudem bei zwei Investoren auf gemischt genutzte Objekte beschränkt (Retail im Erdgeschoss, Wohnungen in den Obergeschossen). Eine Pensionskasse hat ein Spezialobjekt (Hotel) finanziert, bei den Versicherungen ist dies aus regulatorischen Gründen¹²⁸ bei keiner der Fall.

5.1.2.5 Anlagedauer

Die bevorzugte Anlagedauer ist sehr unterschiedlich, hat aber bei allen Investoren sehr hohe Priorität. Die Versicherungen geben an, für die Vermögen aus dem Sachversicherungsbereich mittlere Laufzeiten von zwei bis sieben Jahren zu bevorzugen. Für das

¹²⁷ vgl. Randziffer 186 und 295 des Rundschreibens 2008/18 Anlagerichtlinien Versicherer der FINMA

¹²⁸ vgl. Randziffer 284 des Rundschreibens 2008/18 Anlagerichtlinien Versicherer der FINMA

Lebensversicherungsgeschäft werden lange bis sehr lange Laufzeiten, d.h. 15 bis 25 Jahre, gesucht. Auf den Kapitalmärkten sind nur sehr wenige Anlagen mit einer Laufzeit von über 15 Jahren erhältlich, womit Festhypotheken hier eine interessante Option sind. Aufgrund der aktuell tiefen Zinsen sind langfristige Festhypotheken auch seitens der Schuldner gesucht. Einige Versicherungen gestalten ihre Margen dementsprechend, d. h. sie sind im langen Bereich leicht tiefer als bei kurzen Laufzeiten. Pensionskassen haben in Bezug auf die Anlagedauer unter anderem aufgrund der gesetzlichen Mindestverzinsung¹²⁹ differenzierte Präferenzen. Sie geben die bevorzugten Laufzeiten mit zwei bis zehn Jahren an. Für das Asset-Liability-Management wären zwar auch für die meisten Pensionskassen noch längere Laufzeiten wünschenswert, die Zinssensitivität dieser Anlagen wird aber als zu hoch eingeschätzt. Wie in Kapitel 3.3 bereits erwähnt, diskontieren Versicherungen ihre Passiven zur Erstellung einer ökonomischen Bilanz mit risikolosen Marktzinssätzen. Veränderungen des Zinsniveaus wirken sich somit in ähnlichem Ausmass auf die Aktiven und Passiven derer Bilanzen aus, sofern die Laufzeiten aufeinander abgestimmt sind. Pensionskassen müssen hingegen ihre Passiven zum technischen Zinssatz, der aktuell deutlich über dem risikolosen Marktzinssatz liegt, diskontieren.¹³⁰ Die Bewirtschaftung von Zinsänderungsrisiken ist somit für Pensionskassen noch anspruchsvoller. Eine Pensionskasse, welche im aktuellen Tiefzinsumfeld eine Anlage mit sehr langer Laufzeit tätigt, wird bei steigenden Zinsen eine Wertminderung der Aktiven hinnehmen müssen, ohne dass die Verpflichtungen auf der Passivseite im gleichen Ausmass abnehmen. Zwei Investoren geben an, auf einen guten Laufzeitenmix zu achten, ein Investor achtet darauf, dass die Duration nicht höher ist als diejenige des entsprechenden Bondindexes. Der Vertreter einer Pensionskasse gibt zu bedenken, dass Anlagen mit langen Laufzeiten illiquider sind als jene mit kürzeren.

5.1.2.6 Investitionsstil

Die befragten Versicherungen geben an, ausschliesslich Core-Objekte zu finanzieren. Diesen Investitionsstil bevorzugen auch 7 Pensionskassen. Zwei Pensionskassen sind auch bereit, Objekte oder Portfolios der Kategorie Value Added oder Opportunistic zu finanzieren, sofern die damit zusammenhängenden erhöhten Risiken ausreichend entschädigt werden.

¹²⁹ vgl. Art. 12 BBV2, aktuell 1,5 % p.a.

¹³⁰ vgl. Art. 44 BVV2, aktuell 3,5 % p.a.

5.1.2.7 Märkte

Bei der Selektion der Märkte achten die Investoren nebst der Marktentwicklung der Immobilienpreise primär auf die Durchsetzbarkeit der Gläubigerrechte. Ein weiteres Kriterium ist die politische Stabilität. Beides wird in der Schweiz am höchsten eingeschätzt. Weitere häufig genannten Märkte, die bevorzugt werden, sind Deutschland, Grossbritannien und USA. Einzelne Nennungen entfallen auf Frankreich, Australien, Japan und Chile.

5.1.2.8 Volatilität

Je vier Interviewpartner von Versicherungen und Pensionskassen nennen die tiefe Volatilität (Nominalwertbewertung) von Hypotheken explizit als Vorteil. Eine tiefe Volatilität ist in der Regel mit einer tiefen Liquidität verbunden, dieser Nachteil wird aber mehrheitlich in Kauf genommen (siehe auch Kapitel 5.1.2.2).

5.1.2.9 Rendite

Die Rendite ist relativ zum Risiko zu betrachten. Das bessere Rendite-/Risikoprofil von Anlagen in Real Estate Debt ist der in den Befragungen am häufigsten genannten Vorteil dieser Anlageklasse und bezieht sich mehrheitlich auf die Vergabe von Hypotheken auf schweizerischen Liegenschaften. Es bestehen keine statistischen Daten über Ausfälle im Hypothekengeschäft, womit die Risiken des am weitesten verbreitete Produktes nur bedingt mit anderen Anlagen wie Aktien oder Obligationen verglichen werden können. Im SST-Marktrisiko-Standardmodell werden die Hypotheken dem Rating A zugeordnet,¹³¹ Anleihen von schweizerischen Schuldern mit diesem Rating rentieren aktuell mit ca. 0,43 % über Swap¹³². Mit Margen über 1 %¹³³ werden Hypotheken derzeit tatsächlich um einiges höher verzinst, dieser Zusatzrendite steht aber auch ein deutlich höherer administrativer Aufwand gegenüber. Dessen Einfluss auf die Gesamtrendite hängt von der Effizienz der Bewirtschaftung ab, welcher wiederum durch die Portfolio-grösse beeinflusst wird. Im europäischen Ausland sind noch deutlich höhere Renditen erzielbar. Je nach Land liegen diese zwischen 1,35 % und 2,5 %, bei Kreditfonds gar bei bis zu 4,0 % über Swap.¹³⁴ Auch bei diesen Renditezahlen fehlen zum Vergleich aber die entsprechenden statistischen Risikomessungen. Ferner ist das Währungsrisiko zu beachten. Die Gründe für diese im Ausland deutlich höheren Renditen wurden in Kapi-

¹³¹ vgl. Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA 2012a, S. 25

¹³² vgl. Abbildung 9

¹³³ vgl. Tabelle 3

¹³⁴ vgl. Abbildung 6 und Abbildung 7

tel 2.5 bereits erläutert. Der Vertreter einer privat-rechtlichen Pensionskasse, welcher derzeit bereits in europäische Kreditfonds investiert ist, geht aber davon aus, dass sich die ausländischen Banken mittelfristig - nachdem sie ihre Eigenkapitalbasis gestärkt haben – wieder vermehrt im Immobilienfinanzierungsmarkt engagieren werden und die Margen aufgrund des zunehmenden Wettbewerbs wieder sinken.¹³⁵

5.2 Präferenzen für zukünftige Anlagen in Real Estate Debt

Bei fünf Versicherungen wird aufgrund des günstigen Rendite-/Risikoprofils ein leichtes oder mittleres Wachstum der Hypotheken angestrebt, insbesondere mit längeren Laufzeiten. Die übrigen drei möchten ihren Anteil halten. Gegen einen deutlichen Ausbau sprechen primär die bei vielen Investoren bereits hohe Quote an Hypotheken und direkten Immobilienanlagen. Zwei Versicherungen wären interessiert, eine Beteiligung an einem Konsortialkredit zu prüfen, dabei sind aber die regulatorischen Vorschriften zu beachten. Generell besteht wenig Interesse an Anlagen, die dem gebundenen Kapital nicht zugerechnet werden können, und dies auch bei Versicherungen, welche diesbezüglich über hohe Reserven verfügen. Gegen einen Ausbau der Anlagen in Pfandbriefe sprechen einerseits das geringe Emissionsvolumen mit langen Laufzeiten und andererseits die fehlenden Diversifikationsmöglichkeiten in der Schweiz mit nur zwei Emittenten. Pfandbriefe ausländischer Emittenten seien von der Verzinsung her zwar interessant, das Ausfallrisiko wird aber höher eingeschätzt. Nicht zuletzt auch aufgrund des Währungsrisikos sieht hier keine der befragten Versicherungen einen Ausbau vor.

Die Pensionskassen haben bezüglich Hypotheken unterschiedliche Strategien, zwei Kassen möchten das Volumen erhöhen und bieten deshalb seit einiger Zeit auch Festhypotheken an, drei Vorsorgeeinrichtungen bauen eher ab, unter anderem weil sie mangels Angebot von Festhypotheken Marktanteile verlieren. Die übrigen befragten Pensionskassen möchte ihre Quote nicht ändern, entweder, weil ihre Immobilienexposition bereits hoch ist (inklusive direkter Immobilienanlagen) oder weil ihnen die Anlage zu wenig liquide ist. Zwei Kassen sind an der Partizipation an Konsortialkrediten interessiert, eine weitere prüft den Kauf von Private Label MBS in den USA, da sich die Liquidität dieses Marktes zusehends verbessert. Vier

¹³⁵ Experteninterview vom 1. Juli 2013

Pensionskassen prüfen Kreditfonds oder Senior Secured Loans, als Hauptgrund wird dafür das attraktive Rendite-/Risikoprofil angegeben.

5.3 Entwicklungstendenzen des Anlagevolumens in Real Estate Debt

Die Entwicklung des Anlagevolumens wird je nach Produkt differenziert beurteilt. Insgesamt ist nur ein sehr moderates Wachstum geplant, und dieses am ehesten bei den Hypotheken. Hier ist eine Volumenentwicklung im Rahmen des Marktwachstums zu erwarten. Dieses hängt wiederum von der Zinsentwicklung sowie von den Preisentwicklungen am Immobilienmarkt ab. Da nur die Hälfte der befragten Investoren eine konkrete Aussage zum heute investierten Anlagevolumen in Real Estate Debt machen konnte, sind auch keine quantitativen Aussagen über die Volumenentwicklung möglich.

5.4 Annahmen der Investoren über zukünftige Entwicklungen

Der Einfluss von zukünftigen regulatorischen Änderungen wird von den Gesprächsteilnehmern unterschiedlich beurteilt. Von den Vertretern der Versicherungen wird aber damit gerechnet, dass die Banken stärker von weiteren Regulierungen betroffen sein werden (z.B. antizyklischer Kapitalpuffer) als Versicherungen und Pensionskassen. Dies könnte im Hypothekengeschäft ein Vorteil sein. Da die Banken und Versicherungen aber beide von der FINMA beaufsichtigt werden, dürften keine zu grossen Unterschiede entstehen. Der Exponent einer Pensionskasse erwartet gesetzliche Änderungen für amerikanische Pfandbriefe, die in Richtung der europäischen Beispiele gehen könnten. Mit Bezug auf die Rechnungslegung wird weder von den Pensionskassen noch von den Versicherungen mit Änderungen gerechnet, die einen Einfluss auf Anlagen in Real Estate Debt haben.

Einen grösseren Einfluss dürften Marktveränderungen haben. Folgende möglichen Konsequenzen eines (langsamen) Zinsanstiegs wurden genannt:

- Margen der Banken im Passivgeschäft steigen, womit der Hypothekarmarkt noch kompetitiver wird
- Ausländische Banken erholen sich, Debt Funding Gap verschwindet, Finanzierungsmargen in Ausland sinken
- Anlagen mit Nominalwertbewertung werden noch attraktiver
- Anleihen werden im Vergleich wieder attraktiver
- Nachfrage der Schuldner nach Fremdkapital nimmt ab
- steigende Tragbarkeitsrisiken

5.5 Schlussfolgerungen aus der Befragung

Die in Kapitel 4 erarbeiteten acht Zieldimensionen für Real Estate Debt sind für die befragten Investoren von Relevanz. Zusätzlich ist das *Schuldnersegment* massgeblich, weshalb dieses als neunte Dimension in den Anforderungsraster integriert wurde. Von besonderer Wichtigkeit sind die *Anlagedauer*, die *Liquidität* versus die *Volatilität* sowie die *Rendite*. Der Spielraum in Bezug auf die *Sektoren*, *Märkte*, *Seniorität* sowie den *Investitionsstil* ist insbesondere bei den Versicherungen aus regulatorischen Gründen eingeschränkt.

Im Ausland kann eine gewisse Verschiebung von Marktanteilen im Immobilienfinanzierungsgeschäft zu Lasten der Banken und zu Gunsten von institutionellen Investoren beobachtet werden. Dieser Trend findet in der Schweiz aus verschiedenen Gründen nicht statt.

Die inländischen Banken hatten auch vor der Finanzkrise eine vergleichsweise vorsichtige Finanzierungspolitik, LTV's von über 70 % für Büroimmobilien und über 80 % für Wohnobjekte wurden in der Regel nicht gewährt. Die Immobilienpreise sind bis heute eher gestiegen, im Wohnsegment haben sie regional sogar stark zugenommen. Somit sind die Prolongationen von auslaufenden Finanzierungen weitgehend unproblematisch. Die Banken in der Schweiz verfügen zudem über vergleichsweise hohe Eigenkapitalquoten, Basel III wurde per 1. Januar 2013 bereits umgesetzt. Im Vergleich zur Zeit vor der Finanzkrise haben nur die beiden Grossbanken ihre Bilanzsummen gekürzt, und diese Reduktionen erfolgten nicht im lokalen Finanzierungsgeschäft, sondern im Investment Banking. Der Hypothekarmarkt Schweiz bleibt somit unverändert kompetitiv, lediglich bei den langen Laufzeiten für Festhypotheken haben Lebensversicherungen einen Refinanzierungsvorteil. Aufgrund der tiefen Finanzierungsmargen bleibt auch wenig Spielraum für neue kollektive Anlagen, Real Estate Debtfonds mit Finanzierungen auf Liegenschaften in der Schweiz dürften deshalb kaum auf grosses Interesse der Anleger stossen.

Im Ausland ist das Rendite-/Risikoprofil aktuell sehr attraktiv, da sich einige Banken aufgrund ihrer zu kleinen Eigenkapitalquote aus dem Immobilienfinanzierungsgeschäft zurückziehen mussten. Diese Entwicklung ist eventuell aber nur von vorübergehender Natur, sobald die Rekapitalisierung abgeschlossen ist, könnten diese Banken wieder in den Markt zurückkehren und die Margen im Finanzierungsgeschäft würden wieder sinken. Für den Aufbau eines fundierten Knowhows im Bereich Finanzierung von Aus-

landimmobilien durch institutionelle Investoren in der Schweiz ist das Zeitfenster vermutlich zu kurz. Es muss deshalb auf indirekte Anlagen ausgewichen werden. Diese sind aber bei vielen Anlegern unbeliebt, nicht zuletzt aufgrund der schlechten Erfahrungen mit der Subprimekrise. Die Markt der Debtfonds bietet zumindest zurzeit attraktive Opportunitäten, eine fundierte Due Diligence bei der Selektion der Anlagegefässe ist aber unabdingbar. Somit sind diese Anlagemöglichkeiten eher grösseren institutionellen Investoren vorbehalten, die über die entsprechenden zeitlichen und fachlichen Kapazitäten verfügen.

Die Wachstumsmöglichkeiten von Real Estate Debt für Pensionskassen und Versicherungen in der Schweiz sind beschränkt. Die aktuelle Immobilienexposition der Versicherungen mit 14 %¹³⁶ und der Pensionskassen mit 20 %¹³⁷ ist bereits relativ hoch. Aufgrund der fehlenden Investitionsmöglichkeiten in direkte Immobilien findet bei einzelnen Investoren allenfalls eine moderate Verschiebung von Real Estate Equity in Real Estate Debt statt.

Direkte Hypotheken auf Liegenschaften in der Schweiz sind das Real Estate Debt Produkt, in welches am häufigsten investiert wird. Dies nicht nur aus Motiven der Kapitalanlage. Auch Cross-Selling (Versicherungen) oder Vergünstigungen für Destinatäre (Pensionskassen) werden als Vorteile genannt. Die meisten Investoren bewirtschaften ihr Hypothekenportfolio selbst, womit bei diesem Produkt eine vergleichsweise hohe eigene Wertschöpfung besteht. Die damit im Zusammenhang stehenden Kosten sind abhängig von der Effizienz der Abläufe sowie der Portfoliogrösse. In den letzten Jahren gab es kaum Kreditausfälle, womit Hypotheken trotz hohen Kosten eine attraktive Anlage sind. Statistische Vergleichsmöglichkeiten bestehen aber leider weder bezüglich der Ausfallrisiken noch bezüglich der Administrationskosten. Dies erschwert den Vergleich mit alternativen Anlagen. Das Fehlen von Benchmarks ist deshalb auch ein häufig genannter Nachteil von Real Estate Debt im Allgemeinen. Dieses Argument fällt aufgrund des aktuellen Trends zu passiv verwalteten Anlagen¹³⁸ noch stärker ins Gewicht.

¹³⁶ vgl. Eidg. Finanzmarktaufsicht 2012, S. 6

¹³⁷ vgl. Bundesamt für Statistik 2013, S. 2

¹³⁸ Bei der passiven Führung eines Anlagefonds wird ein Index nachgebildet, d.h. Risiko und Rendite entsprechen dem Index abzüglich der Verwaltungskosten. Im Gegensatz dazu versucht ein aktiver Fondsmanager, den Index zu schlagen. Aktives Management ist teurer als Passives. Da gem. diversen Untersuchungen der Index im langfristigen Durchschnitt nicht geschlagen werden kann, besteht ein Trend zu den günstigeren passiv verwalteten Anlagefonds.

Weitere regulatorische Änderungen dürften am ehesten die Banken betreffen, wobei grössere Abweichungen zum Regelwerk der Versicherungen aufgrund der gemeinsamen Aufsichtsbehörde FINMA unwahrscheinlich sind. Seitens Rechnungslegung rechnet keine der befragten Personen mit wesentlichen Einflüssen auf Anlagen in Real Estate Debt.

Mittelfristig ist auch aus Marktveränderungen heraus nicht mit grösseren Verschiebungen zu rechnen. Sollten die Zinsen ansteigen, werden die Banken im Passivgeschäft wieder bessere Erträge erzielen, womit es für Versicherungen schwierig werden dürfte, ihren Anteil am Hypothekarmarkt Schweiz massgeblich zu erhöhen. Langsam ansteigende Zinsen sind aber sowohl für Pensionskassen als auch für Versicherung sehr willkommen, da die Problematik des Duration Gaps dadurch gemildert wird. So lange sich die Situation nicht in eine Hochzinsphase wie zu Beginn der Neunzigerjahre dreht, sollten auch die Tragbarkeitsrisiken von Real Estate Debt nicht massiv ansteigen.

6 Schlussbetrachtung

6.1 Fazit

Für die meisten Pensionskassen und Versicherungen ist Real Estate Debt eine attraktive Anlageklasse, sie besteht aber primär aus der direkten Gewährung von Hypotheken. Fast alle befragten Investoren haben in Pfandbriefe mit in- und ausländischen Emittenten investiert, betrachten diese aber nicht in erster Linie als Immobilienexposition sondern als festverzinsliche Anlage analog übriger ungedeckter Anleihen. Als Vorzüge der Hypotheken werden das überdurchschnittliche Rendite-/Risikoprofil, die Diversifikation, die Nominalwertbewertung sowie die Laufzeiten genannt. Nachteilig sind die Illiquidität sowie der hohe administrative Aufwand, womit diese Anlageklasse über eine überdurchschnittlich hohe eigene Wertschöpfung verfügt. Die Vergabe von Hypotheken erfolgt aber auch aus Motiven, die nicht die Perspektive der Kapitalanlage einnehmen. Für Versicherungen bestehen Cross-Selling-Möglichkeiten und einige Pensionskassen vergeben Hypotheken an ihre Destinatäre zu vergünstigten Konditionen. Die weiteren verfügbaren Real Estate Debt-Produkte, insbesondere indirekte Anlagemöglichkeiten, sind bei den befragten institutionellen Investoren trotz teilweise attraktiven Renditen unbeliebt. Einerseits sind sie fast ausschliesslich durch ausländische Immobilien gedeckt, was Kenntnisse der entsprechenden Märkte voraussetzt. Andererseits wirkt sich die Informationsasymmetrie zwischen Fondsmanager und Anleger – nicht zuletzt aufgrund der schlechten Erfahrungen mit der Subprimekrise – als Nachteil aus. Die im Ausland stark wachsenden Real Estate Debt Fonds sind lediglich einer Minderheit der Anleger bekannt, nur einzelne sind darin investiert. Einige dieser Produkte bieten attraktive Rendite-/Risikoprofile, eine Investition bedingt aber eine sorgfältige Due Diligence. Da die Finanzierungsmargen in der Schweiz vergleichsweise tief sind, gab es in letzter Zeit keine Emission einer mit inländischen Immobilien gedeckten Kollektivanlage.

Die Immobilienexposition der meisten befragten Versicherungen und Pensionskassen ist durch Hypotheken und Immobiliendirektanlagen bereits relativ hoch, mittelfristig ist deshalb nur mit einem sehr moderaten Wachstum von Real Estate Debt zu rechnen. Bezüglich der Produkte sehen die Investoren ebenfalls nur moderate Änderungen vor, die Anlageklasse wird weiterhin durch Hypotheken und Pfandbriefe dominiert. Die wenigsten Investoren konnten ihre Wachstumsabsichten für Real Estate Debt insgesamt

quantifizieren, da sie diese Produkte teilweise unter den festverzinslichen Anlagen und teilweise als eigene Anlageklasse führen.

Die acht Zieldimensionen *Liquidität*, *Seniorität*, *Sektoren*, *Anlagedauer*, *Investmentstil*, *Märkte*, *Volatilität* und *Rendite* des erarbeiteten Anforderungsrasters an Real Estate Debt haben sich für die befragten Pensionskassen und Versicherungen als relevant erwiesen. Als zusätzlich Anforderung hat sich das *Schuldnersegment* gezeigt, gewähren doch diverse Investoren Finanzierungen an juristische Personen gar nicht oder nur eingeschränkt. Die Gewichtung der Zieldimensionen ist unterschiedlich. Hohe Priorität haben die *Anlagedauer*, die *Liquidität* versus die *Volatilität* sowie die *Rendite*. Der Spielraum in Bezug auf die *Sektoren*, *Märkte*, *Seniorität* sowie den *Investitionsstil* ist insbesondere bei den Versicherungen durch Regelwerke stark eingeschränkt.

Die Beurteilung der einzelnen Real Estate Debt Produkte nach deren Erfüllung der Zieldimensionen erlaubt einen differenzierten Blick auf das Anlageuniversum. Die Rendite-/Risikoprofile der einzelnen Produkte unterscheiden sich stark, sämtliche Anlagemöglichkeiten müssen jedoch als mehr oder weniger illiquide bezeichnet werden. Eine Ausnahme bilden die Pfandbriefe. Bei den übrigen gehandelten Produkten hat sich in der Finanzkrise gezeigt, dass der Markt in Stresssituationen nicht mehr funktioniert und das Handelsvolumen zusammenbricht. Die Investoren gehen mit der Illiquidität unterschiedlich um. Einzelne definierten in der Anlagestrategie bewusst Illiquiditätsquoten, innerhalb derer auch in Real Estate Debt investiert werden kann. Einige wenige verzichten ganz oder reduzieren ihre Engagements. Die Mehrheit der befragten Pensionskassen und Versicherungen war aber der Ansicht, dass die Illiquidität einzelner Anlagen für einen langfristig orientierten Anleger unproblematisch ist, die erforderliche Liquidität sei durch die übrigen Anlagen (Aktien, Obligationen, flüssige Mittel) ausreichend hoch.

6.2 Diskussion

Die Methodik der qualitativen Befragung hat sich für die Beantwortung der Fragestellung bewährt. Die theoretisch hergeleiteten Zieldimensionen des Anforderungsrasters an Real Estate Debt konnten in offenen Gesprächen überprüft und ergänzt werden und es wurde eine differenzierte Wahrnehmung in der Praxis aufgezeigt. Die Ergebnisse der Befragung tragen zum Erkenntnisgewinn bei, es handelt sich dabei jedoch nur um eine Statusaufnahme aus Sicht der grössten Versicherungen und Pensionskassen in der Schweiz. Offen bleiben die Frage nach der Investorensicht von kleineren und mittleren

institutionellen Investoren sowie die Frage nach einer differenzierten Untersuchung der Produktprofile.

Der Kenntnisstand der Investoren mit Bezug auf neue Anlagemöglichkeiten in Real Estate Debt erhöht sich aufgrund aktueller Marktentwicklungen laufend. Im Vergleich zum Ausland ist die Nachfrage nach neuen Real Estate Debt Produkten aber aus verschiedenen bereits erwähnten Gründen deutlich tiefer.

6.3 Ausblick

Die verschiedenen Anlagemöglichkeiten in Real Estate Debt wurden auf ihre Erfüllung der Zieldimensionen eines Anforderungsrasters aus der Sicht von grossen Versicherungen und Pensionskassen überprüft. Die Rendite-/Risikoeigenschaften wurden dabei jedoch nicht im Detail untersucht. Als Voraussetzung dazu müssten bei den nicht kotierten Produkten einerseits die Ausfallraten statistisch erhoben werden. Dies ist allerdings nur möglich, wenn die Gläubiger dazu bereit sind, entsprechende anonymisierten Daten zur Verfügung zu stellen. Andererseits müssten Rentabilitätszahlen verfügbar sein. Derzeit erhebt lediglich die SNB monatlich die Zinssätze für Festhypotheken von Banken, was für eine fundierte Analyse noch nicht ausreicht. Die Existenz von Benchmarks würde auch die Führung von Real Estate Debt als Anlageklasse unterstützen. Darüber hinaus sollte untersucht werden, inwiefern der Anforderungsraster die Bedürfnisse der übrigen Investorensegmente abdeckt.

Literaturverzeichnis

- Brueggemann, W. / Fisher, J. (2008): *Real Estate Finance and Investments*.
13. Auflage, Boston et al. 2008
- Bundesamt für Statistik BFS (Hrsg.) (2013): *Die berufliche Vorsorge in der Schweiz, Kennzahlen der Pensionskassenstatistik 2005-2011*, Neuchâtel 2013
- CEIOPS Committee of European Insurance and Occupational Pension Supervisors
(Hrsg.) (2010): *QIS5 Calibration Paper*, Frankfurt am Main 2010
- Collineo Asset Management GmbH (Hrsg.) (2012): *Real Estate Debt im Vergleich zu ausgewählten Immobilienanlageformen*, Dortmund 2012
- Credit Suisse Anlagestiftung (Hrsg.) (2013): *Factsheet CSA Hypotheken Schweiz*,
Zürich 2013
- Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2013): *Bankenstatistik Januar 2013, Statistisches Bei-
heft 1 zum Monatsbericht*, Frankfurt am Main 2013
- Dietrich, A. / Bützer, D. (2011): *Hypothekarkunden der Assekuranz haben bessere Bonität*, in: *Finanz und Wirtschaft*, 15. Oktober 2011, S. 18
- DTZ (Hrsg.) (2011): *Global Debt Funding Gap*, London 2011
- DTZ (Hrsg.) (2012): *Global Debt Funding Gap*, London 2012
- DTZ (Hrsg.) (2012a): *Net Debt Funding Gap*, London 2012
- DTZ (Hrsg.) (2013): *Net Debt Funding Gap*, London 2013
- ECBC European Covered Bond Council (Hrsg.) (2012): *2012 ECBC European Covered Bond Fact Book*, Brüssel 2012
- Eidgenössische Bankenkommission (Hrsg.) (2008): *Subprime-Krise: Untersuchung der EBK zu den Ursachen der Wertberichtigungen der UBS AG*, Bern 2008
- Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA (Hrsg.) (2012): *Bericht über den Versicherungsmarkt 2011*, Bern 2012

- Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA (Hrsg.) (2012a): *Wegleitung zum SST-Marktrisiko-Standardmodell*, Bern 2012
- Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA (Hrsg.) (2013): *Jahresbericht 2012*, Bern 2013
- Emch, U. / Renz, H. / Arpagaus, R. / Beutter, C. / Bopp, C. / Gasser, A. / Kramer, G. / Stadler, R. / Werlen, T. (2011): *Das Schweizerische Bankgeschäft*. 7. Auflage, Zürich 2011
- Ernst & Young (Hrsg.) (2012): *Trendbarometer Immobilienanlagen der Assekuranz 2012*, Eschborn/Frankfurt a.M. 2012
- Ernst & Young (Hrsg.) (2013): *A house divided - How Europe views prospects for real estate investment*, London 2013
- Fischer, M. / Spiess, C. (2012): *Klassische Immobilienfinanzierung*, Universität Zürich, Zürich 26. Oktober 2012
- Froese, A. / Paul, M. (2003): *Neue Instrumente der Projektfinanzierung*, in: Gondring, H. / Zoller, E. / Dinauer, J. (Hrsg.): *Real Estate Investment Banking*, Wiesbaden 2003, S. 195-220
- Gantenbein, P. (2005): *Optimale Immobilieninvestments für Versicherungen* in: Spremann, K. (Hrsg.): *Versicherungen im Umbruch*. St. Gallen 2005, S. 269-295
- Germann, H. (2012): *Asset-Liability Management bei Institutionellen Investoren*, Universität Zürich, Zürich 21. September 2012
- Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V. (Hrsg.) (2012): *Statistisches Taschenbuch der Versicherungswirtschaft 2012*, Berlin 2012
- Gondring, H., / Feldhoff, P. (2003): *Real Estate Investment Banking - Einführung, theoretische Grundlagen und Instrumente*, in: Gondring, H. / Zoller, E. / Dinauer, J. (Hrsg.): *Real Estate Investment Banking*, Wiesbaden 2003, S. 3-79
- Gondring, H. / Wagner, T. (2010): *Real Estate Asset Management*, München 2010

- Hey, F. (2003): *Mortgage Backed Securitisation - Fremdkaptialbeschaffung über den Kapitalmarkt als Bestandteil des Real Estate Investment Banking*, in: Gondring, H. / Zoller, E. / Dinauer, J. (Hrsg.): *Real Estate Investment Banking*, Wiesbaden 2003, S. 431-449
- Hudson-Wilson, S. / Elbaum, B. L. (1995): *Diversification Benefits for Investors in Real Estate*, in: *The Journal of Portfolio Management* Spring(1995), S. 92-99
- Hull, J. (2011): *Risikomanagement*, 2. Auflage, München 2011
- iii-investments.Research (Hrsg.) (2012): *Immobilienmärkte Europa Herbst 2012*, München 2012
- INREV (Hrsg.) (2012): *European Real Estate Debt Fund Study*, Amsterdam 2012
- INREV (Hrsg.) (2013): *Investment Intentions Survey 2013*, Amsterdam 2013
- IPD Real Estate (Hrsg.) (2013): *Special Issue 2013: Debt*, London 2013
- Jandura, I. / Rehkugler, H. (2002): *Die 4-Quadranten der Immobilienwirtschaft* in: GuG - Grundstücksmarkt und Grundstückswert 5(2002), S. 257-263
- Jones Lang LaSalle (Hrsg.) (2011): *Immobilien Investment Survey 2011*, Zürich 2011
- Jordan, T. (2008): *Finanzierung von Hypotheken und die Risiken einer Kreditverknappung in der Schweiz und im Ausland*, Vortrag am 9. Schweizer Ökonomentag Universität Zürich, Zürich 10.09.2008
- Loepfe, A. (2013): *Real Estate Asset Allocation and Portfolio Construction*. Universität Zürich, Zürich 9. März 2013
- Marti, G. (2012): *Schweizer Versicherer gut gerüstet für die Zukunft*, Zürcher Kantonalbank (Hrsg.), Zürich 2012
- Mayring, P. (2002): *Einführung in die Qualitative Sozialforschung*, 5. Auflage, Weinheim / Basel 2002
- Oehler, A. / Unser, M. (2002): *Finanzwirtschaftliches Risikomanagement*, 2. Auflage, Berlin 2002

- Phyrr, S. / Cooper, J. / Wofford, L. / Kapplin, S. / Lapedes, P. (1989): *Real Estate Investment Strategy, Analysis, Decisions*, 2. Auflage, New York 1989
- Radner, P. / Maurin, M. (2012): *Der Markt für Distressed Real Estate Assets 2012 in Deutschland*, in: Rottke N. (Hrsg.): EBS Diskussionspapiere zur Immobilienwirtschaft 04, Wiesbaden 2012
- Rottke N. (2008): *Real estate between the poles of public and private debt and equity marktes* in: Rottke N. (Hrsg.): *Handbook Real Estate Capital Markets*, Köln 2008
- Schaffner, U. (2011): *Finanzielle Führung von Pensionskassen*, Zürich 2011
- Schulte, K. / Bone-Winkel, S. / Focke, C. (2008): *Von der Höhle zum Wolkenkratzer*, in: *economag.de* 10(2008), S. 148
- Schweizerische Nationalbank (Hrsg.) (2013): *Statistisches Monatsheft Mai 2013*. Zürich 2013
- Schweizerische Nationalbank (Hrsg.) (2013a): *Financial Stability Report 2013*, Zürich 2013
- Schweizerischer Versicherungsverband SVV (Hrsg.) (2013): *Zahlen und Fakten 2013 der privaten Versicherungswirtschaft*, Zürich 2013
- Smith, R. / Walter, I. / DeLong, G. (2012): *Global Banking*, 3. Auflage, New York 2012
- Standard & Poor's Financial Services LLC (Hrsg.) (2012): *Solvency II Could Push European Insurers Away from Securitizations*, London 2012
- UBS AG (Hrsg.) (2012): *Zückerli bei tiefen Zinsen: Schweizer Pfandbriefe. Mit UBS ETFs*, Zürich 2012
- UBS AG (Hrsg.) (2013): *Schweizer Immobilien - UBS Swiss Real Estate Bubble Index 4. Quartal 2012*, Zürich 2012
- Urban Land Institute/PwC (Hrsg.) (2012): *Emerging Trends in Real Estate® 2012 Europe*, London 2012

Volquarts, M. / Radner, P. (2011): *Finanzierungsalternativen für die deutsche Immobilienwirtschaft*, in Rottke N. (Hrsg.): EBS Diskussionspapiere zur Immobilienwirtschaft 02, Wiesbaden 2011

Winter, R. (2013): *Distressed Real Estate Assets*, Vortrag am 14. EBS Immobilienkongress, Wiesbaden 22. Februar 2013

Zulauf, U. / Eggen, M. (2013): *Finanzmarktrecht*. Zürich / St. Gallen 2013

Internetquellen

Asset-Backed Alert: www.abalert.com/ranking.php?rid=2713 [abgerufen am 18.05.2013]

Commercial Mortgage Alert: www.cmalert.com/ranking.php?rid=377 [abgerufen am 19.05.2013]

Federal Reserve: www.federalreserve.gov/econresdata/mortoutstand/current.htm, [abgerufen am 19.05.2013]

Pensionskasse des Bundes Publica:

www.publica.ch/page/content/index.asp?MenuID=83&ID=3281&ConID=3281&View=&Item=26, [abgerufen am 14. 04 2013]

PricewaterhouseCoopers: <http://www.pwc.uk/insurance/issues/solvency-iiand-real-estate.jhtml?preview=true> [abgerufen am 28.04.2013]

Wall Street Journal:

<http://online.wsj.com/article/SB1000142412788732453940457842531231486650.html> [abgerufen am 18.05.2013]

Anhang I

Gesprächsleitfaden für Befragungen

Statistische Angaben

Die Fragen werden durch einen Vertreter / eine Vertreterin einer

___ Versicherungsgesellschaft ___ Pensionskasse beantwortet.

Total Versicherte: _____ Total Kapitalanlagen: _____
(PK's)

Anlagen in Real Estate Debt

Anlageformen	Bestehen aktuell Anlagen in folgende Produkte?	Beabsichtigen Sie inskünftig Anlagen in folgende Produkte?
Direkte Finanzierung/Hypotheken CH Liegenschaften Eigene Kreditprüfung Eigene Administration Outsourcing Kreditprüfung Outsourcing Administration		
Direkte Finanzierungen/Hypotheken Ausland Liegenschaften		
Beteiligung an grundpfandgedecktem Konsortialkredit		
Pfandbriefe Schweizer Emittenten		
Pfandbriefe ausländischer Emittenten		
Mortgage backed Securities RMBS, CMBS		
Collateralised Debt Obligations		
Kreditfonds kotiert / Mortgage REIT's		
Kreditfonds nicht kotiert / Anlagestiftungen mit Hypotheken		

Welchen Anteil des Anlagevermögens haben Sie heute bereits in Real Estate Debt investiert?

Werden Sie diese Quote in den nächsten 1 bis 3 Jahren verändern? Aus welchem Grund / in welcher Grössenordnung?

Welche Präferenzen bestehen bezüglich Objektart und Investmentstil?

- | | |
|---|---|
| ☐ <i>Eigenheime</i> | ☐ <i>Core: etablierte Märkte, gut diversifiziert, kaum Projektfinanzierungen, Vollvermietung, Rendite primär aus laufenden Mieterträgen</i> |
| ☐ <i>Mehrfamilienhäuser</i> | |
| ☐ <i>Büro</i> | |
| ☐ <i>Retail</i> | ☐ <i>Value Added: alle Märkte, auch Projektfinanzierungen, Objekte mit Vermietungsrisiken, Rendite aus laufenden Mieterträgen und aus Wertschöpfung (Neuvermietung, Sanierung, Revitalisierung etc.)</i> |
| ☐ <i>Retail</i> | |
| ☐ <i>Übrige</i> | |
| ☐ <i>Immobilien im Ausland</i> | ☐ <i>Opportunistic: jegliche Märkte und Sektoren, hoher Anteil an Projektentwicklungen, Rendite primär aus Wertzuwachs, aktives Assetmanagement</i> |

Welche Präferenzen bestehen bezüglich Schuldnersegment

- ☐ *Private mit Domizil Schweiz*
- ☐ *Juristische Personen mit Domizil Schweiz*
- ☐ *Private mit Domizil Ausland*
- ☐ *Juristische Personen mit Domizil Ausland*

Welche weiteren Präferenzen bzw. Restriktionen bestehen?

Bezüglich Höchstbeleihnung / Loan to value

Bezüglich Tragbarkeit

Bezüglich Währungen

Handelbarkeit/Kotierung

Rating

Aufsicht

Verzinsung

Laufzeit

Besicherung (z.B. Fremdvorgang)

Länder

Mindest-/Maximalbetrag

Weitere

Managen Sie Real Estate Debt als eigene Anlageklasse?

☐ *Ja -> welchen Benchmark wenden Sie an?*

☐ *Nein, wird als fixed Income betrachtet*

☐ *Nein, wird als Immobilienanlage betrachtet*

☐ *Nein, wird als Alternativanlage betrachtet*

☐ *Nein, ...*

Werden regulatorische Änderungen Einfluss auf die Asset Allocation haben? Welche?

Werden Änderungen in Bezug auf die Rechnungslegung Einfluss auf die Asset Allocation haben? Welche?

Welche Eigenschaften machen eine Anlage in Real Estate Debt attraktiv?

- ☐ *Besseres Rendite/Risikoprofil als alternative Anlagen*
- ☐ *Die Laufzeiten entsprechen den Bedürfnissen aus ALM-Sicht*
- ☐ *Regulatorische Vorteile gegenüber anderen Anlageklassen (Falls ja, welche?)*
- ☐ *Diversifikation*
- ☐ *Andere*

Welche Eigenschaften machen eine Anlage in Real Estate Debt unvorteilhaft?

Ändert sich Ihre Einschätzung, wenn die Zinsen und/oder Credit Spreads wieder steigen?

Darf Ihr Name im Verzeichnis der Interviewpartner erwähnt werden?

Anhang II

Interviewpartner

Name	Funktion/Abteilung	Firma
Dr. Stefan Beiner	Leiter Asset Management	Pensionskasse des Bundes PUBLICA
Daniel Berner	Head Portfoliomanagement	Swiss Life Asset Managers
Peter Bänziger	Leiter Asset Management Chief Investment Officer	Swisscanto Anlagestiftung, Swisscanto Anlagestiftung Avant
Françoise Bruderer Thom	Geschäftsführerin	Pensionskasse Post
Markus David	Leiter Kreditzentrum	Baloise Bank SoBa
Jean-Louis Hertenstein	Head Portfolio Management Group	Helvetia Versicherungen
Christian Imbeck	Investment Strategie	Allianz Suisse Versicherungs- Gesellschaft AG
Daniel Klöti	Vermögensverwalter	Bernische Pensionskasse
Reto Kuhn	Chief Investment Officer	Vaudoise Versicherungen
Beat Kunz	Leiter Vermögensverwaltung	Schweizerische Mobiliar Asset Management AG
Prof. Dr. Roger M. Kunz	Fachbereichsleiter Investment Research	Pensionskasse SBB
Vertreter 1*	Leiter Anlagen	Öffentlich-rechtliche Pensionskasse
Vertreter 2*	Leiter Asset Management	Privat-rechtliche Pensionskasse
Vertreter 3*	Leiter Finanzen	Öffentlich-rechtliche Pensionskasse
Vertreter 4*	Portfoliomanager Real Estate indirekt	Privat-rechtliche Pensionskasse
Markus Waller	Leiter Hypothekarcenter	Axa Winterthur
Roland Weiss	Leiter Anlagen, Geschäftsleitungs- mitglied	Basellandschaftliche Pensionskasse
Cornel Widmer	Head of Group Real Estate Investment Management	Zurich Insurance Company Ltd

*wünschen nicht namentlich erwähnt zu werden

Ehrenwörtliche Erklärung

Ich versichere hiermit, dass ich die vorliegende Arbeit mit dem Thema „Real Estate Debt als alternative Anlageklasse für Schweizer Pensionskassen und Versicherungen“ selbstständig verfasst und keine anderen Hilfsmittel als die angegebenen benutzt habe. Alle Stellen die wörtlich oder sinngemäss aus veröffentlichten oder nicht veröffentlichten Schriften entnommen sind, habe ich in jedem einzelnen Falle durch Angabe der Quelle (auch der verwendeten Sekundärliteratur) als Entlehnung kenntlich gemacht.

Die Arbeit hat in gleicher oder ähnlicher Form noch keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegen und wurde auch noch nicht veröffentlicht.

Volketswil, den 12. August 2013



Karin Reicherter