



**Universität
Zürich** ^{UZH}

Masterthese
zur Erlangung des
Master of Advanced Studies in Real Estate

Immobilien-Kreditfonds
eine alternative Finanzierungsform für den Schweizer
Immobilienmarkt

Verfasserin: Daniela Josi
Margrit-Rainerstrasse 20, 8050 Zürich
d_josi@yahoo.com
076 316 48 04

Eingereicht bei: Dr. Thomas Ankenbrand

Abgabedatum: 12. August 2013

Inhaltsverzeichnis	
Abkürzungsverzeichnis	IV
Abbildungsverzeichnis	V
Tabellenverzeichnis	VI
Executive Summary.....	VII
1 Einleitung	1
1.1 Problemstellung und Relevanz	1
1.2 Zielsetzung.....	1
1.3 Abgrenzung des Themas.....	2
1.4 Vorgehen.....	2
2 Alternative Finanzierungsformen.....	3
2.1 Allgemein.....	3
2.2 Pfandbriefdarlehen	4
2.3 Asset-backed Securities ABS	6
3 Einordnung der Immobilie als Anlageklasse	7
3.1 4-Quadranten Modell der Immobilienanlagen.....	7
3.2 Eigenkapital- versus Fremdkapital-Markt	8
3.3 Finanzierungsstruktur für Immobilienanlagen.....	9
3.4 Investitionscharakteristiken von Immobilien.....	10
4 Grundlagen von Immobilien-Kreditfonds.....	11
4.1 Definition	11
4.2 Systematische Einordnung im Fondssystem.....	12
4.2.1 Investmentgesellschaft mit festem Kapital SICAF	13
4.2.2 Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen KGKK.....	13
4.3 Konzept der Immobilien-Kreditfonds.....	15
4.3.1 Strategien	17
4.3.2 Due Diligence Prozess.....	20
4.3.3 Investoren	21
4.3.4 Rendite.....	23
4.3.5 Besteuerung	26
5 Regulatorische Rahmenbedingungen.....	27
5.1 Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA	27
5.2 Banken: relevante Richtlinien nach Basel III	28

5.2.1	Neue Kennzahlen.....	29
5.2.2	Implikationen.....	29
5.3	Versicherungen: relevante Kapitalanlagepolitik.....	31
5.3.1	Swiss Solvency Test	31
5.3.2	Anlagerichtlinien der FINMA	33
5.4	Pensionskassen: relevante Anlagerichtlinien nach BVV / ASV.....	36
6	Empirische Potenzialanalyse.....	37
6.1	Methodik.....	37
6.2	Marktpotenzial	38
6.2.1	Angebotsseite Hypothekarmarkt	39
6.2.2	Nachfrageseite Investoren	40
6.2.3	Erkenntnisse Experteninterviews	41
6.2.4	Zwischenfazit	44
6.3	SWOT-Analyse.....	46
7	Schlussbetrachtung.....	49
7.1	Fazit	49
7.2	Diskussion.....	50
7.3	Ausblick	51
	Anhang	52
	Literaturverzeichnis.....	54

Abkürzungsverzeichnis

SST	Swiss Solvency Test
ABS	Asset-backed Securities
SNB	Schweizerische Nationalbank
MBS	Mortgage-backed Securities
CDO	Collateralised debt Obligation
RMBS	Residential Mortgage-backed Securities
CMBS	Commercial Mortgage-backed Securities
SPV	Special Purpose Vehicle
REITS	Real Estate Investment Trust
ALM	Asset-Liability-Management
INREV	Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles
KAG	Kollektivanlagegesetz
KKV	Kollektivanlageverordnung
SICAF	Investmentgesellschaft mit fixem Kapital
KGKK	Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen
IRR	Internal Rate of Return
SFA	Swiss Funds Association
SICAV	Investmentgesellschaft mit variablem Kapital
RWA	Risk Weighted Assets
LCR	Liquidity Coverage Ratio
NSFR	Net Stable Funding Ratio
AVO	Aufsichtsverordnung
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
BVV2	Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen-, Invalidenvorsorge
POoE	private Organisationen ohne Erwerbszweck

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Überblick der Finanzierungsinstrumente, in Anlehnung an Rottke	3
Abb. 2: 4-Quadranten Modell, in Anlehnung an Geltner	8
Abb. 3: Immobilien-Risiko Matrix, in Anlehnung an Loepfe.....	9
Abb. 4: Strategien der Immobilien-Kreditfonds, INREV.....	20
Abb. 5: Implementierung Basel III, in Anlehnung Ernst & Young	28
Abb. 6: SWOT-Analyse Finanzinstitute.....	46
Abb. 7: SWOT-Analyse institutionelle Anleger	47
Abb. 8: SWOT-Analyse Immobilien-Kreditfonds	48

Tabellenverzeichnis

Tab. 1: Pfandbriefdarlehen gegenüber den inländischen Hypothekarforderungen	5
Tab. 2: Graphik Rendite und Preisgestaltung Kreditfonds mit vorrangigen Krediten ...	24
Tab. 3: Graphik Rendite und Preisgestaltung Kreditfonds mit nachrangigen Krediten.	25
Tab. 4: Kapitalallokation Versicherungen.....	33
Tab. 5: Potenzielles Anlagevolumen Pensionskassen und Versicherungen.....	40

Executive Summary

Der Immobilien-Kreditfonds stellt einerseits ein Anlageprodukt mit Fremdkapital Charakteristiken und andererseits eine zu den klassischen Bankdarlehen alternative Finanzierungsform von Immobilien dar. In Europa häufen sich die Meldungen, dass Anlagen in Fremdkapital die Core Investition von heute seien. Auch werden immer mehr neue Immobilien-Kreditfonds aufgesetzt oder sind wie bspw. in Nordamerika bereits eine etablierte Finanzierungsform für Gewerbeobjekten. Eine Marktchance für Kreditfonds kann hierzulande bestehen, wenn Finanzinstitute ihre Kreditvergabepolitik ändern und dadurch eine Nachfrage nach alternativen Finanzierungen entsteht. Mit der Einführung von Basel III ist aufgrund der neuen Eigenkapitalanforderungen und Liquiditätsstandards mit steigenden Refinanzierungskosten zu rechnen. Dies kann u.a. zu einer Verteuerung der Kredite und/oder zu einer reduzierten Kreditvergabe führen. Sollten die Finanzinstitute als traditionelle Kreditgeber von Hypotheken ihre Aktivitäten in diesem Segment verringern, benötigt der Finanz- und Realmarkt alternative Finanzierungsmöglichkeiten. Der Fonds vergibt direkt Kredite an Immobilieninvestoren oder übernimmt mittels Verbriefungstransaktionen bestehende Hypotheken der Banken.

Für den Anleger eines Immobilien-Kreditfonds ergibt sich eine neue, indirekte Anlageklasse mit interessanteren Renditen als dies zum Teil herkömmliche Anlagen bieten bei gleichzeitig abschätzbarem Risiko. Abhängig von der definierten Strategie des Kreditfonds werden Fremdfinanzierungsquoten von meist bis höchstens achtzig Prozent gewährt. Da der dem Fonds zu Grunde liegende Basiswert stets die Immobilie ist, wird das Risiko eines Schuldnerausfalls bei gleichzeitigem Wertzerfall des Objektes mit der vorhandenen freien Margen eingegrenzt. Jedoch besteht bei einer vollständigen Verbriefung von Krediten eine Moral Hazard Problematik, die der Fonds mittels entsprechenden Anreizsystemen zu minimieren hat. Je nach Strategie weisen die Immobilien-Kreditfonds entweder festverzinsliche Charakteristiken auf oder sind eher der Anlageklasse der Immobilien Direktanlagen zuzuordnen.

Zusammenfassend wird die Marktfähigkeit eines Immobilien-Kreditfonds in der Schweiz jedoch als gering eingeschätzt. Aufgrund der Komplexität von Verbriefungstransaktionen, den Anlagerichtlinien und aufwendigen Bewilligungsverfahren für die Fonds ist hierzulande nicht damit zu rechnen, dass sich Immobilien-Kreditfonds nach Schweizer Recht etablieren werden.

1 Einleitung

1.1 Problemstellung und Relevanz

Die vorliegende Masterthesis untersucht ein Fondsprodukt, das als alternative Finanzierungsform von Immobilienobjekten zu verstehen ist. Die Relevanz des gewählten Themas liegt in dem in Europa gesteigertem Interesse der institutionellen Investoren an Fremdkapitalanlagen wie auch in den vermehrten Lancierungen von Immobilien-Kreditfonds. Die bisherigen Märkte liegen vor allem in Nordamerika, Grossbritannien, Frankreich und in letzter Zeit auch in Deutschland.

Ein Immobilien-Kreditfonds deckt eine allfällige Kreditlücke auf dem Finanzmarkt ab, indem er als alternativer Kreditgeber Finanzierungstranchen bestehender Hypotheken von Finanzinstituten übernimmt oder direkt einen neuen Kredit spricht. Der Kapitalmarkt wird mit neuen Senior, Junior oder Mezzaninkapital versorgt und wirkt sich unterstützend auf den Realmarkt aus. Es wird allgemein diskutiert, in welchem Ausmass die neuen Basel III Vorschriften die Kreditvergabepolitik der Banken beeinflussen wird und wie sich damit einzelne Geschäftssegmente in Zukunft ändern könnten. Das in Europa gestiegene Interesse an Fremdkapitalanlagen hängt mit den noch einzuführenden Regulierungsvorschriften von Solvency II zusammen. Hierzulande gelangen für die Versicherungsgesellschaften seit rund zwei Jahren die Vorschriften gemäss Swiss Solvency Test (SST) zur Anwendung. Als Auswirkung dieser beiden Regulierungen seien Änderungen in der Anlageallokation erwartet und für Investoren gewinne Fremdkapitalanlagen an Attraktivität.

Die Problemstellung dieser Arbeit umfasst die Analyse der Marktverhältnisse in der Schweiz für Immobilien-Kreditfonds. Die zu untersuchende Thesis liegt darin, ob steigende Kosten am Kapitalmarkt dazu führen können, dass ein Bedarf an alternativen Finanzierungen in Form von Immobilien-Kreditfonds entsteht. Insbesondere gilt zu berücksichtigen, ob aufgrund eines veränderten Finanzierungsumfelds das Produkt eine attraktive alternative Finanzierungsform für die Schweiz darstellt.

1.2 Zielsetzung

Ziel der Arbeit ist die Marktmöglichkeit eines Immobilien-Kreditfonds für den Schweizer Markt zu untersuchen, die Produktausgestaltung darzustellen und die verschiedenen Einflussparameter zu identifizieren. Der Fokus liegt auf der Produktebene. Die Markt-

fähigkeit des Immobilien-Kreditfonds soll von beiden Seiten des Angebots wie auch der Nachfrage abgeleitet werden. Das potenzielle Angebot ergibt sich aus den Finanzmarktdaten. Jenes der Nachfrage wird unter Berücksichtigung der Anlagekriterien durch den Investorenkreis bestimmt.

1.3 Abgrenzung des Themas

Der übergeordnete Bezugsrahmen des Immobilien-Kreditfonds als eine alternative Finanzierungsform für den Schweizer Immobilienmarkt liegt gemäss dem Haus der Immobilienökonomie¹ in den Management-Aspekten. Beim Immobilien-Kreditfonds handelt es sich einerseits um Immobilienfinanzierungen und andererseits um indirekte Immobilieninvestitionen. Innerhalb des Management-Ansatzes fallen beide Tätigkeiten unter die Funktionsspezifikationen. Allgemein strategisch relevant kann der Immobilien-Kreditfonds für die Volkswirtschaft sein. Dies ist dann der Fall, wenn der Kreditfonds als alternative Finanzierungsform eine Kreditlücke schliessen mag und der Investor eine neue Anlageklasse mit Fremdkapitalcharakteristiken dazu gewinnt.

1.4 Vorgehen

Das Thema der vorliegenden Arbeit wurde anhand von Desktop-Research sowie der vorhandenen Literatur und insbesondere mittels Research Berichten und akademischer Zeitschriften untersucht. Mit den Kapiteln zwei und drei wird das aktuelle Umfeld der Finanzierungen und Anlagen abgehandelt, in dem sich der Immobilien-Kreditfonds befindet. Anschliessend werden die Grundlagenkenntnisse geschaffen. Diesbezüglich wird die Definition, die in der Schweiz möglichen Fondsstrukturen wie auch das Konzept der Immobilien-Kreditfonds erarbeitet. Unter dem Kapitel fünf sind die relevanten regulatorischen Rahmenbedingungen aufgeführt. Sämtliche Erkenntnisse aus dem Theorieteil fliessen in den empirischen Teil des Kapitels sechs ein. Darin wird die Methodik des Vorgehens beschrieben sowie die Nachfrage- und Angebotsseite definiert. Mittels SWOT-Analysen aus drei verschiedenen Perspektiven wird die Attraktivität untersucht, damit abschliessend die Marktfähigkeit des Immobilien-Kreditfonds eingeschätzt werden kann.

¹ Vgl. Schulte, K.-W./Vogler, J. H. 1998, S. 24

2 Alternative Finanzierungsformen

2.1 Allgemein

Als klassische Refinanzierungsquelle von Hypotheken gelten Kundengelder, Kassenobligationen, Pfandbriefdarlehen sowie gruppeninterne Refinanzierungen. Noch bis vor wenigen Jahren waren Obligationsanleihen (Covered Bonds) und Verbriefungstransaktionen für die Mittelbeschaffung von Hypotheken weniger relevant.²

Finanzierungsmöglichkeiten über die Kapitalmärkte haben jedoch in den letzten Jahren immer mehr an Bedeutung gewonnen. Die Relevanz der Kapitalmärkte ist in den angelsächsisch geprägten Ländern deutlich grösser wie in den Ländern von Kontinentaleuropa. Durch sich weiter entwickelnde Immobilien-Kapitalmärkte sind Immobilieninvestoren nicht mehr alleinig von der klassischen Bankfinanzierung abhängig. Dies bedeutet auch, dass den Anlegern neben den Immobilien Direktinvestitionen neue Finanzprodukte als indirekte Anlage zur Verfügung gestellt werden.³

Abbildung eins zeigt eine Vielfalt von erweiterten Finanzierungsformen auf. Diese alternativen Finanzierungen stehen in Konkurrenz zu den klassischen Bankdarlehen.

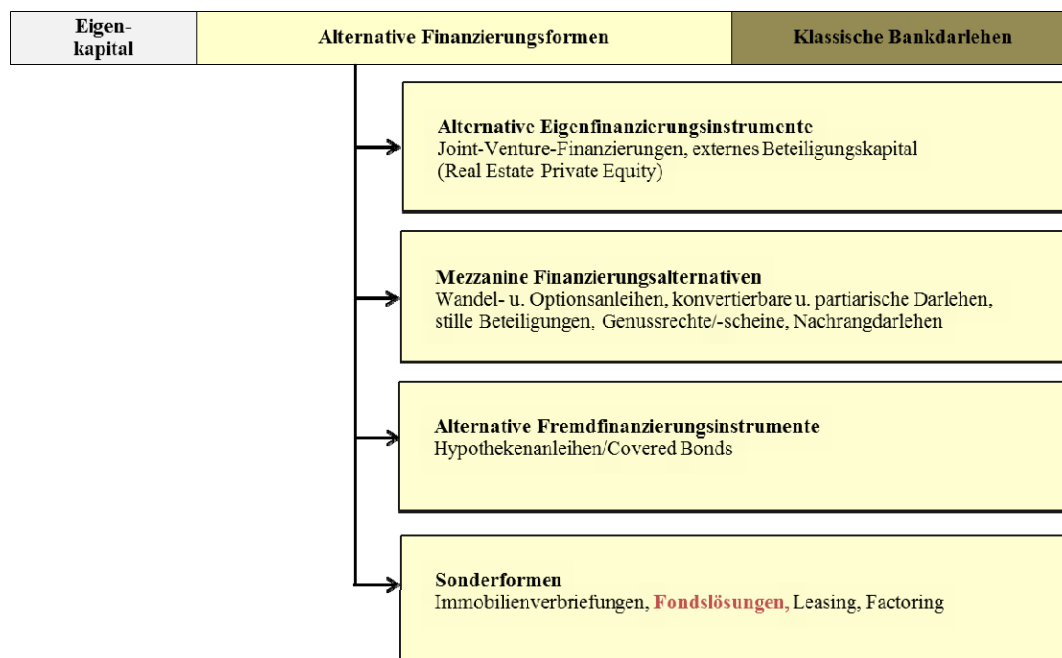


Abb. 1: Überblick der Finanzierungsinstrumente, in Anlehnung an Rottke⁴

² Vgl. Horat, R. 2007, S. 119

³ Vgl. Rottke, N.B. 2012, S. 716

⁴ Vgl. Rottke, N.B. 2012, S. 713

Als Refinanzierungsmöglichkeiten von Hypotheken wird in den folgenden Unterkapiteln exemplarisch auf das Pfandbriefdarlehen, das seit 1931 als Refinanzierungsinstrument von den Banken genutzt wird, sowie auf das strukturierte Verbriefungsprodukt, den Asset Backed Securities (ABS), näher eingegangen. Auf weitere Refinanzierungsmöglichkeiten wie die Covered Bonds, welche heutzutage von Finanzinstituten regelmässig zur Refinanzierung genutzt werden, wird nicht näher eingetreten. An dieser Stelle sei zu erwähnen, dass bei der Kategorie Pfandbriefe und Covered Bonds kein Risikotransfer stattfindet und damit die Bilanzstruktur der Finanzinstitute nicht entlastet wird.

2.2 Pfandbriefdarlehen

„Der schweizerische Pfandbrief ist ein mit besonderen grundpfandrechtlichen und gesetzlichen Sicherheiten ausgestattetes, obligationenähnliches Wertpapier, das ausschliesslich von den beiden zu diesem Zweck geschaffenen Pfandbriefinstituten begeben werden darf.“⁵

Mit der Emission von Pfandbriefanleihen geben die beiden Pfandbriefinstitute – die Pfandbriefbank und die Pfandbriefzentrale – die damit geschafften Mittel in Form von Pfandbriefdarlehen an die Geschäftsbanken weiter. Die Pfandbriefdarlehen sind durch Verpfändung von erstrangigen Hypotheken für Liegenschaften in der Schweiz gedeckt. Von Gesetzes wegen sind hierfür nur Hypotheken mit einer begrenzten Belehnung zulässig, die nicht höher als bei zwei Drittel des Häuserwertes oder für spezielle Immobilientypen auch deutlich tiefer liegen. Charakteristisch für den Pfandbrief ist dessen mehrstufiger Sicherungsmechanismus. Auf jeder der drei Stufen (Pfandbriefinstitut – Mitgliedbanken – Hypothekarkreditnehmer) haftet der Schuldner mit seinem Vermögen. Am Ende der Sicherungskette steht die Immobilie, worauf der Gläubiger ein Verwertungsrecht hat. An den Pfandbriefdarlehen und an den als Deckung für die Darlehen im Pfandregister eingetragenen Hypothekardarlehen besteht ein gesetzliches Pfandrecht. Aufgrund der einzigartigen Sicherungskette gilt der Pfandbrief als mündelsicher.⁶

Die dem Hypothekarpool der Pfandbriefbank verpfändeten Vermögenswerte bestehen mit 97.9% fast ausschliesslich aus Wohnliegenschaften. Die vom Gesetz vorgeschriebene maximale Belehnungsgrenze ist mit einer durchschnittlichen Belehnung von 43% bei weitem nicht erreicht.⁷

⁵ Vgl. Pfandbriefzentrale 2013, o.S.

⁶ Vgl. Horat, R. 2007, S. 52-59

⁷ Vgl. Pfandbriefbank 2013, S. 1

Die Pfandbriefzentrale verzeichnete im Geschäftsjahr 2011/2012 die bisher höchste Nachfrage nach Pfandbriefdarlehen. Dies bedeutet, dass Pfandbriefdarlehen nach wie vor ein beliebtes Refinanzierungsmittel darstellen und von einzelnen Mitgliedbanken genutzt werden.⁸

Die folgende Tabelle 1 zeigt auf, dass im letzten Jahr jedoch lediglich 9.8% der im Inland vergebenen Hypotheken an die Pfandbriefinstitute verpfändet worden sind und den Banken somit als Refinanzierungsmittel dienen. Allerdings ist während dem Zeitraum von 2009 bis 2012 das Volumen der Pfandbriefdarlehen um 28% gestiegen, wohingegen die Hypotheken ein Wachstum von 15% verzeichneten. Trotz des geringen Anteils der Pfandbriefdarlehen als Refinanzierungsmittel, zeigt die Tabelle eine steigende Nachfrage auf. Auffallend sind zudem die Pfandbriefdarlehen der Grossbanken während der Finanzkrise.⁹ Die erhöhte Nachfrage nach Pfandbriefdarlehen geschah in einer Zeit als die Kapitalmärkte nicht mehr funktionsfähig waren und zusammengebrochen sind.

CHF in Mio.	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Hypothekarforderungen						
Inland	665'122	689'193	724'764	758'130	797'840	834'422
Pfandbriefdarlehen	47'954	53'624	64'364	69'466	74'782	81'621
- davon Kantonalbanken	23'472	24'207	22'734	23'632	26'092	29'378
- davon Grossbanken	555	4'033	15'187	16'526	14'703	15'425
- davon Regionalbanken	12'123	12'945	14'015	14'801	15'501	16'189
- Raiffeisenbanken	5'468	5'852	5'619	7'022	9'941	11'816

Tab. 1: Pfandbriefdarlehen gegenüber den inländischen Hypothekarforderungen¹⁰

Ab den 1970er Jahre bis zum Jahr 2000 zeigten die Pfandbriefvolumen einen anhaltenden Aufwärtstrend. Danach blieb das Volumen der Pfandbriefdarlehen bei knapp 50 Mrd. Schweizer Franken stehen.¹¹ Erst wieder ab dem Zeitpunkt der Finanzkrise ab 2008/2009 steigen die Volumina.

⁸ Vgl. Pfandbriefzentrale 2012, S. 9

⁹ Eine Zunahme von 377% vom Jahr 2008 auf das Jahr 2009

¹⁰ Vgl. SNB 2013, Kapitel 10 und Kapitel 22

¹¹ Vgl. SNB 2008, S. 7

2.3 Asset-backed Securities ABS

Im internationalen Kontext stellen Verbriefungen sowie Bankanleihen die wichtigsten Kapitalmarktrefinanzierungsinstrumente für Banken dar.¹² Im Vergleich dazu sind für den Schweizer Markt hingegen die Verbriefungsaktivitäten vernachlässigbar.

Die Verbriefung – oder Securitisation – ist ein Vorgang, bei dem illiquide Finanzaktiva gebündelt, in Wertpapiere gewandelt und auf dem Kapitalmarkt platziert werden. Asset-backed Securities werden unterschieden in Mortgage-backed Securities (MBS) und Collateralized Debt Obligations (CDO). Die Typisierung der Verbriefungen richtet sich nach der zugrunde liegenden Forderung. Bei CDO's sind das bspw. Firmenkredite oder handelbare Wertpapiere und bei MBS handelt es sich per se um Hypothekarforderungen. Als Unterkategorie der MBS gibt es die Residential Mortgage-backed Securities (RMBS) sowie für gewerbliche Hypothekendarlehen die Commercial Mortgage-backed Securities (CMBS).¹³

Bei der traditionellen Kreditverbriefung (True Sale) kauft eine Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle - SPV) die Kreditforderungen von einer Bank (Originator). Der Forderungsankauf finanziert die Zweckgesellschaft indem sie die Wertpapiere (ABS) emittiert und auf dem Kapitalmarkt platziert. Die Investoren übernehmen dabei das gesamte wirtschaftliche Risiko und sind im Gegenzug die Begünstigten der Zahlungsströme aus den Zinsen und Amortisationen des Forderungsportfolios. Bei einer solchen Verbriefungs-Transaktion wird das Kreditrisiko transferiert und setzt beim Originator regulatorisches Eigenkapital frei. Da der Originator und die Zweckgesellschaft rechtlich und wirtschaftlich voneinander unabhängig sind, besteht für die MBS-Investoren kein Rückgriffsrecht auf die Vermögenswerte des Originators. Das SPV selber ist nur mit einer Mindesteinlage kapitalisiert und soweit strukturiert, dass sie insolvenzfest ist.¹⁴

Mit der Finanzkrise und dem Marktzusammenbruch der ABS Papiere verloren die Investoren ihr Vertrauen in den Verbriefungsmarkt. Die Problematik der ABS lag darin, dass sie teilweise sehr unübersichtliche und komplexe Strukturen aufwiesen und dabei das Risiko der Tranchen sowohl von den Investoren als auch von den Ratingagenturen nicht mehr richtig eingeschätzt werden konnte.

Nach dem Prinzip des Wasserfalls bilden die unterschiedlichen ABS-Tranchen mit den gepoolten Rechten eine Rangfolge, wobei die Senior-Tranchen bei einem Ausfall zuerst

¹² Vgl. Rottke, N.B. 2011a, S. 946

¹³ Vgl. Rottke, N.B. 2011a, S. 946-947

¹⁴ Vgl. Rottke, N.B. 2011a, S. 948-956

bedient werden und erst danach die Mezzanine-Tranchen sowie am Schluss der Kette jene Tranche mit Eigenkapitalcharakter (First-Loss-Piece). Aus finanzierungstheoretischer Überlegung problematisch dabei ist, dass unabhängig des Risikos die ABS Papiere die gleichen Strukturen aufweisen. In der Krise hatten schliesslich jene Tranchen Probleme, die zweifelhafte (subprime) Forderungen beinhalteten oder wo aufgrund der Rangfolge mit Forderungsausfällen zu rechnen war.¹⁵

Im Allgemeinen können Banken mittels Verbriefungen Kreditforderungen refinanzieren, womit durch den Forderungsverkauf das Eigenkapital entlasten und gleichzeitig ein aktives Risikomanagement betreiben werden kann.

3 Einordnung der Immobilie als Anlageklasse

3.1 4-Quadranten Modell der Immobilienanlagen

Es gibt verschiedenen Möglichkeiten, wie in Immobilienanlagen investiert werden kann. In Abbildung zwei auf der nachfolgenden Seite sind verschiedene Anlageformen im 4-Quadranten Modell eingeordnet. Hauptkriterium für eine Anlageform liegt darin, ob eine Investition in Eigenkapital (bspw. Aktien, direktes Eigentum in eine Immobilie) oder in Fremdkapital (bspw. Kreditfonds, Mortgage back Securities) getätigt wird. Dies ist vor allem deshalb relevant, weil Eigenkapital- und Fremdkapitalinvestitionen andere Eigenschaften aufweisen und sich betreffend Rendite-Risiko Profil, Duration, Volatilität und Liquidität anders verhalten.

Die Unterscheidungsmerkmale zwischen Anlagen „Private“ (nicht kotiert) und „Public“ (kotiert) liegen in der Volatilität und Liquidität. Nicht kotierte Anlagen sind in der Regel weniger liquid, weisen dafür eine geringer Volatilität auf. Letzteres ist vor allem im Sinne der Versicherungen und Pensionskassen.

¹⁵ Vgl. Sotelo, R. 2010, S. 85-89

	Private (nicht kotiert)	Public (kotiert)
Equity (Eigenkapital)	Direktes (Teil-)Eigentum <ul style="list-style-type: none"> ▪ Immobilien Indirekte Anlagen <ul style="list-style-type: none"> ▪ nicht kotierte Anlagen 	Indirekte Anlagen <ul style="list-style-type: none"> ▪ REITS ▪ Fonds ▪ Aktien von Immobilien - Gesellschaften
Debt (Fremdkapital)	Direkte Darlehen <ul style="list-style-type: none"> ▪ Hypotheken Indirekte Anlagen <ul style="list-style-type: none"> ▪ Kreditfonds ▪ CMBS 	Indirekte Anlagen <ul style="list-style-type: none"> ▪ Pfandbriefe ▪ Mortgage REITS ▪ Kreditfonds ▪ MBS / Mortgage CDO

Abb. 2: 4-Quadranten Modell, in Anlehnung an Geltner¹⁶

Die in der Abbildung erwähnten Anlageprodukte sind nicht abschliessend. Deren Gemeinsamkeit liegt im Basiswert resp. in der Art der Besicherung – der Immobilie.

3.2 Eigenkapital- versus Fremdkapital-Markt

Immobilieninvestitionen mit Eigenkapital- und Fremdkapitalcharakter sind von gleichen Risiken und Marktbewegungen abhängig. Bei einer Investition in ein gleiches Objekt weist eine Investition mit Eigenkapital ein höheres Risiko-Rendite Profil als die Fremdkapitalinvestition auf. Dies bedeutet, dass Anlagen mit Eigenkapitalcharakter riskanter sind und dafür eine höhere Rendite aufweisen. Dieser Sachverhalt ist in nachfolgender Abbildung dargestellt. Das von einem Investor oder Kapitalgeber übernommene Risiko ist abhängig von der Art des Kapitals und der Immobilienanlagestrategie.

Aus der Abbildung drei geht jedoch auch hervor, dass Anlagen mit Eigenkapital nicht per se als risikoreicher wie jene mit Fremdkapital taxiert werden können. Eine nachrangige Hypothek mit einer opportunistischen Immobilienanlagestrategie kann durchaus risikobehaftender sein als eine Direktanlage in ein erstklassiges Objekt.¹⁷

¹⁶ Vgl. Geltner, D.M. et al. 2007, S. 11

¹⁷ Vgl. Loepfe, A. 2011, S. 86

Eigenkapital	mittleres Risiko			hohes Risiko
Mezzanin Kapital		mittleres Risiko		
2. Hypothek Junior Tranche			mittleres Risiko	
1. Hypothek Senior Tranche	geringes Risiko			mittleres Risiko
	Core long fixed	Core short fixed	Value-added	Opportunistisch

Abb. 3: Immobilien-Risiko Matrix, in Anlehnung an Loepfe¹⁸

Die unterschiedlichen Charakteristiken der Eigenkapital- und Fremdkapitalanlagen hinsichtlich des Risiko-Rendite Profils und der Zinssensitivität (Duration) sind wichtige Entscheidungsfaktoren für Investoren. Abhängig von der Strategie eines Immobilien-Kreditfonds kann die Anlage einen festverzinslichen Charakter aufweisen und verfügt entsprechend über eine längere Duration als eine Eigenkapitalanlage. Die Zinssensitivität ist vor allem bei den Versicherungen ein wichtiges Kriterium hinsichtlich ihres Asset-Liability-Managements (ALM). Versicherungen streben nach einer Immunisierung des Portfolios in Bezug auf Zinsveränderungen mit deren Auswirkungen auf die Aktiv- und Passivpositionen der Bilanz an. Es soll verhindert werden, dass aufgrund unterschiedlicher Duration die zu Marktwert bewerteten Verpflichtungen höher ausfallen als die Aktiven und dadurch eine Unterdeckung entsteht.

3.3 Finanzierungsstruktur für Immobilienanlagen

Ungeachtet ob Eigenkapital- oder Fremdkapitalinvestitionen getätigt werden, der Basiswert der Anlage ist die Immobilie. Die Drittverwendbarkeit von Aktiven – im vorliegenden Fall der Immobilie – vorausgesetzt, generiert eine Immobilieninvestition stabile Erträge aus deren Vermietung. Die Finanzierung mit Eigen- oder Fremdkapital ist nach der „Neue Institutionenökonomie“ von der Faktorspezifität der Aktiva abhängig. Dies

¹⁸ Vgl. Loepfe, A. 2011, S. 87

bedeutet, dass eine Aktiva mit hoher Drittverwendbarkeit bei deren Finanzierung mit einer sehr viel kleineren Eigenkapitalquote auskommt.¹⁹

3.4 Investitionscharakteristiken von Immobilien

Investitionen in Immobilien können entweder direkt oder indirekt erfolgen. Bei der direkten Investition handelt es sich um einen physischen Erwerb und alle Rechte und Pflichten gehen auf den Käufer über. Damit ist ein hoher Kapitaleinsatz notwendig und Transaktions- und Folgekosten entstehen. Oftmals sind auch nicht die geeigneten Immobilienanlageobjekte vorhanden, die den Renditevorstellungen der Investoren entsprechen.

Bei der indirekten Investition erwirbt der Anleger Anteile und kann die mit der direkten Investition verbundenen Zusatzkosten vermeiden. Ein wesentlicher Vorteil von kotierten, indirekten Anlagen gegenüber Immobilien Direktanlagen ist die Fungibilität. Investitionen in Immobilien-Kreditfonds sind ebenfalls indirekte Investitionen. Allerdings werden diese meist nicht kotiert, weshalb die Liquidität und Handelbarkeit eingeschränkt ist.

Sowohl bei der Immobilien Direktanlage als auch bei den Immobilien-Kreditfonds ist die zugrunde liegende Immobilienstrategie ein wichtiges Entscheidungskriterium für die Investition und die zu erwartende Rendite. Die Immobilienstrategie ist als eine Risiko-Rendite-Kombination zu verstehen und wird wie folgt klassifiziert:²⁰

- Core- / Core-Plus-Strategie:

Investitionen werden in Standardobjekte in den Segmenten Büro, Einzelhandel, Wohnen, Industrie und Logistik getätigt. Dabei handelt es sich um etablierte Märkte mit Objekten an A-Lagen und geringem Leerstand. Die Performance wird grösstenteils durch laufende Erträge generiert. Der Fremdfinanzierungsanteil ist beschränkt. Nach der Definition von INREV liegt die Fremdfinanzierungsquote unterhalb von 60%. Die Core-Plus-Strategie ist analog der Core-Strategie mit dem Unterschied, dass diese ein etwas höheres Risiko in Bezug auf Mietausfall und Leerstand eingeht. Der Fremdfinanzierungsanteil ist unwesentlich höher. Fonds mit einer Core-Plus-Strategie werden etwas aggressiver geführt. Unter Core fallen Senior Kredite resp. bei Core-Plus auch Mezzanine Kredite.

¹⁹ Vgl. Sotelo, R. 2010, S. 87

²⁰ Vgl. Rottke, N.B. 2011b, S. 841-846

- Value-added-Strategie:
Investitionen werden in die gleichen Immobilienobjekte wie unter der Core-Strategie zuzüglich Hotelimmobilien und Senioreneinrichtungen getätigt. Neben weniger etablierten Märkten kommen auch Investitionen in alternative Sektoren und in Projektentwicklungen in Frage. Der Gesamtertrag besteht aus laufenden Einnahmen und zu einem zusätzlichen Teil auch aus dem erwirtschafteten Wertzuwachs des Objektes. Durch aktives Management wie Neuvermietung, Sanierung und Revitalisierung wird die Wertschöpfung der Objekte erhöht. Im Vergleich zu der Core-/Core-Plus-Strategie liegen die Objekte an schlechteren Lagen. Die Fremdfinanzierung ist moderat. Auf der Fondsebene bedeutet dies, dass die Fremdfinanzierungsquote zwischen 40% und 60% liegt.²¹
- Opportunistische Strategie:
Investitionen erfolgen in Spezialobjekte, die sich in der Entwicklungsphase befinden oder die ein hoher Instandhaltungsrückstau aufweisen. Die Investitionsobjekte liegen an B- oder C-Lagen und haben einen bedeutenden Leerstand von über 40%. Der Gesamtertrag wird mehrheitlich aus dem Wertzuwachs generiert und die Rendite der Anlage wird fast vollständig über dem Wiederverkauf generiert. Die Fremdfinanzierungsquote ist hoch. Die Fonds mit opportunistischer Strategie haben einen Fremdfinanzierungsgrad von über 60%.²²

4 Grundlagen von Immobilien-Kreditfonds

4.1 Definition

Der Immobilien-Kreditfonds ist ein alternatives Anlageinstrument, der gemäss den Anlagerichtlinien des Fonds spezifische Einzelkreditrisiken übernimmt.²³ Der Kreditfonds vergibt direkt Kredite an Immobilieninvestoren oder übernimmt mittels Verbriefungstransaktionen bestehende Hypotheken der Banken. Über die Ausgabe von Anteilsscheinen refinanziert sich der Fonds. Für den Anleger handelt es sich um eine Investition in Hypothekarforderungen mit prognostizierbaren Zins- und Amortisationszahlungen.

²¹ Vgl. INREV 2012, S. 2

²² Vgl. INREV 2012, S. 2

²³ Vgl. Kutting, J./Schwalba, M. 2010, S. 1

Mit der Verbriefung gliedert ein Finanzinstitut ihre Immobiliendarlehen (Finanzaktiva) aus der Bilanz aus.²⁴ Dies führt zu einer Entlastung in der Bankenbilanz und minimiert damit die Eigenkapitalunterlegung. Die Risiken des Kredites werden an den Fonds übertragen.

Der Fonds kann auch als Syndizierungspartner eines Finanzinstitutes auftreten und bei einer neuen Kreditvergabe einen Teil der Hypothekarforderungen erwerben. Dabei wäre die Bank der Konsortialführer, der die Akquisition sowie Prüfung der Kredite vornimmt und deren Bearbeitung weiterführt. In einem solchen Fall behält die Bank einen Teil der Risiken in der Bilanz.²⁵ Beim Kreditfonds handelt es sich um eine Sonderform für die Finanzierung von Immobilienobjekten, -projekten oder -portfolios. Je nach Investitionsstrategie – Core, Value-added, Opportunistisch – werden entsprechend erstrangige Darlehen (senior loan), nachrangige Darlehen (junior loan) oder Mezzaninkapital vergeben.²⁶

4.2 Systematische Einordnung im Fondssystem

In der Regel ist für Immobilien-Kreditfonds der Investorenkreis eingeschränkt, das Investment und Fondsvolumen resp. der Bedarf an Kapital im Vorhinein definiert sowie die Laufzeit – abgestimmt auf die Laufzeit der gewährten Darlehen – begrenzt. Daher ist bevorzugter Weise eine geschlossene Fondsstruktur zu wählen. Ein Verkauf der Anteile ist zwar jederzeit möglich, allerdings nur wenn sich auf dem Sekundärmarkt ein Käufer finden lässt. Die Handelbarkeit und die Liquidität der Fondsanteile sind eingeschränkt.²⁷

Immobilien-Kreditfonds können in der Schweiz gemäss Kollektivanlagegesetz KAG und Kollektivanlageverordnung KKV in Form einer geschlossenen kollektiven Anlage aufgelegt werden als:

- Investmentgesellschaft mit festem Kapital SICAF (société d'investissement à capital fixe)
- Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen KGKK

Nachstehend werden die beiden Anlageformen hinsichtlich der Legaldefinition, den zulässigen Anlagen sowie des Haftungssubstrats erläutert.

²⁴ Vgl. Schulte, K.-W./Schäfers, W. 2002, S. 35

²⁵ Vgl. Pohl, A. 2013, S. 15

²⁶ Vgl. Rottke, N.B. 2011a, S. 934-937

²⁷ Vgl. Rottke, N.B. 2011b, S. 850

4.2.1 *Investmentgesellschaft mit festem Kapital SICAF*

Bei der SICAF handelt es sich um eine Aktiengesellschaft im Sinne der Art. 620 ff. des Obligationenrechts.²⁸

- deren ausschliesslicher Zweck die kollektive Kapitalanlage ist;
- deren Aktionärinnen und Aktionäre nicht qualifiziert sein müssen;
- die nicht an einer Schweizer Börse kotiert ist.

Der Gesellschaftszweck der SICAF beschränkt sich auf die kollektive Kapitalanlage und verfolgt nach Art. 122 KKV die Erzielung von Erträgen und/oder Kapitalgewinne, wobei sie keine eigene, unternehmerische Tätigkeiten namentlich Dienstleistungen für Dritte erbringen darf.

Die SICAF regelt die Anlagen, die Anlagepolitik, die Anlagebeschränkungen sowie die mit den Anlagen verbundenen Risiken in den Statuten und im Anlagereglement.²⁹ Für die zulässigen Anlagen wird auf Art. 64 und Art. 69-71 KAG verwiesen. Somit gelten die Bestimmungen der zulässigen Anlagen der übrigen Fonds für traditionelle und alternative Anlagen für die SICAF sinngemäss. Anlagen in Kredite werden nicht explizit genannt, können aber mit Art. 69 KAG auch nicht ausgeschlossen werden (Anlagen in andere Sachen und Rechte).

Ein gewisses Haftungssubstrat der handelnden Organe der SICAF wird durch das Gesetz geregelt, indem die Organe eigene Aktien in einem bestimmten Verhältnis zum Gesamtvermögen der SICAF halten müssen. Die Eigenmittel der SICAF betragen höchstens 20 Millionen Schweizer Franken und die Gründer der Gesellschaft müssen eine Mindesteinlage von 500 Tausend Schweizer Franken bar liberieren, welche dauernd zu halten ist.³⁰

4.2.2 *Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen KGKK*

Am 1. Januar 2007 wurde mit dem KAG die neue Gesellschaftsform der Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen eingeführt, die sich an die im Ausland bewährte Gesellschaftsform der Limited Partnership anlehnt.³¹

²⁸ Vgl. Art. 110 KAG

²⁹ Vgl. Art. 115 KAG

³⁰ Vgl. Eidgenössisches Finanzdepartement EFD 2013, S. 23

³¹ Vgl. Brack, U. 2009, S. 263

Bei der KGKK handelt es sich um eine Gesellschaft:³²

- deren ausschliesslicher Zweck die kollektive Kapitalanlage ist;
- mindestens ein Mitglied unbeschränkt haftet (Komplementär);
- die anderen Mitglieder (Kommanditär) haften bis zu einer bestimmten Vermögenseinlage (Kommanditsumme);
- Komplementäre müssen Aktiengesellschaften mit Sitz in der Schweiz sein;
- Komplementäre dürfen nur in einer KGKK tätig sein;
- Kommanditäre müssen qualifizierte Anleger sein.

Für KGKK besteht gegenüber den offenen kollektiven Kapitalanlagen eine geringere Regelungsdichte, die durch den eingeschränkten Gesellschaftskreis mit nur qualifizierten Anlegern sowie den Verweis auf das Obligationenrecht für Kommanditgesellschaften legitimiert wird.³³

Als qualifizierte Anleger gelten gemäss Art. 10 KAG und Art. 6 KKV beaufsichtigte Finanzintermediäre wie Banken, Effekthändler u.a., beaufsichtigte Versicherungseinrichtungen, öffentlich-rechtliche Körperschaften, Vorsorgeeinrichtungen und Unternehmungen mit professioneller Tresorerie, vermögende Privatpersonen³⁴ sowie Anleger, die mit einem Finanzintermediär einen schriftlichen Vermögensverwaltungsvertrag abgeschlossen haben.

Nach Art. 120 KKV und Art. 121 KKV gelten Anlagen in Risikokapital und andere Anlagen als zulässig. Unter Risikokapital fallen direkte und indirekte Finanzierungen von Unternehmungen und Projekten, bei denen ein überdurchschnittlicher Mehrwert, verbunden mit einer überdurchschnittlichen Verlustwahrscheinlichkeit erwartet wird. Bau-, Immobilien- und Infrastrukturprojekte sowie alternative Anlagen sind gemäss Gesetz ebenso erlaubt. Eine abschliessende Aufzählung der zulässigen Anlagen existiert allerdings nicht und die Aufsichtsbehörde kann nebst Risikokapital weitere Anlagen bewilligen.

Die KGKK hat kein gesetzlich vorgeschriebenes Mindestkapital. Das Vermögen der KGKK wird als Sondervermögen von jenem der Gesellschafter getrennt. Damit dient der KGKK als Haftungssubstrat das von den Komplementären einbezahlte Aktienkapi-

³² Vgl. Art. 98 KAG

³³ Vgl. Brack, U. 2009, S. 265

³⁴ Als vermögende Privatperson gelten Personen, die über ein Mindestvermögen von CHF 500'000 verfügen und gleichzeitig die notwendigen Kenntnisse haben, um die Risiken der Anlagen zu erkennen. Personen mit einem Vermögen von mindestens CHF 5 Mio. gelten ebenso als vermögend (Art. 6 KKV).

tal von mindestens 100 Tausend Schweizer Franken. Der Komplementär ist zwar der unbeschränkt haftende Gesellschafter, die Haftung ist jedoch durch das Aktienkapital eingegrenzt.³⁵ Die Kommanditsumme bestimmt die Obergrenze der Haftung des Kommanditärs gegenüber Dritten. Die Kommanditäre haften gleich wie die Komplementäre subsidär und solidarisch mit ihrem gesamten Vermögen. Bevor jedoch auf dieses Vermögen zurückgegriffen werden kann, wird immer zuerst das Sondervermögen der KGKK herangezogen. Hat der Kommanditär mit seinen Kommanditeinlagen die Kommanditsumme erreicht, ist dieser von Haftungsansprüchen Dritter befreit.³⁶

4.3 Konzept der Immobilien-Kreditfonds

Der Immobilien-Kreditfonds muss für den Investor einfach und transparent ausgestaltet sein, damit die Kreditrisiken überprüfbar bleiben. Nach der Finanz- und Wirtschaftskrise mit dem damit einhergehenden Zusammenbruch des Verbriefungsmarktes sind die Investoren gegenüber unbekanntem Risiken kritisch. Für die Akzeptanz eines Kreditfonds ist es wichtig, dass das Produkt transparent ausgestaltet ist und die Risiken bekannt sind. Im Ausland – vor allem in Nordamerika, in Grossbritannien, in Frankreich oder seit kürzerer Zeit auch in Deutschland – werden vermehrt Immobilien-Kreditfonds im Gewerbeimmobilienfinanzierungsgeschäft lanciert. Diese alternative Finanzierungsform findet im Ausland vermehrt Anklang, da Investoren zum Teil Mühe bekunden, Anschlussfinanzierungen für Verbindlichkeiten zu erhalten. Oftmals sind Finanzinstitute in Europa nicht mehr bereit, zu den gleichen Bedingungen – vor allem hinsichtlich der Belehnung – Gelder auszuleihen. Zusätzlich wird der Markt für Kreditausleihungen durch die Regulierungsvorschriften von Basel III eingeschränkt. Ein Kreditfonds muss allerdings den gleichen Kriterien folgen wie eine Direktinvestition. Hinzu kommt zusätzlich die Bonitätsprüfung des Kreditnehmers. Für den Erfolg eines Immobilien-Kreditfonds müssen vor allem die drei folgenden Faktoren berücksichtigt werden:³⁷

- Investoren wollen ein adäquates Risiko-Rendite Profil und entsprechend muss ein Kreditfonds seine Anlageklassen auswählen und übereinstimmende Tranchen anbieten.
- Der Kreditfonds muss eine geeignete Anreizstruktur aufweisen, damit keine Interessenkonflikte entstehen und die Problematik des Moral Hazard vermieden werden kann. Moral Hazard bedeutet, dass zwischen Originator und Investor be-

³⁵ Vgl. Brack, U. 2009, S. 279

³⁶ Vgl. Brack, U. 2009, S. 268-270

³⁷ Vgl. Kutting, J./Schwalba, M. 2010, S. 3-7

treffend der Schuldnerbonität eine Informationsasymmetrie herrscht, die es zu überwinden gilt. Die Gefahr des Moral Hazard kann reduziert werden, indem der Fondsmanager nur eine Erfolgsbeteiligung erhält, wenn die Renditeerwartungen erfüllt werden und er mit eigenem Geld am Fonds beteiligt ist. Wiederum wird der Fondsmanager dafür besorgt sein, dass die originierende Bank sorgfältig geprüfte Kredite in den Fonds übergibt. Ein Anreizsystem hierfür liegt in einer vom Fondsmanager geforderten Beteiligung des Originators am Eigenkapital des Fonds oder indem die Bank einen Teil des Risikos in den Büchern behält.

- Für den Investmentprozess – Initiierung der Transaktion, Investitionsentscheidung und Portfolio-Verwaltung – müssen die spezifischen Eigenschaften einer Kreditvergabe mit einfließen.

Gemäss der Studie von INREV sind ab etwa 2010 mindestens neunzehn Immobilien-Kreditfonds lanciert worden mit einem geschätzten Anlagevolumen von neun bis zehn Milliarden Euro. Private Equity Häuser sowie Asset Management Unternehmen treten als Anbieter von Immobilien-Kreditfonds auf. Unter den Fondsanbietern sind AXA Real Estate, AEW Europe, LaSalle Investment Management, Henderson Global Investors, iiii-Investments und weitere. Die meisten Immobilien-Kreditfonds fokussieren sich auf die Märkte Grossbritannien, Frankreich, Deutschland oder allgemein auf Westeuropa. Die Fonds verfolgen verschiedene Strategien, welche im nachfolgenden Kapitel erläutert werden. Von den neunzehn Fonds investieren mindestens sieben in nur erstrangige Darlehen, die restlichen verfolgen gemischte Strategien in den Bereichen von Senior, Junior und Mezzaninkrediten.³⁸

Die Kapitalbeschaffung für Kreditfonds ist jedoch sehr anspruchsvoll und nicht jeder Fonds erreicht seine Zielgrösse. Trotz dem vorhandenen Interesse der Investoren an Fremdkapitalanlagen sind diese mit ihrer Investition zum Teil auch zurückhaltend. Vor einem Investment will der Anleger einen Leistungsnachweis (Track Record) über die Fähigkeit des Fondsmanagers, ein Kreditportfolio zu führen unter Berücksichtigung der spezifischen Risiken der Kredite.³⁹

Die alternativen Fremdkapitalanlagen sind bei den Investoren noch wenig bekannt. Oftmals müssen Fondsmanager die Anleger umfassend über die Risiken und Preise von Kreditfonds aufklären. Viele Kreditfonds konzentrieren sich auf neu herausgegebene

³⁸ Vgl. INREV 2012, S. 12-13

³⁹ Vgl. AEW 2013, S. 11

Kredite für Core Liegenschaften. Dies impliziert, dass die Anleger der Kreditfonds Sicherheit nachfragen. Im Jahr 2012 betraf vom gesamten Fund-Raising Volumen bereits fünfzehn Prozent die Mittelbeschaffung für Fremdkapital. Auf dem europäischen Markt wird erwartet, dass für Immobilienfinanzierungen neue Kreditgeber wie ein Kreditfonds an Bedeutung gewinnen.⁴⁰

4.3.1 *Strategien*

Europäische Fondsmanager verfolgen fünf Strategien für die Investitionen in Immobilien-Kreditfonds. Diese lehnen sich im Prinzip an die Investitionscharakteristiken von Immobilien an, welche im Kapitel 3.4 erläutert wurden. Bei der Investition in Kredite und der damit verfolgten Strategien gibt es jedoch Unterschiede. Die in Europa beobachteten Investitionsstrategien für Immobilien-Kreditfonds lassen sich wie folgt unterteilen:⁴¹

1. Senior debt
2. Subordinated debt
3. Whole loans
4. Mixed debt
5. Distressed loans

Senior debt Fonds investieren in erstklassige, vorrangige Kredite mit einer Fremdfinanzierungsquote bis 60%. Der Fonds verfolgt eine konservative Strategie und es handelt sich meistens um neu gesprochene Kredite für Immobilienfinanzierungen in den Segmenten Detailhandel, Büro, Industrie, Logistik und Wohnen. Oftmals bildet der Fonds mit der originierenden Bank ein Syndikat. Die Investition gilt als sicher, da mit der maximalen Fremdfinanzierungsquote ein Wertzerfall der Immobilien von 40% ohne Verluste aufgefangen werden kann. Mit den als Sicherheit dienenden, verpfändeten Schuldbriefen kann im Falle eines Schuldnerverzugs direkt auf das Objekt zurückgegriffen werden. Ein senior debt Fonds richtet sich an Investoren, die über ein grosses Anlagevolumen verfügen und festverzinsliche Anlagen mit stabilem Cashflow bevorzugen. Der Internal Rate of Return (IRR) liegt zwischen vier und sechs Prozent. Für Investoren, die

⁴⁰ Vgl. Urban Land Institute u. PwC 2013, S.19-20

⁴¹ Vgl. INREV 2012, S. 14

festverzinsliche Anlagen wie Obligationen favorisieren, gilt ein senior debt Fonds als alternatives Investment.⁴²

Mit der Strategie der subordinated debts werden Kredite mit höheren Fremdfinanzierungsquoten vergeben, wodurch die Fondsanleger bessere Renditen erzielen. Es handelt sich um Tranchen im Bereich von nachrangigen Krediten (junior loans) oder Mezzaninfinanzierungen mit einer Fremdfinanzierungsquote zwischen 60% und 80%. Die Kredittranchen stehen zwischen den vorrangigen Krediten und dem Eigenkapitalanteil des Schuldners. Um die höheren Risiken bei dieser Strategie zu diversifizieren, investieren die Fondsmanager in verschiedene Segmente, Länder und Schuldner. Bevorzugt werden die gleichen Objektsegmente wie bei der senior debt Strategie. Im Unterschied zu jener Strategie sind Finanzierungssyndikate eher selten. Vielmehr wird der Fonds zusätzlich zu einem von der Bank ausgegebenen Senior Kredit in eine nachrangige Kredittranche investieren. Sobald sich für den Schuldner die Möglichkeit ergibt, den Kredit anderweitig zu refinanzieren oder zurückzuzahlen, wird er vorzeitig aussteigen wollen. Hierfür werden Klauseln vereinbart, wonach der Schuldner Ausstiegskosten zu zahlen hat. Die Rendite für den Anleger ergibt sich aus einem jährlichen Coupon, welche von der Zinszahlungspflicht des Schuldners stammt, sowie weiteren Gebühren, Prämien sowie einer Gewinnbeteiligung. Letztere Komponente wird von einem möglichen vorzeitigen Ausstieg aus dem Kreditverhältnis abgeleitet. Der IRR liegt zwischen acht und fünfzehn Prozent, je nachdem mit welcher Belehnungshöhe der Kredit gewährt wird. Die Kredite werden vom Fonds meistens neu vergeben. Der Schuldner benötigt entweder Fremdkapital für eine neue Investition oder eine Anschlussrefinanzierung eines bereits existierenden Kredites. Es ist auch denkbar, dass der Fonds bestehende Kredite akquiriert wie auch CMBS kauft.⁴³

Mit der whole loan Strategie gewährt der Fonds Senior Kredite zusammen mit Mezzaninfinanzierungen. Die Belehnungsquote für die Schuldner geht bis 75% oder 80%. Bei den Schuldnern handelt es sich meistens um solche, die aufgrund veränderter Bedingungen auf dem Immobilien- und Finanzmarkt mehr Eigenkapital für eine Refinanzierung eines bestehenden Kredites aufbringen müssten. Der Fonds offeriert solchen Schuldner eine Finanzierungslösung aus einer Hand. Dabei können für die Gewährung

⁴² Vgl. INREV 2012, S. 14

⁴³ Vgl. INREV 2012, S. 15

des Kredites mit einer Mezzanin-Komponente höhere Margen appliziert werden. Auch bei dieser Strategie diversifiziert der Fonds das Risiko des Kreditportfolios, indem verschiedene Objektsegmente und Schuldner gewählt werden. Der Fokus der zu finanzierenden Liegenschaften liegt bei den Objektsegmenten Büro, Detailhandel, Industrie und Logistik. Meist haben solche Fonds ein durchschnittliches Kreditportfolio von 500 Millionen Euro mit zehn bis fünfzehn verschiedenen Kreditnehmern. Der IRR beträgt sechs bis acht Prozent. Eins bis zwei Prozent davon stammen aus Gebühren- und Prämieinnahmen, aus denen diese zusätzliche Rendite erzielt wird.⁴⁴

Die mixed debt Strategie ist eine Kombination aller vorhergehenden Strategien mit Ausnahme, dass keine klassischen Senior Kredite vergeben werden. Die Strategie deckt somit bis zur Komponente des Eigenkapitals den ganzen Kapitalbedarf eines Schuldners ab. Die Fremdfinanzierungsquote des Kreditnehmers geht bis 80%. Das Kreditportfolio ist durch die Kombination der verschiedenen Strategien meist gut diversifiziert. Das Portfolio ist ebenfalls meist rund 500 Millionen Euro gross und ist in 15 bis 25 Kredite mit unterschiedlichen Volumen und Renditen investiert. Zwischen acht und zehn Prozent IRR kann mit der kombinierten Strategie erreicht werden. Auch hier wird die zusätzliche Rendite von ein bis zwei Prozent durch Gebühren, Prämien sowie einer Gewinnbeteiligung generiert.⁴⁵

Unter die opportunistischen Fonds fallen jene Kreditfonds, die eine distressed loan Strategie verfolgen. Es handelt sich um Kredite, bei denen die Kreditnehmer im Verzug sind und ihren Verpflichtungen der Zinsen- und Amortisationszahlungen nicht mehr nachkommen können. Der Fonds kauft ein ganzes Kreditportfolio von einer Bank, einem Staat oder einer CMBS zu einem vorteilhaften Preis. Mit einem solchen Kreditportfolio wird der Fondsmanager mit verschiedenen Massnahmen versuchen, möglichst viel aus den sich im Default befindlichen Krediten herauszuholen. Er verfolgt das Ziel, dass die Kreditnehmer ihre Zins- und Amortisationsverpflichtungen wieder aufnehmen können. Es besteht auch die Möglichkeit, dass der Kredit in Eigenkapital umgewandelt wird. Hierbei arbeitet der Fondsmanager zusammen mit dem Schuldner, um die Verluste zu minimieren oder am Potenzial der Liegenschaft zu partizipieren. Falls eine Umgestaltung der Kreditfazilität wenig Erfolg versprechend ist, wird die Hypothekarforderung

⁴⁴ Vgl. INREV 2012, S. 15-16

⁴⁵ Vgl. INREV 2012, S. 16

geltend gemacht und die Liegenschaft ins Eigentum des Fonds übernommen. Dem Risiko entsprechend wird ein höherer IRR von zehn bis fünfzehn Prozent erreicht oder bei zusätzlichem Einsatz von Fremdkapital sogar von bis zu zwanzig Prozent.⁴⁶

Mit Ausnahme der letzten Strategie der distressed loans wird der Fonds für die Kreditvergabe in der Regel kein zusätzliches Fremdkapital aufnehmen. Es findet beim Fonds somit kein Leverage statt.⁴⁷ Nachfolgende Abbildung gibt zusammenfassend einen Überblick über die verschiedenen Fremdkapital Strategien der Immobilien-Kreditfonds. Die Fremdfinanzierungsquote des Schuldners ist in der Sparte „Loan to value“ aufgeführt. Bei sämtlichen bisher in Europa lancierten Immobilien-Kreditfonds handelt es sich um geschlossene Fonds.⁴⁸ Diese weisen eine relativ lange Fondslaufzeit von fünf bis zehn Jahren auf.

	Kreditart	Loan to Value	Ziel IRR (brutto)	Laufzeit Fonds
Senior Debt Strategie	Senior Kredite	0%-60%	4%-6%	5-10 Jahre
Subordinated Debt Strategie	Junior und Mezzanin Kredite	Risiko klein 60%-70% Risiko gross 70%-80%	8%-12% 12%-15%	5-7 Jahre
Whole Loan Strategie	Senior und Mezzanin Kredite	0%-75%	6%-8%	5-7 Jahre
Mixed Debt Strategie	Senior, Junior und Mezzanin Kredite	0%-80%	8%-10%	5-7 Jahre
Distressed Debt Strategie	Kredite im Default	50%-100%	15%-20%	-

Abb. 4: Strategien der Immobilien-Kreditfonds, INREV⁴⁹

4.3.2 Due Diligence Prozess

Der Due Diligence Prozess orientiert sich an jenen für Immobilieninvestitionen. Gerade bei höheren Fremdfinanzierungsquoten wie bspw. bei nachrangigen Darlehen wird der Fondsmanager das als Sicherheit dienende Objekt nach den gleichen Kriterien wie bei einer Direktinvestition analysieren. Der Investitionsprozess ist eine Kombination zwischen dem Kreditprüfungsprozess einer Bank und der Investitionsanalyse eines Immobilieninvestors. Bei der Due Diligence werden auch Ausfallszenarien betrachtet. Vor

⁴⁶ Vgl. INREV 2012, S. 17

⁴⁷ Vgl. INREV 2012, S. 17

⁴⁸ Vgl. INREV 2012, S. 18

⁴⁹ Vgl. INREV 2012, S. 17

dem Entscheid des Investment-Komitees über die Aufnahme eines Kredites in das Portfolio beinhaltet die Prüfung folgende Aspekte:⁵⁰

- Analyse des Objektes und deren Hauptmieter
- Analyse und Strukturierung der Kreditfazilität
- Analyse der Schuldnerbonität
- Analyse der Portfoliodiversifikation in Bezug auf Objektsegment, Ort und Mieterschaft
- Analyse der Cashflows und Stressszenarien
- Preisgestaltung des Kredites und Vertragsbestimmungen

Bei nachrangigen Krediten werden neben dem Erwerb von im Rang nachgehenden Grundpfandrechten oftmals die Aktien der Immobilienunternehmung wie auch etwaige Versicherungsleistungen in Bezug auf das Objekt mitverpfändet.⁵¹

4.3.3 *Investoren*

Die Investoren der Immobilien-Kreditfonds sind analog jener, die Immobilien Direktinvestments tätigen. Es handelt sich vor allem um Versicherungen und Pensionskassen, jedoch aber auch andere Grossinvestoren wie Family Offices, vermögende Privatpersonen und Staatsfonds. Nach den Anlagecharakteristiken sprechen die Kreditfonds mit senior debt und whole loan Strategien vor allem Investoren an, die festverzinsliche Anlagen nachfragen. Dagegen werden nachrangige Darlehen von den traditionellen Immobilieninvestoren nachgefragt. Aufgrund des eher festverzinslichen Charakters werden Senior Kredite von Versicherungen bevorzugt. Eine möglichst kongruente Zinssensitivität der Anlagen und Verbindlichkeiten ist für die Versicherung im Rahmen des Asset-Liability-Managements ausschlaggebend. Für eine Pensionskasse hingegen gilt weniger die Zinssensitivität sondern vielmehr die Rendite als Entscheidungskriterium. So investieren diese auch in nachrangige Darlehen. Der Entscheid über eine direkte oder indirekte Anlagestrategie hängt davon ab, ob es für Unternehmungen interessant ist, eine eigene Hypothekarabteilung mit entsprechenden Prozessen zu unterhalten. Attraktiv für die Investoren ist das Risiko-Rendite Profil der Immobilien-Kreditfonds. Aufgrund der tiefen Renditen der festverzinslichen Anlagen und mangelnder Alternativen sind Investoren bereit, für eine höhere Rendite einschätzbare Risiken eines Immobilien-Kreditfonds

⁵⁰ Vgl. INREV 2012, S. 19-20

⁵¹ Vgl. INREV 2012, S. 21

zu übernehmen. Investoren, die in nachrangige Darlehen investieren haben meistens einen hohen Anlagedruck respektive die dem Rendite Profil entsprechenden Anlageobjekte sind nicht vorhanden. Ein interessanter Aspekt der Immobilien-Kreditfonds ist der gegenüber den klassischen Immobilienfonds limitierte J-Kurve-Effekt. Kreditfonds haben von Beginn an stabile Cashflows, welche an die Investoren ausgeschüttet werden. Somit fällt der J-Kurve-Effekt deutlich geringer aus, da nicht wie bei einem Immobilienfonds in den ersten Jahren das Kapital für Investitionstätigkeiten gebunden bleibt und dabei nur beschränkt Ausschüttungen getätigt werden.⁵²

International ist ein verändertes Verhalten der Anleger betreffend ihren Anlagepräferenzen in Immobilien feststellbar. Gemäss einer Befragung von KPMG rechnen 21% der Anleger den Investitionen in Immobilienkrediten besonders gute Chancen zu. Nur noch Core Investments mit 29% und opportunistischen Investitionsstrategien mit 32% wird im aktuellen Umfeld grössere Bedeutung beigemessen. Die Anleger stimmen mit 62% überein, dass Fremdkapital Strategien an Bedeutung gewinnen und diese Anlageklasse vermehrt als ein Bestandteil eines institutionellen Immobilienportfolios aufgenommen wird. Jedoch sind sich die Anleger nicht einig, ob Fremdkapitalinvestitionen tatsächlich eine bessere risikoadjustierte Rendite als traditionelle Immobilienanlagen aufweisen. Allgemein gilt, dass das Interesse an Fremdkapital gestiegen ist.⁵³ Auch die Untersuchung von Ernst & Young Real Estate GmbH bei den Versicherungsgesellschaften führen zum Resultat, dass Immobilien-Fremdkapitalanlagen ein wichtiges Thema sind. Das Interesse nach alternativen Immobilieninvestments wie bspw. dem Immobilien-Kreditfonds ist mit 40% stark gestiegen. Aus der Befragung kam hervor, dass Kreditfonds für kleine und mittlere Versicherungen eine gute Alternative darstellen, sich an Immobilienfinanzierungen zu beteiligen. Aufgrund von Basel III erwarten die Versicherungen mit 80% zudem eine Verlagerung des Finanzierungsgeschäfts von den Banken auf die Versicherungen. Das gestiegene Interesse an Immobilien-Fremdkapital führen die Versicherungen auf die in Europa bevorstehende Einführung von Solvency II zurück.⁵⁴

Für den Investor eines Kreditfonds sind die anfallenden Fondsgebühren wie die Management- und Performance-Fee für die Attraktivität der Anlage relevant. Je nach Art

⁵² Vgl. INREV 2012, S. 25-26

⁵³ Vgl. KPMG 2013, S. 1-3

⁵⁴ Vgl. Ernst & Young 2012, S. 17-31

der Strategie des Kreditfonds kommen weitere Gebühren in Form von Bereitstellungskommissionen oder Akquisitionsgebühren hinzu. Unter die Performance-Fee fällt die erfolgsabhängige Vergütung an den Fondsmanager. Wenn die definierte Mindestrendite erreicht worden ist, erhält der Fondsmanager in der Regel eine Erfolgsbeteiligung von zwanzig Prozent. Die Management-Fee ist abhängig vom investierten Kapital. Die Höhe dieser Gebühr richtet sich nach der Strategie des Fonds und liegt bei einer senior debt Strategie etwa zwischen 0.4% und 0.7%, wohingegen bei der subordinated debt Strategie die Gebühr zwischen 1.0% und 2.0% liegt.⁵⁵ Die differenzierte Gestaltung der Gebühren lässt sich damit begründen, dass bei einem Kredit mit hoher Fremdfinanzierungsquote die Aufwendungen für eine Due Dilligence und die Kreditüberwachung grösser sind.

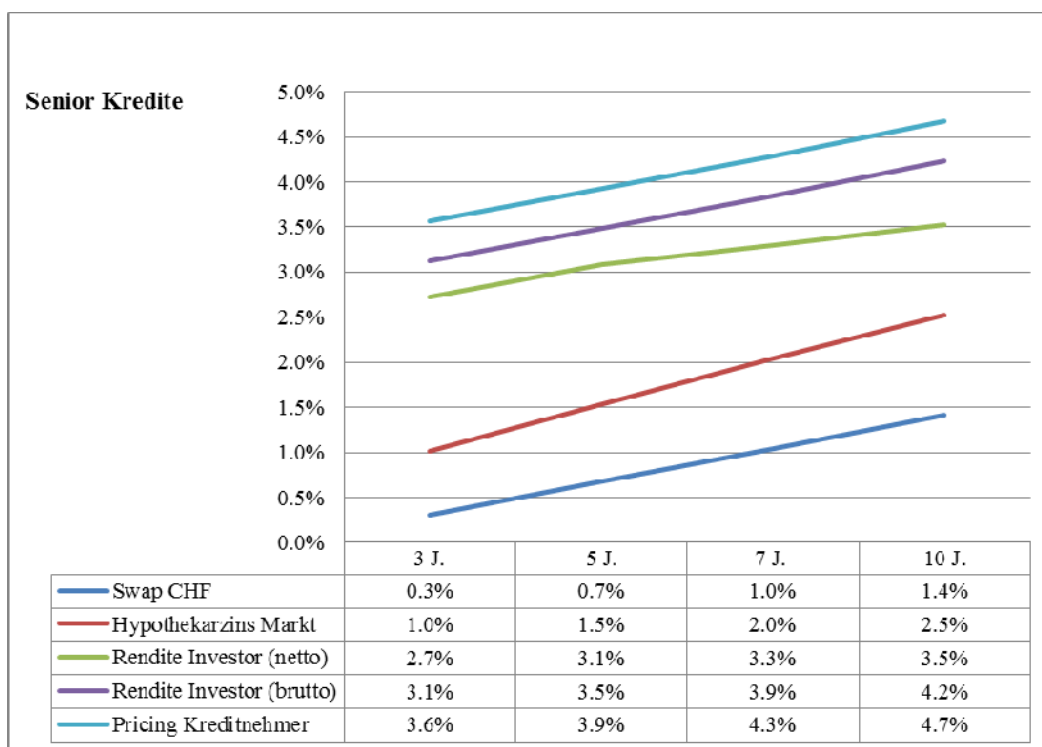
4.3.4 Rendite

Die Renditen der Immobilien-Kreditfonds stammen aus einem Zinscoupon sowie aus allfälligen weiteren Gebühren, welche bei weitergehenden Belehnungen in der Regel vom Fonds erhoben werden. Die nachfolgenden Tabellen zwei und drei geben einen Überblick über die indikativen Renditen für die senior debt und subordinated debt Strategien. Die Bruttorendite für den Investor setzt sich zusammen aus dem Swapsatz in Schweizer Franken und einem Aufschlag.⁵⁶ Der Aufschlag richtet sich nach dem Risiko der Fondsstrategie und liegt für Senior Kredite bei knapp drei Prozent und für nachrangige Kredite bei acht Prozent. Die Aufschläge für die Kreditfonds mit einer mixed debt und whole loan Strategien liegen dazwischen und betragen rund sieben respektive fünf Prozent. Die Nettorendite berücksichtigt zusätzlich die für den Investor anfallenden Fondsgebühren. Die Management-Gebühren für Fonds mit Senior Krediten liegen zwischen 40 bis 70 Basispunkten und für jene mit nachrangigen Krediten betragen diese 100 bis 200 Basispunkte.⁵⁷ Die weiteren Gebühren in Form der Performance Fee oder der Bereitstellungskommission sind in der Berechnung der Nettorendite nicht berücksichtigt, da diese nicht jederzeit erhoben werden. Die aufgeführten Hypothekarzinsätze dienen als Vergleichsgrösse. Die Zinssätze basieren auf den im aktuellen Marktumfeld applizierten Margen für Renditeobjekte.

⁵⁵ Vgl. INREV 2012, S. 19

⁵⁶ Der Aufschlag ist abgeleitet von den Angaben in der INREV-Studie, INREV 2012, S. 17. Der Aufschlag ist die Differenz vom brutto IRR und den Swapsätzen in Euro per 27.11.2012.

⁵⁷ Vgl. INREV 2012, S. 19



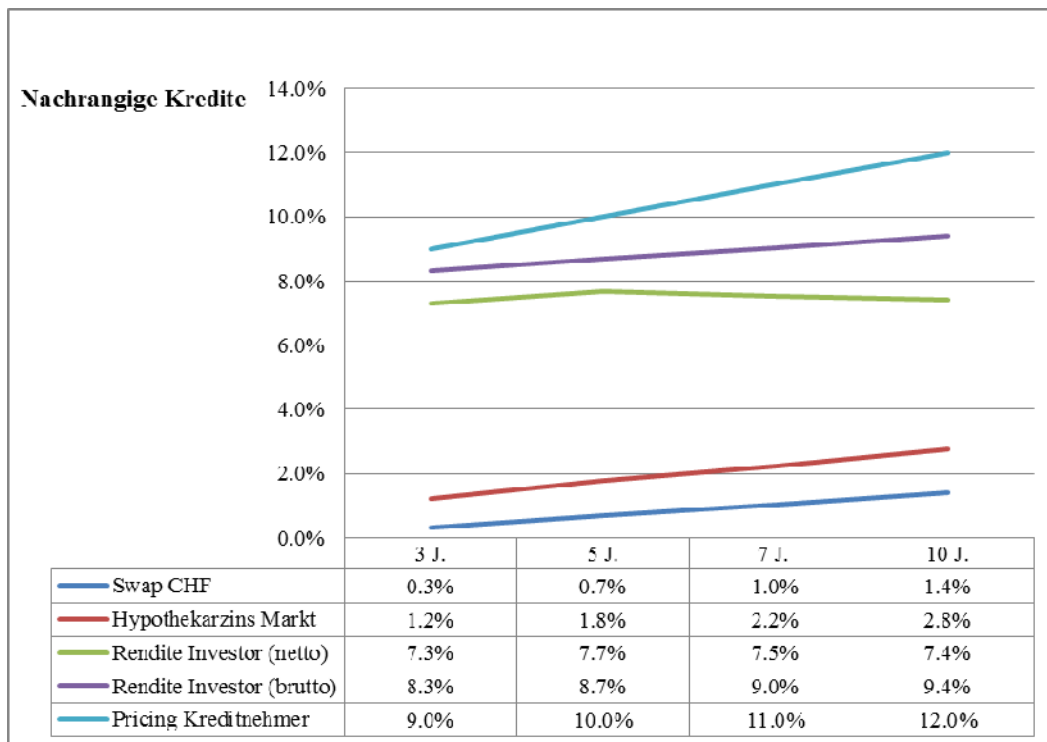
Tab. 2: Graphik Rendite und Preisgestaltung Kreditfonds mit vorrangigen Krediten

Die Rendite für Kredite mit Senior Tranchen kann mit jener der Pfandbriefanleihen verglichen werden. Beide Anlagevehikel investieren in erstklassige Kredite. Jedoch besteht der Unterschied, dass der Hypothekenpool der Pfandbriefinstitute fast ausschliesslich aus Wohnliegenschaften besteht. Im Kapitel sechs wird noch näher darauf eingegangen, weshalb die Immobilien-Kreditfonds mehrheitlich in Finanzierungen von Renditeliegenschaften und nicht Eigenheime investiert sind.

Die Rendite der Pfandbriefanleihen liegen allerdings deutlich unter jener von Kreditfonds. Bei Laufzeiten von drei, fünf und sieben Jahren weisen die Pfandbriefanleihen der Pfandbriefbank Renditen von unter 0.75% auf. Bei einer Laufzeit von zehn Jahren liegt diese bei rund einem Prozent. Die Rendite für Anleihen der Eidgenossenschaft liegt unterhalb jener für Pfandbriefanleihen und befindet sich für Anleihen mit einer Laufzeit bis und mit fünfzehn Jahren unter einem Prozent.⁵⁸

Die Renditen für Kreditfonds mit einer subordinated debt Strategie gehen aus der nachfolgenden Abbildung hervor. Diese sind dem Risiko entsprechend höher. Diese Strategie spricht mehrheitlich Anleger an, die Immobilien Direktinvestitionen tätigen.

⁵⁸ Vgl. Pfandbriefbank 2013, S. 2



Tab. 3: Graphik Rendite und Preisgestaltung Kreditfonds mit nachrangigen Krediten

Als Vergleichsgrösse wird diejenige Rendite der Immobilien Direktanlage hinzugezogen. Die Gesamtrendite für direkte Immobilienanlagen lag im Jahr 2012 bei 6.8% und ist damit deutlich über dem Schnitt der vergangenen zehn Jahren. Es gibt allerdings innerhalb einzelner Segmente Unterschiede in der Gesamtrendite. So rentierten im Jahr 2012 Verkaufsflächen in den Grossstädten mit einer Rendite von neun Prozent besonders gut. Dahingegen liegen die langjährigen Gesamtrenditen für Geschäftsliegenschaften mit Büroflächen sowie Mehrfamilienhäuser in den Städten Basel und Bern lediglich bei fünf Prozent.⁵⁹

Im Allgemeinen können die Renditen der Kreditfonds für nachrangige Kredite mit den Gesamtrenditen der Immobilien Direktanlagen standhalten. Für einzelne Segmente ist eine differenzierte Betrachtung jedoch notwendig.

⁵⁹ Wüest & Partner 2013, S. 108

4.3.5 *Besteuerung*

Für Fonds relevante Steuern können auf den drei nachfolgenden Ebenen anfallen:⁶⁰

1. Anleger (Kauf und Verkauf von Anteilen, Erträge und Kapitalgewinne aus der kollektiven Kapitalanlage)
2. Kollektive Kapitalanlage (Erträge und Kursgewinne aus dem Anlagemarkt / Portefeuille sowie Verwendung des Erfolges)
3. Fondsanbieter (Kommissionen und Vergütungen der Fondsleitung, Depotbank, Investmentgesellschaft mit variablem Kapital SICAV, KGKK und deren Beauftragte)

Der Anleger ist auf dem Marktwert der Anlage vermögensteuerpflichtig und auf den Erträgen aus kollektiven Anlagen einkommenssteuerpflichtig. Darüber hinaus kann auf den Erträgen eine Verrechnungssteuer sowie bei Kauf- und Verkaufs-Transaktionen eine Umsatzabgaben anfallen. Kapitalgewinne (mit gesondertem Coupon ausgeschüttet) sind steuerbar, ausser die Kapitalanlage steht im Privatvermögen. Der im Rücknahmepreis enthaltene Ertrag gilt in der Schweiz weder als steuerpflichtiges Einkommen noch fällt darauf eine Verrechnungssteuer an.⁶¹

Auf der Ebene der kollektiven Kapitalanlage unterliegen die Erträgen der Vermögensanlagen sowie die Verwendung des Erfolgs (Ausschüttung / Thesaurierung von Erträgen) der Verrechnungssteuer. Bei Kauf- und Verkaufs-Transaktionen auf Rechnung der kollektiven Kapitalanlage fallen keine Umsatzabgaben an. Es ist auch keine Verrechnungssteuer auf den Kapitalgewinnen zu bezahlen, die entweder ausgeschüttet oder thesauriert werden. Kosten der Verwaltung und Vergütungen an die Fondsanbieter unterliegen der direkten Bundes- wie auch der Verrechnungssteuer und können entweder vom Ertrag abgezogen werden oder mit realisierten Kapitalgewinnen /-verlusten verrechnet werden.⁶²

Auf der Ebene des Fondsanbieters fällt grundsätzlich die Mehrwertsteuer an. Jedoch betrifft dies nur Kosten und Aufwendungen, welche an Dritte zu leisten sind (bspw. Prüfgesellschaften / Druckerei). Die Verwaltungskommissionen der Fondsanbieter, die

⁶⁰ Vgl. SFA 2009, S. 1

⁶¹ Vgl. SFA 2009, S. 3-4

⁶² Vgl. SFA 2009 S. 4-5

Depotbankkommissionen sowie Vergütungen an Beauftragte der Fondsanbieter und Depotbank sind von der Mehrwertsteuer ausgenommen.⁶³

Die KGKK gilt als steuertransparent. Die Gesellschaft selber ist kein selbständiges Steuersubjekt. Dies bedeutet, dass Vermögen und Erträge ausschliesslich und direkt beim Anleger, nach den an dessen Steuerdomizil geltenden Bestimmungen, besteuert werden.⁶⁴ Für Anlagen und Ausgaben der KGKK fallen mit der transparenten Besteuerung keine Stempelabgaben (Emissions- und Umsatzabgabe) an. Der Anleger – der Kommanditär – ist aus der Anlage und den Erträgen vermögens- und einkommenssteuerpflichtig sowie können den obigen Erläuterungen entsprechend Verrechnungssteuern und Umsatzabgaben anfallen. Auf Ausgaben von KGKK-Anteilen schuldet der Kommanditär keine Emissionsabgabe. Die Komplementäre versteuern ihren Gewinnanteil aus der KGKK-Anlage.

Im Gegensatz dazu bildet die SICAF als Investmentgesellschaft ein selbständiges Steuersubjekt und gilt dadurch als nicht transparent. Die Gesellschaft wird analog den Regeln für Aktiengesellschaften besteuert. Eine Spezifikation der SICAF liegt in ihrer Qualifikation als befreite Anlegerin für Transaktionen mit steuerbaren Urkunden.⁶⁵

5 Regulatorische Rahmenbedingungen

5.1 Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA

Als staatliche Aufsichtsbehörde über kollektive Kapitalanlagen erteilt die FINMA die erforderlichen Bewilligungen und überwacht die Einhaltung der gesetzlichen, vertraglichen, statutarischen und reglementarischen Bestimmungen. Die Fondsleitung, die KGKK, die SICAF, die Depotbank, der Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen sowie der Vertriebssträger⁶⁶ sind bewilligungspflichtig.⁶⁷ Einzelne Ausnahmen mit einer Befreiung der Bewilligungspflicht legt Art. 8 KVV fest. Im Weiteren sind in Art. 14 KAG sowie Art. 7 bis 13 KVV die Bewilligungsvoraussetzungen genannt – u.a. müssen die qualifizierten Beteiligten einen guten Ruf geniessen, über ausreichende finanzielle Garantien verfügen und ein internes Kontrollsystem mit einem angemessenen Risiko-

⁶³ Vgl. SFA 2009, S. 6

⁶⁴ Vgl. SFA 2009, S. 2

⁶⁵ Vgl. SFA 2009, S. 7

⁶⁶ Vertrieb kollektiver Kapitalanlagen an nicht qualifizierte Anleger.

⁶⁷ Vgl. Art. 13 und Art. 132 KAG

management nachweisen können. Der Genehmigungsprozess ist relativ aufwendig und beansprucht entsprechend Zeit.

5.2 Banken: relevante Richtlinien nach Basel III

Basel III ist das Reformpaket des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht, welches darauf abzielt, dass die Eigenkapital- und Liquiditätsbasis quantitativ wie auch qualitativ gestärkt wird. Die Lehren aus der letzten Finanz- und Wirtschaftskrise sind in das Regelwerk eingeflossen und es folgt der Prämisse der Stärkung der Widerstandskraft von Bankinstituten, der Reduktion von systemweiten Risiken und schliesslich der langfristigen Stabilisierung der Finanzmärkte. Bis 1. Januar 2019 sind die sich erhöhenden Mindestanforderungen an das Eigenkapital, Liquidität, Verschuldung und Risikomanagement schrittweise zu erreichen. Die nachfolgende Abbildung zeigt auf, dass das harte Kernkapital von aktuell 3.5% auf 4.5% und das Gesamtkapital inklusive des zusätzlichen Kapitalerhaltungspuffers und eines möglichen antizyklischen Kapitalpuffers von heute 8.0% auf bis zu 13.0% im Jahr 2019 erhöht werden muss. Die beiden Kapitalpuffer sind wesentliche Neuerungen in den Basel III Regelwerken. Der antizyklische Kapitalpuffer dient zur Reduktion von prozyklischen Ausleihaktivitäten der Banken.⁶⁸

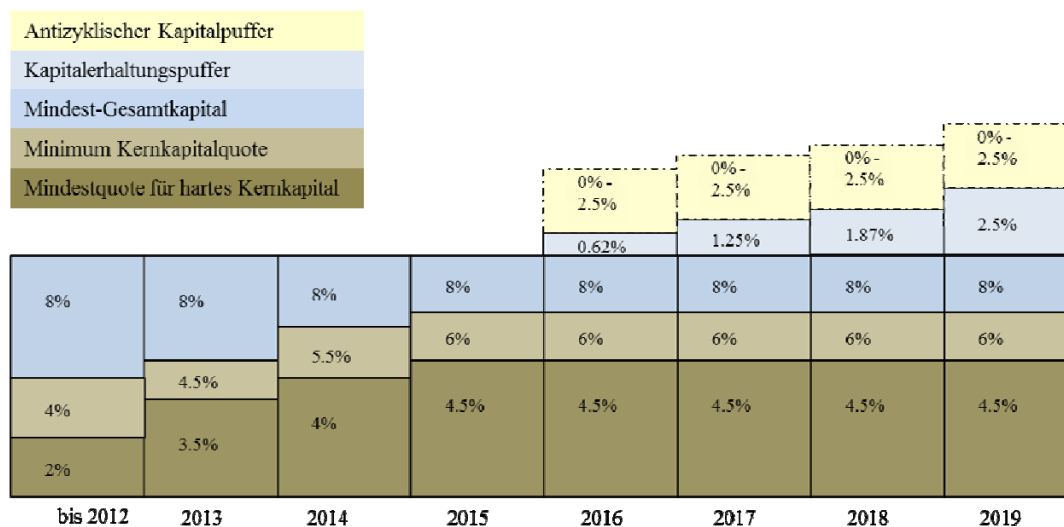


Abb. 5: Implementierung Basel III, in Anlehnung Ernst & Young⁶⁹

Für die Festlegung der Kapitalquote wird das anrechenbare regulatorische Kapital mit deren in der Abbildung dargestellten Komponenten des harten Kernkapitals, sonstige

⁶⁸ Vgl. Ernst & Young 2011, S. 12

⁶⁹ Vgl. Ernst & Young 2011, S. 12

Kernkapital und Ergänzungskapital herangezogen und wird ins Verhältnis zu den risikogewichteten Aktiva (RWA) gesetzt. Die Anforderungen an das anrechenbaren Kapital wie auch die Berechnung der risikogewichteten Aktiva wurden verschärft.⁷⁰

Somit ist es für Finanzinstitute relevant, dass für die Erfüllung der strengeren Kapitalanforderungen nicht nur Kapitalerhöhungen oder Gewinnthesaurierung umgesetzt sondern ergänzend auch die risikogewichteten Aktiva optimiert werden.

5.2.1 *Neue Kennzahlen*

Die neue Eigenkapital-Kennzahl ist der Leverage Ratio und drückt eine regulatorische Höchstverschuldung aus, indem das neu definierte Eigenkapital ins Verhältnis zu der Bilanzsumme gesetzt wird. Als Änderung gilt, dass die Verschuldungsquote risikoneutral ist.⁷¹

Ebenfalls eine Neuerung in Basel III ist die Einführung von gewissen Liquiditätsstandards. Eine Lehre aus der Finanz- und Wirtschaftskrise war die Erkenntnis, dass eine ungenügende Liquiditätsreserve die Krise verschärft. Dies kam daher, dass mit der praktizierten Liquiditätstransformation langfristig gebundene Verbindlichkeiten mit kurzfristigen Geldern refinanziert wurden. Dadurch entstanden Liquiditätsengpässe, welche in der Krise durch Misstrauen unter den Finanzinstituten zusätzlich verschärft wurden. Betreffend den neuen Liquiditätsanforderungen werden zwei Kennziffer eingeführt – die Liquidity Coverage Ratio (LCR) als kurzfristige Liquiditätsdeckungskennziffer und die Net Stable Funding Ratio (NSFR) als langfristige Finanzierungskennziffer. Erstere Kennzahl definiert einen Liquiditätspuffer, der sicherstellt, dass in Stressszenarien genügend kurzfristige liquide Mittel vorhanden sind. Die Net Stable Funding Ratio bezieht sich dahingehend auf den Finanzierungsbedarfs von einem Jahr und setzt diesen ins Verhältnis zu den verfügbaren Refinanzierungsmittel.⁷²

5.2.2 *Implikationen*

Die neuen Eigenkapitalanforderungen und Liquiditätsstandards sind signifikant und werden entsprechend Auswirkungen auf die Finanzmärkte, Finanzinstitute und Realwirtschaft haben. Die Eigenkapitalanforderungen werden zu höheren Kapitalkosten führen und auf die Profitabilität der Finanzinstitute drücken. Um die Anforderungen erfül-

⁷⁰ Vgl. KPMG 2011, S. 15

⁷¹ Vgl. Maier, S. 2011, S. 10

⁷² Vgl. Maier, S. 2011, S. 10-11

len zu können, werden sich die Banken veranlasst sehen, entweder Risikopositionen abzubauen oder über die Kapitalmärkte die Eigenkapitalausstattungen zu verbessern.⁷³ Mit der Einführung der risikoneutralen Verschuldungsquote wird ein etwas widersprüchlicher Anreiz gesetzt. Die Kennzahl berücksichtigt die Nominalwerte der Darlehen und deren Risikogewichtung wird damit einhergehend irrelevant. Als Konsequenz gewinnen risikointensivere, mehr Rendite versprechende Investitionsmöglichkeiten an Attraktivität. Als Umkehrschluss könnten die als eher risikoarm geltenden Immobilienfinanzierungen von Core-Objekten relativ benachteiligt werden.⁷⁴

Um die Liquidity Coverage Ratio einzuhalten, sind kurzfristige, hochliquide Aktiva notwendig. Generell ist zu erwarten, dass die Liquiditätsvorschriften – insbesondere die langfristige Net Stable Funding – einen grösseren Einfluss als die Eigenkapitalvorschriften haben werden. Die Finanzinstitute werden vor der Herausforderung stehen, langfristig verfügbare Mittel zu adäquaten Kosten für den Finanzierungsbedarf bereitzustellen. Bisher refinanzierten sich Finanzinstitute häufig über die Ausgabe von Obligationen. Versicherungen gelten als wesentliche Investoren für Bankanleihen. Sollten sich unter dem für Versicherungen relevanten Regelwerk des Swiss Solvency Tests (SST) die Bedingungen betreffend der Duration wie auch der Anrechnung an das risikodeckende Kapital ändern, könnten diese Anlagen für Versicherung weniger attraktiv werden (vgl. Kapitel 5.3). Eine sinkende Nachfrage nach Bankanleihen führt zu höheren Refinanzierungskosten bei den Finanzinstituten, die infolgedessen versuchen werden auf Alternativen umzusteigen. Eine Auswirkung kann sein, dass in Zukunft Verbriefungen an Bedeutung gewinnen und der Bedarf an langfristigen, als stabil eingestuften Einlagegeldern zunehmen wird. Erhöhte Refinanzierungskosten für langfristige Aktiva der Finanzinstitute können aber auch zu einer Reduktion der Kreditvergabe führen. Jegliche Alternativen resultieren in höheren Kosten infolge des verstärkten Wettbewerbs um Kunden, erhöhten operationellen Aufwendungen im Falle von Verbriefungstransaktionen oder abnehmender Skaleneffekte, wenn die Kreditvergabe reduziert wird. Es ist hierbei zu betrachten, dass nicht alle Positionen vollständig mit langfristig, verfügbaren Mitteln unterlegt werden müssen. So sind klassische Hypotheken für Eigenheime mit 65%, Obligationen mit bestem Rating bspw. mit 20% zu unterlegen. Die Finanzinstitute werden unter Basel III die Geschäftsstrategien überarbeiten müssen, ihre Aktivitäten auf

⁷³ Vgl. Eibl, M./Thelen-Pischke, H. 2011, S. 17

⁷⁴ Vgl. Rottke, N.B. 2012, S. 728

privilegierte Anlageklasse verlagern und das Geschäft mit stabilen Einlagen für die langfristige Refinanzierung fördern wollen. Es ist auch zu erwarten, dass sich mit steigenden Refinanzierungskosten die Kundenmarge für Kredite erhöht und folge dessen Kredite teurer werden.⁷⁵

Als Ergebnis mit der ab 2018 einzuführenden Liquiditätskennzahlen werden die Fristentransformationen und somit auch die Refinanzierungsmöglichkeiten von langfristigen Finanzierungen eingeschränkt. Gerade in Niedrigzinsphasen werden Anleger ihre Einlagen kurzfristig halten wollen, um sich die Partizipation an steigenden Zinsen zu sichern. Dieses Verhalten der Anleger wird die Refinanzierungsmöglichkeiten von Hypothekarbanken zusätzlich schmälern.⁷⁶

5.3 Versicherungen: relevante Kapitalanlagepolitik

Versicherungen gelten als wichtige Anleger im Bereich der Bankanleihen, die den Banken zur Refinanzierung dienen. Die für Versicherungen relevanten Vorschriften können sowohl Auswirkungen auf ihre eigenen Kapitalallokation als auch die Refinanzierungsmöglichkeiten der Banken beeinflussen. Für die Versicherungen sind zwei Regelwerke hinsichtlich ihrer Anlagepolitik von Bedeutung – der per 1. Januar 2011 eingeführte Swiss Solvency Test sowie die Anlagerichtlinien der FINMA.

5.3.1 *Swiss Solvency Test*

„Das Ziel des Swiss Solvency Test (SST) ist es, erstens über die Höhe der Risiken einer Versicherungsunternehmung und zweitens über deren finanzielle Fähigkeit, diese Risiken zu tragen, eine Aussage zu machen. Die Höhe des eingegangenen Risikos wird mit dem Zielkapital, die Fähigkeit, Risiken zu tragen, mit dem risikotragenden Kapital gemessen.“⁷⁷

Versicherungsunternehmen müssen zur Bestimmung der Solvabilität zwei Methoden anwenden:⁷⁸

- Solvabilität I: die erforderlichen Eigenmittel werden nach Massgabe des Geschäftsumfanges und der anrechenbaren Eigenmittel bestimmt

⁷⁵ Vgl. Ernst & Young 2011, S. 14

⁷⁶ Vgl. Maier, S. 2011, S. 16

⁷⁷ Bundesamt für Privatversicherung BPV 2006, S. 3

⁷⁸ Vgl. Art. 22 AVO

- Schweizer Solvenzttest (SST): die erforderlichen Eigenmittel werden nach Massgabe der Risiken und der anrechenbaren Eigenmittel bestimmt (Zielkapital und risikotragendes Kapital)

Nach den SST-Prinzipien muss das risikotragende Kapital grösser oder gleich dem Zielkapital sein. Das risikotragende Kapital ist als Differenz der marktkonsistenten Werte der Anlagen und den diskontierten Verpflichtungen in einem bestimmten Zeitpunkt zu verstehen. Gemäss SST müssen die Markt-, Kredit- und Versicherungsrisiken mit Standardmodellen oder, wenn diese zur Abbildung der Risiken nicht genügen, in intern entwickelten Modellen berücksichtigt werden.⁷⁹

Mit der Einführung des SST ging ein Wechsel des Betrachtungswinkels mit dem bisherigen Fokus auf die Anlage selber hin zu einem umfassenden Bilanzstrukturmanagement (Asset-Liability-Management) einher. Einer fristenkongruenten Gestaltung der Anlagen und Verbindlichkeiten wird seither eine grosse Bedeutung beigemessen. Gleichlaufende Durationen einzelner Bilanzposten werden angestrebt, damit keine Unterdeckung entsteht. Im Vorfeld wurde erwartet, dass Immobilien Direktanlagen betreffend der Duration benachteiligt werden und dies zu veränderten Allokationstätigkeiten führen wird. In Bezug auf die Immobilien als Kapitalanlage fanden vom Jahr 2011 auf das Jahr 2012 jedoch keine Umschichtungen statt. Basierend auf den Elektronischen Tabellen der FINMA ist die Allokation in Immobilien, angefangene Bauten und Bauland mit einer Zunahme während den vergangenen zwei Jahren von zwei Prozent vernachlässigbar. Ebenso sind die Anlagen in Hypotheken (plus 0.44%) unverändert geblieben. Dahingegen wurden vor allem Desinvestitionen in den Anlageklassen kollektive Kapitalanlagen (minus 32.7%) sowie alternative Anlagen (minus 29.5%) getätigt. Durch Desinvestitionen wurde schliesslich auch die Bilanzsumme um 21% reduziert.⁸⁰ Solange mit den Immobilien Direktanlagen Diversifikationsvorteile und eine durch SST begünstigte Risikostreuung erzielt wird, bleibt diese eine attraktive Anlageklasse. Aus der nachfolgenden Tabelle geht hervor, dass die Kapitalallokation von 2008 bis 2011 bei einer Auswahl von Anlagekategorien beinahe unverändert blieb. Allerdings ist dabei zu berücksichtigen, dass die SST-Prinzipien erst per 2011 eingeführt worden sind und als Vorwegnahme vermutlich schon in den vorangehenden Jahren Umschichtungen

⁷⁹ Vgl. Bundesamt für Privatversicherung BPV 2006, S. 4-6

⁸⁰ Vgl. FINMA 2011/2012, o.S.

stattgefunden haben. Wichtigste Anlageklasse sind die festverzinslichen Wertpapiere, mit denen die Versicherungen ihre langfristigen Verbindlichkeiten abdecken können. Der unverändert hohe Anteil an Obligationen mit rund 50% lässt keinen Rückschluss zu, dass sich unter SST die Bedingungen betreffend Duration und Anrechnung an das risikotragende Kapital verschlechtert haben.

Kapitalanlagen Versicherungen	2008	2009	2010	2011
Bilanzsumme (in CHF Mrd.)	577.7	576.2	578.9	579.8
Immobilien, angefangene Bauten und Bauland	8%	8%	8%	8%
Hypotheken	6%	6%	6%	6%
Festverzinsliche Wertpapiere	49%	52%	50%	51%
Darlehen u. Schuldbuchforderungen	4%	4%	4%	4%
kollektive Kapitalanlagen	4%	5%	6%	6%
Alternative Anlagen	3%	2%	2%	2%

Tab. 4: Kapitalallokation Versicherungen⁸¹

Die Aktiven müssen nach den SST Bestimmungen zur Ermittlung des risikotragenden Kapitals marktnah bewertet werden. Weisen die Aktiven keinen Marktwert auf, ist dieser abgeleitet von kotierten Finanzinstrumenten mittels Modellen herzuleiten.⁸² Dies hat zur Folge, dass im Zusammenhang mit der Eigenkapitalunterlegung sowie für die Anrechenbarkeit an das gebundene Vermögen Ratings und Marktwerte wichtige Kriterien für Anlageentscheide sind.

5.3.2 Anlagerichtlinien der FINMA

Neben den neu eingeführten SST Bestimmungen sind vor allem auch die Anlagerichtlinien der FINMA für die Kapitalallokation entscheidend. Diese Richtlinie legt fest, welche Aktiven dem gebundenen Vermögen zugewiesen werden können. Nach Art. 17 VAG wird als Sicherstellung der Ansprüche aus Versicherungsverträgen⁸³ nur das gebundene Vermögen anerkannt. Die Schweizer Versicherungen weisen ein gebundenes Vermögen von über CHF 330 Mrd. auf (2/3 der Bilanzsumme).⁸⁴ Die ungebundenen Aktiven – das

⁸¹ Vgl. FINMA, S. 6

⁸² Vgl. Bundesamt für Privatversicherung BPV 2005, S. 2

⁸³ Entsprechen den versicherungstechnischen Rückstellungen der Passivseite.

⁸⁴ Vgl. FINMA 2012, o.S.

sogenannte freie Vermögen – muss nach den allgemein anerkannten Anlagegrundsätzen angelegt und verwaltet werden.⁸⁵

Dem gebundenen Vermögen anrechenbare Anlagen müssen u.a. folgende generelle Kriterien erfüllen:⁸⁶

- in der Regel problemlose Bewertung der Anlage sowie Nachweis einer hohen Liquidität
- Versicherungsunternehmen verfügen über das notwendige Know-how zwecks professioneller Selektion, Verwaltung und Kontrolle der getätigten Anlage
- Versicherungsunternehmen wenden für die Einschätzung der finanziellen, rechtlichen und operationellen Risiken der Anlage einen entsprechenden Prozess für die Bemessung der Risikokomponenten an
- Überprüfbarkeit der Schuldnerbonität
- die Anlage darf nicht belastet sein

Für direkte wie auch indirekte Investitionen gelten generell die Anlagegrundsätze der Sicherheit, Rentabilität, Diversifikation sowie Liquidität. Unter den Aspekt der Sicherheit fällt eine geringe Volatilität, eine zuverlässige Bewertungsmethode, ein liquider Markt (börsenkotiert) und eine hohe Qualität der Schuldnerbonität, welche in der Regel von Ratingagenturen bestimmt worden ist. Die uneingeschränkte Veräusserbarkeit ist für die Anlagen des gebundenen Vermögens ein wichtiges Kriterium. Wenn nicht in Anlagen des Investmentgrades investiert wird, muss zwingend ein hoher Diversifikationseffekt erreicht werden und zusätzlich ist eine fachliche Expertise im Bereich der Kreditrisiken notwendig. Gegenüber einer Gegenpartei dürfen keine Klumpenrisiken eingegangen werden. Dies bedeutet, dass an das gebundene Vermögen nicht mehr als fünf Prozent des Exposures gegenüber einer Gegenpartei angerechnet werden darf.⁸⁷

Wenn Anlagen nicht über ein Rating verfügen oder durch einen liquiden Markt bewertet werden, muss die Versicherung das Risiko der Gegenpartei (Schuldnerbonität) jährlich überprüfen.⁸⁸

Anlagen in verbrieft Forderungen werden in der Analgerichtlinie besonders restriktiv behandelt und es sind in diesem Bereich nur beschränkte Möglichkeiten vorhanden.

⁸⁵ Vgl. FINMA 2009, S. 12

⁸⁶ Vgl. FINMA 2009, S. 15-16

⁸⁷ Vgl. FINMA 2009, S. 16-17

⁸⁸ Vgl. FINMA 2009, S. 24

Investitionen in verbrieft Tranchen müssen zwingend im Investmentgrade liegen. Die Richtlinien stellen erhöhte Anforderungen an die Organisation, das Know-how und den Investitionsprozess der Versicherungen. Dies wird damit begründet, dass die in verbrieften Forderungen enthaltenen Risiken je nach Struktur nur schwer quantifizierbar sind und die Anlageklasse meist aufgrund der Komplexität nicht transparent ist. Auch bei den Schuldscheindarlehen gibt es Begrenzungen. So muss ein Schuldner – wenn es keine öffentlich rechtliche Körperschaft oder Bank ist – ein Mindestrating von A aufweisen. Zudem bedarf es einer separaten Beantragung bei der FINMA, wenn ein solches Schuldscheindarlehen dem gebunden Vermögen zugewiesen werden soll.⁸⁹

Auf Objekttypen eingeschränkt können Hypotheken dem gebundenen Vermögen zugewiesen werden. Nicht zulässige Objekttypen sind Liegenschaften, welche im Ausland gelegen sind sowie Spezialobjekte wie u.a. Liebhaber- und Luxusobjekte, Alters- und Pflegeheime, Hotelbetriebe, Schulen, Restaurants, Produktionsstätten, Objekte mit Altlasten, Fabriken, Lager, Verteilzentren, Sportstätten sowie Einkaufszentren, soweit diese keine städtische Zentrums Lage aufweisen oder durch Mantelnutzungen ausgezeichnet sind.⁹⁰

Die Vermögensbestandteile aus einer kollektiven Kapitalanlage können dem gebundenen Vermögen angerechnet werden. Voraussetzung hierfür ist die Veräusserbarkeit einhergehend mit einem liquiden Markt.⁹¹ Anlagen in alternative Finanzanlagen wie bspw. kollektive Kapitalanlagen, welche in traditionelle Anlagen mit erhöhtem Risiko oder in alternative Anlagen investieren, können dem gebunden Vermögen angerechnet werden. Die FINMA stellt jedoch spezielle Anforderungen betreffend den zulässigen Anlagevehikel, der Organisation, des Know-hows und des Risikomanagements, der Investmentstrategie, der Due Diligence sowie der Bewertung der Anlage. Die Versicherungen müssen der FINMA ein Konzept einreichen und dokumentieren, wie die erhöhten Anforderungen und die entsprechenden Kriterien erfüllt werden. Die sonst gültigen Anlagegrundsätze werden begrenzt, da mit einer solchen Investition vor allem die Prinzipien der Diversifikation und Renditeoptimierung verfolgt werden soll. So müssen alternative Anlagen bspw. nicht zwingend über einen liquiden Markt verfügen⁹²

⁸⁹ Vgl. FINMA 2009, S. 32-35

⁹⁰ Vgl. FINMA 2009, S. 38-42

⁹¹ Vgl. FINMA 2009, S. 20

⁹² Vgl. FINMA 2009, S. 44-49

5.4 Pensionskassen: relevante Anlagerichtlinien nach BVV / ASV

Die Pensionskassen weisen eine andere Kapitalallokation wie die Versicherungen auf. Mit einem Anteil von 47% sind Pensionskassen wesentlich mehr in Realwerte wie Immobilien und Aktien investiert. Die Allokation für verzinsliche Anlagen bzw. Nominalwerte beträgt 41%.⁹³

Nach der Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVV 2) muss die Vorsorgeeinrichtung ihre Vermögensanlagen sorgfältig auswählen, bewirtschaften und überwachen. Als oberstes Primat dienen die Vermögensbestandteile als Sicherheit für die Erfüllung des Vorsorgezwecks.⁹⁴ Es muss eine risikogerechte Anlagepolitik verfolgt werden und die Vorsorgeeinrichtungen sind dazu angehalten, entsprechende Erträge zu erwirtschaften.⁹⁵ Mit kurz-, mittel- und langfristigen Anlagen ist eine genügende Liquidität für die jeweiligen Fälligkeiten der Verpflichtungen sicherzustellen.⁹⁶ In der Verordnung werden auch die zulässigen Anlagen behandelt. Neben weiteren Anlageklassen sind Anlagen in Forderungen wie auch in alternative Anlagen erlaubt. Letztere Anlageklasse darf jedoch keine Nachschussverpflichtungen enthalten und es muss sich um diversifizierte Investitionen in kollektive Anlagen, Zertifikate oder strukturierte Produkte handeln. Ansonsten ist es irrelevant, ob das Vermögen mittels Direktanlage, kollektiver Anlagen oder derivativer Finanzinstrumente angelegt ist.⁹⁷

Die Anlagerichtlinien legen fest, dass in Bezug auf das Gesamtvermögen max. 50% in Forderungen investiert sein darf. Die Finanzierungen können dabei bis 80% des Verkehrswertes der Immobilie belehnt sein. Das einzelne Gegenparteirisiko wird mit 10% pro Schuldner begrenzt.⁹⁸

Wie bereits erwähnt sind Investitionen in kollektive Kapitalanlagen erlaubt, diese müssen jedoch die Vorgaben der zulässigen Anlagen gemäss Artikel 53 BVV2 einhalten. Grundsätzlich müssen die Interessen der Vorsorgeeinrichtungen durch eine entsprechende Organisationsform der kollektiven Anlagegesellschaften nachvollziehbar berücksichtigt werden. Dies bezieht die Festlegung der Anlagerichtlinien, der Kompetenzregelung, der Anteilsermittlung sowie der Kauf und Rücknahme der Anteile mit ein. Sollte die Gesellschaft oder deren Depotbank in Konkurs gehen, müssen die Vermögenswerte der Anteilsinhaber von der Konkursmasse ausgeschlossen werden können.

⁹³ Vgl. Swisscanto 2013, S. 4

⁹⁴ Vgl. Art. 50 BVV2

⁹⁵ Vgl. Art. 51 BVV2

⁹⁶ Vgl. Art. 52 BVV2

⁹⁷ Vgl. Art. 53 BVV2

⁹⁸ Vgl. Art. 54 u. Art. 55 BVV2

Die Vorschriften über die Begrenzungen müssen eingehalten werden und die direkten Anlagen der kollektiven Kapitalanlage werden mit einberechnet. Dahingegen gilt die Begrenzung des Gegenparteirisikos als erfüllt, wenn die direkten Anlagen der kollektiven Anlage ausreichend diversifiziert sind oder der Anteil der Vorsorgeeinrichtung an der kollektiven Anlage weniger als fünf Prozent ihres Gesamtvermögens ausmacht.⁹⁹

6 Empirische Potenzialanalyse

6.1 Methodik

Um untersuchen zu können, ob Immobilien-Kreditfonds eine geeignete, alternative Finanzierungsform für die Schweiz darstellen, wird eine Potenzialanalyse durchgeführt. Dabei gilt festzustellen, wie gross der potenzielle Markt ist und ob für ein solches Produkt eine Nachfrage vorhanden ist. Die Marktgrösse kann abgeleitet werden als eine Prozentzahl vom bestehenden Hypothekarmarkt. Die Nachfrage ergibt sich aus der Anlageallokation der institutionellen Anleger. Zur Überprüfung der Marktfähigkeit sind vier Experteninterviews durchgeführt worden, wovon es sich bei einem um eine telefonische Befragung handelte. Bei der Auswahl der Experten ist darauf geachtet worden, dass zwei Personen die Situation der institutionellen Anleger beurteilen können. Die beiden weiteren Experten sollen mit ihren Kenntnissen Einschätzungen über den Kapitalmarkt und insbesondere den Refinanzierungsmöglichkeiten abgeben können. Dieser Aspekt ist wichtig, da bisher in Europa das Produkt hauptsächlich dann aufgelegt wird, wenn die Finanzinstitute ihre Kreditvergabekriterien restriktiver handhaben und daraus eine Kreditlücke entsteht. Um abschliessend das Potenzial zu definieren wird mittels SWOT-Analysen die Attraktivität der Immobilien-Kreditfonds untersucht.

Alle Experten zeichnen sich durch Ihre langjährige Berufserfahrung aus und können aufgrund Ihrer Tätigkeit den Markt und das Potenzial eines für die Schweiz neuen Produktes beurteilen. Der Leitfaden für die durchgeführten Interviews ist im Anhang beigelegt. Die Expertenbefragung erfolgte jeweils in einem teilstrukturierten Interview. Den Experten wurden die gleichen Fragen gestellt mit dem Unterschied, dass sich der erste Teil über die Investitionen an die institutionellen Anleger und jener über die Finanzierungen an die Fachleute der Banken richtete.

⁹⁹ Vgl. Art. 56 BVV2

Als Fachexperten sind folgende Personen ausgewählt worden:

- Vertreter einer grossen Pensionskasse¹⁰⁰
Tätigkeit: Leitung des Bereichs Investment Research
- Vertreter einer grossen Versicherung¹⁰¹
Tätigkeit: Leitung des Bereichs Portfolio Management
- Vertreter einer Grossbank¹⁰²
Tätigkeit: Leitung des Bereichs Corporate Finance
- Vertreter einer grossen Kantonalbank¹⁰³
Tätigkeit: Leitung des Bereichs Institutionals & Multinationals

Des Weiteren wurde eine Versicherung angefragt, die bereits im Ausland Immobilien-Kreditfonds lancierte. Der Chief Investment Officer der Schweiz stellte sich für ein Interview nicht zur Verfügung. Die Absage erfolgte mit der Begründung, dass Investitionen in Fremdkapital ausschliesslich direkt erfolgen und für indirekte Anlagen in Immobilien-Kreditfonds keine Aussagen gemacht werden können. Ebenso verliefen zwei Kontaktaufnahmen zu jenen Personen ergebnislos, die bereits Immobilien-Kreditfonds im Ausland lancierten.

6.2 Marktpotenzial

Zur Bestimmung des Marktpotenzials für die Schweiz wird das Angebot von der Grösse des Hypothekarmarktes abgeleitet und die Nachfrageseite mittels des Anlagevolumens der institutionellen Anleger bestimmt. Auf der Seite der Nachfrage wird das Segment der privaten Anleger nicht berücksichtigt, obwohl die Fondsstruktur eines SICAF's auch nicht qualifizierte Anleger zulässt. Es sind bereits für institutionelle Anleger gewisse Aufklärungsarbeiten hinsichtlich der Charakteristiken der Kreditfonds notwendig. Daher ist davon auszugehen, dass ein Immobilien-Kreditfonds für Private ohne spezifische Marktkenntnisse nicht geeignet ist. Als Ausnahme zählen vermögende Anleger oder deren Family Offices durchaus zum Investorenkreis. Jedoch wird deren Anlagevolumen mangels bestimmbarer Daten nicht in die Beurteilung des Marktes einfließen. Bei den in Europa lancierten Immobilien-Kreditfonds handelt es sich ebenfalls mehr-

¹⁰⁰ Telefonisches Interview vom 31.07.2013

¹⁰¹ Interview vom 28.06.2013

¹⁰² Interview vom 25.07.2013

¹⁰³ Interview vom 03.07.2013

heitlich um institutionelle Anleger wie Versicherungen und Pensionskassen oder um vermögende Privatpersonen (vgl. Kapitel 4.3.3).

Aufgrund der Pricing-Kriterien handelt es sich beim Immobilien-Kreditfonds um ein Nischenangebot.¹⁰⁴ Es wird sich mehrheitlich um Kredite handeln, welche nicht bereits durch einen standardisierten, effizienten Kreditprozess der Banken abgedeckt werden. Solange die Kreditnehmer eine Hypothek zu attraktiven Bedingungen erhalten (Zinssatz und Belehnungsquote) wird die Kreditvergabe direkt über die Banken laufen. Ein Immobilien-Kreditfonds kann gegenüber dem bei den Banken meist hoch standardisierten Geschäft für Wohneigentumsfinanzierungen nicht konkurrenzfähig sein. Vielmehr wird es sich beim Kreditfonds um Kreditsegmente handeln, die ein gewisses Volumen aufweisen und bei denen die internen Prozesse der Banken weniger vereinheitlicht sind. Auch besteht mit den Pfandbriefdarlehen bereits eine etablierte Form der Refinanzierung von Krediten für Wohnliegenschaften. Der Fokus der Immobilien-Kreditfonds sollte daher auf den Finanzierungen von Renditeliegenschaften und Spezialobjekten unter Berücksichtigung regulatorischen Ausschlusskriterien einzelner Objekttypen liegen.

6.2.1 *Angebotsseite Hypothekarmarkt*

Der Gesamtbetrag der von der SNB angegebenen inländischen Hypothekarforderungen von 834 Mrd. Schweizer Franken enthält den Hypothekenanteil der Versicherungen, der Pensionskassen, des Bundes und der öffentlichen Unternehmen nicht. Der Hypothekenbestand der Banken entfällt mit einem grossen Anteil von 35% auf die Kantonalbanken. Die beiden Grossbanken verzeichnen einen Anteil von total 30%. Die Raiffeisenbanken haben einen Marktanteil von 16% und die Regionalbanken einen von 10%. Die restlichen 9% sind auf übrige Banken verteilt.¹⁰⁵

Es kann angenommen werden, dass die Banken etwas mehr als 90% des Hypothekenbestandes abdecken. Somit kann von einer Gesamtgrösse des Hypothekarmarktes von rund 900 Mrd. Schweizer Franken ausgegangen werden. Bei einem Grossteil handelt es sich um Hypotheken an Private Haushalte. Im Jahr 2010 betrug dieser Anteil rund 80%. In dieser Zahl jedoch mit einberechnet sind die Hypothekarverpflichtungen der privaten

¹⁰⁴ Vgl. Flatow, C.-C. 2013, S. 121

¹⁰⁵ Vgl. SNB 2013, Kapitel 10

Organisationen ohne Erwerbszweck (POoE).¹⁰⁶ Deshalb wird dieser Anteil reduziert und der Hypothekarmarkt mit einem Volumen von rund CHF 900 Mrd. wie folgt eingeschätzt:

- CHF 650 Mrd. Hypotheken an Privaten Haushalten (72%)
- CHF 250 Mrd. Hypotheken an kommerzielle Kunden (28%)

6.2.2 Nachfrageseite Investoren

Zur Definition der potenziellen Nachfrage wird das jeweilige Anlagevolumen der institutionellen Anleger herangezogen. Zur Bestimmung des Anlagevolumens werden die beiden Anlageklassen der festverzinsliche Anlagen und der Immobilien Direktanlagen einbezogen. Die Strategie senior debt sowie whole loan decken mehrheitlich die Bedürfnisse der Investoren von festverzinslichen Anlagen ab. Jene Strategien der subordinated debt und mixed debt dahingegen entspricht dem Anlageverhalten der Investoren in Immobilien Direktanlagen. In nachfolgender Tabelle sind die Jahresendwerte der Kapitalanlagen per 2011 der Pensionskassen und Versicherungen aufgeführt. Die Tabelle beschränkt sich auf die Anlageklasse der Immobilien wie auch der festverzinslichen Anlagen und als Zusatzangabe sind die Hypothekarausleihungen angegeben.

Anlagekategorien 2011 (in CHF Mrd.)	Pensionskassen	Versicherungen	Total
Festverzinsliche Anlagen	233	296	529
Immobilien u. Grundstücke	110	46	156
Hypotheken	15	35	50

Tab. 5: Potenzielles Anlagevolumen Pensionskassen und Versicherungen¹⁰⁷

Aus den Anlageklassen festverzinsliche Anlagen und Immobilien Direktanlagen lässt sich ein Nachfragevolumen von insgesamt CHF 685 Mrd. festlegen. Dies entspricht beinahe dem auf der Angebotsseite stehenden, gesamten Hypothekenbestand der Schweiz. Jedoch ist auch zu berücksichtigen, dass aufgrund der regulatorischen Bestimmungen die Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen nur einen Teil des Gesamtvolumens in alternative Anlagen wie diejenige des Immobilien-Kreditfonds investieren dürfen. Somit ist das Nachfragevolumen zu relativieren.

¹⁰⁶ Vgl. SNB 2012, o.S.

¹⁰⁷ Vgl. FINMA, S. 6 und BFS 2011, o.S.

6.2.3 *Erkenntnisse Experteninterviews*

Im Zusammenhang mit der aktuellen Investitionstätigkeit geben die Vertreter der Versicherung und Pensionskasse an, dass Fremdkapitalanlagen ausschliesslich direkt erfolgen. Obwohl das Hypothekarvolumen im Vergleich zu den anderen Anlageklassen gering ist, weist es doch darauf hin, dass Fremdkapitalanlagen erwünscht sind. Beide befragten Experten sind bei grossen Unternehmungen tätig und können mit dem intern verfügbarem Know-how und vorhandenem Kreditprozess direkt in Fremdkapital investieren. Kleinere Unternehmungen ohne entsprechende Kredit-Kompetenzzentren können sich Folge dessen nur indirekt in Fremdkapital investieren. Der Vertreter der Versicherung gibt an, dass nur Anlageklassen gewählt werden, die gemäss der regulatorischen Vorschrift dem gebundenen Vermögen angerechnet werden können. Nicht kotierte Anlagen – wie der Immobilien-Kreditfonds - dürfen nicht dem gebundenen Vermögen zugewiesen werden und sind dadurch von vornherein auszuschliessen. Der Vertreter der Versicherung gibt an, dass für die Anlageentscheide das Rating, die Laufzeit und die Rendite wichtige Kriterien seien. Der Vertreter der Pensionskasse sieht in der Illiquidität und fehlendem Track Record eines Immobilien-Kreditfonds keine grossen Nachteile. Wichtig ist die Struktur und Transparenz des Fonds und eine stabile Entwicklung. Letzteres wird mit den prognostizierbaren Zins- und Amortisationszahlungen aus dem Kredit erreicht. Die Illiquidität wird zu Gunsten geringerer Volatilität in Kauf genommen. Beide Vertreter geben an, langfristig orientierte Investitionen zu tätigen.

Die Vertreter der Finanzinstitute nehmen nicht an, dass Versicherungen über das bereits bestehende Volumen hinaus das Hypothekargeschäft der Banken übernehmen werden. Der für die Kreditvergabe notwendige interne Kredit- und Risikoprozess ist aufgrund der Kostenstruktur nicht für jede Versicherung attraktiv. Insbesondere für kleinere Organisationen lohnt sich dies oftmals nicht.

Im Zusammenhang mit der aktuellen Finanzierungstätigkeit geben beide Vertreter der Finanzinstitute bekannt, dass die Kreditvergabe unverändert geblieben ist. Auf dem Schweizer Markt bestehe keine Kreditlücke. Der Vertreter der Kantonalbank bestätigt die Bereitschaft der Finanzinstitute, solide Finanzierungen zu vergeben. Auch der andere Vertreter der Bank stellt keine zurückhaltende Finanzierungstätigkeit fest. Vielmehr sei eine Vielzahl von Banken nach wie vor bereit, Finanzierungsanfragen auch für Grossprojekte abzugeben. Der Vertreter der Grossbank bestätigt, dass die Banken einen Anlagedruck haben, ihre Kundengelder von der Passivseite entsprechend auf der Aktiv-

seite anzulegen. Daraus kann abgeleitet werden, dass trotz schärferen Regulierungsvorschriften die Finanzinstitute nach wie vor Interesse an Hypothekendarfinanzierungen haben. Auch unter dem Aspekt der Net Stable Funding Ratio sind langfristige, stabile Einlagen für die Refinanzierung von Hypotheken wichtig. Gemäss dem Vertreter der Grossbank ist es allerdings durchaus möglich, dass sich die Kredite verteuern und entsprechend die Kundenmargen erweitert werden. Dies sei jedoch schon seit mehreren Jahren ein Thema und bisher nicht in dem erwarteten Ausmass geschehen.

Die regulatorischen Vorschriften von Basel III werden unbestritten Auswirkungen auf die Geschäftsprozesse und -modelle der Finanzinstitute haben. Nach Aussage des Vertreters der Kantonalbank können einzelne Banken aufgrund der neuen Eigenkapitalvorschriften in der Kreditvergabe zurückhaltender werden. Auch die Einführung des anti-zyklischen Kapitalpuffers für das Kreditsegment der Wohnliegenschaften per Herbst 2013 wird seine Wirkung zeigen. Er geht zudem davon aus, dass die Auswirkungen des Kapitalpuffers stärker bei den Finanzierungen von Renditeobjekten als bei jenen der Eigenheime ausfallen werden. Die volkswirtschaftlichen Auswirkungen des Kapitalpuffers sind zum jetzigen Zeitpunkt nicht abschliessend abschätzbar. Der Vertreter der Grossbank gibt an, dass all jene Finanzinstitute, die unter Basel III das Standardmodell der FINMA anwenden,¹⁰⁸ weniger eine RWA-Optimierung sondern vielmehr eine Optimierung des Gesamtkapitals vornehmen werden. Im Standardmodell sind die einzelnen Komponenten der risikogewichteten Aktiva nicht bis ins Detail definiert, wodurch auf Portfolioebene kein aktives Management einzelner Aktiva vorgenommen werden kann. Er schätzt den Druck auf diese Finanzinstitute als geringer ein. Beide Vertreter der Banken stimmen überein, dass über den Kapitalmarkt genügend Refinanzierungsmöglichkeiten bestehen. Zusätzlich nutzen die beiden Grossbanken auch weitere Möglichkeiten von bspw. synthetischen Verbriefungstransaktionen (Credit Link Notes / Credit Default Swaps), welche als Einschätzung beider Vertreter eine einfache, schnelle und gute Lösung für Refinanzierungen im Kreditgeschäft darstellen. Diese Instrumente stehen allerdings mehrheitlich den Grossbanken zur Verfügung, die für die Strukturierung solcher Transaktionen intern über das notwendige Know-how verfügen.

Bis auf den Vertreter der Pensionskasse sehen die anderen Vertreter in klassischen Verbriefungstransaktionen eher Nachteile. Die beiden Vertreter der Banken nennen als

¹⁰⁸ In der Schweiz wenden nur drei Finanzinstitute ein eigenes Modell an

Nachteil die allgemein komplexen und aufwendigen Verbriefungsstrukturen wie auch die Moral Hazard Problematik. Der Vertreter der Grossbank gibt an, dass Investoren bei Verbriefungen nicht das Gegenparteirisiko übernehmen wollen respektive das zu definierende Risiko auch entschädigt werden muss. Der Vertreter der Kantonalbank fügt an, dass in der Schweiz für solche Transaktionen der Rechtsrahmen fehlt und zusätzlich im Immobilienbereich die Lex Koller Thematik berücksichtigt werden muss. Der Vertreter der Versicherung gibt als Nachteil an, dass Verbriefungstransaktionen zwischen Banken und Dritten meist an den unterschiedlichen Preisvorstellungen scheitern. Solange es sich nicht um exotische Verbriefungsprodukte handelt, sieht der Vertreter der Pensionskasse durchaus Chancen für Investitionen in einen verbrieften Immobilien-Kreditfonds. Sicherlich müsse ein Investitionsentscheid in ein solches Produkt einzeln beurteilt werden.

Betreffend der wichtigsten Komponenten für den Fonds geben zwei Vertretern an, dass die Kostenstruktur bedeutend ist. Der Vertreter der Versicherung nennt basierend auf den regulatorischen Vorschriften der FINMA als wichtigstes Kriterium die Handelbarkeit. Aus Sicht des Vertreters der Grossbank ist ebenfalls die Liquidität wie auch eine konservative Strategie des Fonds wichtig. Er sieht zudem als entscheidendes Kriterium für den Erfolg des Fonds die Notwendigkeit eines Ratings auf Stufe der Einzelkredite wie auch auf der Fondsebene selber. Ist kein Rating vorhanden oder ist dieses unattraktiv fällt der grösste Teil potenzieller Investoren weg. Bei einer direkten Kreditvergabe durch den Fonds sehen beide Vertreter der Banken gewisse Schwierigkeiten. Meist verfügen die Fondsmanager nicht über das notwendige Know-how für die Kreditvergabe. Der Vertreter der Kantonalbank schätzt zudem ein, dass sich bei einer direkten Kreditvergabe der Fonds nicht dem Bankengesetz entziehen kann.

Die beiden Vertreter der Investorensseite sehen die Chancen und Gefahren im Risiko-Rendite Profil der Anlage. Die Kosten des Kreditfonds können hinderlich wirken, wohingegen eine Mehrrendite das Interesse fördert. Der Vertreter der Versicherung sieht für die Schweiz keine ähnlichen Tendenzen wie in Deutschland, wo Versicherungen deutlich mehr Interesse an solchen Fremdkapitalanlagen bekunden. Zudem bestehe mit der Pfandbriefanleihe bereits ein attraktives und zumal liquides Produkt. Für den Vertreter der Pensionskasse ist auch der rechtliche Rahmen des Fonds für den Anlageentscheid relevant.

Für den Vertreter der Grossbank liegt die Gefahr im Misstrauen der Investoren gegenüber einem intransparenten Vehikel. Ebenfalls müsse der Fondsmanager einen Track Record nachweisen können und sollte bevorzugter Weise für die Neulancierung bereits über eine Stamm-Anlegerkundschaft verfügen. Der Vertreter der Kantonalbank sieht die Gefahr in der aufwendigen und teuren Fondsstruktur sowie den vorhandenen, einfachen wie auch schneller durchführbaren, alternativen Refinanzierungsmöglichkeiten.

6.2.4 *Zwischenfazit*

Immobilien-Kreditfonds können sich als alternative Refinanzierungsmöglichkeit der Finanzinstitute oder für Investoren als Anlage mit attraktiven Renditen gegenüber herkömmlichen Anlagekategorien in einem Nischensegment bestehen. In Deutschland, wo Immobilien-Kreditfonds vermehrt lanciert werden, rechnet man mit einem mittelfristigen Marktanteil von zehn Prozent.¹⁰⁹ Aufgrund unterschiedlicher Bedingungen auf dem Finanzmarkt der Schweiz gegenüber bspw. jenem in Deutschland, ist hierzulande von einem geringeren Marktanteil auszugehen. Aus nachfolgenden Erläuterungen wird mit einem Marktanteil von nicht mehr als fünf Prozent gerechnet.

- Experten schätzen für ganz Europa, dass bis zum Jahr 2015 eine Refinanzierungslücke von rund 138 Mrd. Euro besteht, wovon 90 Mrd. Euro auf Deutschland fällt. Das Volumen wird abgeleitet von fehlenden Anschlussfinanzierungen bei Gewerbeimmobilien sowie zum Teil von den in der Finanz- und Wirtschaftskrise hervorgegangenen und heute notleidenden Krediten.¹¹⁰

Aus den Erkenntnissen der Experteninterviews besteht in der Schweiz keine Kreditlücke. Die Kreditvergabepolitik ist unverändert und die heute gültigen Belehnungsstandards der Banken wurden auch während der Finanz- und Wirtschaftskrise angewandt.

- Das Regelwerk Basel III kann in Zukunft zu einer restriktiveren Kreditvergabe der Finanzinstitute führen. Es ist sicherlich davon auszugehen, dass sich die Kosten für die Kreditgewährung erhöhen. Dies schlägt sich nieder auf die Profitabilität der Banken und/oder führt zu höheren Kundenmargen respektive einer Verteuerung der Kredite. Es kann jedoch auch angenommen werden, dass die Finanzinstitute auch in Zukunft genügend Möglichkeiten haben, sich über den

¹⁰⁹ Vgl. Flatow, C.-C. 2013, S. 122

¹¹⁰ Vgl. Feeney, J. 2013, S. 126-127

Kapitalmarkt zu refinanzieren. Mit zusätzlichen Kostenmassnahmen werden die Banken versuchen, einer Einbusse in der Profitabilität entgegen zu wirken.

- Mit der in Europa bevorstehenden Einführung von Solvency II wird bei den Versicherungen eine veränderte Anlageallokation erwartet. Nach derzeitigem Stand des Regelwerkes sind Immobilieninvestments mit mehr Eigenkapital als Anlagen von mit Immobilien besicherten Darlehensforderungen zu unterlegen. Experten gehen davon aus, dass zukünftig Anlagen in Fremdkapital unter Solvency II gegenüber Direktinvestitionen bevorzugt werden.¹¹¹

Im Gegensatz zu Europa ist in der Schweiz das Regelwerk SST bereits seit Beginn 2011 eingeführt. Dabei erfolgte bisher keine Änderung in der Anlageallokation. Rückblickend kann auch nicht festgestellt werden, dass Versicherungen vermehrt das Hypothekengeschäft der Banken übernommen haben.

Die Tendenz in Deutschland einer bestehenden Refinanzierungslücke sowie einem gestiegenem Interesse der institutionellen Anleger an Fremdkapitalanlagen ist nicht auf die Schweiz übertragbar. Der Hypothekarmarkt steht in der Schweiz auf einem soliden Fundament und es gibt nur eine geringe Zahl an notleidenden Krediten. Die institutionellen Investoren zeigen kein verändertes Verhalten in der Anlageallokation auf. Der Unterschied zu Deutschland kann nur damit erklärt werden, dass in der Schweiz strengere Richtlinien der Aufsichtsbehörden zu befolgen sind.

Mittelfristig wird angenommen, dass für Immobilien-Kreditfonds in der Schweiz ein Marktpotenzial von fünf Prozent besteht. Der Kreditfonds sollte sich wie im Ausland auf Finanzierungen von Gewerbeimmobilien fokussieren. Daher wird auf der Angebotsseite der Hypothekenbestand der Privaten ausgegrenzt und das Marktpotenzial auf 12.5 Mrd. Schweizer Franken eingeschätzt. Der Mittelwert des Anlagevolumens für einen Immobilien-Kreditfonds liegt bei 425 Mio. Euro¹¹² respektive bei rund 500 Mio. Schweizer Franken. Dies bedeutet, dass in der Schweiz in etwa 25 Immobilien-Kreditfonds lanciert werden könnten. Als kritische Grösse wird ein Anlagevolumen des Immobilien-Kreditfonds von mindestens 100 Mio. Schweizer Franken angenommen.

¹¹¹ Vgl. Mattern, R. 2013, S. 128-129

¹¹² Berechnung Mittelwert (ohne grösste und kleinste Zahl) aus Daten von INREV 2012, S. 13

6.3 SWOT-Analyse

Zur Bestimmung der Marktfähigkeit des Immobilien-Kreditfonds ist neben dem Marktpotenzial auch die Attraktivität zu betrachten. Dies erfolgt mittels SWOT-Analysen. Es werden dabei jeweils die Vor- und Nachteile respektive die daraus resultierenden Stärken, Schwächen, Chancen und Risiken analysiert. Es werden in den SWOT-Analysen jene Aspekte berücksichtigt, die für Finanzinstitute, für institutionelle Investoren sowie für das Produkt des Immobilien-Kreditfonds selber relevant sind.

Folgende Abbildung zeigt die SWOT-Analyse aus Sicht der Finanzinstitute. Der Immobilien-Kreditfonds stellt für die Banken eine Möglichkeit dar, sich mittels Verbriefungen anderweitig zu refinanzieren und Risikoaktiva an den Fonds auszulagern.

Strenghts (interne Faktoren)	Weaknesses (interne Faktoren)
Verkürzung der Bilanz Risikotransfer findet statt Zusätzliche Refinanzierungsmöglichkeiten und Flexibilisierung des Treasury Gezielte Auslagerung von Kreditpositionen und RWA-Optimierung	Mangelndes internes Know-how für komplexe Verbriefungstransaktionen Hoher Initialaufwand RWA-Komponenten nicht bekannt und somit kein aktives Management einzelner Kreditpositionen möglich
Opportunities (externe Faktoren)	Threats (externe Faktoren)
langfristigen Refinanzierungsmöglichkeit positiver Einfluss auf die Kennzahl NSFR (langfristige Liquiditätsquote) Verkauf/Zession von Hypotheken mit geringen Margen (als Auswirkung des Leverage Ratios) Tiefzinsphase, die aufgrund der Fristenkongruenz der Refinanzierung nach Basel III eine Auslagerung von Kreditpositionen begünstigt	Attraktivität bestehender Refinanzierungsmöglichkeiten auf dem Kapitalmarkt Komplexität der Verbriefung Einbussen in der Profitabilität Verlust der Kundenbindung Negative Marktwahrnehmung mit Reputationsrisiken

Abb. 6: SWOT-Analyse Finanzinstitute

Die Abbildung sieben fasst für die Anlage in Immobilien-Kreditfonds das Stärken, Schwächen, Chancen und Risiken Profil der institutionellen Anleger zusammen. Zu beachten ist, dass grosse institutionelle Anleger bevorzugt direkt in Fremdkapitalanla-

gen investieren. Für kleinere oder mittlere Organisationsformen stellt die indirekte Investition eine gute Alternative dar. Jedoch ist auch hier aufgrund der regulatorischen Vorschriften Know-how für Fremdkapitalanlagen notwendig. Das Investment muss geprüft werden können, damit die Risiken richtig eingeschätzt werden.

Strenghts (interne Faktoren)	Weaknesses (interne Faktoren)
Diversifikationseffekte Neue Anlageklasse durch Fremdkapitalanlage	Know-how für Fremdkapitalanlagen nicht vorhanden Notwendige Risikoprüfung der Anlageklasse Nicht den Anlagerichtlinien entsprechend
Opportunities (externe Faktoren)	Threats (externe Faktoren)
Geringe Informations- und Transaktionskosten (im Vergleich zu Direktanlagen) Anleger profitiert vom Know-how der jeweiligen Fondsmanager Attraktive Rendite Durch Illiquidität geringere Volatilität	Kosten Risiko des Anlagevehikels nicht transparent Unbekanntes Gegenparteirisiko Illiquidität der Anlage Handel nur im Sekundärmarkt Rating Regulatorische Vorschriften

Abb. 7: SWOT-Analyse institutionelle Anleger

Zur Einschätzung der Attraktivität und der damit einhergehenden Marktfähigkeit des Immobilien-Kreditfonds erfolgt in der nachfolgenden Abbildung auf der Produktebene die SWOT-Analyse. Die Erfahrungen im Ausland zeigen auf, dass der Kreditfonds ein interessantes Anlageprodukt sein kann. Mit den Basel III Vorschriften ergeben sich für das Produkt Chancen, als alternative Finanzierungsform Teilbereiche der klassischen Bankdarlehen zu übernehmen. Finanzinstitute können sich aufgrund strategischer Überlegungen aus einzelnen Geschäftssegmenten zurückziehen. Als Implikation von RWA-Optimierungen können in Zukunft Verbriefungstransaktionen an Bedeutung gewinnen. Gerade jene Finanzinstitute mit eigenen Basel III Modellen werden versuchen, einzelne Risikopositionen aus der Bilanz auszulagern.

Strenghts (interne Faktoren)	Weaknesses (interne Faktoren)
Spezialisierung auf Objektsegmente	Kostenstruktur des Kreditfonds
Skaleneffekte	Know-how für Kreditrisikomanagement nicht vorhanden oder muss aufgebaut werden
Know-how der Fondsmanager hinsichtlich Einschätzung / Bewertung der Objekte	Aufwendige Kredit- und Objektprüfung
Fondsmanager mit Stamm-Anlegerschaft	
Opportunities (externe Faktoren)	Threats (externe Faktoren)
Langfristige Refinanzierungsmöglichkeit	Aufwendiges, lang andauerndes Genehmigungsverfahren und allgemeine regulatorische Vorschriften
Risiko-Rendite Profil	Sicherstellung der Qualität der Kredite
Zusätzliches Finanzierungsinstrument versorgt den Markt mit Kapital	Unattraktives Rating mit Einbusse des potenziellen Investorenkreises
Wegfall von einzelnen Geschäftsfeldern der Banken wie bspw. das Immobilienleasing	Ungenügende Investorenbasis
Reduzierte Kreditvergabe der Banken aufgrund der Verschuldungsobergrenze (Leverage Ratio nach Basel III Vorschriften)	Zielgrösse des Anlagevolumens wird nicht erreicht
	Fondsmanager ohne Track Record
	Wenn Risiko nicht beim Originator ist, entsteht Moral Hazard Problematik

Abb. 8: SWOT-Analyse Immobilien-Kreditfonds

Die Attraktivität des Produktes hängt davon ab, ob die in den SWOT-Analysen erwähnten Stärken und Chancen die Nachteile überwiegen können. Mit dem Hypothekarvolumen ist ein genügend grosses Marktpotenzial vorhanden. Jedoch können regulatorische Vorschriften den Kreis der Investoren sowie das Produkt selber massgeblich einschränken. Seien dies Vorschriften der Anlagerichtlinie der FINMA, SST-Vorschriften oder auch die für den Fonds relevanten Regulierungen nach dem KAG. Die Gefahr besteht, dass für einen Immobilien-Kreditfonds keine genügend grosse Investorenbasis vorhanden ist und somit eine ungenügende Nachfrage bestünde. Auch die selbstdefinierten Anlagekriterien der institutionellen Investoren, dass bspw. nur Investitionen getätigt werden, die dem gebundenen Vermögen angerechnet werden, können einschränkend wirken. Jedoch entspricht das potenzielle Marktvolumen von 12.5 Mrd. Schweizer Franken lediglich rund zwei Prozent des vorhandenen Anlagevolumens der Pensionskassen und Versicherungen in festverzinsliche Anlagen und Immobilien Direktinvestiti-

onen. Grundsätzlich hat es sich in Europa gezeigt, dass ein transparenter, gut strukturierter Immobilien-Kreditfonds durchaus attraktiv ist und als alternative Finanzierungsmöglichkeit gilt. Aus den Erkenntnissen der Experteninterviews ist für den Schweizer Markt jedoch eher davon auszugehen, dass der Immobilien-Kreditfonds aktuell keine alternative Finanzierungsform darstellt.

7 Schlussbetrachtung

7.1 Fazit

Mit der Einführung der Basel III Vorschriften ist mit steigenden Kosten am Kapitalmarkt zu rechnen. Die neuen Eigenkapitalanforderungen und Liquiditätsstandards werden Auswirkungen auf einzelne Geschäftssegmente der Finanzinstitute haben. Zur Erreichung der Kapitalquote müssen Finanzinstitute das anrechenbare regulatorische Kapital erhöhen und bevorzugter Weise auch die risikogewichteten Aktiva optimieren. Der Immobilien-Kreditfonds hat eine Marktchance, wenn Finanzinstitute ihre Kreditvergabe reduzieren oder ein steigendes Bedürfnis vorhanden ist, einzelne Aktivposten auszulagern. Beide Aktivitäten können als Auswirkung der Basel III Vorschriften stattfinden, wird zum jetzigen Zeitpunkt von den befragten Experten jedoch nicht erwartet.

Zur Beurteilung der Attraktivität kann keine generell gültige Aussage gemacht werden. Es kann sich für einzelne Investoren um ein durchaus interessantes Produkt mit höheren Renditen wie bisherige Anlagen und gleichzeitig einschätzbarem Risiko handeln. Zudem kommen die Vorteile einer Fremdkapitalanlage zu tragen. Der dem Immobilien-Kreditfonds zugrunde liegende Basiswert ist stets die Immobilie, worauf in einem Ausfall des Schuldners zugegriffen werden kann. Aufgrund der geschlossenen Fondsstruktur, welche sich aus der kongruenten Darlehenslaufzeit ergeben sollte, ist die Handelbarkeit jedoch eingeschränkt. Eine mögliche Illiquidität des Produktes wird von Investoren unterschiedlich beurteilt und ist auch abhängig inwiefern der Regulator zur Bewertung illiquider Anlageklassen Vorgaben erlässt. Eine entscheidende Rolle für den Erfolg des Immobilien-Kreditfonds ist der FINMA zuzuordnen. Diese regelt die Mehrheit der für die Akteure relevanten Vorschriften. Sie ist zuständig für die Bewilligung der Fonds, überprüft die Umsetzung der Basel III Vorschriften und bestimmt die Anlagerichtlinien der Versicherungen.

Der Immobilien-Kreditfonds kann entweder mit direkten Kreditvergaben oder mit Verbriefungstransaktionen der Banken aufgesetzt werden. Erstere Variante hat den Nachteil, dass damit zu rechnen ist, dass eine Kreditvergabe unter das Bankengesetz fällt. Die Verbriefungstransaktionen dahingegen sind sehr komplex, aufwendig und zeitintensiv und oftmals fehlt hierfür bei den Finanzinstituten das entsprechend Know-how.

Die Hypothese der vorliegenden Arbeit, dass steigende Kosten am Kapitalmarkt eine Nachfrage nach Immobilien-Kreditfonds generiert, kann nicht bestätigt werden. Wie erläutert sind aufgrund von Basel III zwar steigende Kosten zu erwarten, jedoch bestehen auf dem Kapitalmarkt genügend gute und meist einfachere alternative Refinanzierungsmöglichkeiten. Es ist damit zu rechnen, dass grosse Finanzinstitute vermehrt synthetische Verbriefungstransaktionen wie Credit Link Notes und Credit Default Swaps einsetzen werden und mit dem Risikotransfer ebenfalls ihre Bilanzen entlasten. In der Schweiz ist keine Kreditklemme festzustellen, die eine Lancierung neuer Immobilien-Kreditfonds zusätzlich begünstigen würde.

7.2 Diskussion

Mit der vorliegenden Arbeit ist der Immobilien-Kreditfonds als alternative Finanzierungsform für den Schweizer Immobilienmarkt untersucht worden. Im Hinblick auf die höheren Anforderungen durch Basel III kann es relevant werden, dass der Kapitalmarkt über innovative Refinanzierungsinstrumente verfügt. Die Auswirkungen der neuen Vorschriften können zum jetzigen Zeitpunkt jedoch nicht abschliessend beurteilt werden. Es wird sich erst gegen Ende der Einführungsphase von Basel III zeigen, ob sich die erwartenden Implikationen bestätigen lassen. Der Handlungsspielraum kleinerer und mittlerer Finanzinstitute betreffend Refinanzierungsmöglichkeiten ist eingeschränkt. Diese werden mehrheitlich die klassischen Refinanzierungsmittel wie Obligationen, Pfandbriefdarlehen und der Einsatz von Kundeneinlagen anwenden.

Die STT-Richtlinien sind zwar seit 2011 gültig, jedoch ist eine finale Aussage über eine veränderte Anlageallokation nicht möglich. Die Datenreihen der FINMA über die Allokationen bilden seit Einführung des SST erst zwei Jahre ab. Während den vergangenen Jahren ist keine veränderte Strategie in Bezug auf die Kapitalanlagen feststellbar. Ob Fremdkapitalanlagen ein attraktives Alternativinvestment für festverzinsliche Anlagen darstellen, ist massgeblich von deren Anrechenbarkeit an das risikotragende Kapital

abhängig. Hierfür müssten die internen Modelle der Versicherungen bekannt sein, die allerdings oftmals unter das Geschäftsgeheimnis fallen. Eine Stellungnahme seitens des Regulators zur Behandlung der Immobilien-Kreditfonds wäre zusätzlich notwendig. Als ein Ergebnis aus der vorliegenden Arbeit ist die Marktfähigkeit in der Schweiz zu einem grossen Teil von den rechtlichen Rahmenbedingungen abhängig.

Die Marktfähigkeit von Immobilien-Kreditfonds hat sich im Ausland bewiesen. Das Marktpotenzial für die Schweiz konnte vom bestehenden Hypothekarmarkt abgeleitet werden. Die Nachfrage, die sich aus dem Anlagevolumen der institutionellen Investoren ergibt, ist ebenfalls gegeben. Die Akzeptanz des Immobilien-Kreditfonds unter den potenziellen Anlegern konnte im Rahmen dieser Arbeit nicht ausreichend beantwortet werden. Hierfür müsste eine qualitative Befragung unter den institutionellen Anlegern durchgeführt werden. Ziel der Arbeit war es jedoch, das Produkt zu untersuchen und ein Marktpotenzial für die Schweiz einzuschätzen. Dies konnte mit Experteninterviews erreicht werden. Das Produkt hat noch einen relativ grossen Aufklärungsbedarf unter den Investoren, womit zum jetzigen Zeitpunkt eine qualitative Befragung nicht zielführend gewesen wäre.

7.3 Ausblick

Wie bereits erwähnt müssten die rechtlichen Rahmenbedingungen für einen Immobilien-Kreditfonds noch vertieft analysiert werden. Die Arbeit beschränkt sich auf die in der Schweiz gültigen Parameter mit einem Fokus auf die Produktausgestaltung. Zusätzlich sollten auch ausländische Fondstrukturen in Betracht gezogen werden, die womöglich gegenüber den Schweizer Modellen attraktiver sind. Darüber hinaus sollte untersucht werden, wie der Regulator Immobilien-Kreditfonds behandelt. Dies ist vor allem für die Investoren- respektive Nachfrageseite relevant. Erst danach kann mit einer qualitativen Befragung unter den institutionellen Investoren die Anlagebereitschaft für einen Immobilien-Kreditfonds untersucht werden.

In den kommenden Jahren wird sich zeigen, ob die Finanzinstitute tatsächlich mit ihrer Kreditvergabe restriktiver werden. In einem solchen Fall kann der Immobilien-Kreditfonds eine attraktive, alternative und zu bestehenden Finanzierungen ergänzende Lösung für den Schweizer Immobilienmarkt sein.

Anhang

Gesprächsleitfaden für Experteninterviews

1. Teil Investitionen / Finanzierungen

Fragen an institutionelle Investoren

- 1) Wichtige Kriterien für den Anlageentscheid bezüglich;
Anlagedruck / Verfügbarkeit von Fremdkapital / Track Record / Risiko-Rendite Profil / Immobilienstrategien Core, Value-added und opportunistisch / buy & hold Strategien
- 2) Einschätzung der Attraktivität von Investitionen mit Eigenkapitalcharakter versus Fremdkapitalanlagen; Liquidität, Volatilität, Duration
- 3) Beurteilung der Situation, dass ähnlich wie in Deutschland auch in der Schweiz Versicherungen vermehrt in das Fremdkapitalprodukt des Immobilien-Kreditfonds investieren wollen.

Fragen an die Experten der Finanzinstitute

- 1) Aktuelles Umfeld für die Kreditnehmer, die aus den in der Finanz- und Wirtschaftskrise gewährten Hypotheken Anschlussfinanzierungen benötigen. Damalige und heutige Anwendung der Belehnungsrichtlinien.
- 2) Marktwahrnehmung über eine potenzielle Kreditlücke und/oder Einsatz einer restriktiveren Kreditvergabe
- 3) Aktuelle Problematiken in der Refinanzierung von Hypotheken und der allgemeine Bedarf an alternativen Refinanzierungsinstrumenten

2. Teil Regulatorische Vorschriften

- 1) Auswirkungen der Regulierungen SST / Basel III
 - 1a) Zusatzfrage Finanzinstitute: Einschätzung über die Folgen der neuen Basel III Kennzahlen; Kapitalquote, langfristige Liquiditätsquote, Verschuldungsobergrenze

3. Teil Verbriefungen

- 1) Markteinschätzung über Verbriefungstransaktionen und deren Akzeptanz

4. Teil Immobilien-Kreditfonds; Struktur und Marktfähigkeit

- 1) Vor- und Nachteile einer Fondsstruktur
- 2) Chancen und Gefahren der Immobilien-Kreditfonds
- 3) Einschätzung einer möglichen Nachfrage seitens der institutionellen Investoren
- 4) Bedarf der Banken, sich über Immobilien-Kreditfonds zu refinanzieren
- 5) Allgemeine Marktfähigkeit

Literaturverzeichnis

- Brack, U. (2009): Formen kollektiver Kapitalanlagen nach dem KAG, Bern 2009 (zugl. Diss. Univ. Freiburg 2009)
- Eibl, M./Thelen-Pischke, H. (2011): Solvency II und Basel III – ihre Wirkung auf die Refinanzierung von Banken, in: Kreditwesen, Ausgabe 14/2011, S. 16-20
- Eidgenössisches Finanzdepartement EFD (Hrsg.) (2013): Erläuterungsbericht zur Revision der Verordnung über die kollektiven Kapitalanlagen (KKV), 13.02.2013, S. 1-25
- Feeney, J. (2013): Debt Funds aus Sicht von Kapitalanlegern, in: Immobilien & Finanzierung – Der langfristige Kredit, Heft 04/2013, S. 126-128
- Flatow, C.-C. (2013): Die Zukunft des gewerblichen Immobilienfinanzierungsmarkts, in: Immobilien & Finanzierung – Der langfristige Kredit, Heft 04/2013, S. 120-122
- Geltner, D. M./Miller, N. G./Clayton, J./Eichholtz, P. (2001, 2007): Commercial Real Estate Analysis and Investment (2nd Edition), Mason, Ohio 2001, 2007
- Horat, R. (2007): Die besicherte Refinanzierung des Hypothekengeschäfts, Bern 2007 (zugl. Diss. Univ. Zürich 2006)
- INREV (Hrsg.) (2012): European Real Estate Debt Fund Study, in INREV Research & Market Information, Oktober 2012, S. 1-28
- Kutting, J./Schwalba, M. (2010): Kreditfonds als Anlageinstrument, in: Die Bank, Heft 04/2010, S. 38-42
- Loepfe, A. (2011): ALM verändert Risikowahrnehmung und Allokation von Immobilienanlagen, in: Schweizer Personalvorsorge, 12/2011, S. 86-87
- Maier, S. (2011): Auswirkungen von Basel III auf Finanzmärkte, Finanzinstitute und Realwirtschaft, in: Risiko Manager, Ausgabe 12/2011, S. 7-19

- Mattern, R. (2013): Immobilienkreditfonds nach Investmentgesetz – Anlagefokus, Konstruktionsmerkmale, Risikostruktur, in: Immobilien & Finanzierung, Heft 04/2013, S. 128-129
- Pohl, A. (2013): Neue Finanzierungsstrukturen – Möglichkeiten und Anforderungen aus Bankensicht in: Immobilien & Finanzierung – Der langfristige Kredit, Heft 04/2013, S. 123-126
- Rottke, N.B. (2011a): Immobilienfinanzierung, in: Rottke, N.B., Thomas, M. (Hrsg.): Immobilienwirtschaftslehre, Band I, Management, Köln 2011, S. 893-960
- Rottke, N.B. (2011b): Immobilieninvestition, in: Rottke, N.B., Thomas, M. (Hrsg.): Immobilienwirtschaftslehre, Band I, Management, Köln 2011, S. 835-892
- Rottke, N.B. (2012): Immobilienfinanzierung und Immobilienmarkt, in: Rottke, N.B., Voigtländer, M. (Hrsg.): Immobilienwirtschaftslehre, Band II, Ökonomie, Köln 2012, S. 705-743
- Schulte, K.-W./Vogler, J. H. (1998): Grundlagen der Investition in Immobilien, in: Schulte, K.-W./Bone-Winkel, S./Thomas, M. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Investition, Köln 1998, S. A.-K./Schäfers, W./Knobloch, B. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Banking, Köln 2002, S. 17-33
- Schulte, K.-W./Schäfers, W. (2002): Immobilien-Banking als Geschäftsfeld von Banken, in: Schulte, K.-W./Achleitner, A.-K./Schäfers, W./Knobloch, B. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Banking, Köln 2002, S. 29-40
- Sotelo, R. (2010): Anmerkung zur Finanzkrise aus immobilienökonomischer Sicht in : Wirtschaft und Verbände, Gewerbemiete und Teileigentum, Heft 53 2-3/10, Februar/März 2010, S. 82-92
- Wüest & Partner (Hrsg.) (2013): Immo-Monitoring 2013/2, Frühlingsausgabe, Zürich 2013

Internetquellen

AEW Europe (Hrsg.) (2013): ECB Lifeline to Banks Means Real Estate Lending Market Is Still Wide Open. Online verfügbar unter:

<http://www.ipe.com/resources/categories/file/020681/aew-europe-ecb-lifeline-to-banks-means-real-estate-lending-market-is-still-wide-open-2013-1-.pdf> [abgerufen 01.06.2013]

AVO (2005): SR 961.011 Verordnung über die Beaufsichtigung von privaten Versicherungsunternehmen. Online verfügbar unter:

<http://www.admin.ch/opc/de/classified-compilation/20051132/index.html> [abgerufen am 28.06.2013]

BFS, Bundesamt für Statistik (Hrsg.) (2011): Pensionskassenstatistik, Jahresendwerte, Bilanz per 31.12.2011, Aktiven Direkte und kollektive Anlagen sämtlicher Vorsorgeeinrichtungen. Online verfügbar unter:

<http://www.bfs.admin.ch/bfs/portal/de/index/themen/13/02/03/data/01.html> [abgerufen am 17.07.2013]

Bundesamt für Privatversicherung BPV (Hrsg.) (2005): Bestimmung der marktnahen Bilanzwerte zur Ermittlung des Risikotragenden Kapitals im SST, 11.05.2005. Online verfügbar unter:

http://www.finma.ch/archiv/bpv/download/e/SST_Marktnahe_Bewertung_BPV_20050511.pdf [abgerufen am 28.06.2013]

Bundesamt für Privatversicherung BPV (Hrsg.) (2006): Technisches Dokument zum Swiss Solvency Test, 2.10.2006. Online verfügbar unter:

http://www.finma.ch/archiv/bpv/download/d/SST_technischesDokument_061002.pdf [abgerufen am 28.06.2013]

BVV2, Bundesamt für Sozialversicherung (Hrsg.) (2013): 831.441.1 Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge, 18.04.1984 (Stand am 1.1.2013). Online verfügbar unter:

<http://www.admin.ch/opc/de/classified-compilation/19840067/index.html> [abgerufen am 30.06.2013]

Ernst & Young (Hrsg.) (2011): Basel III – challenges, impact and consequences, Januar 2012. Online verfügbar unter :

http://www2.eycom.ch/publications/_catalog/de.aspx?xp=%7bhttp%3a%2f%2fwww2.eycom.ch%2flibrary%7d%3aarticle%5b%7bhttp%3a%2f%2fwww2.eycom.ch%2flibrary%7d%3atheme%3d'basel-iii'%5d&hr=Thema+Basel+III [abgerufen am 19.05.2013]

Ernst & Young Real Estate GmbH (Hrsg.) (2012): Trendbarometer Immobilienanlagen der Assekuranz 2012. Online verfügbar unter:

http://www.ey.com/CH/de/Industries/Real-Estate/Real-Estate_Real-estate-IPOs [abgerufen am 01.05.2013]

FINMA (Hrsg.) (2009): Rundschreiben 2008/18 Anlagerichtlinien Versicherer, 20.11.2008. Online verfügbar unter:

<http://www.finma.ch/d/regulierung/Documents/finma-rs-2008-18.pdf> [abgerufen am 29.06.2013]

FINMA (Hrsg.) (2011/2012): Daten über den Versicherungsmarkt, Elektronische Tabellen 2011 und 2012, Bilanz. Online verfügbar unter:

<https://www.finma.ch/d/beaufsichtigte/versicherungen/Seiten/daten-versicherungsmarkt.aspx> [abgerufen am 29.06.2013]

FINMA (Hrsg.) (2012): Daten über den Versicherungsmarkt, Elektronische Tabellen 2012, Gebundenes Vermögen. Online verfügbar unter:

<https://www.finma.ch/d/beaufsichtigte/versicherungen/Seiten/daten-versicherungsmarkt.aspx> [abgerufen am 29.06.2013]

FINMA (Hrsg.): Daten über den Versicherungsmarkt, Bericht über den Versicherungsmarkt 2011/2010/2009. Online verfügbar unter:

<https://www.finma.ch/d/beaufsichtigte/versicherungen/Seiten/daten-versicherungsmarkt.aspx> [abgerufen am 29.06.2013]

KAG (2006): 951.31 Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen. Online verfügbar unter:

<http://www.admin.ch/opc/de/classifiedcompilation/20052154/201306010000/951.31.pdf> [abgerufen am 25.06.2013]

- KPMG (Hrsg.) (2011): Basel III-Handlungsdruck baut sich auf: Implikationen für Finanzinstitute, 2011. Online verfügbar unter:
http://www.kpmg.de/docs/KPMG_Basel_3_FRM_2011web.pdf [abgerufen am 12.07.2013]
- KPMG (Hrsg.) (2013): Real Estate Invest Studie, 14.03.2013. Online verfügbar unter:
<http://www.kpmg.com/ch/de/library/seiten/default.aspx?k=Sector%3a%22Property+%26+Infrastructure%22&s=KPMG+Content&u=http%3a%2f%2fwww.kpmg.com%2fch%2fde%2flibrary> [abgerufen am 19.05.2013]
- Pfandbriefbank (Hrsg.) (2013): Pfandbriefbank Pool, 31.12.2012. Online verfügbar unter:
[http://www.pfandbriefbank.ch/index.cfm?nav=02_Der_Schweizer_Pfandbrief\(01_Grundlagen](http://www.pfandbriefbank.ch/index.cfm?nav=02_Der_Schweizer_Pfandbrief(01_Grundlagen) [abgerufen am 24.05.2013]
- Pfandbriefzentrale (Hrsg.) (2012): 81. Geschäftsbericht 2011/2012. Online verfügbar unter:
<http://www.pfandbriefzentrale.ch/download.html> [abgerufen am 21.6.2013]
- Pfandbriefzentrale (Hrsg.) (2013): Der Schweizer Pfandbrief, Begriffe und Merkmale. Online verfügbar unter:
<http://www.pfandbriefzentrale.ch/merkmale.html> [abgerufen am 24.05.2013]
- SFA (Hrsg.) (2009): Fachinformation Kollektive Kapitalanlagen und Steuern, Dezember 2009. Online verfügbar unter:
<https://www.sfa.ch/> [abgerufen am 22.06.2013]
- SNB (Hrsg.) (2008): Finanzierung von Hypotheken: Pfandbriefe und Verbriefungen im Lichte der Finanzkrise, Jordan, Th. J., 15.05.2008. Online verfügbar unter:
http://www.snb.ch/de/mmr/speeches/id/ref_20080515_tjn [abgerufen am 01.06.2013]
- SNB (Hrsg.) (2012): Private Haushalte und POoE in: Finanzierungsrechnung der Schweiz 2010, Tabelle 13, S. A50, November 2012. Online verfügbar unter:
http://www.snb.ch/ext/stats/frch/pdf/de/13_Priv_Haush_POoE.pdf [abgerufen am 15.06.2013 / 21.06.2013]

SNB (Hrsg.) (2013): Hypothekarforderungen Inland / Pfandbriefdarlehen in: Die Banken in der Schweiz 2012, 97. Jahrgang, Gesamtpublikation, Kapitel 10 u. 22. Online verfügbar unter:

<http://www.snb.ch/de/iabout/stat/statpub/bchpub/stats/bankench> [abgerufen am 15.06.2013 / 21.06.2013]

Swisscanto (Hrsg.) (2013): 13. Swisscanto Umfrage Schweizer Pensionskassen, Referat von Dr. G. Fischer zum Thema „Anlagestrategien versus Regulierung“, 15.05.2013. Online verfügbar unter:

<http://www.swisscanto.ch/ch/de/berufliche-vorsorge/pensionskassenstudie.html> [abgerufen am 30.06.2013]

Urban Land Institute und PwC (Hrsg.) (2013): Emerging Trends in Real Estate Europe 2013. Online verfügbar unter:

http://www.pwc.ch/user_content/editor/files/publ_adv/pwc_emerging_trends_real_estate_europe13_e.pdf [abgerufen am 01.07.2013]

VAG (2004): 961.01 Bundesgesetz betreffend die Aufsicht über Versicherungsunternehmen. Online verfügbar unter:

<http://www.admin.ch/opc/de/classified-compilation/20022427/index.html> [abgerufen am 25.06.2013]

Ehrenwörtliche Erklärung

Ich versichere hiermit, dass ich die vorliegende Arbeit mit dem Thema „Immobilien-Kreditfonds, eine alternative Finanzierungsform für den Schweizer Immobilienmarkt“ 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.

Zürich, den 12.08.2013

Daniela Josi