

Real Estate Debt im nationalen und internationalen Markt

Ansprechende Renditen, schwer messbare Risiken

Es gibt gute Gründe, im aktuellen Anlageumfeld in Kredite zu investieren, die mit Immobilien besichert sind. Die entsprechenden Risiken und Renditen unterscheiden sich zwar von denjenigen der Obligationen, dennoch kann die Anlageklasse als Alternative zu Fixed Income betrachtet werden.

IN KÜRZE

Hypotheken an Privatpersonen sind nur eine Form von pfandbesicherten Krediten. Richtet man den Blick auf Unternehmen, öffnet sich ein neues Investitionsspektrum.

Da heute praktisch alle Bundesobligationen über fast alle Laufzeiten negativ rentieren, gestaltet sich die Suche nach Investitionen, die eine vergleichbar hohe Sicherheit gewähren und dazu auch noch eine positive Rendite abwerfen, immer verzweifelter.

Real Estate Debt bietet Pensionskassen seit einigen Jahren¹ eine mögliche Teillösung für diese Problematik. Im Artikel beschränken wir uns auf das Segment sogenannter Senior Private Real Estate Debt (im folgenden kurz RED).

Was ist RED?

Vereinfacht gesagt, handelt es sich dabei um privilegierte («Senior») Forderungen, die durch ein Pfandrecht an einem Grundstück gesichert sind. Sie zeichnen sich zudem dadurch aus, dass sie nicht an einer Börse kotiert sind («Private»).

Zur Veranschaulichung nehmen wir eine Firma mit einem Marktwert von 10 Mio. Franken, der sich gemäss der Grafik auf Seite 86 aus Senior Debt (RED), Junior Debt und Equity (Aktienbeteiligung) zusammensetzt. Als Sicherheit dient der Firma eine Immobilie, die den beiden Krediten (Debt) hinterlegt ist. Die mit den einzelnen Tranchen verbundenen Sicherheiten werden in der Grafik beschrieben.

Eine wichtige Grösse für die Beurteilung von RED ist das «Loan-to-Value», das heisst, das Verhältnis des ausstehenden Kreditbetrags zum Verkehrswert des Objekts. Im Beispiel weist das Senior Debt ein Loan-to-Value von 65 Prozent aus und wird somit durch einen 35-prozentigen Puffer an weniger privilegierten Finanzierungstranchen geschützt.

Realistische Rendite-Risiko-Betrachtung

Für RED kann in der Schweiz ungefähr mit einer jährlichen Rendite von 2 bis 3 Prozent gerechnet werden. Falls das Loan-to-Value auf 80 Prozent ausgedehnt wird und somit der Sicherheitspuffer auf 20 Prozent sinkt, steigt die Renditeerwartung auf etwa 4 bis 5 Prozent. Demgegenüber wären für Junior Debt Renditen von 6 bis 7 Prozent zu erwarten, allerdings ist das Kreditrisiko hier deutlich höher.

Es stellt sich natürlich die Frage, warum diese Renditen so viel höher sind als der risikolose Zinssatz von zurzeit -0.4 Prozent (Rendite zehnjähriger Bundesobligationen). Da es bekanntlich keinen Free Lunch gibt, muss man davon ausgehen, dass RED nicht eine risikolose Anlagekategorie ist. In der Tat können zwei Hauptrisikquellen festgestellt werden, die vom Markt auch durch eine entsprechende Prämie entschädigt werden:

- Illiquidität: RED ist nicht kotiert und somit schwer handelbar.
- Kreditrisiko: Die Verwertung des Pfands (der Immobilie) kann je nach Marktlage nicht genügend Geld ein-



Michael Valentine
Investment Consultant,
Willis Towers Watson

¹ Bis vor der Finanzkrise war das Emittieren solcher Forderungen grösstenteils Banken vorbehalten. Da diese aufgrund von strengen Kapitalauflagen ihre Geschäfte in diesem Bereich haben einschränken müssen, sind auch für andere Investoren Gelegenheiten entstanden, in diesem Bereich mitzuwirken (siehe Einleitungsartikel Seite 60).

bringen, um die Schuld zu decken, was zu einem (Teil-)Ausfall führen kann.

Anzusprechen ist auch die Governance. Nur sehr grosse Vorsorgeeinrichtungen (Anlagevermögen über 1 Mrd. Franken) haben die Ressourcen, direkt eine Anlage in RED einzugehen, da es viel Recherche braucht, um die Risiken zu verstehen

und die Verträge auszuhandeln. Kleinere Anleger können sich durch Kollektivanlagen Zugang zu RED verschaffen.

Sowohl die genannten Hauptrisiken als auch weitere mit RED verbundene Risiken (beispielsweise die Gegenpartei-risiken) lassen sich nicht leicht messen. Auch fehlen zuverlässige Volatilitätskennzahlen von RED über lange Zeit,

da sie nicht im grossen Stil gehandelt werden. Je nach Umsetzung könnte die Volatilität um die 7-Prozent-Marke liegen.

Korrelation zu Immobilien und zu Obligationen (Zinsen)

Da RED nicht kotiert und immer noch eine relativ neue Anlageform ist, sind Statistiken zu Korrelationen mit anderen Anlagekategorien mit grosser Vorsicht zu geniessen. In Abhängigkeit davon, wie genau umgesetzt wird, bewegt sich die Korrelation schätzungsweise im Bereich von 0.6 zu Obligationen und 0.4 zu Immobilien.

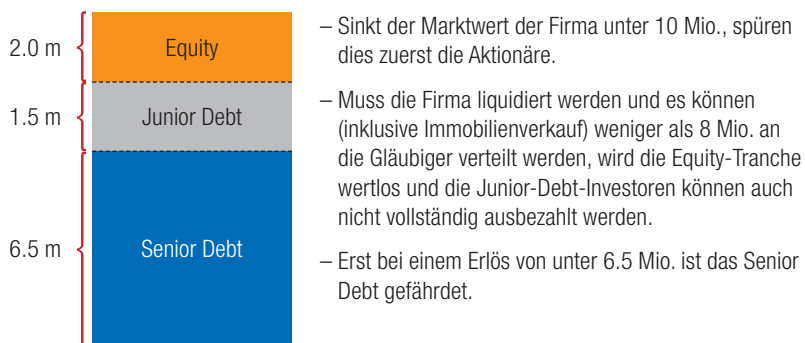
Qualitative Risikoevaluation von RED

Um eine Anlage in RED zu tätigen, sind die meisten Investoren auf die Fähigkeiten eines Asset Managers angewiesen, der diese tätigt. Unter anderem berücksichtigt dieser:

- die Bonität des Emittenten, beziehungsweise die Qualität der Zahlungsströme;

Beispiel einer Firmenfinanzierung

Vereinfachte Darstellung der für eine Anlage in RED relevanten Finanzierungstranchen. Der blaue Balken unten (Senior Debt) repräsentiert eine RED-Anlage mit einem Loan-to-Value von 65 Prozent (6.5 Mio./10 Mio.).



WERBUNG

PUBLICITÉ



Immobilien Ausland als attraktive Portfolioergänzung

AFIAA investiert seit über zehn Jahren weltweit in Premium-Geschäftsliegenschaften an bester Lage. Langfristige Mietverträge sichern einen hohen stabilen Cashflow und überdurchschnittliche Gesamtkapitalrenditen.

AFIAA bietet Schweizer Pensionskassen ein attraktives Anlageprodukt für Investitionen in Direktimmobilien im Ausland. Das Portfolio umfasst Premium-Geschäftsliegenschaften in den wichtigen Wirtschaftszentren der Regionen Europa, Nordamerika und Ozeanien. Als unabhängige Einkaufsgemeinschaft ist AFIAA konsequent auf die Bedürfnisse von Schweizer Pensionskassen ausgerichtet: klare Strategie, tiefe Kosten und transparente Berichterstattung. Mehr Informationen unter www.afiaa.com

– die Sicherheit der Forderung und weitere Einzelheiten des Vertrags.

Neben den üblichen Kriterien (beispielsweise Know-how, Erfahrung und Risikomanagement) gilt es bei der Wahl des Managers speziell auf dessen Fähigkeit zu achten, neue Anlagen zu entdecken («Origination»).

Des Weiteren ist die Handhabung von tatsächlichen oder potenziellen Interessenskonflikten enorm wichtig. Im Extremfall könnte ein Manager beispielsweise sowohl als Kreditgeber als auch Kreditnehmer agieren. Solche Konflikte sind möglichst zu vermeiden.

Limitierte Ausstiegsmöglichkeiten

Gemessen an den zu Grunde liegenden Mietverträgen, ergibt sich eine typische Anlagefrist von fünf bis sieben Jahren für einen RED-Fonds. Während dieser Periode sind die Ausstiegsmöglichkeiten in der Regel äusserst limitiert. Die Anlagen werden aber für ihre stabilen Erträge geschätzt und hauptsächlich in Buy-and-Hold-Form getätigt.

Und Hypotheken?

Jeder Privatanleger kennt Hypotheken für die Finanzierung eines Eigenheims, die auch eine Form von RED darstellen. Eine Vorsorgeeinrichtung

kann Versicherten oder sonstigen Parteien Geld in Form einer Hypothek leihen. Solche Hypotheken über zehn Jahre rentieren aktuell mit jährlich etwa 1.5 bis 2 Prozent mehr als entsprechende Bundesobligationen. Der Aufwand für eine Vorsorgeeinrichtung, die passenden Gelegenheiten zu identifizieren und aufzusetzen, ist jedoch erheblich (siehe auch Interview Beiner/Ehrensberger, Seite 90).

Kann Real Estate Debt als Obligationenersatz betrachtet werden?

Wirtschaftlich gesehen kann RED als eine mögliche Alternative zu einem Obligationeninvestment gesehen werden, da sie stabile und vor allem positive Erträge erbringen. Allerdings ist RED gemäss der BVV 2-Logik als alternative Anlage einzustufen. Folglich wird es in einem diversifizierten Pensionskassenportfolio einen relativ geringen Anteil ausmachen, da Kassen üblicherweise die in den BVV 2 postulierte 15-Prozent-Grenze respektieren und auch andere Anlagen halten, die unter diese Quote fallen.

Für welche Kassen eignet sich ein solches Investment?

Eine Anlage in RED ist nur für Vorsorgeeinrichtungen geeignet, die einen

langfristigen Anlagehorizont aufweisen. Das heisst, die Wahrscheinlichkeit von Restrukturierungen und Teilliquidationen sollte relativ gering sein. Kassen grosser, stabiler Unternehmen wie auch öffentliche Pensionskassen (Perennität) sollten RED in Betracht ziehen, da sie langfristiger anlegen und damit auch die Illiquiditätsprämie abschöpfen können. Die genannten Eigenschaften gelten eher für grössere Pensionskassen. ■

WERBUNG

PUBLICITÉ

**Pensionskassen im Visier von Hackern.
Auch Ihre Kasse ist erpressbar.
Was tun Sie zum Schutz Ihrer Reputation?**



Funk CyberSecure bietet
massgeschneiderten Schutz!