



**Universität
Zürich** ^{UZH}

Abschlussarbeit

zur Erlangung des
Master of Advanced Studies in Real Estate

Eigenschaften und mögliche Rolle von Marketplace Lending bei der
Immobilienfinanzierung - Alternative Anlageformen im Immobiliensektor?

Verfasser:

Cuénod
Antoine
Chapfstrasse 5, 8703 Erlenbach
antoine.cuenod@bluewin.ch
+41 (0)79 617 86 56

Eingereicht bei:

Dr. oec. Sager, Daniel, 043 322 17 72

Abgabedatum:

31.8.2018

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	IV
Abbildungsverzeichnis	V
Tabellenverzeichnis	VI
Executive Summary	VII
1. Einleitung	1
1.1 Ausgangslage	1
1.2 Fragestellung und Zielsetzung	3
1.3 Begriffsdefinition und Abgrenzung des Themas	4
1.4 Vorgehen	7
2. Theoretische Grundlagen	8
2.1 Immobilien Marketplace Lending Markt	8
2.2 Literatur zum Thema	11
2.3 Rechtliche Aspekte	15
2.4 Theoretische Überlegungen	16
2.5 Offene Fragen	22
3. Praktischer Teil	24
3.1 Methoden	24
3.2 Etablierte Marktsegmente	25
3.3 Alternative Finance Markt – Volumen und Wachstum	30
3.4 Umfrage Anlageverhalten	36
3.5 Praxistest	46
3.6 Zusammenfassung der Erkenntnisse	55
4. Schlussbetrachtung	59
4.1 Fazit	59
4.2 Diskussion	60
4.3 Ausblick	60
Literaturverzeichnis und Quellenangaben	61

Anhang..... 68

Abkürzungsverzeichnis

APAC	Asiatisch Pazifischen Raum (Asia Pacific)
BankG	Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen (Bankengesetz)
BankV	Verordnung über die Banken und Sparkassen (Bankenverordnung)
BFS	Bundesamt für Statistik
BSV	Bundesamt für Sozialversicherungen
BVV2	Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge
CHF	Schweizer Franken
DACH	Deutschland, Österreich, Schweiz
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
GwG	Bundesgesetz über die Bekämpfung der Geldwäscherei und der Terrorismusfinanzierung (Geldwäschereigesetz)
KAG	Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagengesetz, KAG)
KMU	Kleine und Mittlere Unternehmen
MBS	Mortgage Backed Securities
NAV	Net Asset Value (Nettoinventarwert)
OR	Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht)
OTC	Over the Counter (ausserbörslicher Handel)
p.a.	Per annum (pro Jahr)
P2P	Peer-to-Peer
SC	Supplementary Cost (übrige Kostenbestandteile)
SFD	Swiss Fund Data
SIX	SIX Swiss Exchange AG
SNB	Schweizerische Nationalbank
SPV	Special Purpose Vehicle
TER	Total Expense Ratio (Gebühren der Vermögensverwaltung)
TTC	Transaction and Tax Cost (Transaktionskosten & Steuern)

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Kassazinssätze von eidgenössischen Obligationen	1
Abbildung 2: Formen und Gegenleistungen der verschiedenen Crowdfunding-Kategorien	5
Abbildung 3: Alternative Lending Ecosystem	6
Abbildung 4: Schema Crowdlending	9
Abbildung 5: Erwartete Quellen von Immobilienkrediten	12
Abbildung 6: Aufteilung der Kapitalanlagen bei den drei grossen institutionellen Investorengruppen in der Schweiz 2016.	26
Abbildung 7: Indexverlauf Kapitalanlagen Ende 2007 bis Ende 2017	27
Abbildung 8: Rendite:Risiko-Verhältnis Kapitalanlagen Anfang 2008 bis Ende 2017.	28
Abbildung 9: Zinssätze von Hypotheken mit fester Laufzeit (Durchschnitt 3, 4, 5 Jahre) und Yield CHF Obligationen (Laufzeiten 3-5 Jahre)	29
Abbildung 10: Volumen Alternative Finance Markt in den drei Weltregionen 2013-16	31
Abbildung 11: Teilnehmerstruktur Umfrage	37
Abbildung 12: Frage, ob Teilnehmer in Kredite investieren oder nicht.....	37
Abbildung 13: Art und geografische Lage der Kredite	38
Abbildung 14: Kreditmanagement indirekt vs. direkt / inhouse vs. outsourcing	39
Abbildung 15: Strategische und effektive Allokation Kreditportfolio	39
Abbildung 16: Zufriedenheit und Pläne mit Kreditportfolio.....	40
Abbildung 17: Gründe, die gegen Kredite sprechen	40
Abbildung 18: Gründe, die für Kredite sprechen	41
Abbildung 19: Erfahrungen mit Marketplace Lending Plattformen	42
Abbildung 20: Voraussetzungen für den Einsatz von Marketplace Lending Plattformen	43
Abbildung 21: Erfahrung und Allokation.....	45
Abbildung 22: Rating Kategorien.....	48

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Kapitalanlagen Institutionelle Investoren Schweiz in CHF Mrd.	2
Tabelle 2: 4-Quadranten-Schema des Kapitalmarkts und Instrumente	3
Tabelle 3: Gegenüberstellung traditioneller Kredit und Obligation.....	20
Tabelle 4: Kapitalanlagen in diversen Anlagekategorien der drei grossen institutionellen Investorengruppen in der Schweiz in CHF Mrd.....	26
Tabelle 5: Indizes Kapitalmarkt – Performances 10 Jahre	28
Tabelle 6: Marktvolumen Alternative Finance Markt und Property Lending 2016 in CHF	32
Tabelle 7: Marktvolumen Crowdfunding Markt und Real Estate Crowdlending Schweiz 2016 und 2017	34
Tabelle 8: Marktvolumen Crowdinvestment Markt und Real Estate Crowdlending Deutschland 2016 und 2017	34
Tabelle 9: Marktvolumen Real Estate Crowdlending 2016 und 2017 Österreich.....	35
Tabelle 10: Marktvolumen Real Estate Crowdlending 2016 und 2017 Schweiz, Deutschland und Österreich.....	35
Tabelle 11: Kreditportfolio	52
Tabelle 12: Kosten Muster-Kreditportfolio	55

Executive Summary

Die grossen Schweizer Investorengruppen hatten 2016 CHF 51 Mrd. in Hypotheken investiert, was einem Marktanteil von 5% am Schweizer Hypothekarmarkt entsprach und 2% der gesamten institutionellen Kapitalanlagen von CHF 2.3 Bio. ausmachte.

Die seit ein paar Jahren entstehenden Marketplace Lending Plattformen bieten grundsätzlich effiziente Möglichkeiten, Kreditnehmer und –geber zusammenzubringen. Thema dieser Arbeit ist die alternative Vergabe von Fremdkapital zur Finanzierung von Immobilien oder Immobilienprojekten aus ökonomischer Sicht des Investors.

Bisherige Erkenntnisse zeigen, dass das Real Estate Crowd Lending, neu durch institutionelle Investoren getrieben, stark wächst, zunehmend als Alternative zu Bankenfinanzierung betrachtet wird und als Anlage an Bedeutung gewinnt.

Die direkte Anlage in Hypotheken hätte in den vergangenen Jahren unter vereinfachenden Annahmen eine im Durchschnitt um 1.5 Prozentpunkte höhere Rendite erzielt als bei Obligationen mit gleicher Laufzeit.

In der Schweiz, Deutschland und Österreich wurden 2017 zusammen umgerechnet rund CHF 84 Mio. Immobilienkredite auf alternativen Plattformen vermittelt, dreieinhalb mal mehr als im Vorjahr. In diesen drei Ländern wurden zusammen 108 Projekte bei einem durchschnittlichen Volumen pro Projekt von umgerechnet CHF 780'000 vermittelt.

An der im Juli 2018 durchgeführten Umfrage nahmen 38 Institutionen teil. Die Mehrheit investiert zum Teil schon lange in Kredite, dabei vor allem direkt in Hypotheken in der Schweiz. Nahezu keiner der Umfrageteilnehmer hat bisher Erfahrungen mit Marketplace Lending Plattformen gemacht, aber die meisten äussern sich zu den Voraussetzungen, die gegeben sein müssen, damit solche genutzt würden. Die zwei wichtigsten Kriterien sind die Kreditprüfung durch die Plattform sowie eigenes Know-How.

Das kleine Kreditportfolio, das im August 2018 aufgesetzt wurde, hat eine durchschnittliche Verzinsung von 6% und Laufzeiten zwischen 12 und 36 Monaten. Die Risikoprämien bewegen sich zwischen 5.7 und 7.1%. Eine unabhängige Kreditwürdigkeitsprüfung ist in Anbetracht des durch den Kreditgeber getragenen Ausfallrisikos und insbesondere wegen der oft fehlenden Sicherheiten unabdingbar.

Die Frage nach der praktischen Implementierbarkeit zeigt, dass die aktuell zu erwartenden Volumen für ein kleines Kreditportfolio von CHF 3 Mio. ausreichen, dass aber für grosse Kreditportfolios von über CHF 100 Mio. der Markt noch zu klein ist. Bei einer Fortsetzung der beobachteten Wachstumsraten, werden die Volumen in wenigen Jahren auch für grössere Kreditportfolios ausreichend sein.

1. Einleitung

1.1 Ausgangslage

Die Motivation zu dieser Arbeit kommt von zwei Seiten. Einerseits ergibt sich aus der gegenwärtigen Situation an den Kapitalmärkten ein gewisser Anlagenotstand. Andererseits entstehen seit einigen Jahren Internet basierte Plattformen, die im Prinzip eine hocheffiziente Vermittlung – unter anderem – von Krediten ermöglichen, und das jüngste Wachstum der darauf vermittelten Gelder ist beträchtlich.

Seit über 20 Jahren sinkt das Zinsniveau, insbesondere in Schweizerfranken. Dieser Trend wurde infolge der expansiven Geldpolitik seit der Finanzkrise 2008 akzentuiert. Im Sommer 2016 fielen die CHF Zinsen, gemessen an den Kassazinssätzen von eidgenössischen Obligationen aller Laufzeiten auf ein Niveau unter Null. Wie die folgende Abbildung zeigt, stieg das Zinsniveau bis Juli 2018 zwar wieder etwas an, war aber immer noch nahe und teilweise unter Null.

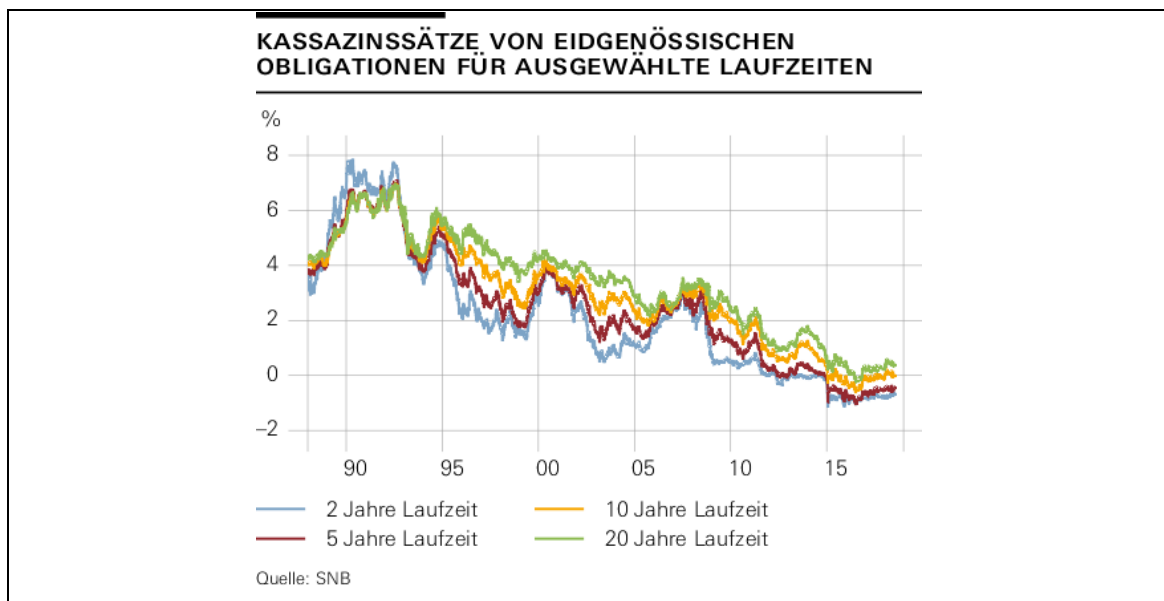


Abbildung 1: Kassazinssätze von eidgenössischen Obligationen (Quelle: SNB, 2018b)

Die sinkenden Zinsen brachten zwar dem Obligationeninvestor Kursgewinne, aber eine allfällige Reinvestition erfolgt zu unvorteilhaften Renditen und, unter Inkaufnahme des erheblichen Risikos eines potenziellen Zinsanstiegs, mit negativen Auswirkungen auf den Wert der Obligation. Investoren sind momentan in einem Anlagenotstand, da auch Aktien und Immobilien infolge des tiefen Zinsniveaus relativ hoch bewertet sind. Gesucht sind Alternativen und Ergänzungen zu den bestehenden Anlagen.

Die quantitative Relevanz des Themas wird zum einen durch die Anlagevolumen im schweizerischen institutionellen Markt, zum andern durch die Volumen von Hypothekarkrediten untermauert.

Die drei grössten Investorengruppen, die Vorsorgeeinrichtungen, die privaten Versicherer und die in der Schweiz zum Vertrieb zugelassenen Fonds, vereinigten Ende 2016 CHF 2.3 Bio. an Kapitalanlagen, wie aus der folgenden Tabelle hervorgeht¹.

Jahre (Stand Ende Jahr)	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ²
Vorsorgeeinrichtungen	673	720	777	788	824	887
Versicherungsgesellschaften	434	449	560	561	579	624
Fonds	707	850	884	901	923	1'087
Total	1'813	2'019	2'222	2'250	2'326	2'597

Tabelle 1: Kapitalanlagen Institutionelle Investoren Schweiz in CHF Mrd. (Quellen: BFS, 2015, S. 17; BFS, 2017a, S. 14; BFS, 2018a, S. 14; FINMA, 2013, S. 6; FINMA, 2015, S. 5; FINMA, 2017a, S. 7; Swiss Fund Data, 2017; Swisssanto, 2018, S. 9; eigene Schätzungen)

Davon waren 2016 CHF 832 Mrd. in Obligationen, CHF 235 Mrd. in Immobilien und CHF 51 Mrd. in Hypotheken investiert³ (BFS, 2018a, S. 14.; FINMA, 2017a, S. 7).

Der Hypothekarmarkt wird in der Schweiz von den Banken dominiert. Das Volumen der Hypothekarforderungen von Banken in der Schweiz an Nicht-Banken (Inland) betrug im Dezember 2016 CHF 949 Mrd., Ende 2017 CHF 974 Mrd. (SNB 2018a). Insgesamt betrug das Volumen des Schweizer Hypothekarmarktes Ende 2016 CHF 1 Bio. (Banken, Vorsorgeeinrichtungen und Versicherungen zusammen). Damit haben die beiden institutionellen Investoren einen Marktanteil von 5%.

Sollte z.B. ein Prozent der aktuell bei Banken finanzierten Hypotheken neu über nicht-Banken, z.B. Marketplace Lending, refinanziert werden sollte, würde das alternativ vergebene Volumen rund CHF 10 Mrd. betragen. Keine vernachlässigbare Summe.

¹ Bei dieser Aggregation werden denkbare Doppelzählungen in Kauf genommen. Die Fondsstatistik kann auch institutionelle Fonds beinhalten, die möglicherweise von den institutionellen Investoren gehalten werden.

² Die grau hinterlegten Zahlen für 2017 beruhen auf der vereinfachenden Annahme, das Gesamtvermögen der Vorsorgeeinrichtungen und Versicherungsgesellschaften habe in diesem Jahr um 7.64% zugenommen, was der bei der Swisssanto Umfrage ermittelten mittleren Performance für dieses Jahr entspricht (Swisssanto, 2018, S. 9). Die Kapitalein- und -ausflüsse werden mangels Informationen diesbezüglich ignoriert, da es darum geht, eine möglichst aktuelle Grössenordnung zu erhalten.

³ Siehe Kapitel 3: Allokation bei drei grossen Investorengruppen

1.2 Fragestellung und Zielsetzung

In dieser Arbeit gilt das Interesse primär dem Anliegen eines Investors, der strategisch Immobilien-Exposure im Fremdkapital will und dabei eine Alternative zu den kotierten Fixed-Income Anlagen (z.B. CHF Obligationen) sucht. Im untenstehend abgebildeten 4-Quadranten-Schema ist die Rede vom grau schattierten Quadrant unten rechts.

	Öffentliche Märkte, börsenkotierte Instrumente (Public Markets)	Private Märkte, nicht-börsenkotierte Instrumente (Private Markets)
Eigenkapital (Equity Assets)	Kotierte (Immobilien-)Aktien REIT Kotierte Aktienfonds	Direkte Immobilien Private Equity Hedge Funds
Fremdkapital (Debt Assets)	Obligationen (z.B. Pfandbrief) Kotierte Obligationenfonds MBS	Darlehen (z.B. Privat-Privat) Hypotheken (z.B. Bank-Privat) Kredite (z.B. Firma-Firma)

Tabelle 2: 4-Quadranten-Schema des Kapitalmarkts und Instrumente (Quelle: in Anlehnung an Geltner, 2014, S. 12)

Die seit ein paar Jahren entstehenden Crowdlending oder Marketplace Lending Plattformen bieten grundsätzlich effiziente Möglichkeiten, Kreditnehmer und –geber, unabhängig von den Banken, zusammenzubringen. „Crowdlending beschreibt den Prozess der Vermittlung von Fremdkapital zwischen Kapitalgebern und Kapitalnehmern über das Internet. Kapitalnehmer können beispielsweise Privatpersonen und Unternehmen sein. Als Kapitalgeber kommen Privatpersonen, aber auch institutionelle Investoren wie zum Beispiel Stiftungen, Fonds oder Family Offices in Frage. In der Regel vergeben mehrere Partner gemeinsam einen Kredit. Kreditgeber erhalten Zinszahlung für die vergebene Kreditsumme. Die Höhe der Zinszahlung hängt in der Regel von der Laufzeit des Kredits und vom Ausfallrisiko des Kreditnehmers ab.“ (Dietrich, Amrein, von der Heyde, Heuermann & Rüdisühli, 2018, S. 6). In Kapitel 2 wird vertieft auf die Funktionsweise und in Kapitel 3 auf praktische Aspekte dieses Marktes eingegangen.

Die Zusammenstellung und Überwachung eines diversifizierten Kreditportfolios erfordert allerdings bestimmte Ressourcen und ein spezifisches Know-How.

Fragen

Die Fragen, die es aus der Perspektive eines in der Schweiz domizilierten Investors zu beantworten gilt, sind die folgenden:

1. Bieten die Möglichkeiten des Crowdlending oder Marketplace Lending privaten oder auch institutionellen Investoren echte Alternativen?
2. Reichen die verfügbaren Volumen aus, um für grössere Investoren relevante Kreditportfolios zusammenstellen zu können?
3. Falls ja, wie können institutionelle Investoren von den internetbasierten Plattformen profitieren und unter welchen Bedingungen würden sie diese nutzen?

Die zu beantwortenden Fragen auf der Kreditnehmerseite – aus Sicht Kreditgeber – sind die folgenden:

4. Wer beansprucht Kredite?
5. Welche ist die Bonität der Gegenpartei und wie wird diese geprüft?
6. Welche Sicherheiten stehen zur Verfügung (z.B. Schuldbriefe)?
7. Welche Volumen werden aktuell und potenziell in Zukunft nachgefragt?

1.3 Begriffsdefinition und Abgrenzung des Themas

Schweizer Investor

Unter einem in der Schweiz domizilierten Investor⁴ wird in dieser Arbeit ein Kapitalanleger verstanden, für den der Schweizer Franken Referenz-, resp. Konsumwährung ist und für den Schweizer Recht gilt (z.B. BVV2 für Pensionskassen oder KAG für Fonds), das ihm grundsätzlich erlaubt, in der Schweiz und global zu investieren. Die Begriffe Anleger und Investor werden synonym verwendet.

Investorengrösse

Die Grösse wird am Volumen des investierbaren Vermögens gemessen. Im institutionellen Bereich lässt die Pensionskassenstatistik Rückschlüsse auf die Struktur bezüglich Grösse zu. 2016 gab es 464 Vorsorgeeinrichtungen mit einer Bilanzsumme von CHF 30 bis 100 Mio. (BFS, 2018a, S. 12). Das war die grösste Gruppe in dieser Statistik (Modus). Die durchschnittliche Bilanzsumme von CHF 59 Mio. in dieser Gruppe wird als Proxy für das häufigste mittlere Anlagevermögen einer Vorsorgeeinrichtung verwendet. Wenn davon z.B. fünf Prozent in ein Kreditportfolio alloziert werden sollten, ergibt das ein Volumen von rund CHF 3 Mio. pro Investor. Wie gross sind die „Grossen“? Im Zuge des laufenden Konzentrationsprozesses gibt es eine zunehmende Anzahl sehr grosser

⁴ Zugunsten einer besseren Leserlichkeit verzichtet der Autor darauf, jeweils auch die weibliche Form zu verwenden (hier z.B. Investor/Investorin). Es ist selbstverständlich, dass beide Geschlechter gleichberechtigt angesprochen sind.

Vorsorgeeinrichtungen. So gab es 2016 49 Vorsorgeeinrichtungen mit einer Bilanzsumme von über CHF 3 Mrd. (BFS, 2018a, S. 12). Mit einer mittleren Grösse von CHF 9.2 Mrd. in dieser Top-Gruppe ergäbe eine Allokation von fünf Prozent ein Volumen von CHF 462 Mio.

Crowdfunding, Crowdlending, Marketplace-, P2P-, Alternative-Lending

Dietrich & Amrein (2017) definieren die Begriffe wie folgt: *Crowdfunding* ist der Oberbegriff für Finanzierungsformen von Projekten über das Internet (als Subkategorie des Crowdsourcing). Crowdfunding wird in fünf Subkategorien unterteilt (1) Crowdsupportung (Gegenleistung: Produkt/Dienstleistung), (2) Crowddonating (keine direkte Gegenleistung), (3) Crowdinvesting (Gewinnbeteiligung), (4) Crowdlending (Zins) und (5) Invoice-Trading (Differenz Kaufbetrag-Rechnungsbetrag). Das Crowdlending umfasst die Finanzierung von Unternehmen oder Privaten mit Krediten (Fremdkapital). Crowdlending ist auch bekannt unter dem Namen Peer-to-Peer (P2P) oder Marketplace Lending. Dietrich & Amrein (2018) unterscheiden drei verschiedene Arten von Crowdlending: (1) Consumer -, (2) Business - und (3) Real Estate Crowdlending (S. 4). Die folgende Abbildung veranschaulicht die Systematik.

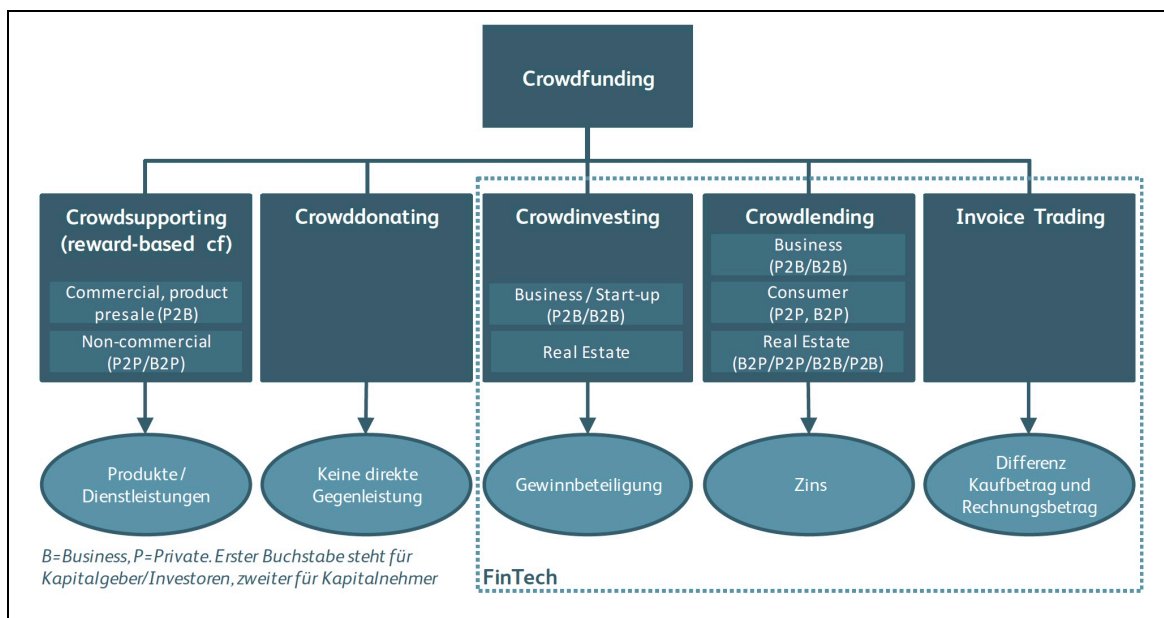


Abbildung 2: Formen und Gegenleistungen der verschiedenen Crowdfunding-Kategorien (Quelle: Dietrich & Amrein, 2018, S. 3)

Eine identifizierte Begriffsvariante ist *Marketplace/P2P Property Lending*, definiert als „Individuals or institutional funders provide a loan secured against a property to a consumer or business borrower.“ (University of Cambridge, 2018, S. 28)

Ernst & Young (EY, 2016) verwenden den Begriff *Alternative Lenders*, die nach ihrer Definition „[...] connect borrowers directly with investors through peer-to-peer (P2P) lending. An investor can buy the entirety or a fraction of a borrower’s loan, who in turn may hold is debt with several investors.“ (S. 5) Die folgende Abbildung zeigt das Schema des Marktes.

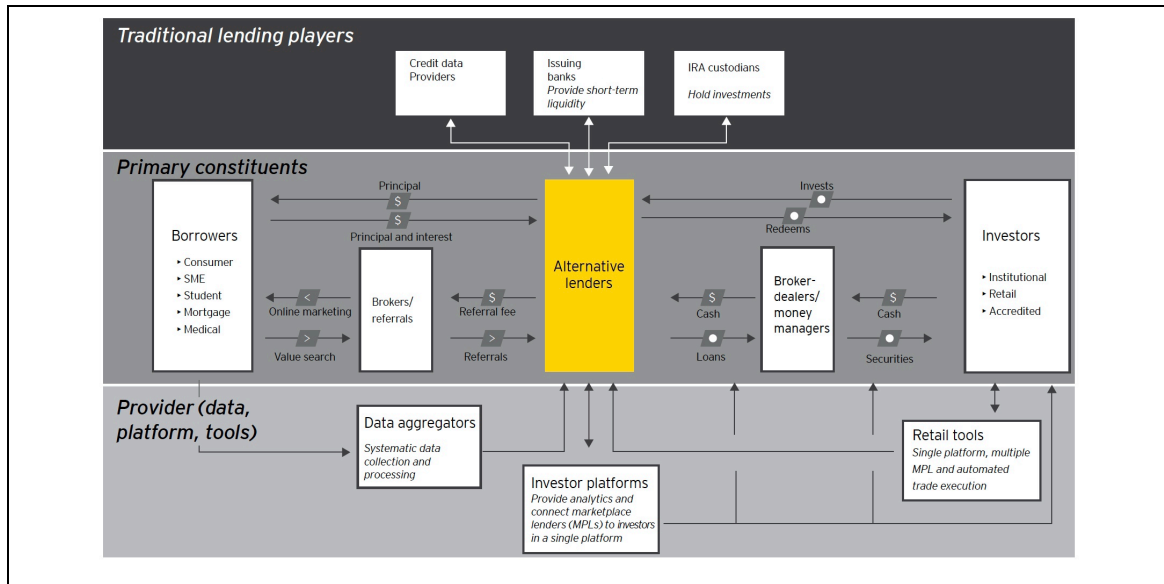


Abbildung 3: Alternative Lending Ecosystem (Quelle: EY 2016, S. 4)

Thema dieser Arbeit ist die alternative Vergabe von Fremdkapital zur Finanzierung von Immobilien (Hypotheken, Grundpfandtitel) oder Immobilienprojekten (Baukredite, Mezzanine Debt) aus ökonomischer Sicht des Investors. Für die im Kapitel drei vorgestellte Umfrage wurde das Thema bewusst etwas breiter gefasst, um das Verhalten der Marktakteure bezüglich Krediten generell besser zu verstehen. Die Begriffe Crowdlending, Peer-to-Peer-Lending, Marketplace Lending und Alternative Lending werden im Prinzip synonym verwendet⁵. Dabei geht es um eine Beziehung 1:x, ein Kreditnehmer zu x Kreditgeber(n), wobei $x \geq 1$ ist. Beim Crowdlending wird schon nur auf Grund der Begriffswahl unterstellt, dass $x > 1$ ist, aber eigentlich deutlich grösser als eins, wie auch immer die Mindestmenge eines „Schwarms“ (Crowd) definiert ist. Im weiteren Verlauf der Arbeit wird der Begriff *Marketplace Lending* bevorzugt verwendet, da dieser am neutralsten ist.

⁵ „[...] Es handelt sich hier primär um eine Begriffsevolution. Früher hat man oft von P2P Lending gesprochen. Mittlerweile ist in den USA v.a. Marketplace Lending gebräuchlich, da der Begriff breiter definiert werden kann (Marktplatz für Kredite sowohl für private und institutionelle Investoren). Crowdlending haben wir in der Schweiz eingeführt und es hat sich etabliert. Die «Industrie» selber möchte aber von diesem Begriff auch wegkommen und in Richtung Marketplace Lending gehen.“ email S. Amrein, 27.7.18

Da diese Arbeit nicht juristischer Natur ist, werden rechtliche und regulatorische Fragen nur am Rande thematisiert.

Nicht behandelt wird zudem das Thema Steuern⁶.

Mangels relevanter Zeitreihen kann keine empirische Untersuchung durchgeführt werden, bei der z.B. ermittelt werden könnte, was der Einfluss der Anlageklasse Marketplace Lending auf ein Anlageportfolio hatte.

1.4 Vorgehen

Im Theorie-Teil (Kapitel 2) widmet sich ein erstes Unterkapitel spezifisch dem Marketplace Lending. Aufgrund der identifizierten Literatur wird sodann eine Übersicht der bisherigen Erkenntnisse zum Themenbereich, auch im weiteren Sinn, erstellt. Dann werden die wichtigsten rechtlichen Aspekte geprüft. Anschliessend erfolgen theoretische Überlegungen, um das Thema zu ergründen.

Der praktische Teil (Kapitel 3) ist in sechs Unterkapitel gegliedert. (1) Zuerst werden die angewendeten Methoden vorgestellt. (2) Es folgt eine quantitative und qualitative Analyse der etablierten Marktsegmente und der grössten Akteure. Dabei geht es darum, primär deskriptiv, den Rahmen und die Messlatte zu setzen (Volumen, Allokationen, Performance). (3) Dann erfolgt eine quantitative Analyse des globalen Marketplace Lending Marktes, sowie der Schweiz, Deutschland und Österreich (Volumen, Wachstumsraten). (4) Mit einer Umfrage soll das Anlageverhalten von Investoren bezüglich Kreditvergabe ermittelt werden. Die Ergebnisse der Umfrage werden im vierten Unterkapitel vorgestellt. (5) In einem Selbstversuch wird ein kleines Kreditportfolio aufgesetzt und geführt, um daraus praxisrelevante Erkenntnisse ableiten zu können. (6) Im letzten Unterkapitel werden, im Sinne einer Zusammenfassung, die Antworten auf die einleitend gestellten sieben Fragen gegeben.

Am Ende jedes Unterkapitels erfolgt, sofern angemessen, eine Zusammenfassung der Erkenntnisse (Fazit).

Im vierten Kapitel werden die Erkenntnisse der Arbeit zusammengefasst und ein möglicher Ausblick formuliert.

⁶ Dazu wird auf den Artikel „Crowdfunding aus steuerlicher Sicht“ von Thomas Linder verwiesen (zu finden in Dietrich & Amrein, 2016, S. 33-38)

2. Theoretische Grundlagen

Marketplace Lending ist eine relativ junge Erscheinung. Vermutlich aus diesem Grund gibt es, mit einer Ausnahme, keine Anlagen bezogene empirische Literatur dazu. Ein erstes Unterkapitel ist spezifisch dem Marketplace Lending Markt gewidmet, um Klarheit zu den Kredittypen und die Funktionsweise zu erhalten. Anschliessend erfolgt eine Zusammenfassung der identifizierten Literatur, die sich zum Teil im weiteren Sinn mit dem Thema befasst. Es folgt ein Blick in die juristische Literatur zum Thema, um die geltende Rechtslage zu beleuchten. Dann werden eigene theoretische Überlegungen angestellt. Den Abschluss dieses Kapitels bilden die sich ergebenden offenen und zu beantwortenden Fragen.

2.1 Immobilien Marketplace Lending Markt

In diesem Unterkapitel werden die Charakteristika des Marktes für Immobilien Marketplace Lending beschrieben: Kredittypen, Funktionsweise und Prozess, Rating und Vertragsbeziehungen. Der Fokus liegt bei den in der Schweiz aktiven Plattformen mit Sitz in der Schweiz, Deutschland und Österreich.

Als Informationsquellen dienen die Studien Crowdfunding Monitoring Schweiz des Instituts für Finanzdienstleistung Zug (z.B. Dietrich & Amrein, 2018), sowie einzelne Plattformanbieter direkt (z.B. Cashare, 2018a). Eine Übersicht der identifizierten Plattformen befindet sich im Anhang.

Kredittypen

Es können zwei Typen von Krediten mit Immobilienbezug unterschieden werden, die auf den Lending Plattformen vermittelt werden. (1) Hypotheken oder Darlehen an KMU, die Grundpfand gesichert werden. Kreditnehmer sind Privatpersonen oder Firmen. (2) Finanzierung von Bauprojekten oder auch „Mezzanine Debt“. Kreditnehmer sind Projektentwickler oder Baufirmen (Dietrich, Amrein, von der Heyde, Heuermann & Rüdüsühli, 2018, S. 9).

Funktionsweise

Der Prozess ist bei den verschiedenen Plattformen ähnlich, wenn auch nicht überall gleich automatisiert und die Kommunikation nicht überall gleich effizient. In der folgenden Abbildung sind der Prozess und die drei beteiligten Parteien (Kreditnehmer, Plattform, Kreditgeber) schematisch dargestellt.

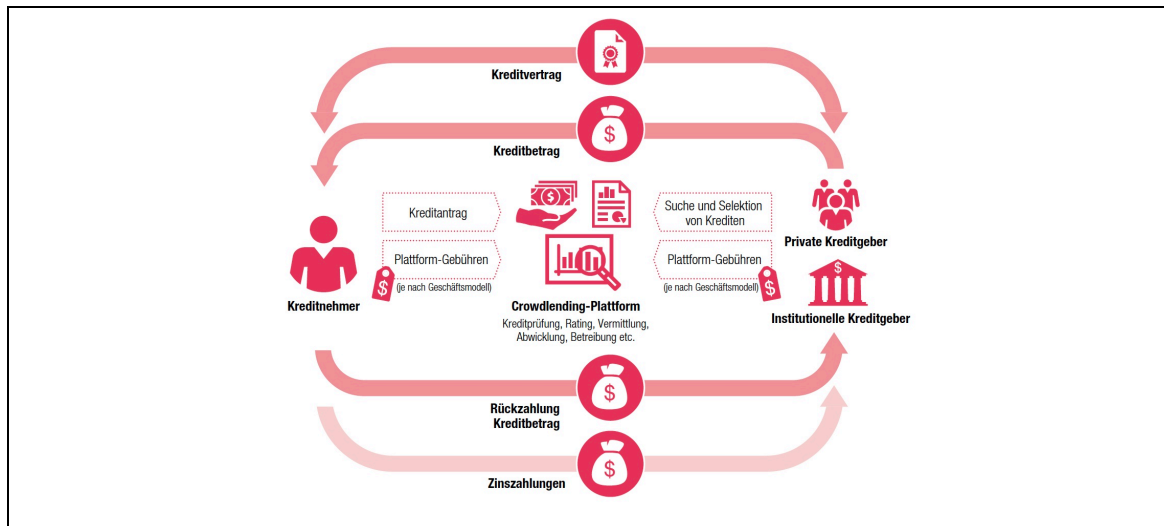


Abbildung 4: Schema Crowdlending (Quelle: Dietrich et al., 2018, S. 7)

Die folgenden Schritte beschreiben den Prozess, der in jedem Fall durchlaufen wird.

Schritt 1. Der Kreditnehmer (Privatperson oder Firma) reicht bei der Plattform einen Kreditantrag ein. Nach der Registrierung und Identifikation müssen sämtliche relevanten Dokumente hochgeladen werden, d.h. nebst dem eigentlichen Antrag z.B. Ausweiskopie, Lohnausweis, Steuererklärung (Privatpersonen), Bilanz/Erfolgsrechnung (Firmen), Grundbuchauszug, Gebäudeversicherungsausweis, Pläne, Hypothekarvertrag mit Banken usw.

Schritt 2. Die Plattform prüft den Kreditantrag analog wie bei einer Bank. Die Bonitätsanalyse erfolgt entweder intern durch eigene spezialisierte Mitarbeiter oder in Kooperation mit externen Experten (z.B. mit der Partnerbank). In Funktion des ermittelten Ratings und der Laufzeit wird ein Zinssatz und in gewissen Fällen eine Amortisationsrate vorgeschlagen.

Schritt 3. Wenn der Kreditnehmer mit den vorgeschlagenen Konditionen einverstanden ist, wird das Projekt, resp. der Antrag mehr oder weniger anonymisiert auf die Plattform gestellt. Gewisse Plattformen stellen gar keine Informationen zu den Kreditanträgen auf ihre Homepage, sondern überlassen Dossiers interessierten Kreditgebern individuell auf Verlangen (z.B. Hyposcout).

Schritt 4. Kreditgeber (Privatpersonen oder Firmen) müssen sich ebenfalls persönlich registrieren und formell identifizieren (Ausweis, Handelsregisterauszug). Einige Plattformen verlangen eine erste „Probezahlung“ von z.B. CHF 5 um sicherzustellen, dass der Zahlungsverkehr funktioniert, andere einen Banknachweis.

Schritt 5. Wenn ein Kreditgeber einen Kredit identifiziert hat, den er mitfinanzieren will, gibt er den gewünschten Investitionsbetrag ein. Die möglichen Mindestbeträge sind sehr unterschiedlich. Bei gewissen Plattformen betragen sie CHF 25'000, 100'000 oder mehr, bei anderen CHF oder EUR 250 bis 1'000 (selten kleinere Beträge, z.B. EUR 10⁷).

Schritt 6. Wenn der gewünschte gesamte Kreditbetrag zugesichert ist, werden (a) Verträge zwischen Kreditgeber- und -nehmer rechtsgültig unterzeichnet und (b) die Kreditgeber werden belastet und der Kreditnehmer ausbezahlt.

Schritt 7. Die periodischen, in der Regel monatlichen, Zins- und allfälligen Amortisationszahlungen laufen unter steter Überwachung durch die Plattform. Diese übernimmt, falls nötig, das Mahnungs- oder Betreuungswesen.

Bonitätsanalyse und Rating

Die erfolgreiche Kreditvergabe hängt massgeblich von einer angemessenen Einschätzung der Gegenpartei, der sogenannten Kreditwürdigkeitsprüfung⁸ ab. Daraus ergibt sich die Bonität der Gegenpartei. Jeder Bonitätsklasse wird implizit⁹ ein Risiko-Rating zugeordnet, dem wiederum jeweils ein Zins oder eine Zinssatzbandbreite zugeordnet wird¹⁰. Beispielsweise werden bei einer der Plattformen dem Rating A eine Zinsbandbreite von 3.9 – 5.4% zugeordnet und dem Rating C eine von 7.0 – 11.4%. Die Ratingstufen, die ein Mindestniveau nicht erreichen, werden abgelehnt (Cashare, 2018a, S. 13 & 14). Eine der Plattformen bietet einen einheitlichen Zinssatz an (5.25%), unter der Prämisse, dass ausschliesslich Bauprojekte einer bestimmten Bonitätsklasse zugelassen werden (Zinsbaustein.de, 2018c). Je effizienter und präziser der Prozess für die Informationsverarbeitung gestaltet wird, umso besser und rascher wird die Bonität des Kreditnehmers eingeschätzt. Da es ein zentrales Element ist, hat jede Plattform ein grosses Interesse, diesen Prozess so gut wie möglich zu lösen. Der Entscheidungsprozess kann potenziell dank der konsequenten Anwendung von spezifisch entwickelten Algorithmen, z.B. unter Einsatz von big data, künstlicher Intelligenz und machine learning, sehr effizient werden.

⁷ Siehe Anhang: Identifizierte Plattformen die im Bereich Real Estate Lending tätig sind

⁸ Siehe Anhang: Kreditwürdigkeitsprüfung

⁹ Auch wenn kein Rating offengelegt wird.

¹⁰ Siehe Theoretische Überlegungen zu Risikoprämie weiter unten im Kapitel

Vertragsbeziehungen

Kommt die Finanzierung zu Stande, wird ein Darlehensvertrag zwischen Kreditnehmer und –geber unterzeichnet. Unter Umständen wird zudem ein Treuhandvertrag zwischen Plattform und Kreditgeber unterzeichnet, in dem die Plattform unter anderem bevollmächtigt wird, den Schuldbrief entgegenzunehmen und zu verwahren, sowie Zahlungen durchzuführen.

2.2 Literatur zum Thema

Die weitere aufgefundene Literatur zum Themenkreis, befasst sich mit der Funktionsweise des Marktes und der wirtschaftlichen Bedeutung, mit der Frage, ob Lendingplattformen eine Alternative zu Banken bieten, sowie ob und inwiefern sich Immobilienkredite als alternative Anlageklasse anbieten. Am Ende dieses Unterkapitels erfolgt eine Zusammenfassung der Literaturerkenntnisse.

Funktionsweise und wirtschaftliche Bedeutung

De Oliveira (2017) erstellt eine Übersicht und Einführung ins Schweizer Crowdfunding und –lending für Immobilien. Mittels Modellrechnungen wird aufgezeigt, dass Crowdfunding in der Schweiz rentabel betrieben werden kann, sofern genügend Projekte und Investoren herangezogen werden können. Sein Fazit: „Les résultats obtenus permettent de dire que le modèle a une grande marge de développement en Suisse, même s’il est encore difficile d’estimer le potentiel du crowdlending. Cependant, les changements de lois prévus prochainement devraient lui permettre de prendre l’envol attendu et d’avoir une croissance de volume d’affaires de manière analogue à d’autres pays. Le crowdfunding, quant à lui, présente un potentiel sûr.“ (S. VIII)

Dietrich & Amrein (2018) führen seit 2014 jährlich eine Marktanalyse durch. In der fünften Ausgabe ihres Monitorings ermitteln sie für 2017 ein vermitteltes Crowdfunding Volumen von CHF 374.5 Mio. (+192% gegenüber Vorjahr) bei aktuell 43 aktiven Plattformen mit Sitz in der Schweiz. Mit einem Wachstum von +239% gegenüber Vorjahr erreichte das Crowdlending 2017 mit CHF 186.7 Mio. den absolut grössten Anteil im Schweizer Markt. Sie stellen sechs Thesen für die Entwicklung am Crowdfunding Markt auf (S. 32 & 33). (1) Anhaltend hohes Wachstum und Erreichen der CHF 1 Mrd. Grenze 2018. Dabei gehen sie davon aus, dass insbesondere Crowdlending überdurchschnittlich wachsen wird und, dass „[d]er Markt für das Real Estate Crowdlending [...] erstmals ein dreistelliges Millionen-Volumen erreichen“ wird (S. 32). (2) Marktstruktur: weitere Konzentration im Schweizer Markt. „[...] die sechs grössten Marktteilnehmer im

Bereich Crowdfunding [hatten] per Ende 2017 einen Marktanteil von 96 Prozent.“ (S. 32) (3) Analog zu grossen Märkten wie USA und Grossbritannien, gehen die Autoren davon aus, dass das weitere Wachstum primär durch institutionelle Investoren angetrieben wird. (4) Betreffend Regulierung geben die Autoren ihrer Hoffnung Ausdruck, dass nach den bereits angegangenen Problembereichen (Einführung FinTech 2017), in weiteren Bereichen, insbesondere die der Privaten, weitere Lockerungen erfolgen. (5) Die Einführung der Blockchain-Technologie wird sich bestätigen. (6) Die dem Wachstum förderliche Transparenz wird durch die gegründete Swiss Marketplace Lending Association (SMLA) weiter gefördert.

EY (2016) geben in ihrem White Paper einen Überblick zum Stand 2015 und eine Einführung in die Prozesse im US-Markt (siehe Abbildung dazu weiter oben). Sie kommen mit Blick auf diesen Markt, wo das Hypotheken-Segment (Mortgage) die grössten Volumen aufweisen zum Schluss, dass sich Alternative Lending als eigenständige Anlagekategorie etablieren wird. Sie schliessen ihre Ausführungen mit der Frage: „[...] the question that industry leaders should seek to answer will be: how do we increase lead conversion rates through the acquisition funnel?“ (S. 32)

Lendingplattformen als Alternative zu Banken

Lewis, Phillips, Roberts and Watson (2017) führen eine Umfrage bei 818 Personen in Europa aus dem Immobilien- und Finanzierungssektor (S. 75). Sie stellen u.a. fest, dass 77% der Umfrageteilnehmer Alternative Lending Plattformen als Quelle für Immobilienkredite etwas bis sehr an Bedeutung gewinnen werden (S.19), wie in folgender Abbildung dargestellt.

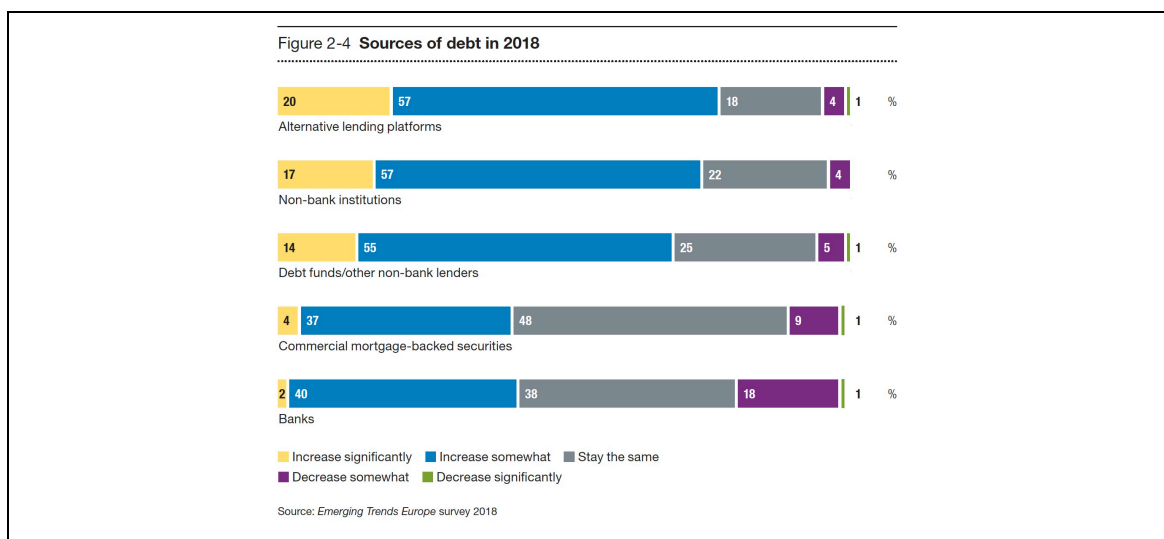


Abbildung 5: Erwartete Quellen von Immobilienkrediten (Quelle: Lewis et al. 2017, S. 19)

Becker, Ulrich, und Nolte (2017) haben aufgrund einer Umfrage bei 414 deutschen KMU die erwarteten Vor- und Nachteile von Crowdlending gegenüber der klassischen Bankenfinanzierung untersucht. „Die größten Vorteile des Crowdlending werden in den geringeren bürokratischen Hürden sowie der schnelleren Kapitalbereitstellung gesehen. Die befragten Unternehmen scheinen jedoch den persönlichen Kontakt, die individuelle Beratungsqualität und die vermeintlich sicherere Liquidität der Bank momentan noch den Flexibilitätsvorteilen des Crowdlending vorzuziehen.“ (S. 99)

Beck (2015) untersucht auf der Suche nach Alternativen zu Banken den deutschen Markt für Lendingplattformen. Er gibt im Kapitel „Die Bankalternativen“, Absatz „Kredite“ eine Übersicht und Einführung der führenden Lendingplattformen, mit Fokus Deutschland (Stand April 2015). Bemerkenswert ist die Feststellung, dass die Ausfallrate beim Marktführer Auxmoney bei vergleichsweise hohen Zinskosten und Gebühren nicht höher war, als bei Banken. „Die Banken lehnen (womöglich) im zu grossen Umfang Kreditgeber [vermutlich sind Kreditnehmer gemeint, Anmerkung Autor] ab, die nicht abgelehnt werden sollten! Die schematischen Ablehnungskriterien der Banken weisen offenbar keine hinreichend gute Trefferquote auf.“ (Beck 2015, S. 132) Seine praktischen Selbsttests führten zu überdurchschnittlichen Ausfällen, zumal er auch überdurchschnittliche Risiken einging (Zinsen bis über 50%).

Immobilienkredite als alternative Anlageklasse

Reicherter (2013) thematisiert Real Estate Debt als alternative Anlageklasse für Schweizer PK's und Versicherungen. Die Autorin kommt u.a. zum Schluss, dass in Hypotheken und Pfandbriefe angelegt wird, Hypotheken auch aus nicht-monetärer Sicht betrachtet werden, keine wesentliche Erhöhung der Real Estate Debt Anlagen geplant ist, Renditen für kollektive Real Estate Debt Anlagegefässe in der Schweiz aufgrund des sehr kompetitiven Hypothekarmarktes gering sind, im Ausland hingegen sehr attraktive Renditen möglich sind. Vielen Investoren fehle das Vertrauen, aber auch das Know-How zu diesem Thema.

Josi (2013) prüft das Potenzial und die Marktfähigkeit eines Kredit-Immobilienfonds in der Schweiz. Während solche Anlagevehikel in andern Ländern, z.B. Deutschland, gut etabliert sind, kommt die Autorin zum Schluss, dass die Chancen in der Schweiz gering sind. Als Gründe ortet die Autorin die Komplexität von Verbriefungstransaktionen, die Anlagerichtlinien, sowie die aufwendigen Bewilligungsverfahren.

Anhorn & Moor (2015) haben 35 Schweizer Pensionskassen zu ihrem Anlageverhalten befragt. Sie halten zusammenfassend fest: „Der Renditedruck für die Vorsorgeeinrichtungen bleibt unverändert hoch. Auf der Suche nach Anlagealternativen steht bei unserer Umfrage die Vergabe von Hypotheken an der Spitze. Vermehrt werden auch Darlehen an nicht öffentlich-rechtliche Institutionen gewährt, was gemäss BVV2 als alternative Anlagen ausgelegt wird. Auch die Erhöhung des Immobilienanteils steht im Fokus.“ (S. 4)

Swisscanto (2018) kommt aufgrund ihrer Umfrage in Sachen Hypothekenanlagen gegenüber Anhorn & Moor (2015) zu widersprüchlichen Ergebnissen: „Bezüglich Hypotheken scheinen gemäss Angaben der Umfrageteilnehmer keine grösseren Expansionspläne zu bestehen. Das steht im Gegensatz zu den zahlreichen Medienartikeln, die von einem verstärkten Einstieg der Pensionskassen in diesen Markt berichten. [...] Denkbar, dass der Markt am Ende doch nicht so ergiebig ist wie angenommen. Die weiterhin sehr tiefen Hypo-Zinsen bei den traditionellen Anbietern vermögen die Renditeerfordernisse der Vorsorgeeinrichtungen derzeit nicht zu decken.“ (S. 35)

PwC (2018) berechnen für den US Markt über die knapp siebenjährige Periode bis September 2017 die Renditen, Volatilitäten und Korrelationen im Alternative Lending gegenüber traditionellen Anlageklassen. Mit einer annualisierten Rendite von 6.4% erreichte Alternative Lending deutlich höhere Renditen als 10 jährige Treasury Notes (3.9%) und High-Yield Corporate Bonds (5.8%), aber spürbar tiefere als der Aktienmarkt (13%) (S. 3, Werte gerundet). Zudem war die gemessene Volatilität mit 0.6% viel tiefer als die der Bonds und der Aktien¹¹. Die Korrelationen mit anderen Anlageklassen bewegen sich zwischen 0.008 und 0.19, während diejenige zwischen High-Yield- und Investment Grade-Bonds bei 0.61 lag (S. 7).

Fazit weitere Literatur zum Thema

Die aufgefundene Literatur erlaubt im Wesentlichen folgende Erkenntnisse:

- Immobilien-Crowdinvesting kann in der Schweiz – genügend Projekte und Investoren vorausgesetzt – rentabel betrieben werden, während betreffend Immobilien-Crowdlending noch keine Aussage gemacht werden kann.

¹¹ Die Autoren geben zurecht zu, dass dieses Volatilitätsmass mit Vorsicht zu geniessen sei: „[...] alternative lending had [...] the lowest volatility among the asset compared. We might argue that this comparison is not appropriate since we are comparing a semi-illiquid asset with more liquid ones.“ (PwC, 2018, S. 6)

- Im Real Estate Crowdlending in der Schweiz wird ein überdurchschnittliches Wachstum auf ein dreistelliges Millionen Volumen erwartet.
- Institutionelle Investoren werden das weitere Wachstum massgeblich beeinflussen.
- Alternative Lending wird sich als eigenständige Anlagekategorie etablieren.
- Alternative Lending Plattformen gewinnen als Quelle für Immobilienkredite an Bedeutung.
- Als Vorteil des Crowdlending gegenüber der klassischen Bankenfinanzierung wird die bessere Effizienz der Prozesse betrachtet.
- Die Ausfallrate bei Krediten, die über P2P Kreditplattformen vermittelt wurden, ist nicht zwingend höher als bei Krediten, die durch Banken vergeben werden.
- Etlichen Investoren fehlt das Wissen und das Vertrauen zu Real Estate Debt.
- Betreffend Veränderung der Allokation in Immobilienkredite kann auf Basis der identifizierten Literatur keine eindeutige Aussage gemacht werden. Die plausibelste Erklärung ist, dass dieses Thema sehr vom Umfragezeitpunkt und der Teilnehmer abhängt.
- Im US-Markt erreichten Alternative Lending Anlagen über sieben Jahre bis September 2017 6.4% p.a., mehr als Obligationen, weniger als Aktien. Sowohl die tiefe Volatilität als auch die Korrelation legt die Vermutung nahe, dass dieser Anlagekategorie – zumindest in diesem Markt – vorteilhafte Diversifikationseffekte zugeschrieben werden können. Die vorteilhaften Effekte müssen bis zu einem gewissen Grad relativiert werden, da aufgrund der Illiquidität dieser Anlagen, das Risiko unterschätzt wird.

2.3 Rechtliche Aspekte

Die Schweizer Gesetzgebung zu Crowdfunding macht keine Crowdlending spezifische Vorgaben. Zu diesem Schluss kommen einige Autoren übereinstimmend (z.B. Essebier & Auf der Maur, 2015 und Pignon, 2017). Dennoch sind wir nicht im rechtsfreien Raum. Am Prozess sind drei Parteien beteiligt: die Plattform, der Investor, der Kreditnehmer. Bei jedem Beteiligten muss grundsätzlich separat geprüft werden, ob und allenfalls welche Gesetze und Verordnungen gelten. Jeder der Beteiligten kann potenziell z.B. dem GwG, BankG, BankV und/oder der Prospektspflicht unterstellt sein. Um nicht unter das Regulierungsregime des BankG zu kommen, betonen Plattformen daher oftmals ihre Funktion, ausschliesslich als Vermittlerin mit reiner Abwicklung und ohne Zinszahlungen (dazu Reichmuth & Von der Crone, 2017, S. 263).

Der aktuell geltende Status ist die sogenannte „Sandbox“ (FINMA, 2018, S. 38 & 86). Demzufolge gilt zur Zeit folgendes:

- Informationspflicht, dass die Firma hinter der Plattform nicht von der FINMA beaufsichtigt ist und keine Einlagensicherung besteht.
- Unternehmen können bis zu CHF 1 Mio. ohne Bewilligung entgegennehmen.
- Unternehmen dürfen mehr als 20 Publikumseinlagen entgegennehmen, sofern der gesamte Betrag unter CHF 1 Mio. bleibt.
- Verzinsung ist erlaubt, sofern mit der Einlage gewerblich-industrielle Tätigkeit finanziert wird.
- Die Frist für das Halten von Geldern von Dritten auf einem eigenen Abwicklungskonto beträgt neu 60 Tage (bisher 7 Tage).

Dieser neue Status ist insofern positiv zu werten, als die sogenannte „20er Regel“ für Firmen gelockert wurde. Sie gilt aber weiterhin für Privatpersonen (Art. 6 BankV). Der beim Crowdlending inhärenten Idee, dass sich potenziell viele Anleger mit auch kleinen Beträgen an einer Finanzierung beteiligen, sind damit speziell im privaten Bereich Grenzen gesetzt (dazu auch Dietrich, Amrein, von der Heyde, Heuermann & Rüdisühli 2018, S. 11).

Im Anhang sind weitere Hinweise aus der Rechtsliteratur aufgeführt.

2.4 Theoretische Überlegungen

Risiko und Rendite

Die moderne Portfoliotheorie zeigt die langfristig grundsätzlich positive Beziehung zwischen Rendite und Risiko auf: zusätzlicher Anlageertrag muss durch Inkaufnahme von zusätzlichem Risiko erkaufte werden (dazu z.B. Geltner, 2014, S. 190). Risiko ist ein schwer fassbarer und vor allem quantifizierbarer Begriff, zumal ihm teilweise subjektive und individuelle Elemente inne liegen. Die moderne Portfoliotheorie schlägt zur Quantifizierung die Volatilität (Standardabweichung) der Erträge vor. Der grosse Vorteil davon ist die Berechenbarkeit. Damit werden aber nicht alle, auch objektiv wahrgenommenen, Risiken erfasst (dazu Holton, 2004). Geltner (2014) definiert Risiko, eher qualitativ, als „The possibility that future investment performance may vary over time in a manner that is not entirely predictable at the time when the investment is made“ (S. 126).

Für das eingegangene Risiko wird vom Anleger eine Risikoprämie in Form einer zusätzlichen Rendite erwartet. Die erwartete Rendite einer Anlage ist somit die Summe aus der Rendite einer Risikofreien Anlage plus der erwarteten (positiven) Risikoprämie (Geltner, 2014, S. 189). Das Risiko hat verschiedene Komponenten und Erscheinungsformen. Dazu gehören (1) die kurzfristigen Schwankungen der Bewertung und der Erträge (Volatilität, siehe Absatz oben), (2) die langfristigen Bewertungszyklen (weitgehend konjunkturell und geopolitisch bedingt oder durch externe Schocks), (3) die möglichen Einschränkungen bei einer gewünschten Transaktion (Illiquidität) und (4) das Gegenparteirisiko (Bonität), um die wichtigsten zu nennen (eigene Erfahrungen).

Die moderne Portfoliotheorie sagt auch, dass die Rendite-Risiko Eigenschaft eines Anlageportfolios durch Beimischung möglichst unterschiedlicher Anlagekategorien optimiert werden kann. Mit der Diversifikation der Anlagen kann dank vorteilhafter Korrelationseffekte die Volatilität des gesamten Portfolios weitgehend ohne Einbusse der Gesamrendite bis zu einem gewissen Grad reduziert werden (dazu z.B. Bodie, Kane & Marcus, 2018, Kapitel 7).

Erwartete Rendite

Die erwartete nominale Rendite einer Investition $E[r_I]$ setzt sich aus verschiedenen Komponenten zusammen (in Anlehnung an Geltner, 2014, S. 189):

- Die erwartete reale Rendite einer risikofreien Anlage (d.h. das Gegenparteirisiko ist vernachlässigbar) ($E[r_F]$),
- die erwartete Inflation ($E[I]$) und
- eine erwartete Risikoprämie ($E[r_R]$).

$$E[r_I] = E[r_F] + E[I] + E[r_R]$$

Die erwartete Risikoprämie ($E[r_R]$) setzt sich bei Krediten in die direkt investiert wird, im Wesentlichen aus vier Komponenten zusammen:

- eine erwartete Bonitätsprämie, als Entgelt für das Gegenparteirisiko ($E[r_B]$),
- eine erwartete Illiquiditätsprämie, als Entgelt für schlechte Handelbarkeit ($E[r_L]$)
- eine erwartete Strukturierungsprämie, als Entgelt für die individuelle Aufbereitung (inkl. Administration) ($E[r_S]$)
- eine erwartete Analyseprämie, als Entgelt für die individuelle Kreditwürdigkeitsprüfung ($E[r_A]$)

Im Vergleich zu einem Wertschriftenportfolio aus kotierten Obligationen kommen bei der Zusammenstellung eines direkt investierten Kreditportfolios speziell die zwei letzten Komponenten dazu. Die Strukturierungs- und Analyseprämie sind im Preis von kotierten und meist durch Ratingagenturen geprüften Anleihen bereits enthalten (eigene Erfahrungen).

Wie lässt sich die erwartete Rendite für ein Kredit- resp. Hypothekenportfolio herleiten? Die nominelle Rendite risikofreier Anlagen ($E[r_{Fn}] = E[r_F] + E[I]$) lässt sich am Markt auf Basis der gehandelten Staatsanleihen¹² gut beobachten. Die vergangene und aktuelle gesamte Risikoprämie ($r_R = r_B + r_L + r_S + r_A$) ergibt sich aus der Differenz zwischen den Zinssätzen von Hypotheken und der Verfallrendite von Staatsanleihen mit derselben Laufzeit. Welcher Anteil Bonitäts- (r_B), Illiquiditäts- (r_L), Strukturierungs- (r_S) resp. Analyseprämie (r_A) ist, kann nicht gesagt werden.

Exkurs: Die Preisgestaltung des Hypothekarzinses für Kunden setzt sich bei Banken aus vier Elementen zusammen (CUREM, 2017a, S. 39):

- Refinanzierung (zu Marktbedingungen)
- Betriebskosten
- Risikokosten (Rating, Laufzeit)
- Kapitalverzinsung des wirtschaftlichen Eigenkapitals

Im Wesentlichen kommt bei Banken die Betriebsbedingte Marge (Betriebskosten und Kapitalverzinsung) zur oben aufgeführten Formel hinzu. Die Refinanzierung entspricht dem nominellen risikofreien Satz (r_{Fn}) und die Risikokosten der Risikoprämie (r_R).

Kosten

Ein Faktor, der auf jeden Fall einen negativen Einfluss auf die Rendite hat, sind die mit der Umsetzung der Anlagestrategie entstehenden Kosten. Kosten entstehen an verschiedenen Stellen entlang des Anlageprozesses. Zu den wesentlichen Kostentreibern gehören drei Komponenten. In BSV (2011) werden diese wie folgt definiert: (1) Total Expense Ratio (TER), worunter Management-, Performance-, Depot-, Administrations- und Servicegebühren fallen, (2) Transaktionskosten und Steuern (TTC), das sind Implizite Transaktionskosten (Spreads, Market Impact), Drittbrokerkommissionen, Börsen-

¹² Staatsanleihen sind zwar ab einer gewissen Duration nicht wirklich Risikofrei, zumal dem Zinsänderungsrisiko ausgeliefert sind, aber das Gegenparteirisiko kann bei den meisten Staaten vernachlässigt werden. Im Vergleich zu anderen Anlagen, mit vergleichbarer Duration, können sie als Risikofrei betrachtet werden.

abgaben, Transaktionssteuern, Ertragssteuern und (3) Zusatzkosten (SC): Beraterkosten, Controlling-Kosten, Global Custody Kosten (S. 3).

Die Bewirtschaftung eines Kreditportfolios ist aufwändiger als die eines Portfolios börsenkotierter, liquider Wertschriften. Zu den besonderen Aufwendungen gehören die Transaktionskosten (z.B. Auffinden geeigneter Kreditnehmer, Suche nach passenden Käufern, resp. Verkäufern, Notariatsgebühren usw.), Informationsgewinnung und –verarbeitung (z.B. Analyse der Gegenpartei auf Basis unter Umständen nicht öffentlich verfügbarer Informationen und die Anforderung von Sicherheiten [z.B. Schuldbriefe]). Damit sind die Kosten der Umsetzung eines Kreditportfolios tendenziell höher.

Vergleich Kredit und Obligation

Sowohl beim Kredit als auch bei der Obligation leihen ein oder mehrere Gläubiger einem Schuldner Geld, das bis oder bei Ablauf einer vereinbarten Laufzeit zurückbezahlt werden muss und für das eine vereinbarter fixer oder variabler Zins entrichtet wird. Worin unterscheiden sich die beiden Instrumente? In der folgenden Tabelle sind die wesentlichen ökonomischen und rechtlichen Unterschiede zusammengefasst.

	Kredit (traditionell)	Obligation
Synonyme	Darlehen	Bond, Fixed-Income, Anleihe, Anleiheobligation
Definition (Gabler, 2018)	I.e.S. die Überlassung von Kapital bzw. Kaufkraft auf Zeit (Kreditgewährung)	Verbriefte Forderungspapiere, durch die ein Kredit am Kapitalmarkt aufgenommen wird
Rechtliche Grundlagen	Art. 312 – 318 OR (inkl. Begriffsdefinition)	Art. 1156 – 1186 OR (keine Begriffsdefinition)
Prospektzwang	Nein	Ja (Art. 1156 OR)
Vertragsparteien	i.d.R. bilateraler Darlehensvertrag zwischen Kreditnehmer und -geber	i.d.R. ein Schuldner – viele Gläubiger (Gegenparteien haben verbrieftes Instrument)
Kapitalvolumen	Sehr grosse Bandbreite, von Mikrokrediten (vierstelligen Beträge) bis zu grossen Konsortialkrediten (dreistellige Millionen Beträge)	Eine Emission lohnt sich aufgrund der Emissionskosten erst ab ca. CHF 40 Mio. (CUREM, 2017b); 95% der an der SIX kotierten CHF Anleihen haben einen ausstehenden Betrag von CHF 100 Mio. bis 1 Mrd. (Stand Mai 2018, SIX, 2018c)
Angebot / Kreis der Anleger	Privat (i.S. von nicht öffentlich)	Öffentlich

Stückelung der Anlagen	keine (ausser bei grossen Konsortialkrediten Aufteilung auf ein paar Banken)	Ab CHF 1'000 (SIX, 2018b)
Sekundärhandel	Praktisch inexistent (allenfalls sehr intransparent)	Börsenkotiert: Börse Nicht Börsenkotiert: OTC
Vorteile	<ul style="list-style-type: none"> • Möglichkeit massgeschneiderter Finanzierungen • kleine Beträge möglich • da meist keine Bewertung stattfindet, immer zu nominal und daher keine Volatilität 	<ul style="list-style-type: none"> • relativ günstig (bei hohen Kapitalvolumen) • Zugang zu neuen Investorenklassen • relativ einfach handelbar, falls kotiert
Nachteile	<ul style="list-style-type: none"> • illiquid, kein Sekundärhandel • geringe Auswahl von Kreditgebern (meist Banken oder gewisse institutionelle Anleger) 	<ul style="list-style-type: none"> • Aufwand für Dokumentation (Prospekt) & Roadshows • Mark-to-Market führt zu Bewertungsbedingten Volatilität

Tabelle 3: Gegenüberstellung traditioneller Kredit und Obligation. (Quellen: diverse gem. Angaben in der Tabelle; eigene Erfahrungen)

Im Anhang sind weiterführende Angaben und Definitionen zu den beiden Begriffen aufgeführt.

Vergleich Marketplace Lending Plattformen zu traditionellen Krediten

Auf Marketplace Lending Plattformen werden Kredite aller Art vermittelt, so auch Hypotheken und Baukredite. Was unterscheidet die Internet basierten Plattformen von Banken? Es sind primär vier Themenkreise. (1) Aktuell restriktive Kreditvergabe durch Banken, (2) potenziell effizientere Prozesse bei Market Lending Plattformen, (3) Besicherung und (4) Sekundärhandel.

(1) Die Banken sind unter anderem infolge regulatorischer Massnahmen seit 2010 bei der Kreditvergabe zurückhaltender geworden. Zu den Massnahmen gehören nebst den strengeren Eigenmittelvorschriften bei den Banken, dass der Kreditnehmer mindestens „[...] 10% eigene Mittel, die nicht aus der zweiten Säule stammen dürfen, und eine Amortisation der Hypothek innerhalb von 15 Jahren auf zwei Drittel des Belehnungswerts [...]“ (Jans, Lengwiler & Passardi, 2018, S. 357) vornehmen müssen. Weiter mündet die bei Banken konsequent angewendete Tragbarkeitsprüfung mit einem kalkulatorischen Zinssatz von fünf Prozent (anstatt dem effektiven Zins von zur Zeit ein bis zwei Prozent) bei Kredit-Anfragern mit etwas tieferen Einkommen zu Absagen, z.B. bei jüngeren oder pensionierten Haushalten (Jans et al., 2018, S. 344). So sehen sich gewisse alternative Plattformen als komplementäre Anbieter zu Banken, da sie bei den

Vergabekriterien einen grösseren Spielraum haben (z.B. Hyposcout, 2018b). (2) Weiter kann der Entscheidungsprozess dank des konsequenten Einsatzes von teilweise proprietären Algorithmen sehr effizient sein. Damit ist der Prozess potenziell kostengünstiger und rascher als bei Banken, wo sich der Entscheidungsprozess oft über mehrere Hierarchiestufen hinwegzieht. Einen Hinweis, dass die Entscheidungsfindung bei Banken im Vergleich zu Lendingplattformen, zumindest in Deutschland, nicht optimal ist, geben Beck (2015) und Becker et al. (2017)¹³. (3) Ein wichtiger Unterschied ergibt sich zudem im Zusammenhang mit der Besicherung. Der Kreditnehmer einer Bank übergibt dieser einen Schulbrief, der mindestens auf den Betrag der Hypothek lautet. Bei mehreren Gläubigern kann die Aufteilung eines Schulbriefs auf die betreffenden (unter Umständen kleinen) Beträge nicht ohne beträchtlichen Mehraufwand machbar sein. Daher bieten gewisse Plattformen, die Sicherheiten treuhänderisch zu verwahren und übertragen die Forderung mit einem Abtretungsvertrag (z.B. Cashare, 2018b). Andere Plattformen, wo der Kreditgeber grössere Beträge investiert, lassen diesen im Grundbuch eintragen (z.B. Hyposcout, 2018a). Bei weiteren Plattformen erfolgt die Kreditvergabe ohne Sicherheit. In Deutschland beispielsweise werden sogenannte Nachrangdarlehen vermittelt (z.B. Zinsbaustein.de, 2018c). (4) Gewisse Plattformen bieten einen zusätzlichen Sekundärmarkt, an dem auch laufende Kredite gehandelt werden können (z.B. Bergfürst.com, 2018).

Allokation

Die strategische Allokation spiegelt den Entscheid des Investors, wie er sein gesamtes Vermögen auf die verschiedenen Anlagekategorien langfristig aufteilen will (Geltner, 2014, S. 516). Dieser Entscheid hat weitreichende Folgen, zumal die langfristige Performance massgeblich von der Allokation abhängt (Ibbotson, 2010). Die Wahl einer Anlagekategorie und die Allokation in der Strategie hängt von den Erwartungswerten bezüglich des Ertrags, der Volatilität und der Korrelation zu anderen Anlagekategorien im Portfolio ab (Geltner, 2014, Kap. 21). Ein weiteres wichtiges praktisches Kriterium ist die Liquidität, d.h. wie einfach ist eine Anlage handelbar. Was nützt die beste Anlage aus rein monetärer Sicht, wenn sie bei Bedarf nicht oder mit sehr grossem Zeitaufwand verkauft werden kann? Der Entscheid hängt auch davon ab, wie gut der Investor eine Anlagekategorie kennt und entsprechend welches Vertrauen er in diese Kategorie hat (eigene Erfahrungen). Dazu spielen unter Umständen auch gesetzliche Vorgaben eine Rolle, die gewisse Maximalgrenzen setzen (z.B. für Pensionskassen Art. 55 BVV2).

¹³ Siehe weiter oben unter Lendingplattformen als Alternative zu Banken

Eine tiefe Allokation von z.B. unter zwei Prozent kann von Investoren für eine neue Anlagekategorie gewählt werden, zu der noch wenig Erfahrungen, Kenntnisse und entsprechend Vertrauen vorhanden sind. Das ist grundsätzlich plausibel. Die Wirkung, sowohl bezüglich Ertrag, als auch bezüglich Diversifikation, auf das Portfolio wird allerdings sehr beschränkt sein. Ein einfaches Beispiel mit der Rendite veranschaulicht diesen Sachverhalt¹⁴. Einem Portfolio mit einer erwarteten Gesamrendite von z.B. 4% werde eine neue Anlagekategorie mit einer höheren erwarteten Rendite von z.B. 5% beigemischt. Mit einer Allokation von unter zwei Prozent, z.B. 1.5%, beträgt der erwartete Zusatzertrag 0.075% ($1.5\% \times 5\%$) und die Gesamrendite des Portfolios steigt von 4.000% auf 4.015% ($1.5\% \times 5\% + 98.5\% \times 4\%$). Der mit einer neuen und noch unbekannteren Anlagekategorie verbundene, aber zwingende Zusatzaufwand lohnt sich unter diesen Umständen praktisch nicht. Der Vorteil dieses vorsichtigen Vorgehens zeigt sich natürlich dann, wenn diese neue Anlagekategorie wider Erwarten negativ entwickelt. Bei einem, im Extremfall hundertprozentigen Wertverlust, beschränkt sich die Auswirkung auf das Gesamtportfolio in diesen Beispiel auf 1.5%.

Fazit theoretische Überlegungen

(1) Wenn Kredite eine tiefe Volatilität und eine tiefe Korrelation zu den übrigen Anlagen (z.B. Aktien und Obligationen) in einem Portfolio haben, sollte durch die Beimischung von Krediten in ein Portfolio die gesamte Volatilität des Portfolios damit reduziert werden können. (2) Wenn Kredite eine positive Risikoprämie haben, muss sich diese langfristig positiv auf die gesamte Rendite des Portfolios auswirken. (3) Wenn eine internetbasierte Marketplace Lending Plattform den Informations- und allenfalls auch den Administrationsprozess effizient unterstützt, muss diese einen positiven Einfluss auf die Kosten haben. (4) Um eine spürbare Wirkung zu entfalten, sollte dabei, wie oben ausgeführt, nicht eine zu geringe Allokation gewählt werden.

2.5 Offene Fragen

Eine zentrale Frage ist aus portfoliotheoretischer Sicht, ob und in welchem Ausmass die Beimischung von Marketplace Lending Krediten in ein Portfolio einen positiven Effekt auf die Gesamrendite und das Gesamtrisiko hat. Im Rahmen dieser Arbeit kann dies nicht ermittelt werden. Es fehlen dazu relevante Zeitreihen und Daten für eine empirische Überprüfung.

¹⁴ Zur Veranschaulichung der Auswirkung auf das Portfoliorisiko siehe Anhang Portfoliovolatilität – Beispiel zwei Anlagen

Zur praktischen Implementierung von Marketplace Lending Kreditportfolios aus Schweizer Anlegersicht wurde keine Literatur identifiziert. Daher sollen mit einem zwar kleinen, aber real aufgebauten Kreditportfolio Erfahrungswerte erzielt werden. Damit können ansatzweise die Fragen nach der möglichen Risikoprämie sowie den Kosten beantwortet werden.

Einige Investoren, zumindest im institutionellen Segment, vergeben bereits seit vielen Jahren Kredite (eigene Erfahrung). So betrug das Anlagevolumen in Hypotheken bei Vorsorgeeinrichtungen und Versicherungen 2016 CHF 51 Mrd.¹⁵ Wenn es so ist, dass Marketplace Lending Plattformen auf effiziente Art Kredite vermitteln, dann könnten diese für Investoren von Interesse für die Umsetzung des eigenen Kreditportfolios sein. Es stellen sich somit einige vor allem qualitative Fragen, um zu verstehen, welche Voraussetzungen erfüllt sein müssen, damit ein Investor eine Marketplace Lending Plattform nutzt, um ein Kreditportfolio auf- und auszubauen. Sollen hauseigene Ressourcen zur Verfügung stehen oder soll ein externen Asset Manager damit beauftragt werden? Vertraut man auf die von der Plattform bereitgestellte Kreditprüfung und Bonitätsanalyse oder soll dieser Prozessschritt unabhängig davon geschehen? Müssen Sicherheiten verfügbar sein? Welche Volumen müssen angelegt werden können? Besteht der Wunsch, indirekt (z.B. über Fonds, Zertifikate) zu investieren?

¹⁵ Siehe dazu Allokation bei drei grossen Investorengruppen weiter unten.

3. Praktischer Teil

3.1 Methoden

Zur Ermittlung der Volumen und der Performance der etablierten Marktsegmente werden Sekundärdaten verwendet, die als Zeitreihen und Querschnittsdaten im Internet gefunden und heruntergeladen werden können. Aufgrund des Bekanntheitsgrads und des Renommées der Institutionen kann von einer guten Qualität der Daten ausgegangen werden (z.B. SNB, BFS, FINMA, SIX¹⁶). Die Daten werden in ein Tabellenkalkulationsprogramm (Excel) übernommen, um damit Grafiken von Indexverläufen, Renditen und Volatilitäten, sowie aggregierte Volumen zu berechnen und in Tabellenform darzustellen.

Zur Ermittlung der Volumen im Alternative Finance Markt werden primär Sekundärdaten verwendet, ergänzt um Primärdaten von gewissen Plattformen, soweit diese dazu Auskunft geben. (1) Sekundärdaten: Die Informationen dazu werden in umfangreichen Berichten zu Verfügung gestellt, die im Internet auf den Homepages der betreffenden Institutionen heruntergeladen werden können. Als die umfassendste globale Datengrundlage wurden die Reports des Cambridge Center for Alternative Finance, University of Cambridge, identifiziert (z.B. University of Cambridge, 2018). Für die Schweiz liefert das Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ der Hochschule Luzern jährlich die repräsentativste Übersicht des Marktes (z.B. Dietrich & Amrein, 2018). Für den Deutschen Markt erstellt crowdfunding.de periodisch einen Bericht auf Basis von Umfragen (Crowdfunding.de, 2018a). Zwar können die durch diese erhobenen Daten unvollständig oder uneinheitlich definiert sein. Der Autor sieht aber keinen Grund an der Integrität der betreffenden Institutionen zu zweifeln. (2) Primärdaten: Gewisse Plattformanbieter wurden direkt angefragt, ob sie zu den vermittelten Kreditvolumen und Anzahl Projekten Auskunft geben. Einige weisen die durchgeführten Projekte auf ihrer Homepage aus, wenige andere waren bereit, die Information separat und direkt zu geben. Die so gefundenen Daten werden ins Tabellenkalkulationsprogramm kopiert, um daraus Summen und Anteile zu berechnen und Tabellen und Grafiken zu erstellen.

Zur Ermittlung des Anlageverhaltens der Investoren bezüglich Krediten werden Primärdaten verwendet. Es wurde im Juli 2018 eine Umfrage durchgeführt. Mit einer Aus-

¹⁶ Siehe Literaturverzeichnis und Quellenangaben.

nahme erfolgte die Teilnahme online¹⁷. Deshalb und auch zur Erstellung von Kreuzauswertungen zwischen verschiedenen Fragen wurde die Auswertung der Antworten auf die rund 20 Fragen separat im Tabellenkalkulationsprogramm durchgeführt. Damit wurden Prozentanteile, Summen, Teilsummen, prozentuale Anteile usw. berechnet, sowie Grafiken erstellt.

Der Praxistest umfasst den Aufbau eines kleinen Kreditportfolios aus aktuell verfügbaren Krediten. Das Vorgehen beruht darin, mögliche Plattformen zu identifizieren, den ganzen Anmeldeprozess zu vollziehen, Projekte zu evaluieren und gegebenenfalls einen Betrag zu bieten. Bei erfolgtem Zuschlag muss sodann der administrative und formelle Prozess durchgeführt werden.

3.2 Etablierte Marktsegmente

Ziel dieses Unterkapitels ist es zu beleuchten, in welche Anlagekategorien Anleger bisher investierten, und aufzuzeigen, welche Renditen in etablierten Märkten, mit besonderem Augenmerk auf Immobilien und Immobiliennahen Segmenten, in den vergangenen Jahren erzielt wurden. Damit soll die Basis gelegt werden zur Beurteilung von Alternativen.

Allokation bei drei grossen Investorengruppen

Das Anlegerverhalten lässt sich aufgrund der tatsächlichen Allokation der drei grossen Schweizer Investorengruppen, Vorsorgeeinrichtungen, Versicherungen und Fonds, feststellen. In den Fonds widerspiegelt sich auch das Verhalten der Privatinvestoren, für die Fonds oft die einzige Möglichkeit ist, diversifiziert im Kapitalmarkt anzulegen. Insgesamt hat das Anlagevolumen dieser drei Investorengruppen in den vier Jahren zwischen 2012 und 2016 von CHF 1.8 Bio. auf 2.3 Bio. zugenommen (siehe folgende Tabelle). Für die Fonds sind die Volumen per Ende 2017 bekannt. Das Fondsvolumen hat 2017 um 18% auf CHF 1'087 Mrd. zugenommen. Die Obligationen sind unverändert die grösste Anlageklasse, auch wenn sich der Anteil von 38% 2012 auf 36% 2016 reduziert hat. Am stärksten zugenommen hat in dieser Zeit der Anteil in Aktien (von 25% auf 28%). Die Immobilien haben einen relativ konstanten Anteil von rund 10% am gesamten Anlagevolumen. Das Hypothekarvolumen nahm unterdurchschnittlich zu und dessen Anteil bewegte sich zwischen 2 und 2.5%. Die folgende Abbildung zeigt die Aufteilung der Anlagen 2016.

¹⁷ <https://www.onlineumfragen.com>

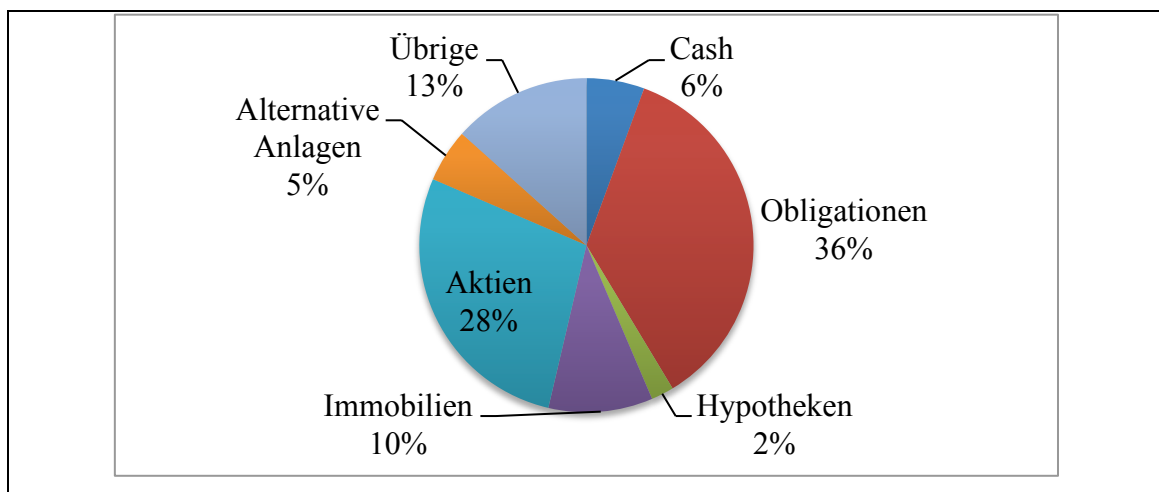


Abbildung 6: Aufteilung der Kapitalanlagen bei den drei grossen institutionellen Investorengruppen in der Schweiz 2016. (Quelle: BFS, 2018a, S. 14; FINMA, 2017a, S. 7; Swiss Fund Data, 2017)

Die folgende Tabelle zeigt die aggregierten Anlagevolumen der drei erwähnten Investorengruppen in den Jahren 2012 bis 2017¹⁸.

CHF Mrd.	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Cash	138.4	149.6	140.2	124.2	130.6	144.1
Obligations	684.7	726.4	823.9	814.1	831.9	904.9
Hypotheken	44.9	45.5	46.3	48.4	51.1	55.9
Immobilien	182.4	192.9	204.6	219.8	234.8	253.7
Aktien	445.5	561.8	597.5	619.0	646.9	764.7
Alternative Anlagen	94.5	97.2	104.1	116.1	119.9	131.4
Übrige	223.2	245.6	305.3	308.4	311.2	342.7
Total	1'813.5	2'019.1	2'221.9	2'250.0	2'326.3	2'597.4

Tabelle 4: Kapitalanlagen in diversen Anlagekategorien der drei grossen institutionellen Investorengruppen in der Schweiz in CHF Mrd. (Quellen: BFS, 2015, S. 17; BFS, 2017a, S. 14; BFS, 2018a, S. 14; FINMA, 2013, S. 6; FINMA, 2015, S. 5; FINMA, 2017a, S. 7; Swiss Fund Data, 2017; Swissscanto, 2018, S. 26, zum Teil eigene Schätzungen, siehe Fussnote zu 2017)

¹⁸ Die Zahlen für 2017 beruhen auf drei vereinfachenden Annahmen: (1) die Gesamtvermögen der Vorsorgeeinrichtungen und Versicherungen haben 2017 um 7.64% zugenommen, was der Median-Performance 2017 gemäss Swissscanto Umfrage entspricht und (2) die Kapital Zu- und Abflüsse werden mangels Informationen dazu vernachlässigt, da es darum geht eine Grössenordnung zu schätzen. (3) Die prozentuale Allokationen haben sich bei den Vorsorgeeinrichtungen gemäss Swissscanto Umfrage leicht verändert und bei den Versicherungen sind sie unverändert gegenüber Vorjahr.

Performances (Gesamtrenditen) in der Vergangenheit

Es wird ein Zeitfenster von zehn Jahren ab Anfang 2008 betrachtet. Die folgende Abbildung zeigt den Verlauf einer ausgewogenen Strategie mit 65% Obligationen, 20% Aktien, 10% Immobilien und 5% alternative Anlagen, wie sie vom Pictet LPP 2005-25 plus simuliert wird, sowie ausgewählter Indizes von indirekten Immobilienanlagen. Zudem wurde eine Anlagestiftung identifiziert, die in Hypotheken (auf Objekte in der Schweiz) investiert. Weiter ist der Gesamtindex der Schweizerfranken Obligationen abgebildet (SBI AAA-BBB)¹⁹.

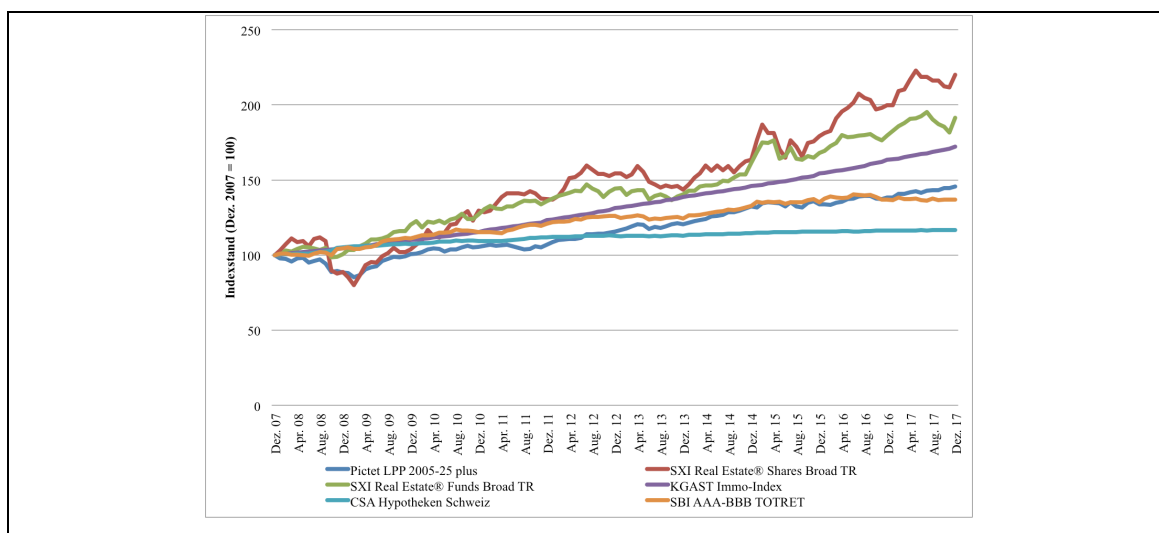


Abbildung 7: Indexverlauf Kapitalanlagen Ende 2007 bis Ende 2017 (Quellen: CSA, 2018; KGAST, 2018; Pictet, 2018; SIX, 2018a)

Wie die folgende Tabelle und die nachfolgende Abbildung zeigen, wurde über das, letztlich arbiträr gewählte, zehnjährige Zeitfenster 2008 bis 2017 zusätzliches Risiko mit zusätzlichem Ertrag honoriert²⁰. Die Ausnahme bildet der Verlauf des KGAST Indexes, bei dem die Volatilität nicht die Marktverhältnisse widerspiegelt, zumal sich der Nettoinventarwert aus den periodischen Schätzungen ergibt und daher sehr wenig schwankt (Punkt ganz links zwischen 5% und 6% Rendite in der Abbildung).

¹⁹ Der SBI Gesamtindex wird oft als Benchmark für diese Anlagekategorie verwendet (eigene Erfahrung). Dieser marktkapitalisierte Index ist allerdings sowohl aus finanztheoretischen wie auch aus praktischen Gründen für diesen Zweck suboptimal. Einer der Gründe ist der Durationverlauf, der sich im betrachteten Zeitraum von 5.5 auf über 7.5 erhöht hat, während das Zinsniveau von 2.7% auf rund 0.2% sank (SIX, 2018a). Die Indexduration folgt den Interessen der Emittenten, nicht der Investoren. Das ist aber nicht das Thema dieser Arbeit.

²⁰ Das ist nicht immer über alle Perioden so, ist aber nicht Thema dieser Arbeit.

	Pictet LPP 2005-25 plus	SXI Real Estate® Shares Broad TR	SXI Real Estate® Funds Broad TR	KGAST Immo-Index	CSA Hypo- theken Schweiz	SBI AAA- BBB TOTRET
2008	-11.5%	-11.2%	0.5%	4.6%	5.1%	4.5%
2009	13.7%	16.9%	19.6%	5.1%	2.1%	6.4%
2010	4.9%	24.7%	5.7%	4.9%	1.9%	3.7%
2011	1.4%	6.1%	6.8%	6.9%	2.2%	4.8%
2012	8.0%	12.3%	6.3%	6.5%	1.0%	4.2%
2013	4.4%	-6.9%	-2.8%	5.7%	0.0%	-1.3%
2014	9.6%	13.6%	15.0%	5.1%	1.6%	6.8%
2015	1.2%	9.6%	4.2%	5.8%	0.8%	1.8%
2016	3.4%	11.7%	6.8%	5.8%	0.6%	1.3%
2017	5.2%	10.1%	6.6%	5.4%	0.3%	0.1%
Annualisierte Ren- dite 10 Jahre	3.8%	8.2%	6.7%	5.6%	1.6%	3.2%
Risiko (Volatilität)	4.5%	11.7%	6.8%	0.6%	0.8%	2.8%
Rendite:Risiko	0.85	0.70	0.98	10.15	1.88	1.13
Sharpe Ratio	0.82	0.69	0.97	9.97	1.76	1.09

Tabelle 5: Indizes Kapitalmarkt – Performances 10 Jahre (Quellen: CSA, 2018; KGAST, 2018; Pictet, 2018; SIX, 2018a; eigene Berechnungen)

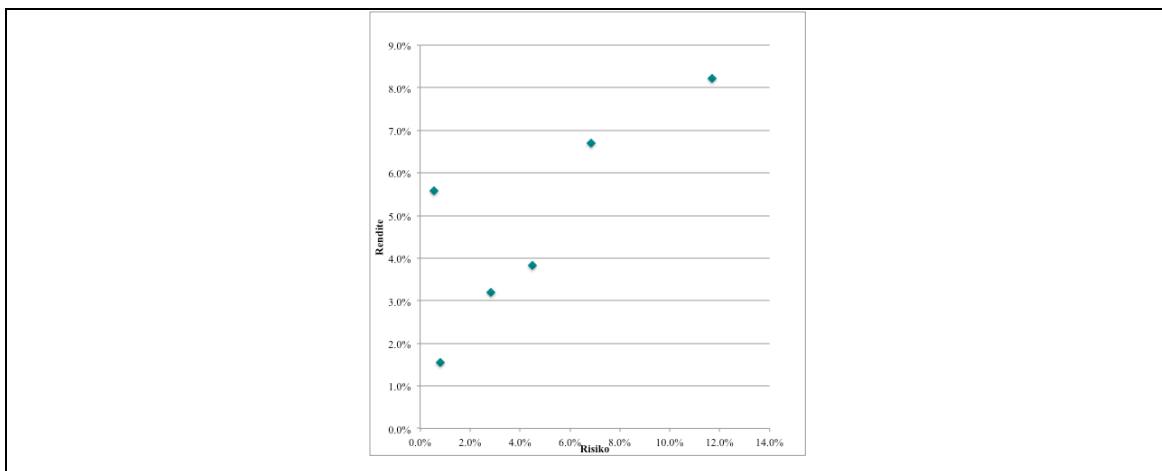


Abbildung 8: Rendite:Risiko-Verhältnis Kapitalanlagen Anfang 2008 bis Ende 2017 (Quellen: CSA, 2018; KGAST, 2018; Pictet, 2018; SIX, 2018a; eigene Berechnungen)

Zur Performance im Hypothekarbereich gibt es keine Indizes. Verfügbar sind, abgesehen von den NAV der oben aufgeführten Anlagestiftung, mittlere Zinssätze von Hypotheken der verschiedenen Laufzeiten, die periodisch von der Schweizerischen Nationalbank bei Banken erhoben werden. Diese können verglichen werden mit dem Yield (Verfallrendite) von Obligationen mit derselben Restlaufzeit. Unter der Annahme, dass eine Hypothek resp. eine Obligation bis Verfall gehalten wird und der Schuldner jeweils allen Zahlungsverpflichtungen nachkommt, geben der Hypothekarzins resp. der Yield

an, wie hoch der Ertrag der betreffenden Anlage sein wird. Die folgende Abbildung zeigt den Verlauf der Zinssätze von Hypotheken mit Laufzeiten von drei, vier und fünf Jahren (es wurde der Durchschnittszins aus den drei Laufzeiten gebildet), des SBI Sub-index von Obligationen der Eidgenossenschaft mit Laufzeiten von drei bis fünf Jahren (DOMGOV3-5 Yield), sowie der Differenz (Spread) zwischen den beiden, für das Zeitfenster Januar 2008 bis Mai 2018.

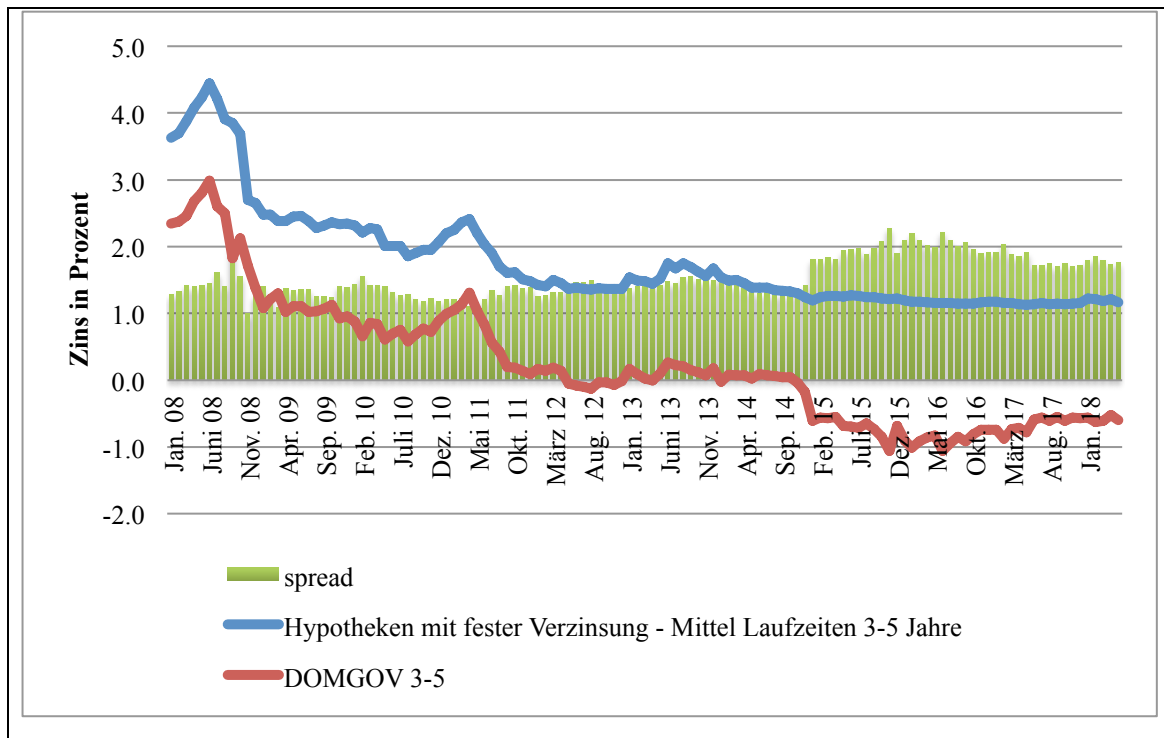


Abbildung 9: Zinssätze von Hypotheken mit fester Laufzeit (Durchschnitt 3, 4, 5 Jahre) und Yield CHF Obligationen (Laufzeiten 3-5 Jahre) (Quellen: SNB, 2018c; SIX, 2018a)

Beispielhaft sollen, unter vereinfachenden Annahmen, die denkbaren Situationen zweier Investoren aufgezeigt werden. Die Annahmen sind im Wesentlichen, dass eine Transaktion zum gleichen Zeitpunkt in eine Hypothek mit vier Jahren Laufzeit und eine Obligation mit derselben Laufzeit zum dannzumal ermittelten Durchschnittswert abgeschlossen werden kann und die Kosten beider Transaktionen dieselben sind. Hätte beispielsweise ein Investor A im Juni 2008, als die Zinsen ein Zwischenhoch erreichten, eine vierjährige Obligation erworben und ein Investor B eine vierjährige Hypothek vergeben, so hätte Investor A 3.0% und Investor B 4.4% Rendite erzielt. Das ergibt einen zusätzlichen Ertrag von 1.4 Prozentpunkten zugunsten von B. Im November 2015, als das Zinsniveau ein Zwischentief durchwanderte, hätte Investor A eine Obligation erworben, die ihm einen sicheren Verlust von 1.1% p.a. gebracht hätte, während Investor B eine Hypothek zu 1.2% hätte gewähren können. Das ergab eine um 2.3 Prozentpunkte höhere Rendite für B.

Während den Phasen mit positiver Verfallrendite der Obligationen (Januar 2008 – April 2012, Januar – Dezember 2013, Februar – Oktober 2014) betrug der mittlere (Median) Spread 1.4 Prozentpunkte und er schwankte zwischen 1.0 und 2.0 Prozentpunkten. Fiel die Verfallrendite der Obligationen unter Null (Mai – Dezember 2012, Januar 2014, November 2014 – Mai 2018), betrug der mittlere Spread 1.8 Prozentpunkte und er bewegte sich zwischen 1.3 und 2.3 Prozentpunkten. Die Hypothekarzinsen blieben trotz negativen Zinsen auf dem Kapitalmarkt stets über 1%.

Fazit etablierte Marktsegmente

Die drei grossen Investorengruppen allozierten bisher insgesamt im Durchschnitt 2 bis 2.5% der Kapitalanlagen in Hypotheken. Die 10 Jahres Performance von Hypothekaranlagen, gemessen an einer Anlagestiftung in diesem Segment²¹, betrug 1.6% p.a., bei einer Volatilität von 0.8%. Die Performance ist mit derjenigen des oben aufgeführten SBI AAA-BBB Indexes (3.2% Performance, Tabelle oben) direkt kaum vergleichbar, zumal die Hypotheken Anlagestiftung eine Duration von knapp 1.7 (CSA, 2018a) und der Obligationenindex eine Duration von über sieben Jahren hat. Das Sharpe Ratio ist mit 1.76 höher als dasjenige des Obligationenindex (1.09).

Ein Investor der direkt in Hypotheken angelegt hätte, hätte in den vergangenen knapp 9½ Jahren mit drei bis fünfjährigen Hypotheken vor Kosten eine im Durchschnitt um 1.5 Prozentpunkte höhere Rendite erzielt als ein Investor, der in Obligationen gleicher Laufzeit angelegt hätte. Aufgrund der obigen Analyse scheinen Hypotheken immun gegen negative Zinsen zu sein, in den betrachteten Laufzeiten sogar nicht unter 1% zu sinken. In Phasen negativer Verfallrenditen auf dem Kapitalmarkt erhöht sich der Renditevorteil auf durchschnittlich 1.8 Prozentpunkte. Der berechnete mittlere Spread entspricht der Risikoprämie für Hypotheken und betrug in der betrachteten Periode 1.5 Prozentpunkte.

3.3 Alternative Finance Markt – Volumen und Wachstum

Dank der Initiativen aus akademischen Kreisen, einiger Vereinigungen und der transparenten Kommunikation gewisser Plattformen, sind gewisse Tendenzaussagen über die vermittelten Kreditvolumen möglich. In diesem Unterkapitel wird zuerst auf Basis der global erfassten Daten die Grössenordnung und die teilweise starken Wachstumsraten

²¹ CSA Hypotheken Schweiz, siehe Performances (Gesamtrenditen) in der Vergangenheit.

dieses relativ neuen Marktes skizziert, dann wird die aktuelle Situation in der Schweiz und soweit vorhanden, der angrenzenden deutschsprachigen Märkte beleuchtet.

Globaler Markt: Volumen und Wachstum bis 2016

Die verfügbaren internationalen Daten basieren auf einer 2017 durchgeführten Studie zu Alternative Finance der University of Cambridge – Judge Business School (z.B. University of Cambridge, 2018). Die Zahlen reichen von 2013, teilweise ab 2014 bis 2016. Die folgende Abbildung zeigt die Dimensionen des globalen Alternative Finance Marktes. Das Volumen hat sich 2014 bis 2016 im Asiatisch Pazifischen Raum fast vervierfacht, im Amerikanischen Kontinent mehr als verdreifacht und in Europa etwas weniger als verdreifacht.

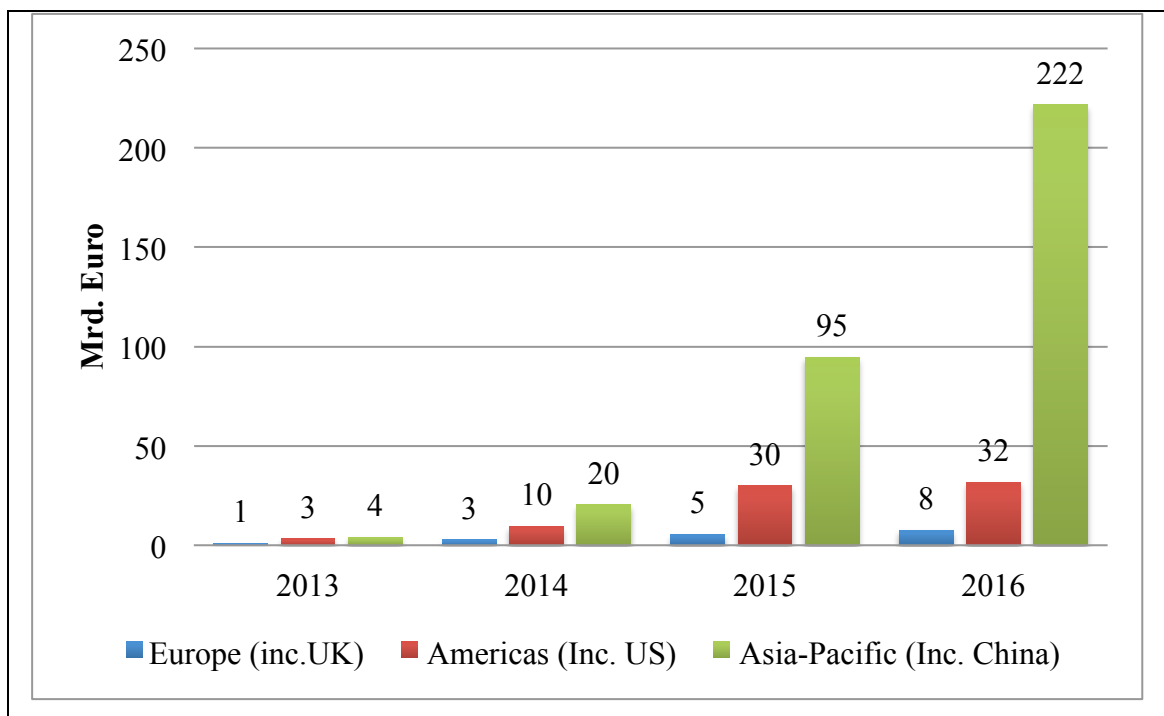


Abbildung 10: Volumen Alternative Finance Markt in den drei Weltregionen 2013-16 (Quelle: University of Cambridge, 2018, S. 22)

Die global bedeutendsten Länder sind in Asien China, in Amerika die USA und in Europa Grossbritannien. Die oft eindrücklichen Zahlen für den gesamten Markt rühren von den in einigen Regionen meist boomenden alternativen Privat- und Firmenkredit Märkten (Peer-to-Peer/Marketplace Consumer Lending, Balance Sheet Business Lending und Peer-to-Peer/Marketplace Business Lending). Real Estate/Property Lending nimmt zum Teil eine untergeordnete, wenn auch in gewissen Regionen zunehmende Rolle ein.

Im Asiatisch Pazifischen Raum (APAC) betrug das Volumen in P2P (Marketplace) Real Estate Lending 2016 USD 7.35 Mrd., wovon 7.04 Mrd. alleine in China (University of

Cambridge, 2017a, S. 23). Die unterschiedlichen Dimensionen legen eine getrennte Betrachtung APAC ohne China und China nahe. Im Raum APAC ohne China hat Peer-to-Peer/Marketplace Real Estate Lending mit 16% den viertgrössten Marktanteil. Von 2014 bis 2016 nahm das Volumen von USD 0.25 auf 312 Mio. (x1200) zu (University of Cambridge, 2017a, S. 27). In China nahm es im selben Zeitraum von USD 1.84 Mrd. auf 7.04 Mrd. zu (x3.8) (University of Cambridge, 2017a, S. 28). Wegen des enormen Gewichts von Consumer und Business Lending ist der Marktanteil von Real Estate Lending in China relativ klein (2.9% von total USD 243.28 Mrd. im Jahr 2016, University of Cambridge, 2017a, S. 24).

In den USA erreichte das Volumen in Marketplace/P2P Property Lending 2016 USD 1 Mrd., nach USD 782 Mio. 2015 und USD 135 Mio. 2014 (University of Cambridge, 2017b, S. 57). In zwei Jahren hat sich das Volumen mehr als versiebenfacht. Der Anteil Property Lending am gesamten Alternative Finance Markt war 2016 auch in den USA verhältnismässig klein (knapp 3% von USD 35 Mrd., University of Cambridge, 2017b, S. 57). Der US-Markt ist alledings mit anderen Märkten nicht direkt vergleichbar, da US-Amerikanische Plattformen teilweise die vermittelten Gelder auf ihre Bilanz nehmen (University of Cambridge, 2017b, S. 56). Damit würden Schweizer Vermittlungsplattformen der FINMA Regulierung unterstellt.

In Europa nimmt Grossbritannien eine führende Rolle im gesamten Alternative Finance ein, daher ist es sinnvoll, Grossbritannien (Gesamtvolumen 2016 GBP 4.58 Mrd., University of Cambridge, 2017b, S. 12) und Europa ohne Grossbritannien (Gesamtvolumen 2016 Euro 2.06 Mrd., University of Cambridge, 2018, S. 21) getrennt zu betrachten. Auch in Europa werden bei weitem die grössten Volumen in P2P Consumer Lending und P2P Business Lending erzielt.

CHF Mrd.	Alternative Finance Market	davon Marketplace/P2P Property Lending	Marktanteil Property Lending
China	240.340	6.934	2.9%
Asia-Pacific ohne China	1.974	0.307	15.6%
USA	33.961	0.985	2.9%
Amerika ohne USA	0.704	0.099	14.0%
Grossbritannien	6.132	1.536	25.1%
Europa ohne Grossbritannien	2.248	0.104	4.6%
Total	285.359	9.965	3.5%

Tabelle 6: Marktvolumen Alternative Finance Markt und Property Lending 2016 in CHF (Quellen: University of Cambridge, 2017a, S. 23; University of Cambridge, 2017b, S. 13; University of Cambridge, 2017c, S. 30 & 57; University of Cambridge, 2018, S. 30; SNB, 2018d; eigene Berechnungen)

Die obenstehende Tabelle zeigt die Grössenverhältnisse des gesamten Alternative Finance Marktes zu Property Lending in den verschiedenen Regionen 2016, umgerechnet zu Jahresmittelkursen in CHF zur besseren Vergleichbarkeit (SNB, 2018d). Dabei ist zu beachten, dass für Europa ohne Grossbritannien, wo die Property Lending Daten erstmals 2016 erfasst wurden, die Real Estate Lending Daten nur aus fünf Ländern stammen (Dänemark, Estland, Lettland, Litauen und Schweden). Dass es mindestens auch in Deutschland, Österreich und der Schweiz schon in diesem Jahr Kredite dieser Art gab, wird weiter unten aufgezeigt.

Insgesamt wird auf Basis der Erhebung der University of Cambridge das Volumen des Alternative Finance Marktes 2016 auf CHF 285 Mrd. geschätzt, davon gingen 3.5% oder rund CHF 10 Mrd. ins Marketplace Property Lending (obenstehende Tabelle, 3. und 4. Kolonne). Man kann feststellen, dass die Marktanteile von Marketplace Property Lending je nach Region sehr unterschiedlich sind. Das grösste Gewicht nimmt es in Grossbritannien ein, wo es $\frac{1}{4}$ des Marktes ausmacht, während es in den beiden grössten Märkten, China und USA, weniger als drei Prozent ausmacht (Tabelle 4. Kolonne).

Vorläufig scheint das Phänomen Marketplace Lending noch weitgehend auf nationale Märkte beschränkt zu sein. Dazu University of Cambridge (2018): „[...] it is evident that a significant share of platforms across all alternative finance models are operating internationally to some degree, albeit cross-border transactions still represent only a modest share of platform volumes.“ (S. 41). Diese Erkenntnis legt den Schluss nahe, den Fokus auf die Situation in der Schweiz, Deutschland und Österreich zu setzen.

Schweiz, Deutschland und Österreich 2016/17

Während der grosse Vorteil der Studien der University of Cambridge die globale Reichweite ist, mangelt es ihnen an Aktualität, Tiefe und Vollständigkeit, zumal manche Plattformen nicht an der Umfrage teilnehmen. In diesem Absatz wird ein Blick auf die drei Länder Deutschland, Österreich und Schweiz (DACH) geworfen, zumal für diese etwas detailliertere und aktuellere Daten gefunden werden konnte.

Der Vorteil der Studie der Hochschule Luzern (Dietrich & Amrein, 2018) ist die Repräsentativität für die Schweizer Verhältnisse²². Demnach betrug das Volumen in Real Es-

²² dazu Simon Amrein, Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ: „[...] Der Unterschied liegt in der Qualität der Datenerfassung. Wir kennen alle Betreiber der CH-Plattformen persönlich und treffen diese auch mindestens einmal jährlich. Somit können wir sicherstellen, dass wir sämtliche Daten von allen Schweizer Plattformen haben. Un-

tate Crowdlending 2017 CHF 23.1 Mio., knapp acht Mal mehr als im Vorjahr, wie aus nachfolgender Tabelle hervorgeht.

CHF Mio.	Crowdfunding Markt	davon Real Estate Crowdlending	Marktanteil Real Estate Lending
2016	128.2	2.9	2.3%
2017	374.5	23.1	6.2%

Tabelle 7: Marktvolumen Crowdfunding Markt und Real Estate Crowdlending Schweiz 2016 und 2017 (Quelle: Dietrich & Amrein, 2018, S. 11 & S. 20, eigene Berechnungen)

Der Deutsche Markt für Alternative Finance hatte 2016 ein Volumen von Euro 322 Mio. und wies scheinbar kein Marktsegment für Marketplace/P2P Property Lending auf (University of Cambridge, 2018, S. 63). In Deutschland führt crowdfunding.de periodisch Erhebungen durch (Crowdfunding.de, 2018a). Ihr Report umfasst allerdings nur den Markt für Crowdinvestments, den sie zudem etwas anders definieren als in dieser Arbeit. Sie verwenden Crowdinvestments als Oberbegriff²³ für Crowdinvestment (Gewinnbeteiligung) und Crowdlending (Zinsertrag). Die folgende Tabelle zeigt Daten für den Deutschen Markt. Kolonne 2 und damit auch Kolonne 4 sind nicht vergleichbar mit den vorangehenden Tabellen, zumal nicht der gesamte Crowdfunding Markt, sondern der Crowdinvesting Markt nach Definition crowdfunding.de aktuell verfügbar ist. Die Daten zum Real Estate Crowdlending, die von crowdfunding.de zur Verfügung gestellt wurden, wurden ergänzt durch direkte Erhebungen bei zwei Plattformen.

CHF Mio.	Crowdinvestment Markt	davon Real Estate Crowdlending	Marktanteil Real Estate Lending
2016	80.3	15.2	19.0%
2017	221.9	46.4	20.9%

Tabelle 8: Marktvolumen Crowdinvestment Markt und Real Estate Crowdlending Deutschland 2016 und 2017 (Quellen: Crowdfunding.de, 2018a & 2018b; Zinsbaustein.de 2018a & 2018b; Zinsland.de, 2018; SNB, 2018d; eigene Berechnungen)

sere Daten sind somit repräsentativ für die Schweiz. Die UoC [University of Cambridge, Anmerkung Autor] verschickt jeweils eine Umfrage an alle Plattformen. Manche Plattformen beantworten diese, andere nicht. So kommt der Unterschied zustande. [...]“ Auszug aus email, 26.7.18

²³ „Viele Menschen investieren gemeinsam mit geringen Mindestanlagesummen online direkt in konkrete unternehmerische Vorhaben. Dies kann über eigen- oder fremdkapitalähnliche Mittel geschehen. Anleger erhalten einen festen Zins und/oder eine erfolgsabhängige Vergütung. Als Crowdinvestments zählen nur Darlehen für gewerbliche Zwecke, also keine privaten Konsumkredite. Der Anleger muss wissen, wer das Geld bekommt.“ (Crowdfunding.de, 2018a, S. 3).

Der Alternative Finance Markt Österreich umfasste 2016 Euro 22 Mio. (University of Cambridge, 2018, S. 95). Zu Österreich wurde keine aktuelle nationale Statistik gefunden. Von den führenden Plattformen hat eine ihre Daten zur Verfügung gestellt und bei zwei können die Informationen auf ihrer Homepage eingesehen werden. Demnach wurden 2016 CHF 5.6 Mio. (Euro 5.2 Mio.) und 2017 CHF 14.4 Mio. (Euro 12.9 Mio.) in Real Estate Crowdlending vermittelt (siehe folgende Tabelle).

CHF Mio.	Alternative Finance Market	davon Real Estate Crowdlending	Marktanteil Real Estate Lending
2016	24.0	5.6	23.5%
2017	#NV	14.4	#NV

Tabelle 9: Marktvolumen Real Estate Crowdlending 2016 und 2017 Österreich (Quellen: Rendity, 2018b; Home Rocket, 2018; Dagobertinvest, 2018; SNB, 2018d; eigene Berechnungen)

Während davon ausgegangen werden kann, dass die Schweizer Daten repräsentativ sind und Deutschen annähernd repräsentativ, sind es die Österreichischen vermutlich nicht. Trotzdem soll für diesen geografischen Raum eine Volumen- und Wachstumsschätzung für Real Estate Marketplace Lending gemacht werden. Das Volumen hat sich in dieser Region von knapp CHF 24 Mio. 2016 auf knapp CHF 84 Mio. 2017 verdreieinhalbfacht (s. folgende Tabelle, 5. Kolonne).

CHF Mio.	Schweiz	Deutschland	Österreich	DACH
2016	2.9	15.2	5.6	23.8
2017	23.1	46.4	14.4	83.8
Veränderung	8.0x	3.0x	2.5x	3.5x

Tabelle 10: Marktvolumen Real Estate Crowdlending 2016 und 2017 Schweiz, Deutschland und Österreich (Quellen: Dietrich & Amrein, 2018, S. 11 & S. 20; Crowdfunding.de, 2018a & 2018b; Zinsbaustein.de 2018a & 2018b; Zinsland.de, 2018; Rendity, 2018b; Home Rocket, 2018; Dagobertinvest, 2018; SNB, 2018d; eigene Berechnungen)

Anzahl und Durchschnittsvolumen Real Estate Lending Projekte

In der Schweiz wurden 2017 27 Kredite im Real Estate Lending vermittelt, mit einem Durchschnittsvolumen von CHF 854'000 pro Kredit (Dietrich et al., 2018, S. 9). Auf Deutschen Plattformen wurden 2017 45 Kredite zu durchschnittlich EUR 927'000 vermittelt (Crowdfunding.de, 2018b; Zinsbaustein.de, 2018a; Zinsbaustein.de, 2018b; Zinsland.de, 2018c). In Österreich wurden 2017 36 Kredite zu durchschnittlich EUR 359'000 vermittelt (Dagobertinvest, 2018; Rendity, 2018b; Home Rocket, 2018)

Fazit Alternative Lending Markt

Die global festgestellten Volumina sind eindrücklich. Die teilweise hohen Wachstumsraten müssen insofern relativiert werden, als die Ausgangswerte, absolut betrachtet, in gewissen Fällen tief sind. Ob sich dieser Markt in der Schweiz vergleichbar entwickeln wird, kann nicht gesagt werden. Dietrich & Amrein (2018) kommen zum Schluss, dass sich das Schweizer Volumen in zwei Jahren verdoppeln müsste, um zu vergleichbaren pro Kopf Werten wie in Grossbritannien oder den USA zu kommen (S. 14).

Aufgrund der oben erwähnten Quellen ist bekannt, dass im ersten Semester 2018 sowohl in Deutschland als auch in Österreich, Volumina in der Grössenordnung wie im ganzen Vorjahr erzielt wurden. Zusammen mit der Annahme von Dietrich & Amrein (2018), die für 2018 von einem dreistelligen Millionenbetrag ausgehen (S. 32), scheint ein Volumen in Real Estate Marketplace Lending im DACH Raum 2018 in der Grössenordnung von CHF 250 Mio. denkbar.

3.4 Umfrage Anlageverhalten

Um das Anlageverhalten und die Bedürfnisse der Investoren bezüglich Kreditvergabe zu ergründen, wurde durch den Autor im Juli 2018 eine Umfrage bei Anlageverantwortlichen von verschiedenen Institutionen durchgeführt. Die Teilnehmer werden mit zwei Kriterien charakterisiert: Typ Institution (Vorsorgeeinrichtung, klassische Stiftung, Versicherung, Family Office oder andere) und Volumen der Kapitalanlagen. Bei der Umfrage ging es in einem ersten Teil im Wesentlichen darum zu erfahren, ob überhaupt in Kredite investiert wird oder nicht und falls ja, welche Gründe dafür sprechen, in welche Kredittypen, in welchem geografischen Raum (Schweiz/Ausland) und auf welche Art vorgegangen wird. Falls nicht in Kredite investiert wird, sollte ermittelt werden, welche Beweggründe dagegen sprechen. Betreffend Typen von Krediten (Hypotheken, Grundpfandtitel, Darlehen, Privatkredit, Firmenkredit usw.) ist die Umfrage bewusst offen gestaltet worden, um auch diesbezüglich klärende Informationen zu erhalten. Im zweiten Teil wird den Fragen nachgegangen, ob und falls ja, mit welchen Plattformen praktische Erfahrungen gemacht wurden. Die Umfrage schliesst mit der Kernfrage, welche die Voraussetzungen sind, damit Marketplace Lending Plattformen zu Einsatz kommen, resp. kommen könnten. Der Fragebogen ist im Anhang wiedergeben.

Es wurden rund 100 Anfragen verschickt und es haben 38 Personen an der Umfrage teilgenommen. Das entspricht einer Rücklaufquote von deutlich über 1/3. Ein Teil der Fragen wurde jeweils nicht von allen Teilnehmern beantwortet, zumal sich gewisse

Fragen an solche Teilnehmer richteten, die bisher in Kredite investierten und umgekehrt.

In diesem Unterkapitel wird die Auswertung der Antworten vorgestellt. Wo es sinnvoll erscheint, werden zudem Kreuzauswertungen zwischen zwei oder mehreren Fragen durchgeführt. Am Ende erfolgt eine Interpretation mit möglichen Erklärungsversuchen.

Teilnehmerstruktur

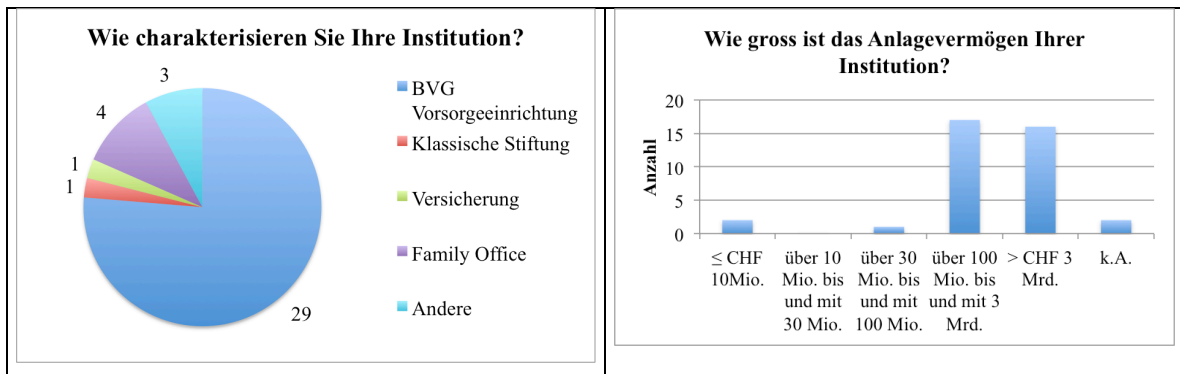


Abbildung 11: Teilnehmerstruktur Umfrage (Quelle: eigene Umfrage)

Wie aus obiger Abbildung links ersichtlich, sind 76% (29 von 38) der Teilnehmer Vorsorgeeinrichtungen, darunter auch unabhängige Sammelstiftungen. 11% (4) sind Family Offices. 92% der Teilnehmer, die dazu Auskunft geben, verwalten Kapitalanlagen von über CHF 100 Mio., davon knapp die Hälfte über CHF 3 Mrd. (Abbildung oben rechts). Damit sind vor allem grosse bis sehr grosse Vermögen vertreten. Ein Teilnehmer ist ein Beratungsunternehmen für klassische Stiftungen und verwaltet selber kein Vermögen. Dessen Antworten sind dennoch wertvoll, um die Sicht der sonst wenig vertretenen klassischen Stiftungen (1 Teilnehmer) einzubringen.

25 oder 66% der Teilnehmer investiert in Kredite, 34% nicht (s. folgende Abbildung)

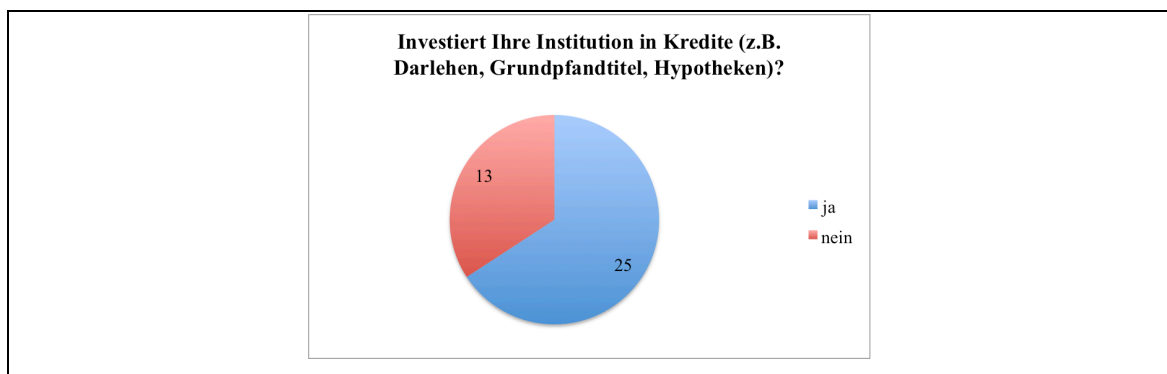


Abbildung 12: Frage, ob Teilnehmer in Kredite investieren oder nicht (Quelle: eigene Umfrage)

Teilnehmer, die bereits in Kredite investieren

68% der kreditvergebenden Teilnehmer haben seit über 10 Jahre Erfahrung damit (17 von 25). 16% blicken auf 1½ bis 10 Jahre Erfahrung zurück und 12% haben in den letzten 18 Monaten damit angefangen.

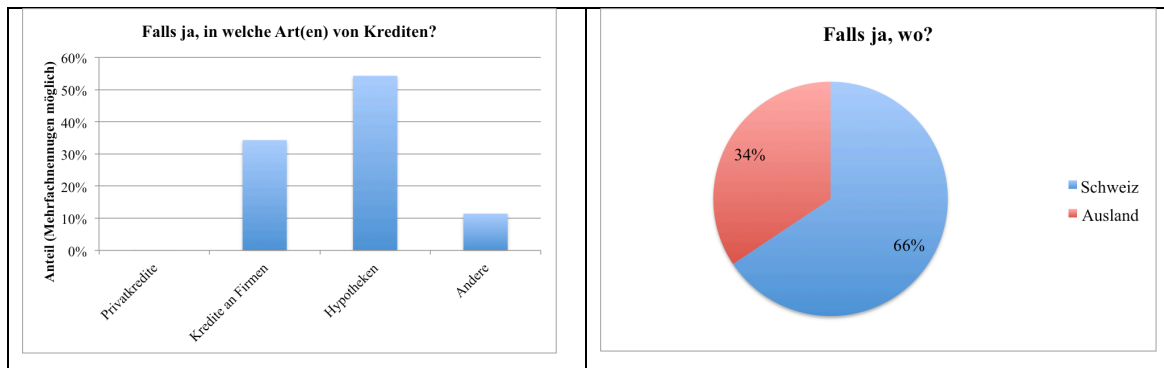


Abbildung 13: Art und geografische Lage der Kredite (Quelle: eigene Umfrage)

Bei den Fragen nach der Art und der geografischen Lage der Kredite waren Mehrfachantworten möglich. Wie aus der Abbildung oben links hervorgeht, ist die häufigste Art von Krediten die Hypothek, mit 54% der Nennungen (19 von 35), gefolgt von Krediten an Firmen (34%). Andere Arten von Krediten sind: Darlehen an Schweizer Gemeinden und Städte, öffentlichrechtliche Institutionen, mixed (via Fonds) und Senior Secured Loans. Keiner der Teilnehmer vergibt Privatkredite. 10 Teilnehmer (40%) investieren ausschliesslich in Hypotheken. 66% der Kredite werden in der Schweiz vergeben und 34% im Ausland (Abbildung oben rechts). Von den 25 Teilnehmern, die Kredite vergeben, vergeben 28% sowohl im In- wie auch im Ausland Kredite. 56% der Teilnehmer vergeben ausschliesslich Kredite in die Schweiz. Die Kreuzauswertung der beiden Fragen lässt weitere Erkenntnisse zu: Von denjenigen 10 Teilnehmern, die ausschliesslich Hypotheken vergeben, bleiben 90% damit in der Schweiz. Einer von 10 diversifiziert damit ins Ausland. Auf der anderen Seite investieren diejenigen vier Teilnehmer, die nur in Firmenkredite investieren zu 75% nur im Ausland und nur einer verteilt diese über die Schweiz und das Ausland. Von den 10 Teilnehmern, die eine Diversifikation der Kredittypen vornehmen, bleiben vier damit in der Schweiz und sechs suchen zudem Anlagen dazu im Ausland. Schliesslich investiert keiner von den Teilnehmern, die ausschliesslich Kredite ins Ausland vergeben, in Hypotheken.

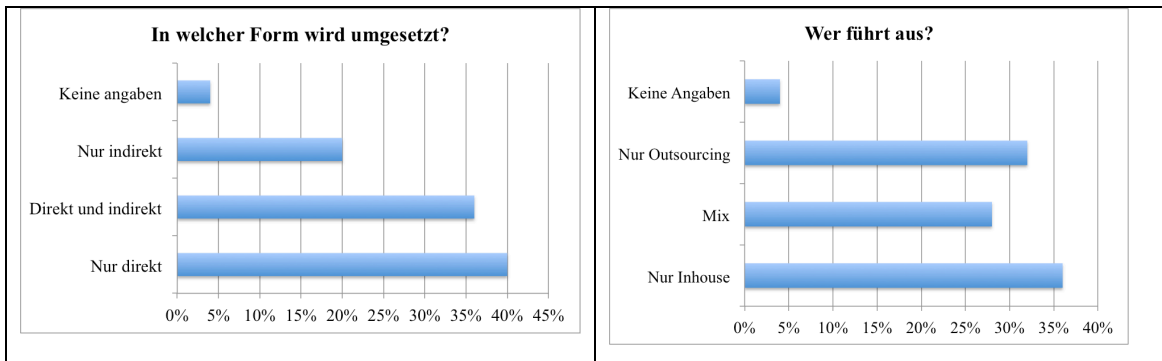


Abbildung 14: Kreditmanagement indirekt vs. direkt / inhouse vs. outsourcing (Quelle: eigene Umfrage)

Wie aus obiger Abbildung links hervorgeht, setzen 40% (10 von 25) ausschliesslich auf direkte Anlagen und 20% nur auf indirekte Anlagen, während 36% (9 von 25) auf einen Mix Direkt/Indirekt setzen. Auf die Frage, wer für die Umsetzung der Kreditportfoliomanagements zuständig ist, geben 36% (9 von 25) an, das ausschliesslich selber zu tun (nur Inhouse) und 32% geben an, diese Aktivität vollständig auszulagern (nur Outsourcing), während für weitere 28% eine Kombination zwischen In- und Outsourcing gewählt wird. Die Kreuzauswertung der beiden Fragen zeigt, dass von den 10, die ausschliesslich direkt investieren, neun auf eigene Fachkräfte setzen (Inhouse) und einer diese Aktivität ausgelagert hat.

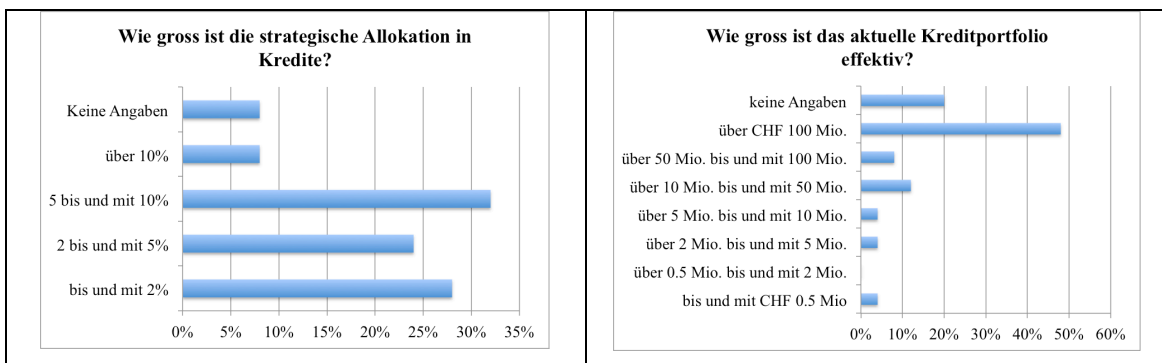


Abbildung 15: Strategische und effektive Allokation Kreditportfolio (Quelle: eigene Umfrage)

Die beide obenstehenden Abbildungen zeigen die strategische relative und die effektive absolute Allokation der Kreditportfolios. Von den 25 Teilnehmern, die ein Kreditportfolio führen, alloziert knapp ein Drittel (8) zwischen fünf und zehn Prozent ihre Gesamtportfolios in Kredite. 28% allozieren weniger als zwei Prozent in Kredite (7 von 25). Knapp ein Viertel alloziert zwei bis fünf Prozent. Acht Prozent haben eine strategische Allokation von über 10% in Kredite (Abbildung oben links). Fast die Hälfte (12 von 25) der Teilnehmer führen ein Kreditportfolio von mehr als CHF 100 Mio. Bei 12% der Teilnehmer beträgt das Volumen der Kredite CHF 10 bis 50 Mio. Bei weiteren acht Prozent beträgt das Volumen CHF 50 bis 100 Mio. Bei 12% der Teilnehmer ist das Kreditportfolio kleiner als CHF 10 Mio. (Abbildung oben rechts).

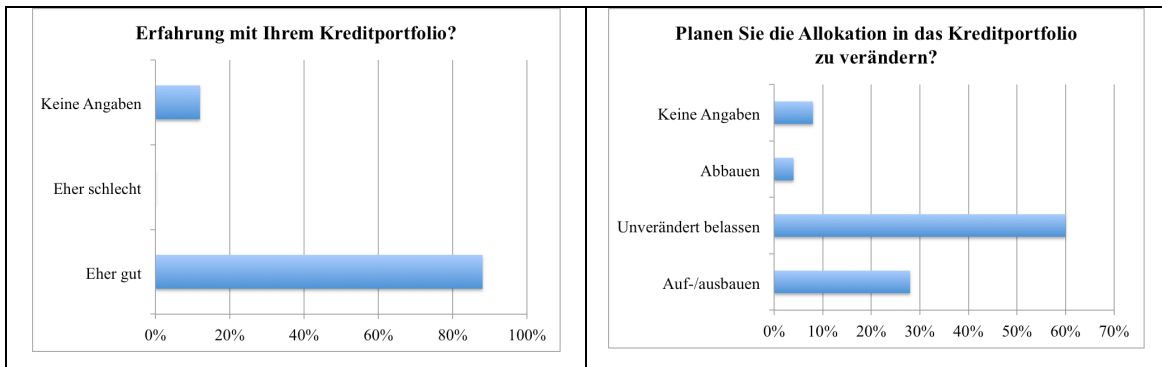


Abbildung 16: Zufriedenheit und Pläne mit Kreditportfolio (Quelle: eigene Umfrage)

Die Erfahrungen mit dem Kreditportfolio sind positiv und keiner der Teilnehmer äussert sich negativ dazu (Abbildung oben links). Bei dieser Frage wurde das Freitextfeld von 13 Teilnehmern für Kommentare genutzt. Generell seien die Erwartungen erfüllt worden und es sei relativ einfach abzuwickeln, obschon der Ausbau weniger schnell als erhofft erfolgte. In Bezug auf die Risiken wurde festgestellt, dass bei Hypotheken, insbesondere bei selbstbewohnten Objekten keine Ausfälle zu verzeichnen seien. Auch wird der Vorzug einer tiefen bis ganz abwesenden Volatilität hervorgehoben. Vielfach erwähnt wird die bessere Rendite im Vergleich zu anderen Anlageklassen (primär Obligationen) im Verhältnis zum eingegangenen Risiko²⁴.

Nach Angaben der Teilnehmer planen 60% (15 von 25) keine Änderung an der Allokation, während 28% ihr Kreditportfolio ausbauen und 4% dieses reduzieren wollen (Abbildung oben rechts).

Teilnehmer, die bisher nicht in Kredite investieren

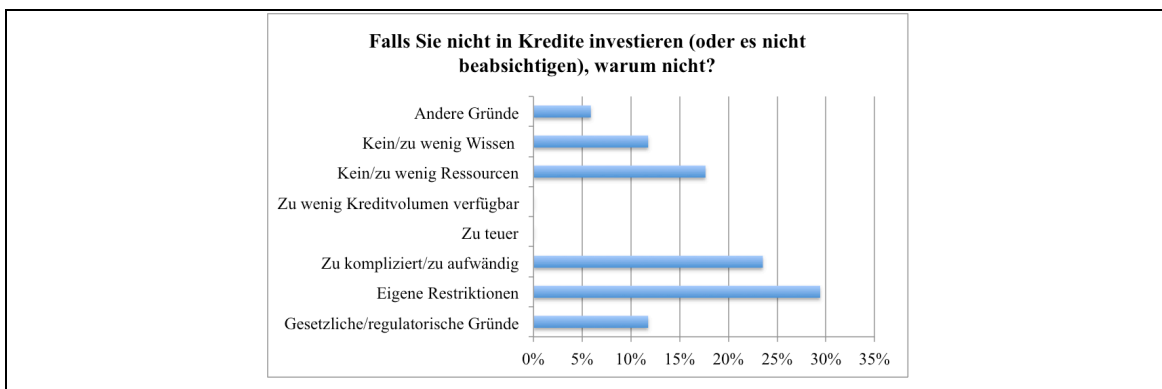


Abbildung 17: Gründe, die gegen Kredite sprechen (Quelle: eigene Umfrage)

Von den 13 Teilnehmern, die nicht in Kredite investieren geben 10 an, dies auch für die Zukunft nicht zu planen (drei machen keine Angaben dazu).

²⁴ Siehe Anhang: Umfrage – Freitextfeld zu Erfahrung mit Krediten.

Die drei am häufigsten angeführten Gründe sind eigene Restriktionen²⁵, die Einschätzung, dass es zu kompliziert oder aufwändig sei und, dass keine oder zu wenig eigene Ressourcen vorhanden sind. Kein vordergründiges Thema sind die verfügbaren Volumen und die Kosten. Das Freitextfeld wurde bei dieser Frage von zwei Teilnehmern genutzt. Der eine hält diese Anlageklasse für zu riskant, zu langfristig und zu wenig liquid. Der andere führt folgende Erklärung an: „wurde im Rahmen der kürzlichen Asset Liability Management-Studie gar nicht in Betracht gezogen. D.h. mitunter auch, dass unser unabhängiger Anlageexperte (der zahlreiche BVG-Stiftungen betreut), dies zumindest für uns nicht in Betracht gezogen hat. Effektiv hätten wir aber auch Ressourcen & Prozesse aufbauen müssen.“ (Umfrageteilnehmer)

Warum künftig in Kredite investieren?

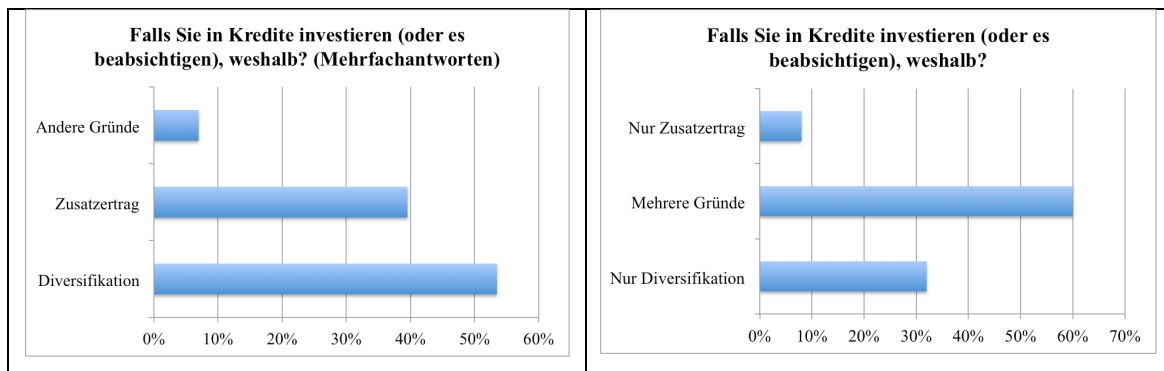


Abbildung 18: Gründe, die für Kredite sprechen (Quelle: eigene Umfrage)

Zur Frage warum in Kredite investieren, haben sich 25 Teilnehmer geäußert, inklusive drei, die bisher nicht in Kredite investierten. Die Abbildung oben links zeigt die Verteilung der Mehrfachantworten. Der häufigste Grund ist Diversifikation, in 32% (8 von 25) der Fälle ist das der einzige Grund (Abbildung oben rechts). Wie zudem aus der Abbildung oben rechts ersichtlich ist, sind für 60% der Teilnehmer (15) mehrere Gründe wichtig. Das Freitextfeld wurde bei dieser Frage von vier Teilnehmern genutzt. Dabei werden bereits früher aufgeführte Argumente bestätigt: „Zusatzertrag im Vergleich zu Bundesobligationen“, „Relativ sichere Kredite“ sowie „Floating rates“ (Umfrageteilnehmer). Neue Gründe, die aufgeführt werden: „zudem auch Vorteile bei der Bewertung (zu Nominal [d.h., Anm. Autor] keine Zinssensitivität bei Bewertung)“ und „Negativzinsen“ (Umfrageteilnehmer).

²⁵ Die Umfrage erlaubt keinen Aufschluss darüber, welche Restriktionen dies sind.

Bisherige Erfahrungen mit Marketplace Lending Plattformen

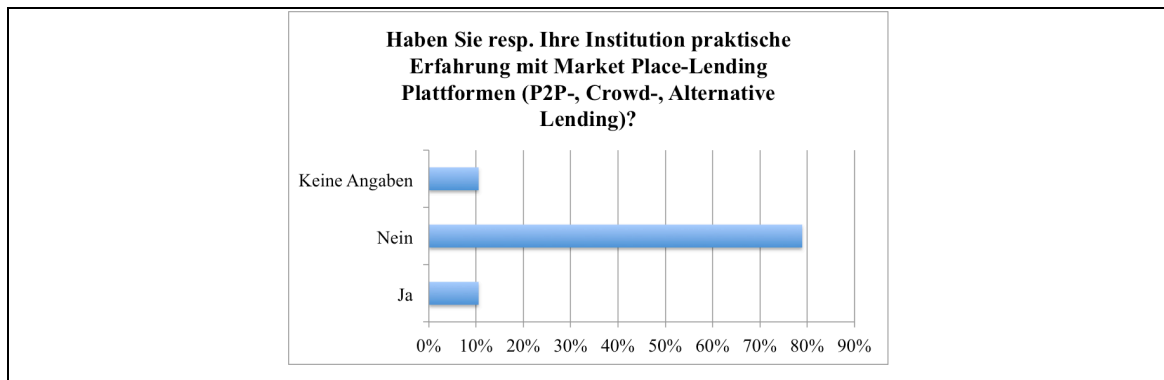


Abbildung 19: Erfahrungen mit Marketplace Lending Plattformen (Quelle: eigene Umfrage)

Wie aus obiger Abbildung hervorgeht, hat die grosse Mehrheit (30 von 38) keine Erfahrungen mit Marketplace Lending Plattformen. Von den vier, die Erfahrungen haben, hat je die Hälfte eher gute, resp. eher schlechte Erfahrungen damit gemacht. Als Grund für die eher negative Erfahrung wird der fehlende Mehrwert aufgeführt. Zum negativen Urteil kommt ein Investor mit einem Kreditportfolio vom über CHF 100 Mio., das mehr als 10% des Gesamtvermögens einnimmt. Er investiert direkt sowohl in Firmenkredite, als auch in Hypotheken und setzt dies mit eigenen Mitarbeitern um.

Bei den betreffenden Teilnehmern wurde mit drei Plattformen praktische Erfahrungen gemacht:

- www.loanboox.com: drei Nennungen
- <https://lend.ch>: eine Nennung
- <https://hypomat.glkb.ch>: eine Nennung

Wobei letztere die Online-Hypothek Seite der Glarner Kantonalbank ist. Hierbei handelt es sich um das Vertriebsportal einer Bank und nicht um eine Marketplace Lending Plattform.

Voraussetzungen für den Einsatz von Marketplace Lending Plattformen

Auf die letzte fachliche Frage haben 31 von 38 oder 82% der Teilnehmer geantwortet. Es ging darum, die Voraussetzungen für den Einsatz von Marketplace Lending Plattformen zu ermitteln. Sie wurden aufgefordert, die vier ihnen am wichtigsten erscheinenden Themen zu nennen. Die vier am meisten genannten Voraussetzungen sind (1) das Angebot einer Kreditprüfung und eines Ratings durch die Plattform, (2) das Vorhandensein eigener Ressourcen mit Know-How, (3) die Verfügbarkeit von Sicherheiten

und (4) die zusätzliche Kontrolle der Kreditprüfung und des Ratings durch eine von der Plattform unabhängigen Instanz, sei es intern oder extern.

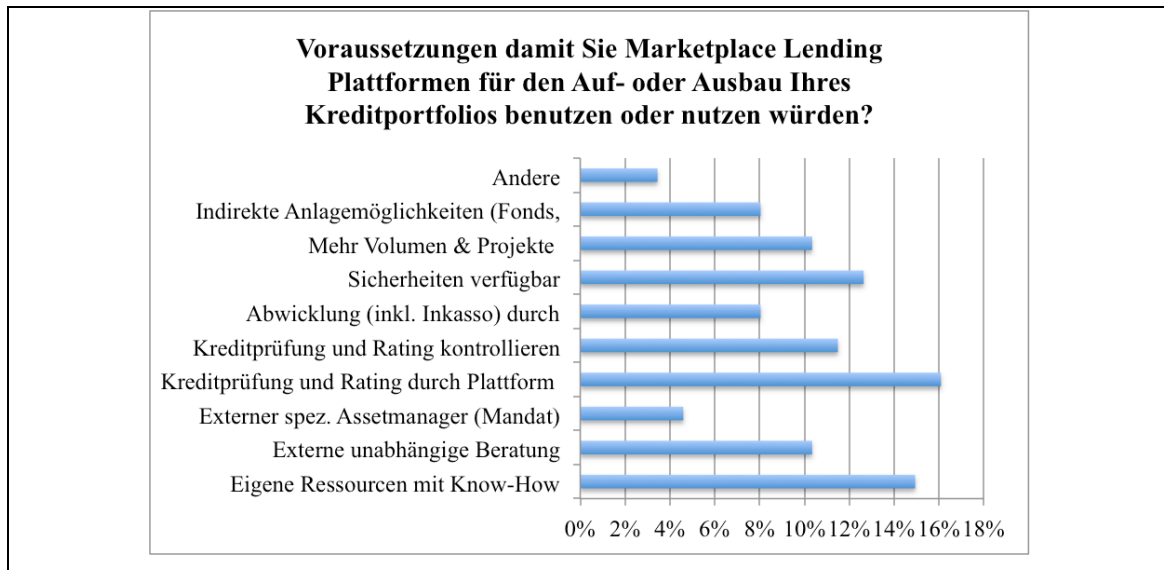


Abbildung 20: Voraussetzungen für den Einsatz von Marketplace Lending Plattformen (Quelle: eigene Umfrage)

Vier Teilnehmer haben einen Kommentar zu den Voraussetzungen ins Freitextfeld platziert: „momentan und bis auf Jahre hinaus ausgeschlossen“, „Keine, kein Mehrwert“, „Anrechenbarkeit an das gebundene Vermögen Pricing“ und „Kosten so tief wie möglich“ (Umfrageteilnehmer).

Fazit – Interpretation der Umfrage und weitere Kreuzauswertungen

Die Umfrage deckt schwergewichtig die Sicht von Vorsorgeeinrichtungen, sowie grosse bis sehr grosse Vermögen ab. Das hängt nur zum Teil mit dem Netzwerk des Autors zusammen, zumal auch etliche Institutionen kleiner und mittlerer Grösse angefragt wurden. Die Erfahrung des Autors hat gezeigt, dass die Vertreter dieser Gruppen tendenziell offener für Austausch sind und transparenter kommunizieren als andere. Family Offices haben aufgrund des meist privaten Charakters der Eigentümer, aus nachvollziehbaren Gründen oft eine sehr zurückhaltende Kommunikationspolitik. Auch klassische Stiftungen können einen privaten Charakter haben und pflegen deshalb eine wenig transparente Politik. Die zwei letzteren Gruppen sind zudem nicht den Transparenz- und Offenlegungspflichten der Vorsorgeeinrichtungen unterstellt (z.B. aufgrund von Art. 47 – 48a und Art. 48f BVV2). Ob Investoren, die bereits Erfahrungen mit Krediten haben, eher bei einer Umfrage zu diesem Thema teilnehmen, da sie im Gegensatz zu den anderen (nicht in Kredite investierenden) mehr Interesse daran haben, kann nicht gesagt werden. Die Anzahl und Struktur der Teilnehmer erlauben weder eine Analyse der statistischen

Signifikanz noch eine sehr aussagekräftige differenzierte Aussage nach Sektoren zu machen. Dennoch können einige Schlüsse gezogen werden.

2/3 der Teilnehmer investiert in Kredite und davon über 2/3 schon seit mehr als 10 Jahren. Das zeigt, dass diese Anlagekategorie weder neu noch exklusiv ist.

Der verbreitetste Kredittyp ist die Hypothek. Das liegt vermutlich an der empfundenen Sicherheit von Immobilien und der gängigen Besicherung mit Schuldbriefen. Die Kreuzauswertung zwischen Kredittyp und Dauer der Erfahrung zeigt, dass alle 17 Teilnehmer mit über 10 jähriger Erfahrung auf jeden Fall mit Hypotheken zu tun hatten, davon über die Hälfte ausschliesslich mit Hypotheken. Dies legt die Vermutung nahe, dass Hypotheken die älteste Kreditkategorie ist, in die bisher investiert wurde. Dies würde die Erfahrung des Autors mit Vorsorgeeinrichtungen bestätigen.

Es scheint einen klaren Domestic-Bias zu geben, zumal 56% der Kreditvergebenden Teilnehmer ausschliesslich Kredite in der Schweiz vergeben, während 16% dies nur im Ausland tun. Der Domestic-Bias ist bei Hypotheken besonders ausgeprägt, zumal 90% der Investoren, die exklusiv darin aktiv sind, nur in der Schweiz investieren. Die plausibelste Erklärung dafür ist, dass Anlageverantwortliche eine Präferenz haben für nahe liegende Investitionen, besonders, wenn sie illiquide sind. Dazu kommen legale Gründe: der Aufwand, in einer fremden Jurisdiktion direkt Hypotheken oder andere Kredite zu vergeben ist beträchtlich (Umfrageteilnehmer).

Die Vergabe eines externen Mandats (Outsourcing) für die Umsetzung von direkten Investitionen scheint bei Krediten nicht sehr verbreitet, zumal 90% der Teilnehmer die ausschliesslich direkt investieren eine Inhouse Lösung betreiben. Die Kreuzauswertung zwischen Kredittyp und Art der Umsetzung zeigt, dass von den 10, die ausschliesslich in Hypotheken investieren, sechs dies nur direkt tun und fünf davon exklusiv eigene Mitarbeiter dafür einsetzen. Auf der anderen Seite setzen 56% (14 von 25) indirekte Anlagen ein, womit über die Hälfte auch auf Outsourcing Lösungen setzen.

Ein Kreditportfolio aufzubauen kann Zeit brauchen. Ein Hinweis dazu gibt, mit einer Ausnahme, die Kreuzauswertung der Frage nach der absoluten Grösse und der Erfahrung. Von den 12 Teilnehmern, die ein sehr grosses Kreditportfolio (über CHF 100 Mio.) ausweisen, führen dies 10 seit über 10 Jahren²⁶. Einer hat in den vergangenen 1½ bis 10 Jahren damit begonnen und einer gibt an, innerhalb der vergangenen 18 Monaten

²⁶ Diese Feststellung soll nicht als Kausalität verstanden werden.

damit angefangen zu haben (s. folgende Abbildung links). Letzterer vergibt keine Hypotheken, sondern Darlehen an Schweizer Gemeinden und öffentlich rechtliche Institutionen²⁷. Das deutet darauf hin, dass dieses Segment einen relativ raschen Aufbau erlaubt. Bei diesem Teilnehmer vergeben ausschliesslich eigene Mitarbeiter direkte Kredite.

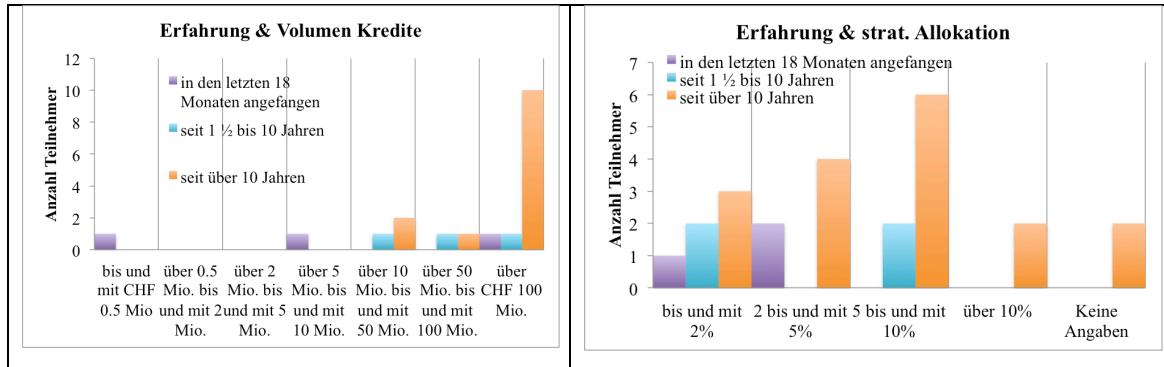


Abbildung 21: Erfahrung und Allokation (Quelle: eigene Umfrage)

Die obige Abbildung rechts zeigt, dass 27% der Teilnehmer, die in Kredite investieren und dazu Angaben machen (6 von 22), eine Allokation von unter 2% angeben. Einer davon hat in den vergangenen 18 Monaten damit angefangen, die übrigen haben bereits mehr als 1½, teilweise über 10 Jahre Erfahrung damit. Wie im Theorieteil ausgeführt, macht eine sehr geringe Allokation im Gesamtportfolio-Kontext wegen der bescheidenen Auswirkung auf die gesamte Performance ökonomisch wenig Sinn. Es ist interessant festzustellen, dass einige Teilnehmer, auch mit vielen Jahren Erfahrung, eine Allokation von fünf und weniger Prozent angeben. Was könnte dieses Verhalten erklären? Diese Umfrage erlaubt keine Antwort auf diese Frage. Intuitiv sind fünf Erklärungen plausibel. Für die, die eben damit angefangen haben, könnte es (1) das Vorsichts-Argument sein. Für die Investoren, die trotz mehrerer Jahre Erfahrung noch relativ wenig in Kredite allozieren, können verschiedene Gründe vermutet werden: (2) es fehlt an Vertrauen, (3) es fehlt an Opportunitäten oder (4) der Entscheid in Kredite zu investieren hat keine primär finanziellen Gründe, sondern es geht womöglich darum, einer ausgewählten Gruppe, z.B. den Destinatären einer Pensionskasse, günstige Hypotheken zu ermöglichen. Ein weiterer Grund kann auch sein, dass (5) der Aufwand und die Kosten als zu hoch eingeschätzt werden. Die Gründe (2) und (4) decken sich mit den Erkenntnissen von Reicherter (2013).

Von den 25 Teilnehmern, die bisher in Kredite investierten, äussern sich 22 zu den Voraussetzungen für den Einsatz von Market Lending Plattformen. Die drei wichtigsten Themen bei dieser Gruppe sind die *Kreditprüfung durch die Plattform*, die *unabhängige*

²⁷ Dies deckt sich mit den Erkenntnissen von Anhorn & Moor (2015)

Kontrolle davon, sowie *eigene Ressourcen* mit Know-How. Der Vorteil für diese Teilnehmer ist, dass die Mehrheit davon (14 von 22) bereits über eigene Mitarbeiter in diesem Bereich verfügt.

Wer bisher nicht in Kredite investierte, beabsichtigt das mehrheitlich auch künftig nicht (10 von 13 Teilnehmern). Die wichtigsten Gründe sind selbst auferlegte Restriktionen, sowie die Einschätzung, dass es zu kompliziert und aufwändig sei. In dieser Gruppe hat sich dennoch eine Mehrheit (8 von 10) zu den Voraussetzungen für den Einsatz von Market Lending Plattformen geäußert. Die zwei wichtigsten Prämissen wären der Aufbau *eigener Ressourcen* mit Know-How, sowie die Verfügbarkeit von *Sicherheiten*. Fazit: Während *eigene Ressourcen mit Know-How* das wichtigste gemeinsame Kriterium ist, setzen die erfahrenen Teilnehmer genau auf diese, um auch die *Kreditprüfung zu kontrollieren*, während die andern, unerfahrenen, sich eher auf die Verfügbarkeit von *Sicherheiten* verlassen würden.

Bei der Frage nach den *Voraussetzungen* für den Einsatz von Marketplace Lending Plattformen ist die Tatsache interessant, dass das Kriterium *Mehr Volumen & Projekte* erst an fünfter Stelle erscheint, zusammen mit *Externe unabhängige Beratung*. Vor dem Hintergrund, dass Teilnehmer aufgrund der Vermögen ihrer Institutionen einen sehr grossen Anlagebedarf haben und die bisher verfügbaren Volumen auf Market Lending Plattformen noch relativ bescheiden sind, hätte eine höhere Gewichtung dieses Kriteriums erwartet werden können. Wie kann das interpretiert werden? Da 31 von 38 Teilnehmern sich zur letzten Frage geäußert haben, kann geschlossen werden, dass zumindest ein gewisses Interesse für dieses Thema besteht. Wenn ein Investor offen ist für den Einsatz von Marketplace Lending Plattformen, könnte er mit einem kleinen Teil des Kreditportfolios beginnen und dann graduell Erfahrungen sammeln. Weiter kann es sein, dass er die Volumenentwicklung positiv sieht und somit absehbar genügend Volumen verfügbar sein wird.

3.5 Praxistest

In diesem Unterkapitel werden zunächst die aktuellen Renditen am Kapitalmarkt geprüft, anschliessend werden ausgewählte Plattformen kurz vorgestellt und dann das kleine Kreditportfolio dargelegt.

Kapitalmarktumfeld

Im August 2018, während die Kredite geprüft wurden, wurden das Renditeniveau, die Credit Spreads, sowie mögliche Anlagealternativen am Kapitalmarkt geprüft.

Für Laufzeiten von einem bis drei Jahren waren die Verfallrenditen auf Staatsanleihen in der Schweiz bei -0.7 bis -0.76%, in Deutschland bei -0.64 bis -0.53%²⁸.

Am Kapitalmarkt betrug der mittlere Yield-Spread (Credit Spread) zwischen Nicht-Banken Anleihen mit Rating im BBB Bereich und fünf Jahren Restlaufzeit zu Deutschen Staatsanleihen mit derselben Restlaufzeit in der Periode Januar 2017 bis Juli 2018 im Mittel 0.78 Prozentpunkte²⁹. Gegen Ende dieser Periode (Mai bis Juli 2018) ist der Credit Spread auf durchschnittlich 0.97 Prozentpunkte angestiegen.

Ein Anlage suchender Investor hätte beispielsweise Schweizerfranken Obligationen der Pfandbriefbank oder der Pfandbriefzentrale kaufen können³⁰. Beide Emittenten haben ein AAA Rating (PBZ, 2018; Moody's, 2018b). Damit hat ein Investor eine Anleihe mit Top-Rating und Immobilienbezug. In den Laufzeiten von einem bis drei Jahren betragen die Renditen auf Verfall auf Obligationen dieser Emittenten zwischen -0.60% und -0.37%³¹.

Plattformen Schweiz, Deutschland und Österreich

Dietrich & Amrein (2018) zählen per Ende April 2018 43 aktive Crowdfunding Plattformen mit Sitz in der Schweiz. Davon sind 17 im Crowdlending und davon wiederum fünf im Real Estate Crowdlending aktiv (S.8). Dazu kommen weitere Plattformen für Immobilienfinanzierung. Es wurden in der Schweiz, Deutschland und Österreich 19 Plattformen identifiziert, die im Bereich Immobilien-Kredit-Finanzierung aktiv sind³².

Kurzprofil ausgewählter Plattformen

In diesem Abschnitt werden die relevanten Schweizer Real Estate Crowdlending Plattformen, sowie diejenigen in Deutschland und Österreich, bei denen Investitionen getätigt wurden, kurz vorgestellt. Die Reihenfolge richtet sich nach dem Gründungsjahr, resp. nach dem Alphabet.

²⁸ Siehe Anhang: Zinsstrukturkurven CHF und Euro

²⁹ Siehe Anhang: Credit Spread Kapitalmarkt

³⁰ In den Laufzeiten von wenigen Jahren werden Obligationen praktisch nicht mehr gehandelt. Für grosse Anleihen stellen Market Maker Geld und Brief-Kurse für Volumen von ca. CHF 250' bis 500'000 (SIX, 2018c; eigene Erfahrungen).

³¹ Siehe Anhang: Verfallrenditen auf CHF Obligationen

³² Siehe Anhang: Identifizierte Plattformen die im Bereich Real Estate Lending tätig sind.

Die Cashare AG mit Sitz in Hünenberg ZG wurde 2008 gegründet und ist damit die älteste Schweizer Plattform. Zehn Jahre Geschäftstätigkeit sind in diesem Markt nicht selbstverständlich, zumal festgestellt werden kann, dass einige neue Plattformen nach ein bis drei Jahren wieder aus dem Markt verschwinden (Dietrich & Amrein, 2018, S. 9 und S. 10). Sie vermitteln Privat- und KMU-Darlehen, sowie Immobilienkredite an private und institutionelle Anleger. Mit der Vermittlung von Hypotheken wurde im zweiten Quartal 2018 gestartet (Cashare, 2018c). Das minimale Investment beträgt CHF 200, je nach Projekt CHF 1'000. Sie stufen auf Basis einer proprietären Bonitätsanalyse die Kredite in acht Ratingkategorien ein. Wie in folgender Abbildung dargestellt, wird jeder Kategorie eine Zinssatz-Bandbreite zugeordnet. 80% der Anfragen werden mit D, E oder F eingestuft und verworfen (Cashare, 2018a, S. 14). Auf dieser Plattform wurde ein grundpfandgesicherter Kredit für ein Musterhaus im Zürcher Oberland von CHF 1'000 platziert (Nr. 8116 in der Tabelle weiter unten).

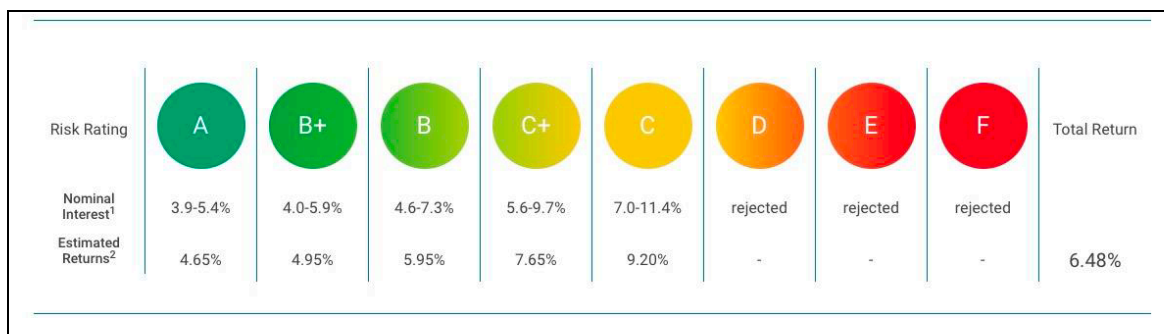


Abbildung 22: Rating Kategorien (Quelle: Cashare, 2018a, S. 14)

Die Civum GmbH mit Sitz in Hamburg (D) wurde 2014 gegründet und tritt auf ihrer Homepage unter dem Namen „Zinsland“ auf. Sie vermitteln ungesicherte, sogenannte qualifizierte Nachrangdarlehen³³, zwischen Projektentwicklern und privaten oder institutionellen Anlegern. Das minimale Investment beträgt EUR 500. Seit 2015 und bis Mitte August 2018 wurden über 50 Projekte mit einem gesamten Volumen von rund EUR 39 Mio. finanziert (Zinsland, 2018a). Davon wurden 15 bereits zurückgezahlt und sind 34 noch am laufen (Zinsland, 2018c)³⁴. Es wird kein Rating veröffentlicht³⁵. Die verfügbare Dokumentation ist sehr detailliert und erlaubt dem Investor sich über das Projekt und die Gegenpartei zu informieren. Auf dieser Plattform wurde ein Kredit für

³³ Siehe Anhang: Qualifiziertes Nachrangdarlehen.

³⁴ Bei einem Projekt erschien am 15.2.18 eine Pressemitteilung, wonach über das Vermögen des Kreditnehmers ein Insolvenzverfahren eröffnet wurde (Zinsland, 2018b).

³⁵ Es erfolgt der Risikohinweis gemäss § 12 Abs. 2 Vermögensanlagegesetz: „Der Erwerb dieser Vermögensanlage ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann zum vollständigen Verlust des eingesetzten Vermögens führen.“

ein Bauprojekt in Offenbach bei Frankfurt am Main (D) von Euro 500 platziert (HK18 in der Tabelle weiter unten).

Die Dagobertinvest GmbH mit Sitz in Wien (A) wurde 2015 gegründet. Sie vermitteln qualifizierte Nachrangdarlehen zwischen etablierten Projektentwicklern und privaten oder institutionellen Anlegern³⁶. Bis Juni 2018 wurden, seit 2016, 42 Projekte im Umfang von total Euro 11.5 Mio. vermittelt (Dagobertinvest, 2018). Das minimale Investment beträgt EUR 250. Es wird kein Rating veröffentlicht. Stattdessen wird auf das erhebliche Risiko der Anlage hingewiesen³⁷. Dem Investor werden umfassende Dokumentationen zu Projekt und Gegenpartei zur Verfügung gestellt, damit er sich selber ein Bild machen kann. Auf dieser Plattform wurde ein Kredit für ein Bauprojekt in Wien (A) von Euro 250 platziert (P156 in der Tabelle weiter unten).

Die Home Rocket GmbH mit Sitz in Graz (A) wurde mutmasslich³⁸ 2015 gegründet. Sie vermittelt qualifizierte Nachrangdarlehen zwischen Projektentwicklern in Österreich und Deutschland und privaten, sowie institutionellen Investoren. Ab 2015 bis Mitte August 2018 wurden 27 Projekte mit total rund Euro 13 Mio. finanziert (Home Rocket, 2018) Das minimale Investment beträgt EUR 250. Der tatsächliche durchschnittliche Investitionsbetrag pro Anleger ist höher und liegt zwischen Euro 760 und 2'530 (Home Rocket, 2018; eigene Berechnungen). Auch diese Plattform veröffentlicht kein Rating, sondern verweist auf das erhebliche Risiko und überlässt die Bonitätsanalyse dem Investor auf Basis detaillierter Dokumentationen. Auf dieser Plattform wurde ein Kredit für ein Bauprojekt in Berlin (D) von Euro 250 platziert (BA01 in der Tabelle weiter unten).

Die Rendity GmbH mit Sitz in Wien (A) wurde mutmasslich³⁹ 2015 gegründet. Sie vermitteln Entwicklungs- und Bestandsprojekte in Form von Nachrangdarlehen an private und juristische Personen. Der Anbieter erstellt ein Rating (A bis E) in Funktion von acht Kriterien (Lage, Vermietungsgrad, Entwicklungsphase, Entwicklungsvolumen, Immobilien-Typ, Laufzeit, Vorverwertung und Finanzierung) (Rendity, 2018a). Ab 2015 bis August 2018 wurden 13 Projekte im Umfang von total Euro 6 Mio. finanziert

³⁶ Im August 2018 führte Dagobertinvest eine Crowdlendingkampagne in eigener Sache durch: Unter dem Titel „dagobertinvest goes Switzerland“ ist die Expansion in die Schweiz 2019 geplant. Sie stehen Schweizer Investoren bereits offen.

³⁷ Derselbe Hinweis gemäß § 12 Abs. 2 Vermögensanlagengesetz

³⁸ keine spezifischen Angaben dazu gefunden. Gemäss www.firmenbuchgrundbuch.at ist der erste verfügbare Jahresabschluss per 31.12.2015

³⁹ keine spezifischen Angaben dazu gefunden. Gemäss www.firmenbuchgrundbuch.at ist der erste verfügbare Jahresabschluss per 31.12.2015

(Rendity, 2018b). Auf dieser Plattform wurde ein Kredit für ein Bauprojekt in Graz (A) von Euro 1'000 platziert (NBS2 in der Tabelle weiter unten).

Die SwissLending SA mit Sitz in Genf GE wurde 2015 gegründet. Sie positionieren sich als Mezzanine Kreditvermittlerin zwischen Projektentwicklern und privaten oder institutionellen Investoren. Ein typisches Projekt werde zu 40% durch eine Bank und zu 40% durch die Vorverkäufe der Wohnungen ab Plan finanziert. Die restlichen 20% muss der Projektentwickler aus seinem Eigenkapital beisteuern (Swisslending, 2018a). Der Mezzanine Kredit trägt dazu bei, den Eigenkapitalbedarf zu reduzieren. Gemäss Informationen auf ihrer Homepage wurden von Januar 2015 bis April 2018 18 Projekte erfolgreich finanziert. Davon sechs in Schweizerfranken (Total knapp CHF 6 Mio.) und 12 in Euro (Total EURO 28.2 Mio.). Die Ticketgrösse⁴⁰ beträgt je nach Projekt (in der jeweiligen Währung) 30'000 bis eine Million (Swisslending, 2018b). Die Plattform publiziert keine Ratings.

Die Hyposcout AG mit Sitz in Dübendorf ZH wurde 2016 gegründet. Sie vermittelt zwischen privaten oder institutionellen Kapitalnehmern und Investoren Zweit- oder Nachgangshypothesen. Sie positionieren sich komplementär zu den Banken, indem sie ihren grösseren Spielraum unter anderem bezüglich Tragbarkeitsregel (kalkulatorischer Zins <5%) nutzen. Als Sicherheit erhält der Kreditgeber einen Eintrag ins Grundbuch der zugrundeliegenden Immobilie (Hyposcout, 2018a). Der minimale Betrag für eine Anlage beträgt CHF 20'000 (Hyposcout, 2018b). Die Firma gibt keine Auskunft über die Anzahl und die Volumen der bisher vermittelten Kredite⁴¹. Im Gegensatz zu anderen Plattformen werden keine Angaben über die aktuell laufenden Finanzierungsrunden auf der Homepage veröffentlicht. Erst nach Gegenzeichnen einer Vertraulichkeitserklärung werden selektiv Dossiers von der Kreditbeantragenden Partei zugestellt. Die Plattform veröffentlicht kein Rating und überlässt die Bonitätsanalyse dem Kreditgeber.

Die Foxstone SA mit Sitz in Carouge GE wurde 2017 gegründet. Sie vermitteln drei Arten von Investitionen: Miteigentum, Co-Investment und Mezzanine Debt. (1) Beim Miteigentum (Copropriété) erfolgt ein Eintrag des Investors im Grundbuch und er erhält quartalsweise einen Anteil an den Netto-Mieterträgen. (2) Beim Co-Investment erwirbt der Investor Anteile an der Firma des Projektentwicklers. (3) Die Mezzanine Debt dient der Reduktion des Eigenkapitalanteils des Projektentwicklers. Die Laufzeiten variieren,

⁴⁰ mit „Ticket minimum“ ist der minimale Betrag pro Investition gemeint.

⁴¹ Es kann davon ausgegangen werden, dass die Daten im Schweizer Monitoring enthalten sind (Dietrich & Amrein, 2018, S. 40)

je nach Projektdauer, zwischen einem und vier Jahre. Das minimale Investment beträgt CHF 25'000 (Foxstone, 2018). Foxstone bietet einen Sekundärhandel für laufende Kredite an. Die Bonitätsanalyse erfolgt durch die kreditgebende Bank. Es wird kein Rating veröffentlicht.

Kosten

Die Gebührenmodelle sind nicht einheitlich. Alle Plattformen belasten den Kreditnehmer meist mit einer fixen minimalen plus einer Volumen abhängigen Gebühr. Die fixe Gebühr bewegt sich zwischen CHF 100 und CHF 5'000, die Volumen abhängige Gebühr reicht von unter 1% bis 14%. Bei 12 der 19 identifizierten Plattformen, die dazu Angaben machen, entstehen für den Kapitalgeber keine zusätzlichen Kosten. Vier Plattformen, alle mit Sitz in der Schweiz, belasten den Investor mit einer Volumen abhängigen Gebühr von zwischen 0.75% und 3%⁴².

Mini-Kreditportfolio

Der Autor ist mit Partnern an einer Firma beteiligt (Incoso GmbH). Diese wird durch die Partner mit dem Zweck geführt, primär institutionelle Investoren zu beraten. Ein Teil des Eigenkapitals soll zu Testzwecken im Marketplace Lending Markt investiert werden (Idee: „learning by doing“). Das für diese Zwecke allozierte Anlagevermögen beträgt ca. 20'000 CHF. Ein Teil davon wird in Firmen- und Privatkredite, ein anderer, im Rahmen dieser Arbeit interessierende Teil in Kredite mit Immobilienbezug (z.B. Grundpfandgesichert oder Bauprojekte). Aufgrund des verfügbaren Anlagevermögens und der Absicht, dieses zu diversifizieren, sind die Beträge der Einzelinvestitionen auf ca. CHF 250 bis 1'500 beschränkt. Das schränkt die Möglichkeiten auf die Plattformen ein, die Investitionen in dieser Grössenordnung zulassen. Ausgeschlossen bleiben somit die existierenden Plattformen im Real Estate Lending, bei denen die Mindestinvestitionen bei CHF 20'000 und darüber liegen.

Von Juni bis August 2018 wurden die Plattformen überwacht und auf Projekte und mögliche Anlagen geprüft. Wo sich mögliche Investitionen abzeichneten, wurde der Registrierungsprozess durchgeführt. Die Registrierung umfasst immer die Angaben zur Person des Firmenvertreters (z.B. Geburtsdatum, Hochladen der ID Kopie), sowie formelle Informationen zur Firma (z.B. Firmennummer, Handelsregisterauszug, Statuten) und auch zur Bankverbindung. Das zeigt, dass der sicheren Identifikation der Nutzer

⁴² Siehe Anhang: Identifizierte Plattformen die im Bereich Real Estate Lending tätig sind

eine hohe Bedeutung beigemessen wird. Einige Deutsche und Österreichische Plattformen sind noch nicht formell bereit, mit Schweizer Investoren zusammen zu arbeiten.

Die Kredite wurden in der Woche vom 13. bis 17.8.18 vergeben und sind in der folgenden Tabelle einzeln aufgeführt. Sie sind charakterisiert nach Art (KMU: Kredit an KMU, BP: Bauprojekt/Projektentwickler), Typ (D: Darlehen, QND: qualifiziertes Nachrangdarlehen), Vorhandene Sicherheiten (B: Bürgschaft, GP: Grundpfand, keine), Rating, Währung, Investitionsbetrag (Betrag), Zins p.a., Amortisation (Amort., ja / keine) und Laufzeit (LZ, in Monaten). Die in Euro denominierten Kredite wurden zum durchschnittlichen Wechselkurs in der Woche als die Kredite abgeschlossen wurden in Schweizerfranken umgerechnet⁴³.

Kredit Nr.	Art	Typ	Sicherheit	Rating	Währung	Betrag (CHF)	Zins	Amort.	LZ (Mt)
#8116	KMU	D	B & GP	B+	CHF	1'000	5.00%	ja	36
BA01	BP	QND	keine	kein	EUR	283	6.50%	keine	27
P156	BP	QND	keine	kein	EUR	283	6.50%	keine	12
HK18	BP	QND	keine	kein	EUR	566	6.25%	keine	20
NBS2	BP	QND	keine	B	EUR	1'132	6.50%	keine	18
Totalbetrag, resp. <i>Durchschnittszins & -laufzeit</i>						3'263	6.00%		24.1

Tabelle 11: Kreditportfolio (Quellen: Homepages der Plattformen; individuelle Darlehensverträge; SNB, 2018e; eigene Berechnungen)

Grobe Schätzung Risikoprämie

Die Differenz zwischen dem vereinbarten Darlehens-Zins und der im Kapitalmarkt festgestellten risikofreien Verfallrendite (CHF [CH]: -0.7%, EURO [D]: -0.6%) entspricht der im Theorieteil aufgezeigten Risikoprämie ($r_R = r_B + r_L + r_S + r_A$). Die Risikoprämien betragen beim Schweizerfranken Darlehen 5.70% (5.00 minus -0.70%) und bei den Euro Darlehen 6.85 bis 7.10% (6.25 minus -0.6% resp. 6.5 minus -0.6%). Damit kann zunächst keine Aussage über die vier Komponenten der Risikoprämie gemacht werden.

Unter vereinfachenden Annahmen, kann mit dem beobachteten Credit Spread (0.97%, siehe oben) auf die zwei kombinierten Komponenten ($r_S + r_A$) geschlossen werden. Die Annahmen sind (1) das „BBB“ Rating im Kapitalmarkt entspricht dem „B“ Rating der Marketplace Lending Plattformen und (2) die Liquiditätsprämie ist bei den Kapitalmarktanleihen vernachlässigbar. Unter diesen Annahmen beträgt ($r_B + r_L$) 0.97 Prozent-

⁴³ Woche vom 13.-17.8.18: Durchschnittskurs CHF/EUR 1.1316 (SNB, 2018e)

punkte und $(r_S + r_A)$ für das Schweizerfranken Darlehen 4.73% (5.70 minus 0.97) und für die Euro Darlehen zwischen 5.88 und 6.13% (6.85 minus 0.97 resp. 7.10 minus 0.97). Unter diesen Annahmen beträgt der Anteil der für die Strukturierung (r_S) und für die Administration (r_A) zusammen entrichtet werden muss 83 – 86% (von r_R). Vermutlich ist dieser Anteil kleiner, da sich die Ratings entgegen Annahme (1) dennoch mehr unterscheiden.

Anekdote – Man muss manchmal schnell sein.

Am 15.8.18 war auf einer Plattform⁴⁴ ein neues Projekt angekündigt. Das Objekt war ein voll vermietetes und besichertes Wohn- und Geschäftshaus in Hamburg aus dem Bestand der Emittentin. Der Zielbetrag betrug Euro 450'000 zu einem Zins von 6.75% p.a., bei einer Laufzeit von maximal 18 Monaten. Die Finanzierungskampagne sollte am 16.8.18 in der Früh starten. Als der Autor sich um ca. 15h an diesem Tag in die Plattform einloggte, mit der Absicht ein Investment einzugeben, war die Zeichnungsphase mit 439 Investoren bereits beendet. Gemäss Auskunft der Plattformverantwortlichen war das Angebot in zwei Stunden ausverkauft (Bergfuerst, 2018).

Fazit Praxistest

(1) Gewisse Plattformen bieten ein Rating an, die meisten aber nicht. Da das Risiko vollumfänglich auf dem Kreditgeber lastet, ist eine unabhängige Bonitätsanalyse unabdingbar. Die verfügbaren Dokumente sind allerdings in allen untersuchten Fällen umfassend und ermöglichen dem Investor, sich fundiert zu informieren. (2) Eine Ausfallstatistik kann aufgrund der Datenlage nicht gemacht werden. Bei den untersuchten Plattformen wurde ein Insolvenzfall am 15.2.2018 publik (Zinsland, 2018b). (3) Die identifizierten Deutschen und Österreichischen Plattformen vermitteln ausnahmslos Nachrangdarlehen. Damit geht der Investor Eigenkapital ähnliches Risiko ein (Bafin, 2014). Bei diesen Plattformen geht der Schweizer Investor zudem ein Währungsrisiko ein. (4) Es kann keine signifikante Aussage bezüglich der Risikoprämien gemacht werden. Bei den fünf eingegangenen Krediten betrug die gesamte Risikoprämie 5.7 bis 7.1%. Davon ist der Anteil für Strukturierung und Administration aufgrund einfacher Annahmen rund 80%. (5) Die möglichen Mindest-Anlagebeträge sind auf Kleinanleger zugeschnitten. Grössere Beträge sind für institutionelle Investoren bis auf den jeweiligen gesuchten Kreditbetrag weitgehend ohne Einschränkungen möglich.

⁴⁴ <https://de.bergfuerst.com>

Drei Millionen Marketplace Lending Portfolio?

Der in Unterkapitel 1.3 eingeführte Modus-Investor mit Kapitalanlagen von rund CHF 60 Mio., der CHF 3 Mio. (5% Allokation) in ein Marketplace Lending Portfolio investieren möchte, könnte sich aufgrund der bisherigen Erkenntnisse folgende Überlegungen machen: Das Kreditportfolio soll gestaffelt zu je einem Drittel in Laufzeiten von einem, zwei und drei Jahren investiert werden. Nach einer Aufbauphase von einem bis maximal drei Jahren, müsste jährlich die fälligen Kredite in neue Kredite mit einer Laufzeit von jeweils drei Jahren reinvestiert werden. Er könnte 25 bis 50 Kredite⁴⁵ zu je CHF 60'000 bis 120'000 gewähren. Damit wären einerseits eine gewisse Diversifikation gegeben und andererseits die zur Zeit am Markt möglichen Beträge eingehalten. Angenommen die Kredite hätten, gemäss Kreditportfolio oben, im Durchschnitt einen Zins von 6%. Das würde einen Bruttoertrag von CHF 180'000 generieren (6% von CHF 3 Mio.). Unter welchen Umständen könnte ein solches Portfolio netto einen Mehrwert für den Investor bringen? Um diese Frage zu beantworten, müssen eine Reihe von vereinfachenden Annahmen getroffen werden. Sollte der Investor, wie es aus der Umfrage hervorgeht, bevorzugt Inhouse umsetzen wollen, müssten (1) zwecks Stellvertretung zwei Stellen besetzt werden und (2) die zwei Mitarbeiter würden sich einen Tag pro Woche mit diesem Portfolio befassen (was Pensen von 2x20% entspricht), daneben aber auch (3) andere Funktionen wahrnehmen können (z.B. die Bewirtschaftung eines Portfolios traditioneller Kredite oder andere Aufgaben in der Vermögensverwaltung). Wenn (4) die Arbeitskosten für einen fachlich kompetenten Mitarbeiter CHF 92.10 pro Stunde⁴⁶ (BFS, 2018c) betragen, entstehen jährliche Arbeitskosten von CHF 76'627⁴⁷. Weiter muss mit Kredit-Ausfällen gerechnet werden. Da für diesen Markt keine Statistiken zu den Ausfallraten verfügbar sind, wird (5) die Ausfallrate des US High-Yield Segments von aktuell 2% als Proxy verwendet (Moody's, 2018a, S. 2 & 3). (6) Die Kontoführungskosten werden vernachlässigt. Wie aus der folgenden Tabelle hervorgeht, bleiben nach Abzug der Arbeitskosten und Ausfälle CHF 43'300, was einer Nettorendite von 1.4% entspricht.

⁴⁵ Das muss auf Grund der 2017 mindestens 108 vergebenen Kredite im DACH Raum möglich sein (CH 27, D 45, A 36). Siehe Anzahl und Durchschnittsvolumen Real Estate Lending Projekte, weiter oben.

⁴⁶ Arbeitskosten umfassen sämtliche Ausgaben der Unternehmen für die Angestellten je geleistete Stunde; 2016 betragen diese für die Erbringung von Finanz- und Versicherungsdienstleistungen CHF 92.10 (BFS, 2018c)

⁴⁷ CHF 92.1 (pro h) x 8 (h pro Tag) = CHF 736.80 pro Tag. 52 x CHF 736.80 = CHF 38'313 (1 Tag pro Woche während einem Jahr). 2 x CHF 38'313 = CHF 76'626 (zwei Mitarbeiter)

		CHF
Kredit-Portfolio		3'000'000
Brutto Rendite	6.0%	180'000
Arbeitskosten (2x20%)	-2.6%	-76'627
Ausfälle	-2.0%	-60'000
Netto Rendite	1.4%	43'373

Tabelle 12: Kosten Muster-Kreditportfolio (Quellen: Praxistest; BFS, 2018c; Moody's, 2018a, S. 2 & 3; eigene Berechnungen)

Vor Kosten und ohne Kreditausfälle würde eine 5% Allokation einen Mehrwert von 0.3% generieren ($0.05 \times 6.0\%$). Nach minimalen anzunehmenden Kosten und der Berücksichtigung von Kreditausfällen, verbleibt eine zwar positive Nettorendite. Im Kontext eines Gesamtportfolios, das mit einer ausgewogenen Strategie im Durchschnitt eine Performance von 3.8% erzielte⁴⁸, bringt diese zusätzliche Rendite keinen Mehrwert. Es bleibt der positive erwartete Diversifikationseffekt. Für grössere Kreditportfolios von z.B. CHF 30 Mio., die unter den aktuell erwarteten Marktbedingungen vom Volumen her machbar sein sollten, würde der Anteil Arbeitskosten, auch unter Annahme eines verdoppelten Pensums (2x40% resp. CHF 153'254 p.a.), auf 0.5% reduziert und die Nettorendite auf 3.5% steigen.

3.6 Zusammenfassung der Erkenntnisse

In diesem Unterkapitel werden die sieben im ersten Kapitel aufgeworfenen Fragen unter Bezugnahme auf die in dieser Arbeit gemachten Erkenntnisse zusammenfassend beantwortet.

1. Bieten die Möglichkeiten des Crowdfunding oder Marketplace Lending privaten oder auch institutionellen Investoren echte Alternativen?

Grundsätzlich ja. Marketplace Lending Plattformen ermöglichen einen effizienten Zugang zum alternativen Kreditmarkt. Speziell die Informationsbeschaffung ist sehr effizient möglich. Investoren, die Darlehen direkt vergeben wollen, können dies ohne Plattform nur mit einem erheblichen Aufwand tun. Insbesondere grenzüberschreitende Kreditvergaben werden einfacher, zumal die Plattformen mit den nationalen und lokalen Gegebenheiten (z.B. Immobilienmarkt, gesetzliche Vorgaben) besser vertraut sind. Ein Investor muss sich bewusst sein, dass Marketplace Lending nicht nur ein Internet basierter Marktplatz ist, sondern meist auch Zugang zu anderen Risikokategorien verschafft. Insofern widerspiegeln die angebotenen Zinsen den Bedarf nach angemessenen Risikoprämien.

⁴⁸ Siehe Performances (Gesamtrenditen) in der Vergangenheit im Kapitel 3.2

2. Reichen die verfügbaren Volumen aus, um für grössere Investoren relevante Kreditportfolios zusammenstellen zu können?

Nein, für grosse Kreditportfolios (über CHF 100 Mio.) reichen die momentan verfügbaren Kreditvolumen nicht aus. Zur Zeit könnte ein Investor mit einem Kreditportfolio dieser Grössenordnung sozusagen den gesamten Marketplace Lending Markt im DACH Raum aufkaufen. Ein Investor könnte aber einen kleinen Teil des Kreditportfolios über Marketplace Lending Plattformen aufbauen und verwalten.

Für kleine und mittlere Kreditportfolios (Grössenordnung CHF 3 Mio. bis 30 Mio.) reichen die Volumen und die Anzahl gesuchter Kredite aus.

3. Falls ja, wie können institutionelle Investoren von den internetbasierten Plattformen profitieren und unter welchen Bedingungen würden sie diese nutzen?

Wenn ein Anleger ein kleines Kreditportfolio, allenfalls ein Teilportfolio im alternativen Lending Markt investieren will, kann er dies zur Zeit nur direkt umsetzen.

Die Variante direkt kann er entweder unter Einsatz von eigenen Mitarbeitern umsetzen (Inhouse) oder er kann einen externen Spezialisten mandatieren (Outsourcing). Auf jeden Fall muss ein minimales Know-How vor Ort vorhanden sein (Inhouse). Bei der Inhouse Lösung ist dieser Bedarf besonders ausgeprägt, zumal Funktionen wie Kreditwürdigkeitsprüfung und Administration inklusive Stellvertretung abgedeckt werden müssen. Wie im letzten Abschnitt des vorangehenden Unterkapitels aufgezeigt, führen allerdings die entstehenden Kosten und die zu berücksichtigenden Ausfallrisiken dazu, dass ein Kreditportfolio von CHF 3 Mio. im gesamten Portfoliokontext nur einen marginalen Mehrwert bringt. Bei der Outsourcing Lösung sollte mindestens eine inhouse Fachkraft in der Lage sein, den externen Spezialisten kompetent zu beauftragen und zu kontrollieren.

Die Variante indirekt würde via Special Purpose Vehicle (SPV), einer Obligation oder einem Fonds umgesetzt. Es wäre die effizienteste Lösung, um einen Exposure im Alternative Real Estate Lending Markt zu erzielen, für Anleger, die weitgehend auf inhouse Know-How verzichten wollen oder müssen. Voraussetzung wäre, dass diese zu einem TER von maximal 1% eingekauft werden könnten. Im Sommer 2018 waren bei zwei identifizierten Marktteilnehmern solche Vehikel in Entwicklung. Diese konnten im Rahmen dieser Arbeit noch nicht analysiert werden.

Als wichtigste Voraussetzungen für die Nutzung der Plattformen für potenzielle Anwender sind (1) eine Kreditprüfung und ein Rating durch die Plattform, (2) die Verfügbarkeit eigener Ressourcen mit fachspezifischem Know-How, (3) die Verfügbarkeit von Sicherheiten und (4) eine zusätzliche unabhängige Kreditwürdigkeitsprüfung.

4. Wer beansprucht Kredite?

Die Kredite werden durch Privatpersonen und Firmen nachgefragt. Privatpersonen, die aufgrund der teilweise restriktiven Kreditvergabepolitik der Banken von diesen keinen Kredit erhalten, können zur Finanzierung des selbstbewohnten Eigenheims auf gewissen Plattformen von flexibleren Vergabekriterien profitieren. Bei Firmen werden zwei Typen identifiziert. (1) KMU können grundpfandgesicherte Darlehen zur Finanzierung von Projekten aufnehmen. Meistens handelt es sich um Kreditvolumen, die für Banken zu klein sind. (2) Baufirmen können mit Mezzanine Krediten bei der Finanzierung von Bauprojekten ihren Eigenkapitalbedarf etwas reduzieren.

5. Welche ist die Bonität der Gegenpartei und wie wird diese geprüft?

Welche die Bonität der Kreditnehmer ist, kann nicht pauschal beantwortet werden. Dazu müsste eine entsprechende detaillierte Analyse auf individueller Ebene durchgeführt werden. Tendenziell muss davon ausgegangen werden, dass das Bonitätsniveau tiefer ist als beim durchschnittlichen Bank-Kreditkunden.

Gewisse Plattformen bieten ein Rating der Kreditprojekte an und veröffentlichen dieses. Die meisten verzichten auf ein Rating, resp. sie veröffentlichen keines. Einige verweisen auf die Tatsache, dass die Bank, die einen Teil-Kredit für das zu finanzierende Projekt gegeben hat, eine Bonitätsanalyse durchgeführt hat und zu einem positiven Ergebnis gekommen ist.

Der Kreditgeber trägt das volle Risiko. Daher muss er eine neutrale und unabhängige Kreditwürdigkeitsprüfung der Gegenpartei sicherstellen.

6. Welche Sicherheiten stehen zur Verfügung (z.B. Schuldbriefe)?

In gewissen Fällen stellt der Kreditnehmer als Sicherheit einen Schuldbrief oder eine Bürgschaft zur Verfügung. Das Grundpfand ist entweder die belehnte Liegenschaft selbst oder eine sich im Besitz des Kreditnehmers befindende Immobilie. Da eine Stückelung von Schuldbriefen bei kleinen Beträgen (z.B. CHF 1'000 bis 10'000) nur mit

erheblichen Kostenfolgen gemacht werden könnte, bieten Plattform die treuhänderische Verwahrung der Schuldbriefs an.

Bei der Mezzanine Kreditfinanzierung gibt es keine Sicherheiten. Der Investor geht nahezu das Risiko von Eigenkapitalgebern ein.

7. Welche Volumen werden aktuell und potenziell in Zukunft nachgefragt?

Die Volumen wachsen seit wenigen Jahren in gewissen Weltregionen enorm. In Grossbritannien, dem führenden Land in Europa, wurden 2016 umgerechnet CHF 1.5 Mrd. in Marketplace Lending Real Estate vermittelt, bei einem nationalen Marktanteil von 25%.

Aufgrund der verfügbaren Daten und Informationen kann für 2018 von einem Volumen von rund CHF 250 Mio. und weit über 100 Projekten im Segment Marketplace Lending in der Region Schweiz, Deutschland und Österreich ausgegangen werden.

4. Schlussbetrachtung

4.1 Fazit

Der Kreditmarkt und – historisch betrachtet – speziell der Hypothekarmarkt bieten Investoren einen Nutzen sowohl entlang der Rendite- (positive Risikoprämie), als auch entlang der Risikodimension (relativ tiefe Volatilität und Korrelation). Die Kreditvergabe ist keine neue Erscheinung: 2/3 der befragten Institutionen investieren bereits in Kredite und davon 2/3 seit über 10 Jahren und sie haben ausnahmslos gute Erfahrungen damit gemacht. Die Allokation in Hypotheken hält sich in Anbetracht des ausstehenden Hypothekarvolumens insgesamt allerdings bei institutionellen Schweizer Investoren in Grenzen, zumal bisher rund 2% in dieser Anlagekategorie angelegt wurde, bei einem Marktanteil von 5% am Schweizer Hypothekarmarkt.

Marketplace Lending Plattformen bieten den Marktteilnehmern potenziell einen Mehrwert zugunsten eines effizienteren Kreditmarktes. Zentrale Elemente dabei sind die Information, der Prozess und die Risikoklassen. (1) Bezüglich Information stehen zwei Aspekte im Vordergrund: (a) das Zusammenbringen von Angebot und Nachfrage nach Krediten ist gegenüber der sonst aufwändigen Suche nach Gegenparteien mit Internetbasierten Plattformen ungleich effizienter und (b) die Kenntnisse einer lokal verankerten Plattform über geographische Teilmärkte oder andere Jurisdiktionen können es einem Kreditgeber überhaupt erst ermöglichen neue Diversifikationsmöglichkeiten zu erschliessen. (2) Sofern der Prozess tatsächlich eine effiziente und standardisierte Abwicklung ermöglicht, besteht ein signifikantes Kostensenkungspotenzial. Einige der geprüften Plattformen lassen Tendenzen in diese Richtung vermuten. (3) Da Marketplace Lending Plattformen nicht denselben Restriktionen wie Banken unterliegen, nutzen Kreditnehmer, die bei Banken keine Kreditzusagen erhalten, die alternativen Marktplätze. Das eröffnet neue Investitionsoportunitäten.

Die befragten Institutionen haben mit wenigen Ausnahmen keine Erfahrung mit Marketplace Lending Plattformen, zeigen aber ein deutliches Interesse dafür, zumal 82% der Umfrageteilnehmer sich zu den Voraussetzungen für den Einsatz solcher Plattformen äussern. Sie halten das Angebot eines Ratings durch die Plattform und das Vorhandensein eigener Ressourcen mit Know-How für die wichtigsten Kriterien. Besonders die Umfrageteilnehmer mit Krediterfahrung halten eine zusätzliche, von der Plattform

unabhängigen Kreditwürdigkeitsprüfung für eine weitere wichtige Voraussetzung. Das scheint in Anbetracht der Tatsache, dass der Investor das volle Ausfallrisiko trägt, unabdingbar.

Trotz des prinzipiell grenzenlosen Internets sind den grenzüberschreitenden Transaktionen Grenzen gesetzt. Alleine die geprüften Deutschen und Österreichischen Plattformen sind nicht alle bereit, mit Schweizer Investoren zusammen zu arbeiten.

4.2 Diskussion

Die tatsächlichen Möglichkeiten während der Phase der Abschlussarbeit von Anlagen in Kredite mit Immobilienbezug zu investieren, waren beschränkt. Daher ist das Kreditportfolio mit fünf Projekten wenig aussagekräftig. Abgesehen davon erfolgte der formelle Anmeldeprozess bei einigen Plattformen nicht reibungslos und es vergingen zum Teil mehrere Wochen, bis man als Investor operativ war.

Da der Kreditgeber das volle Ausfallrisiko trägt, kommt der Kreditwürdigkeitsprüfung eine zentrale Rolle zu. Daher müsste der Prozess der Bonitätsanalyse der Plattformen und deren Rating, soweit vorhanden, kritisch hinterfragt werden. Das ist zur Zeit nicht möglich, zumal meist kein Rating veröffentlicht wird oder der Prozess der Bonitätsanalyse nicht offengelegt wird.

4.3 Ausblick

Aus portfoliotheoretischer Sicht wäre eine Untersuchung des Einflusses von Anlagen im alternative Lending Markt auf das Gesamtportfolio eines Investors von grossem Interesse. Dazu müssten geeignete Zeitreihen zur Verfügung stehen.

Zu beobachten ist zudem die Entwicklung der Kreditvergabeprozesse. Dazu müssten die Entscheidungs- und Abwicklungsprozesse sowohl bei Marketplace Lending Plattformen, als auch Banken im Detail analysiert werden um zu ergründen, wie effizient die Prozesse tatsächlich sind. Damit könnte das vermutete Kostensenkungspotenzial von Marketplace Lending Plattformen verifiziert werden. Ob die betreffenden Institutionen dazu bereit sind, ist offen.

Ein weiteres Feld sind die Möglichkeiten resp. Einschränkungen bei grenzüberschreitenden Transaktionen. Dazu müsste systematisch die global verfügbaren Plattformen getestet werden.

Literaturverzeichnis und Quellenangaben

Anhorn, R. & Moor, M., (2015). Auswahlkriterien für externe Asset Manager und Anlagegrundsätze – Eine Untersuchung von 35 Schweizer Pensionskassen. Eine Studie der Abteilung Banking, Finance, Insurance, ZHAW School of Management and Law, 18.11.15, gefunden unter <https://www.zhaw.ch/storage/hochschule/medien/news/2015-nov-pk-studie-anhorn-moor-de-v2.pdf>

BaFin (2014). Qualifizierte Nachrangklauseln: Alles oder nichts - Risiken für Anleger im Grauen Kapitalmarkt. Datum: 1.8.2014. Gefunden unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2014/fa_bj_1408_qualifizierte_nachrangklauseln.html

Baumann, S. (2014). Crowdfunding Im Finanzmarktrecht. Schweizer Schriften im Finanzmarktrecht, Band 117.

Beck, R. (2015). Wer braucht noch Banken? : Wie Start-Ups die Finanzwelt verändern und was uns das nutzt. Kulmbach: Börsenbuch Verlag.

Becker, W., Ulrich, P. und Nolte, M. (2017). Crowdlending als Alternative zum Bankkredit in KMU – eine theoretische und empirische Standortbestimmung. ZfKE – Zeitschrift für KMU und Entrepreneurship, 2017, Band 65, Nr. 1-2 : S. 93-100

Bergfuerst (2018). email Andrea Kummermehr, 17.8.18

Bergfuerst.com (2018). Startseite Plattform. Gefunden unter <https://de.bergfuerst.com>

Bodie, Z., Kane, A. and Marcus, A.J., (2018). Investments Eleventh Edition. New York, NY : McGraw-Hill Education

Bundesamt für Sozialversicherungen BSV (2011). Beiträge zur sozialen Sicherheit, Vermögensverwaltungskosten in der 2. Säule, Forschungsbericht Nr. 3/11, 30.5.2011. Gefunden unter <http://www.asip.ch/assets/pdf-fachmitteilungen/3-11d-Vermögensverwaltungskosten.pdf>

Bundesamt für Statistik BFS (2015). Die berufliche Vorsorge in der Schweiz, Pensionskassenstatistik 2013. Gefunden unter <https://www.bfs.admin.ch/bfs/de/home/statistiken/kataloge-datenbanken/publikationen.assetdetail.349961.html>

Bundesamt für Statistik BFS (2017a). Die berufliche Vorsorge in der Schweiz, Pensionskassenstatistik 2015. Gefunden unter <https://www.bfs.admin.ch/bfs/de/home/statistiken/kataloge-datenbanken/publikationen.assetdetail.2905802.html>

Bundesamt für Statistik BFS (2017b). Medienmitteilung 18.12.17, Pensionskassenstatistik 2016: definitive Ergebnisse. Gefunden unter <https://www.bfs.admin.ch/news/de/2017-0189>

Bundesamt für Statistik BFS (2018a). 13 Soziale Sicherheit Pensionskassenstatistik 2016. Neuchâtel 2018. Gefunden unter https://www.bfs.admin.ch/bfs/de/home/statistiken/kataloge-datenbanken/publikationen.html?dyn_publishingyearend=2018&dyn_orderNr=135-1601

Bundesamt für Statistik BFS (2018b). Die berufliche Vorsorge in der Schweiz, Kennzahlen der Pensionskassenstatistik 2012 – 2016. Gefunden unter <https://www.bfs.admin.ch/bfs/de/home/statistiken/soziale-sicherheit/berufliche-vorsorge.gnpdetail.2018-0055.html>

Bundesamt für Statistik BFS (2018c). Arbeitskosten Schweiz. Arbeitskosten je geleistete Stunde nach Wirtschaftsabschnitten. Gefunden unter <https://www.bfs.admin.ch/bfs/de/home/statistiken/arbeit-erwerb/loehne-erwerbseinkommen-arbeitskosten/arbeitskosten.html>

Cashare (2018a). Institutional Investor Presentation. July 2018.

Cashare (2018b). Next generation: Neuerungen bei Cashare! 31. Juli 2018 von Sabine Borter. Gefunden unter <https://www.cashare.ch/blog/de/interna/cashare-next-generation>

Cashare (2018c). email Michael Borter, 16.7.18.

Credit Suisse Asset Management FundGateway CSA (2018a). CSA Hypotheken Schweiz Factsheet 29.6.18. Gefunden unter <https://amfunds.credit-suisse.com/ch/de/institutional/fund/detail/CH0002875737#>

Credit Suisse Asset Management FundGateway CSA (2018b). CSA Hypotheken Schweiz. Gefunden unter <https://amfunds.credit-suisse.com/ch/de/institutional/fund/detail/CH0002875737#>

Crowdfunding.de (2018a). Crowdinvest Marktreport 2017 Deutschland. Berlin, 13.03.2018. Gefunden unter <https://www.crowdfunding.de/marktdaten/#aktuellinvest>

Crowdfunding.de (2018b). Crowdinvest Immobilien FK 13.07.2018 (XL Tabelle). email M. Harms 13.7.18.

CUREM (2017a). Modul Finance – Klassische Immobilienfinanzierung. Fischer, M. und Vollmeier, S. 14.9.2017.

CUREM (2017b). Modul Finance – Immobilienfinanzierung & Zinsabsicherung. Angst, S. und Michel, R. 15.9.2017.

Dagobertinvest (2018). Kreditvolumen (XL Tabelle). Email A. Zederbauer, 19.7.18

De Oliveira, A. (2017). Le crowdfunding en immobilier en Suisse - Situation actuelle et potentiels de développement. Thèse de Master pour l'obtention d'un Master of Advanced Studies in Real Estate, CUREM

Dietrich, A. & Amrein, S. (2016). Crowdfunding Monitoring Schweiz 2016. Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ. Gefunden unter <https://blog.hslu.ch/crowdfunding/?sourceurl=%2Fcrowdfunding>

Dietrich, A. & Amrein, S. (2017). Crowdfunding Monitoring Schweiz 2017. Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ. Gefunden unter <https://blog.hslu.ch/crowdfunding/?sourceurl=%2Fcrowdfunding>

Dietrich, A. & Amrein, S. (2018). Crowdfunding Monitoring Schweiz 2018. Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ. Gefunden unter <https://blog.hslu.ch/crowdfunding/?sourceurl=%2Fcrowdfunding>

Dietrich, A., Amrein, S., von der Heyde, F., Heuermann, A. & Rüdüsühli, M. (2018). Crowdlending Survey 2018. Hochschule Luzern. Gefunden unter <https://www.hslu.ch/de-ch/hochschule-luzern/uebers/medien/medienmitteilungen/2018/05/08/crowdlending-studie/>

Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA (2013). Bericht über den Versicherungsmarkt 2012. Gefunden unter <https://www.finma.ch/de/news/2013/07/aktuell-daten-versicherungsmarkt-2012-20130701/>

Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA (2015). Bericht über den Versicherungsmarkt 2014. Gefunden unter <https://www.finma.ch/de/news/2015/07/aktuell-versicherungsreport-2014-20150713/>

Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA (2017a). Bericht über den Versicherungsmarkt 2016. Gefunden unter www.finma.ch

Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA (2017b). Faktenblatt Crowdfunding, Stand 1. August 2017. Gefunden unter www.finma.ch

Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA (2018). Jahresbericht 2017. Gefunden unter <https://www.finma.ch>

Ernst & Young EY (2016). Alternative lending – Commoditizing loan applications through technology while paving the way for big data investing. Gefunden unter [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-understanding-alternative-lending/\\$File/ey-understanding-alternative-lending.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-understanding-alternative-lending/$File/ey-understanding-alternative-lending.pdf)

Essebier J. & Auf der Maur, R. (2015). Fidleg als Chance für die Schweiz als Crowdfunding-Standort. Jusletter 28, September 2015. Gefunden unter https://jusletter.weblaw.ch/services/login.html?targetPage=http://jusletter.weblaw.ch/juslissues/2015/817/fidleg-als-chance-fu_a61ccb6774.html_ONCE&handle=http://jusletter.weblaw.ch/juslissues/2015/817/fidleg-als-chance-fu_a61ccb6774.html_ONCE

Foxstone (2018). Les Avantages du Crowdfunding Foxstone. Gefunden unter <https://www.foxstone.ch>

- Gabler (2018). Wirtschaftslexikon – Das Wissen der Experten. Gefunden unter <https://wirtschaftslexikon.gabler.de>
- Geltner, D. M. (2014). Commercial real estate analysis and investments : Analysis and investments (3rd ed., international student ed.). S.l.: Delmar Cengage Learning.
- Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens 3. Auflage HWF (2001). Schafer Poeschel Verlag, Stuttgart. MMI.
- Holton, G.A. (2004). Defining Risk. Financial Analysts Journal, Vol. 60, No. 6, November/December 2004. Gefunden unter www.cfapubs.org
- Home Rocket (2018). Erfolgreich finanzierte Projekte. Gefunden unter <https://www.homerocket.com/investmentchancen>
- Hyposcout (2018a). Häufige Fragen. Gefunden unter <https://www.hyposcout.ch/haeufige-fragen/>
- Hyposcout (2018b). Kapital anlegen mit Hyposcout. Präsentationsunterlagen durch Vertreter der Firma überreicht, 23.5.18 per email.
- Ibbotson, R.G. (2010). The Importance of Asset Allocation. Financial Analysts Journal, Vol. 66, No. 2, March/April 2010. Gefunden unter www.cfapubs.org
- Ibbotson, R.G. and Kaplan, P.D. (2000). Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance? Financial Analysts Journal, January/February 2000. Gefunden unter www.cfapubs.org
- Jans, A., Lengwiler, C., & Passardi, M. (2018). Krisenfeste Schweizer Banken? : Die Regulierung von Eigenmitteln, Liquidität und "Too big to fail". Zürich: NZZ Libro.
- Jordan, T.J. (2008a). Finanzierung von Hypotheken: Pfandbriefe und Verbriefungen im Lichte der Finanzkrise. Referat, Zofingen, 15.5.2008. Gefunden unter https://www.snb.ch/de/iabout/pub/id/media_speeches_1
- Jordan, T.J. (2008b). Finanzierung von Hypotheken und die Risiken einer Kreditverknappung in der Schweiz und im Ausland. Referat, Zürich, 10.9.2008. Gefunden unter https://www.snb.ch/de/iabout/pub/id/media_speeches_1
- Josi, D. (2013). Immobilien-Kreditfonds eine alternative Finanzierungsform für den Schweizer Immobilienmarkt. Masterthese zur Erlangung des Master of Advanced Studies in Real Estate, CUREM
- Karamanian, A., Karamanian, R., Dobrauz & G., Sahin, O., PwC (2018). Alternative Lending: asset class characteristics. PricewaterhouseCoopers. Gefunden unter <https://lendity.com/learning-center/>
- Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen KGAST (2018). KGAST – Immo – Index. Gefunden unter <http://www.kgast.ch/download-links>

Lewis, G., Phillips, M., Roberts, J. and Watson, S. (2017). PwC and the Urban Land Institute. Emerging Trends in Real Estate® Europe 2018. London: PwC and the Urban Land Institute, 2017. Gefunden unter <https://www.pwc.com/gx/en/industries/financial-services/asset-management/emerging-trends-real-estate/europe-2018.html>

Moody's (2018a). Moody's Analytics Capital Market Research. WEEKLY MARKET OUTLOOK. March 15, 2018. Gefunden unter <https://www.moodyanalytics.com/-/media/article/2018/weekly-market-outlook-default-rate-defies-record-ratio-of-corporate-debt-to-gdp.pdf>

Moody's (2018b). Moody's Investors Service. Pressemitteilung 19.7.18. Gefunden unter <https://www.pfandbriefbank.ch/sites/de/assets/File/180719%20Moody's%20Rating%20Action%20affirms%20Aaa%20ratings%20assigned%20to%20Pfandbriefbank.pdf>

Pfandbriefzentrale Schweizer Kantonalbanken PBZ (2018). Rating Anleihen. Gefunden unter <https://www.pfandbriefzentrale.ch/de/pfandbriefanleihen/rating.php>

Pictet (2018). Pictet Asset Management - Pictet LPP indices. Gefunden unter <https://www.am.pictet/en/switzerland/articles/lpp-indices#overview>

Pignon, V. (2017). Regulation of Crowdfunding: The Case of Switzerland. The Journal of Applied Business and Economics; Thunder Bay Vol. 19, Iss. 2, (May 2017): 44-49. Gefunden unter <https://hesso.tind.io/record/2226?ln=fr>

Polke, T. (2017). Crowdfunding oder Disintermediation in der Fremdkapitalvergabe: Eine Analyse der finanzmarktaufsichts- und gewerberechtlichen Regulierung in Deutschland. Duncker & Humblot, Berlin, Band 100.

Reicherter, K. (2013). Real Estate Debt als alternative Anlageklasse für Schweizer Pensionskassen und Versicherungen. Masterthese zur Erlangung des Master of Advanced Studies in Real Estate, CUREM

Reichmuth, P., & Von der Crone, H. C. (2017). Crowdfunding Als Bewilligungspflichtige Entgegennahme Von Publikumseinlagen. Schulthess Juristische Medien AG

Rendity (2018a). Was ist das Rendity Rating? Gefunden unter <https://rendity.com/de/faq>

Rendity (2018b). Investments. Gefunden unter <https://rendity.com/dashboard/investments>

Rüegg Nägeli Rechtsanwälte (2018). Informationen zu Anleiheobligationen / Wandelanleihen / Optionsanleihen in der Schweiz. Gefunden unter <https://www.anleiheobligation.ch>

Schweizerische Nationalbank SNB (2018a). Monatliche Bankenstatistik, Hypothekarkredite und Übrige Kredite nach In- und Ausland. Gefunden unter [https://data.snb.ch/de/topics/banken#!/cube/bakredinausbm?fromDate=E2%80%A617-01&toDate=2018-01&dimSel=D0\(AV1\),D1\(T0,I,A\),D2\(T1,H\),D3\(F,B\)&fromDate=2017-04](https://data.snb.ch/de/topics/banken#!/cube/bakredinausbm?fromDate=E2%80%A617-01&toDate=2018-01&dimSel=D0(AV1),D1(T0,I,A),D2(T1,H),D3(F,B)&fromDate=2017-04)

Schweizerische Nationalbank SNB (2018b). Renditen von Obligationen. Gefunden unter <https://data.snb.ch/de/topics/ziredev#!/chart/rendeidglfzch>

Schweizerische Nationalbank SNB (2018c). ZINSSÄTZE, RENDITEN UND DEVISENMARKT - Publierte Zinssätze für Neugeschäfte, Gefunden unter [https://data.snb.ch/de/topics/ziredev#!/cube/zikrepro?fromDate=2007-12&toDate=2018-05&dimSel=D0\(M\),D1\(MV,11,20,30,40,50,60,70,80,9,10\)](https://data.snb.ch/de/topics/ziredev#!/cube/zikrepro?fromDate=2007-12&toDate=2018-05&dimSel=D0(M),D1(MV,11,20,30,40,50,60,70,80,9,10))

Schweizerische Nationalbank SNB (2018d). Devisenkurse. Gefunden unter [https://data.snb.ch/de/topics/ziredev#!/cube/devkua?fromDate=2015&toDate=2017&dimSel=D1\(EUR1,GBP1,USD1\)](https://data.snb.ch/de/topics/ziredev#!/cube/devkua?fromDate=2015&toDate=2017&dimSel=D1(EUR1,GBP1,USD1))

Schweizerische Nationalbank SNB (2018e). Aktuelle Zinsen und Devisenkurse. Gefunden unter https://www.snb.ch/de/i/about/stat/statpub/zidea/id/current_interest_exchange_rates#

Six Swiss Exchange SIX (2018a). Historische SBI Indexkurse. Gefunden unter http://www.six-swiss-exchange.com/indices/data_centre/bonds/sbi_history_de.html

Six Swiss Exchange SIX (2018b). Anleihen. Gefunden unter https://www.six-swiss-exchange.com/knowhow/products/bonds_de.html

Six Swiss Exchange SIX (2018c). Marktdaten Anleihen. Gefunden unter http://www.six-swiss-exchange.com/bonds/explorer_de.html

Six Swiss Exchange SIX (2018d). Anleihen Zinsstrukturkurve. Gefunden unter http://www.six-swiss-exchange.com/bonds/overview_de.html

Swiss Crowdfunding Association SCA (2017). Immobiliencrowdfunding in der Schweiz 2017. White Paper (div. Autoren). Gefunden unter <http://www.swisscrowdfundingassociation.ch/wp-content/uploads/2017/12/LivreBlanc-DE.pdf>

Swiss Fund Data SFD (2017). Swiss Fund Market Statistics Month-End Analysis 31.12.17. Gefunden unter <https://www.swissfunddata.ch/sfdpub/de/market/marketsArchive>

Swisscanto (2018). Schweizer Pensionskassenstudie 2018. Swisscanto Vorsorge AG. Gefunden unter <https://www.swisscanto.com/ch/de/is/vorsorgen/pensionskassenstudie.html>

Swisslending (2018a). Comment ça marche ? Gefunden unter <http://www.swisslending.com/investir-projet-immobiliers-suisse-romande/comment-ca-marche.html>

Swisslending (2018b). Les investissements clôturés. Gefunden unter <http://www.swisslending.com>

University of Cambridge (2017a). CULTIVATING GROWTH. The 2nd Asia Pacific Region - Alternative Finance Industry Report. September 2017. Gefunden unter <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/>

University of Cambridge (2017b). Entrenching Innovation. The 4th UK Alternative Finance Industry Report. December 2017. Gefunden unter <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/>

University of Cambridge (2017c). THE 2017 AMERICAS ALTERNATIVE FINANCE INDUSTRY REPORT - Hitting Stride. Gefunden unter <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/>

University of Cambridge (2018). Expanding Horizons. The 3rd European Alternative Finance Industry Report. Gefunden unter <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/>

Zinsbaustein.de (2018a). Projekte. Gefunden unter <https://www.zinsbaustein.de/projekte>

Zinsbaustein.de (2018b). Anzahl Projekte p.a. Email M. Gutschmidt 13.7.18

Zinsbaustein.de (2018c). Häufige Fragen & Antworten. Gefunden unter <https://www.zinsbaustein.de/so-funktioniert/faq>

Zinsland.de (2018a). Und das ist unsere Story. Gefunden unter <https://www.zinsland.de/ueber-uns>

Zinsland.de (2018b). Pressemitteilung 15.2.18. Gefunden unter <https://www.zinsland.de/projekte>

Zinsland.de (2018c). Abgeschlossene Projekte. Gefunden unter <https://www.zinsland.de/projekte>

Anhang

Literatur zu rechtlichen Themen

Baumann (2014) stellt eine umfassende Übersicht der Materialien und Quellen (CH, USA, D, F, GB) zusammen. Gegenstand ihrer Arbeit ist das Crowdinvesting, das „... als Unterkategorie von Crowdfunding ...“ definiert wird, wobei „... es sich beim konkreten Projekt i.d.R. um eine Gesellschaftsfinanzierung handelt und als Gegenleistung eine Form der Beteiligung an der Gesellschaft und/oder am Gesellschaftserfolg versprochen wird. ... oftmals am Eigenkapital Anders als beim Crowdfunding i.e.S. handelt es sich dabei um eine eigentliche Risikokapitalanlage.“ (S. 9) Ihre abgrenzenden Ausführungen zum Crowdlending decken sich mit der inzwischen etablierten Auffassung: „Häufig wird Crowdlending auch Peer-to-Peer bzw. Person-to-Person-Lending (P2P-Lending) genannt. Das Konzept bezeichnet die Darlehensgewährung von (in der Regel) wenigen Privatpersonen an eine andere Privatperson über eine Vermittlungsplattform. Weil der Finanzintermediär entfällt, können Darlehen i.d.R. zu besseren Konditionen vergeben werden als z.B. konventionelle Bankdarlehen.“ (S. 13) [Seither ist die Vergabe von Darlehen zwischen institutionellen Marktteilnehmern dazugekommen. (Anm. Autor)]

Essebier und Auf der Maur (2015) stellen fest, dass die geltende Rechtsordnung in der Schweiz einer positiven Entwicklung des Crowdfunding Markts entgegensteht (Stand September 2015). Sie vermissen in der Schweiz eine Regulierung, die sich mit den Eigenheiten des Crowdfunding befasst. Sie halten fest, dass bei den drei Beteiligten (Plattform, Investor, Geldnehmer), je separat zu prüfen sei, ob eine Bewilligungspflicht resp. ob gesetzliche Einschränkungen vorliegen. Potenziell unterliegen beispielsweise die Plattform dem GwG, der Investor dem BankG, resp. BankV und der Geldnehmer der Prospektspflicht (gem. Art. 1156 OR).

Pignon (2017) stellt fest, dass es zur Zeit (Stand Mai 2017) in der Schweiz keine spezifischen Gesetze betreffend Crowdlending gibt. Er vermisst ein klares Regelwerk, das auch die Entwicklung von Crowdlending favorisieren würde.

Polke (2017) geht in seiner Arbeit, seiner Ansicht nach erstmals, spezifisch auf das Crowdlending in Deutschland ein. Er unterscheidet zwischen „echtem“ und „unechtem“ Crowdlending. Echtes Crowdlending liegt nur dann vor, „... sofern eine vertragliche Beziehung unmittelbar zwischen Kreditnehmer und Investor eingegangen wird.“ Weiter hat der Autor „indirektes“ Crowdlending identifiziert, wobei ein lizenziertes Kreditinsti-

tut ein Darlehen ausgibt und dann die Rückzahlungsansprüche an eine Intermediärgesellschaft überträgt, welche diese schliesslich als Schuldverschreibungen an Investoren ausgibt (Polke 2017, S. 29/30).

Reichmuth & Von der Crone (2017) kommen zum Schluss, dass Crowdlending Plattformen in der Schweiz grundsätzlich unter das Regulierungsregime des BankG fallen, ausser sie agieren ausschliesslich als Vermittlerin (reine Abwicklung, keine Zinszahlungen). Die Autoren begrüssen die Deregulierungsabsichten der Regulators mit der Einrichtung der „Sandbox“. Diese erlaubt die Entgegennahme von mehr als 20 Publikumseinlagen bis zu einer Betragsobergrenze von CHF 1 Mio. Sie erinnern daran, dass ein Investor erhebliche Ausfallrisiken trägt und warnen davor, dass ein allfälliges FINMA Gütesiegel zu unsorgfältiger Selektion von Investitionen verleiten könne.

FINMA (2018) zur „Sandbox“: „Per 1. August setzte der Bundesrat die neuen Sandboxbestimmungen in Kraft. Sie sollen das Testen innovativer Geschäftsmodelle erleichtern. Unternehmen können Gelder bis zu 1 Million Franken ohne Bewilligung entgegennehmen. Sie sind jedoch verpflichtet, ihre Kunden darüber zu informieren, dass sie nicht durch die FINMA beaufsichtigt werden und keine Einlagensicherung für die entgegengenommenen Gelder besteht. In diesem Rahmen passte die FINMA ihr Rundschreiben 2008 / 3 «Publikumseinlagen bei Nichtbanken » den neuen Bestimmungen an. Die Änderungen traten am 1. Januar 2018 in Kraft. Weiter stiess die FINMA, wie bereits beim Erlass angekündigt, eine Überarbeitung ihres Rundschreibens 2016 / 7 «Video und Online-Identifizierung» an.“ Und weiter zu den neuen Ausnahmebestimmungen in der Bankenverordnung: „Im Bereich der unerlaubten Tätigkeiten von grossem Interesse war zudem die im Rahmen der Fintech- Regulierung des Bundesrats erfolgte Revision der Bankenverordnung (BankV), welche am 1. August 2017 in Kraft getreten ist. Dadurch sollen Fintech- und andere Unternehmen, die Dienstleistungen ausserhalb des typischen Bankgeschäfts⁴⁹ erbringen, entsprechend ihrem Risikopotenzial angemessen reguliert und Markteintrittshürden für solche Unternehmen herabgesetzt werden. Die Teilrevision der BankV bringt im Wesentlichen zwei Neuerungen oder

⁴⁹ „Typischerweise nimmt eine Bank kurzfristige Einlagen entgegen (Passivgeschäft) und vergibt diese Gelder ganz oder teilweise als langfristige Kredite (Aktivgeschäft). Die durch diese Fristentransformation entstehenden Liquiditäts- und Zinsrisiken werden durch regulatorische Vorgaben (Bankbewilligung) reduziert. Vielen Fintech- oder anderen Unternehmen fehlt dieses Risikoprofil, weil sie nur das Passivgeschäft betreiben. Für solche Dienstleistungen erscheint die vollumfängliche Einhaltung der hohen Anforderungen in der Bankengesetzgebung deshalb als unverhältnismässig.“ (FINMA 2018, S.86)

Erleichterungen:“ [1] „Die Schaffung eines sogenannten Innovationsraums unter dem Titel der Gewerbmässigkeit (Sandbox)⁵⁰: Publikumseinlagen bis zu einem Grenzbetrag von 1 Million Franken dürfen neu bewilligungsfrei entgegengenommen werden, auch wenn dadurch dauernd mehr als 20 Publikumseinlagen entgegengenommen oder öffentliche Empfehlungen zur Entgegennahme von Publikumseinlagen abgegeben werden. Die Publikumseinlagen dürfen jedoch weder angelegt noch verzinst werden. Die Einleger sind vorgängig darüber zu informieren, dass in diesem Bereich keine Aufsicht der FINMA besteht und die Einlagen nicht von der Einlagensicherung erfasst sind. Wird mit den Einlagen eine gewerblich-industrielle Haupttätigkeit finanziert, sind Anlage und Verzinsung erlaubt. In der Sandbox sollen insbesondere neue Geschäftsmodelle bankbewilligungsfrei getestet werden können. Ferner möchte der Bundesrat mit der Sandbox eine neue Finanzierungsquelle für KMU erschliessen, welche die entgegengenommenen Gelder verzinsen dürfen, solange sie eine gewerblich- industrielle Haupttätigkeit ausüben und die Gelder ausschliesslich für die Finanzierung dieser Tätigkeit verwenden.“ [2] „Die Ausweitung der Frist für Abwicklungskonten («Abwicklungskonto-Ausnahme»)⁵¹: Gemäss FINMA-Praxis war es im Anwendungsbereich der Abwicklungskonto-Ausnahme nur dann erlaubt, Gelder von Dritten auf eigenen Abwicklungskonten entgegenzunehmen und damit Kundengeschäfte zu tätigen, wenn dabei eine maximale Haltefrist von 7 Arbeitstagen eingehalten wurde. Der Bundesrat hat nun entschieden, diese Haltefrist zur Abwicklung von Kundengeschäften neu auf 60 Tage auszuweiten. Davon dürften unter anderem Crowdfunding-Plattformen profitieren.“ (FINMA 2018, S. 86)

Portfoliovolatilität – Beispiel zwei Anlagen

Die Formel für die Volatilität eines Portfolios (σ_P^2) mit zwei Anlageklassen 1 und 2, mit den Gewichten w_1 resp. w_2 , Volatilitäten σ_1^2 resp. σ_2^2 und einer Kovarianz zwischen den Erträgen der beiden Anlageklassen $\text{Cov}(r_1, r_2)$, ist die folgende (Bodie et al., 2018, Kapitel 7):

$$\sigma_P^2 = w_1^2 \sigma_1^2 + w_2^2 \sigma_2^2 + 2 w_1 w_2 \text{Cov}(r_1, r_2)$$

Ein sehr geringes Gewicht der einen Anlage führt aufgrund der Quadrierung zu verschwindend kleinen Einfluss auf die gesamte Volatilität.

⁵⁰ Art. 6 Abs. 2 – 4 BankV

⁵¹ Art. 5 Abs. 3 Bst. c BankV

Anleihen - Gemäss SIX

„Anleihen sind eine beliebte Finanzierungsquelle für Unternehmen sowie für öffentlich-rechtliche Körperschaften (Bund, Kantone, Gemeinden). Der Schuldner einer Anleihe wird auch Emittent genannt. Anleihen sind für Anleger eine beliebte Vermögensanlage. Sie investieren in Anleihen mit dem Zweck, das eingesetzte Kapital wiederzuerhalten und zusätzlich einen Zinsertrag zu erzielen. Abhängig von Kauf- und Verkaufkurs kann der Ertrag der Anlage noch erhöht oder gemindert werden.

Anleihen (auch Bonds, Renten, Schuldverschreibungen oder Obligationen genannt) sind Forderungsrechte. Wer Anleihen kauft, besitzt keinen Anteil am Eigenkapital (wie Aktien als Beteiligungsgrechte), sondern er leiht dem Emittent Fremdkapital für einen gewissen Zeitraum. Anleihen verfügen über ein geringeres Risiko als Aktien, dies ist aber abhängig von der Bonität des Schuldners. Jedoch ist die Rendite auch begrenzt.

Anleihen können mit einer festen oder variablen Verzinsung (Coupon) ausgestattet sein und haben eine vorgegebene Laufzeit und Form der Tilgung (Zurückzahlung). [...]

Der Vertrieb von Anleihen erfolgt grundsätzlich in Nominalwerten. Die Stückelung variiert je nach Emittent und beträgt bei einer Emission in der Regel entweder CHF 1'000, CHF 5'000, CHF 10'000 oder CHF 100'000 nominal. Anleihen können entweder privatplatziert oder an einer Börse kotiert (Primär- bzw. Sekundärkotierung) bzw. zum Handel zugelassen werden. Bei einer Börsenkotierung ist der Emittent verpflichtet, ein Emissionsprospekt zu erstellen. Der Emissionsprospekt ist die rechtliche Grundlage und enthält alle wesentlichen Bedingungen, die mit dem Forderungsrecht verknüpft sind.

Bei einem öffentlichen Angebot (Emission) mit Börsenkotierung unterscheidet man zwei Phasen:

Primärhandel: Anleihen können per Emission gekauft und bis Verfall gehalten werden. Der Kauf aus Emission heisst in der Fachsprache Primärhandel.

Sekundärhandel: Ebenso kann nach Emission gekauft und vor Verfall verkauft werden, was als Sekundärhandel bezeichnet wird. Dies wird über die Börse abgewickelt. Angebot und Nachfrage bestimmen den Kurswert der Anleihe.

Nebst dem Nominalwert ist der aktuelle Kurs ein wichtiger Bestandteil der Anleihe, für welchen man die Anleihe an der Börse erwerben kann. Er wird in Prozenten (z.B. 100.24%) angegeben.

Die Anleihe als verzinsliches Wertpapier kennt zwei Hauptmerkmale: Zinszahlung und Fremdkapitalbasis.

Zinszahlungen als Gegenleistung für die Überlassung des Kapitals

Für das zur Verfügung gestellte Geld wird der Investor mit einer jährlichen Zinszahlung entschädigt. [...]

Die Höhe des Zinssatzes richtet sich nach der Laufzeit, den Kapitalmarktverhältnissen zum Zeitpunkt der Ausgabe und nach Bonität der Gesellschaft. Mit Bonität ist die Zahlungsfähigkeit des Emittenten gemeint, die unterschiedlich gut sein kann. Der Zinssatz ist entweder für die ganze Laufzeit fest oder wird auf den jeweiligen Zinstermin neu festgesetzt.

Der Nominalbetrag der Anleihe wird im Normalfall am Ende der Laufzeit vollständig vom Schuldner an den Gläubiger zurückerstattet. Dabei wird auch von der Tilgung gesprochen. Wird die Anleihe vor Ablauf der Laufzeit an der Börse weiterverkauft, erfolgt die Tilgung an denjenigen Besitzer, der die Anleihe am Ende der Laufzeit hält. Wie der Kurs einer Anleihe berechnet wird, ist unter Bewertung von Anleihen beschrieben.

Anleihen verkörpern Fremdkapital

Anleihen sind Fremdkapital und nicht zur Verfügung gestelltes Eigenkapital wie beim Kauf von Aktien. Der Unterschied äussert sich darin, dass:

- die Anleihe unabhängig vom Unternehmenserfolg verzinst wird,
- durch den Emittenten rückzahlbar ist, weil der überlassene Kapitalbetrag einem Darlehen ähnelt,
- bei der Liquidation des Unternehmens Anleihenbesitzer ihr Geld als erste in der Konkursmasse zurückfordern können und somit gegenüber den Aktionären im Vorteil sind.

Im Gegensatz zum Aktienbesitz, verliehen Anleihen dem Anleger keine Mitgliedschaftsrechte (Teilnahme an der Generalversammlung, Stimm- und Wahlrecht).“ (SIX, 2018b)

Anleihen - Gemäss Gabler

„Anleihen sind Forderungspapiere, durch die ein Kredit am Kapitalmarkt aufgenommen wird. Im Unterschied zu Privatkrediten werden Anleihen öffentlich und nur von juristi-

schen Personen begeben. Sie unterscheiden sich durch abweichende Konditionen wie verschieden lange Laufzeiten, Emissionswährungen und Verzinsungen. Letztere kann entweder fest, variabel oder strukturiert (abhängig von bestimmten Ereignissen) sein. Ihr Kurs wird in Prozent des Nominalwertes angegeben.

Schuldverschreibung, Obligation, Bond. 1. Begriff: Als Anleihen werden Effekten (Wertpapiere) bezeichnet, die Gläubigerrechte, insbesondere das Recht auf Verzinsung und das Recht auf Tilgung, verbrieft. Die Begebung erfolgt i.d.R. zur langfristigen Fremdkapitalaufnahme in größerem Umfang am in- und ausländischen Kapitalmarkt.“ (Gabler, 2018)

Anleihensobligation – Gemäss Rüegg Nägeli Rechtsanwälte

„Der Gesetzgeber hat in OR 1157 ff. Vorkehrungen legiferiert, die

- den Gläubigern eine gemeinsame Interessenwahrung ermöglichen
- der Anleihenschuldnerin Sanierungsmassnahmen erlauben, ohne ein Nachlassverfahren einleiten zu müssen.

Die Anleihensobligation ist ein in Teilbeträge aufgeteiltes Grossdarlehen zu einheitlichen Bedingungen bei Zeichnungsfrist, Ausgabepreis, Liberierungsdatum, Zinssatz und Laufzeit.

Prospektzwang. Ohne behördliche Kontrolle soll bei Begebung oder Börseneinführung dem Anleger für einen fundierten Anlageentscheid im Sinne einer vorvertraglichen Aufklärung mitgeteilt werden:

- Daten zum Emittenten
- Daten zum Wertpapier.

Prospektinhalt. Im Prospekt sind wiederzugeben:

- Angaben zum Anleihenschuldner
- Anleihensbedingungen
- Laufzeit
- Zins
- Wand- oder Optionsbedingungen
- Rückzahlungsbedingungen, ggf. vorzeitige Rückzahlung
- allf. Sicherheiten und Garantien

- Angaben zum Vertreter der Anleihegläubiger (OR 1158)
- ein allenfalls vorhandenes Rating.

Sind die Angaben der Anleihebedingungen und im Prospekt nicht identisch, so die Anleihebedingungen massgebend

- haben die Anleger im Schadenfall Ansprüche aus Prospekthaftpflicht (Prospekthaftung).

Prospekthaftung. OR 752 und OR 1156 Abs. 2 statuieren eine Prospekthaftpflicht für alle von einer Aktiengesellschaft emittierten Wertpapiere, so auch für Anleiheobligationen.

Weitere Eckpunkte sind:

- Solidarhaft der an der Emittierung Beteiligten
- Klagerecht der Gläubigergemeinschaft:
 - Grundsätzlich fehlende Aktivlegitimation
 - Ein Teil der Lehre vertritt die Auffassung, dass die Gläubigergemeinschaft bezüglich der nicht individuellen Aspekte (Verschulden und Widerrechtlichkeit) feststellungsberechtigt sei.“ (Rüegg Nägeli Rechtsanwälte, 2018)

Kredit - Gemäss Gabler

„1. Begriff: I.e.S. die Überlassung von Kapital bzw. Kaufkraft auf Zeit (Kreditgewährung), i.w.S. das Vertrauen in die Fähigkeit und Bereitschaft, Schuldverpflichtungen (Verpflichtung zur Rückzahlung oder zur Bereitstellung der Deckung (Revaluierung)) zu erfüllen (Kreditwürdigkeit). Darüber hinaus wird auch das bei der Fremdfinanzierung überlassene Kapital selbst als Kredit bezeichnet.

2. Abgrenzung zwischen Kredit und Darlehen: Kredit ist gegenüber Darlehen der umfassendere Begriff, da er sich nicht nur auf die Geldleihe, sondern auch auf andere Kreditarten, wie Akzeptkredit und Avalkredit (Formen der Kreditleihe) und auch auf den Diskontkredit erstreckt. Diese Kreditverhältnisse sind rechtlich nicht als Darlehen, sondern als Geschäftsbesorgungsvertrag, als Bürgschaft bzw. Garantie oder als Kauf zu qualifizieren. Nach der Terminologie des BGB besteht das Darlehen in der Zurverfügungstellung eines Geldbetrags (§ 488 I BGB).“ (Gabler, 2018)

Darlehen – Begriff gemäss Schweizer Obligationenrecht

„Durch den Darlehensvertrag verpflichtet sich der Darleiher zur Übertragung des Eigentums an einer Summe Geldes oder an andern vertretbaren Sachen, der Borger dagegen zur Rückerstattung von Sachen der nämlichen Art in gleicher Menge und Güte.“ (Art. 312 OR)

Qualifiziertes Nachrangdarlehen – Gemäss BaFin (Deutschland)

„Nachrangdarlehen vereinen Eigenschaften von Eigen- und Fremdkapital und zählen somit zu den hybriden beziehungsweise mezzaninen Finanzierungsformen, ebenso wie Genussrechte und stille Beteiligungen. Sie sind also eine unternehmerische Risikobeteiligung. Nachrangdarlehen, die eine insolvenzverhindernd qualifizierte Nachrangklausel aufweisen, gehören wie Genussrechte und stille Beteiligungen zum Grauen Kapitalmarkt. Denn Unternehmen, die rückzahlbare Publikumsgelder über qualifiziert nachrangige Anlageangebote einsammeln, brauchen hierfür keine Erlaubnis der BaFin, wenn hinreichend erkennbar ist, dass mit dem insolvenzverhindernd qualifizierten Nachrang die Bedingung der Rückzahlbarkeit der angenommenen Gelder verbunden ist. Auch begründet die Annahme solcher Darlehen für sich allein genommen kein Investmentvermögen nach § 1 Absatz 1 des Kapitalanlagegesetzbuchs (KAGB). Bislang unterliegen unverbrieft Nachrangdarlehen auch noch keiner gesetzlichen Prospektpflicht.

Qualifizierter Nachrang

Nachrangklauseln gibt es in zahlreichen Ausgestaltungen, die mehr oder weniger auf die speziellen Ziele der Darlehensnehmer zugeschnitten sind. Die Klauseln regeln die Reihenfolge, in der im Insolvenzfall die Inhaber von Forderungen aus der Insolvenzmasse befriedigt werden. Je schlechter die Rangposition der Forderungen, desto unwahrscheinlicher ist es, dass ihre Inhaber im Insolvenzverfahren auch nur teilweise bedient werden. Sie werden nur berücksichtigt, wenn das Vermögen ausreicht, alle Gläubiger mit höherem Rang vollständig zu befriedigen. Ein solcher „einfacher“ Nachrang ist also eine reine Verteilungsregel für den Insolvenzfall. Solange kein Insolvenzverfahren eröffnet ist, kann ein Gläubiger, der nicht zugleich Gesellschafter ist, den verliehenen Geldbetrag grundsätzlich in voller Höhe zurückfordern, sobald die Forderung fällig ist. Die Aufnahme solcher Gelder ist darum als Bankgeschäft erlaubnispflichtig nach § 32 Absatz 1 Kreditwesengesetz (KWG).

Will der Darlehensnehmer dies vermeiden, das Anlageangebot also auf dem Grauen Kapitalmarkt halten, kann er die einfache Nachrangklausel um eine insolvenzverhindernde Qualifikation ergänzen. Beim qualifizierten Nachrang vereinbaren die Parteien, dass die Forderungen des Darlehensgebers auch dann nicht bedient werden, wenn die Rückzahlung einen Insolvenzgrund herbeiführen würde. Gerade unerfahrene Kleinanleger laufen Gefahr, derartige Klauseln von windigen Anbietern untergeschoben zu bekommen. Doch auch bei Angeboten, die seriös erscheinen, sollten sie sich der grundlegenden Wirkungsweise und der Risiken qualifizierter Nachrangklauseln bewusst sein.“ (BaFin, 2014)

Kreditwürdigkeitsprüfung – Begriff gemäss Wörterbuch

„Die Kreditwürdigkeitsprüfung ist ein komplexer Informationsprozess, an dessen Ende ein Urteil über die Kreditwürdigkeit bzw. Bonität des Kreditnehmers steht. Sie prüft, ob die rechtlichen, persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse des Kreditnehmers sicherstellen, dass das Kreditrisiko [...] einen zu bestimmenden Grenzwert nicht überschreitet. Das Kreditrisiko wird durch die Wahrscheinlichkeit bestimmt, dass der Kreditnehmer nicht in der Lage ist, den Kredit fristgerecht zu tilgen und zu verzinsen. Kreditwürdigkeitsprüfung ist eine Traditionsreiche Kernfunktion von Kreditinstituten. Ihre Methoden gelten aber auch für jede Kreditbeziehung ausserhalb des Bankensystems.“ (HWF, 2001, S. 1460/61)

Pfandbrief und Verbriefung

Zur Finanzierung von Hypotheken stehen den Finanzinstituten verschiedene Wege offen. „Den Banken stehen [...] vier verschiedene Instrumente zur Verfügung, die je nach Land und Hypothekarsystem in ihrer Bedeutung variieren: Das sind einerseits kurzfristige Refinanzierungsinstrumente wie Kundengelder und Geldmarktkredite und andererseits längerfristige Refinanzierungsinstrumente wie Pfandbriefe und Verbriefungen.“ (Jordan, 2008b, S.3). Beim Pfandbrief bleibt das Risiko bei der Bank, während die Verbriefung zu einem Risikotransfer zu einem anderen Investor führt.

Pfandbrief. „Der Schweizer Pfandbrief ist eigentlich nichts anderes als eine Obligation, die im Vergleich mit normalen Obligationen noch zusätzliche Sicherheiten enthält. [...] Ausgangspunkt für die Emission von Schweizer Pfandbriefen ist immer die Vergabe von Hypotheken für Liegenschaften im Inland, welche die Geschäftsbanken refinanzieren möchten. Will eine Geschäftsbank einen Teil der Hypothekarforderungen über Pfandbriefdarlehen refinanzieren, gelangt sie mit einem Antrag an ein Pfandbriefinsti-

tut. Dieses prüft, ob die betreffenden Hypotheken die strengen Kriterien des Schweizer Pfandbriefgesetzes erfüllen. Im positiven Falle vergibt das Pfandbriefinstitut ein Pfandbriefdarlehen an die Geschäftsbank. Im Gegenzug werden die zugrunde liegenden Hypotheken verpfändet und ausgesondert. Das Pfandbriefinstitut wiederum gibt auf Grundlage dieser verpfändeten Hypotheken eine Pfandbriefanleihe aus. [...] Die Hypothek der Liegenschaft wird verpfändet. Sie bleibt aber in der Bilanz der Geschäftsbank, die weiterhin das Kreditrisiko für die Hypothek trägt.“ (Jordan, 2008a, S. 4 & 5).

Verbriefung. „Im Gegensatz zum Pfandbrief sind Verbriefungen nicht nur ein Refinanzierungsinstrument, sondern auch ein Instrument des Risikotransfers. Bei der Verbriefung überträgt die Bank die Hypothek an eine Zweckgesellschaft. Diese emittiert danach Wertpapiere, die durch einen Pool von Hypothekarforderungen gedeckt werden. Damit wird das Kreditrisiko der Hypotheken von der Bank an Investoren weitergereicht. Verbriefungen können verschiedene Ausgestaltungen annehmen. Ich teile sie der Einfachheit halber in zwei Gruppen ein: Mortgage Backed Securities, so genannte MBS, und Strukturierte Verbriefungsprodukte.“ (Jordan, 2008a, S. 5)

Die folgende Abbildung illustriert den Unterschied zwischen Pfandbriefen und MBS entlang der zwei Achsen Risikotransfer und Grad der Flexibilität.

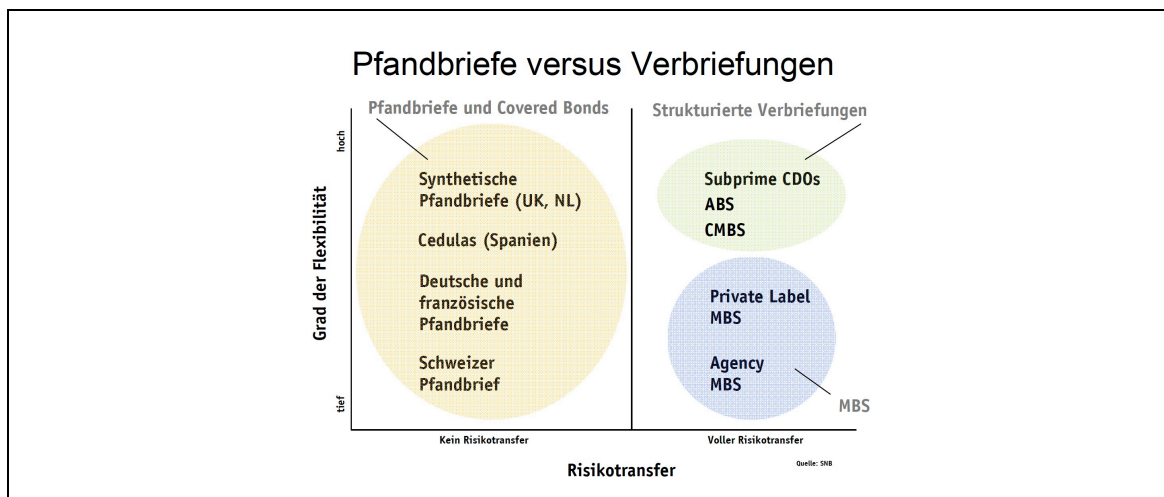


Abbildung: Pfandbrief vs. Verbriefung (Quelle: Jordan, 2008a, Folie 2)

Kapitalanlagen der drei grossen Investorengruppen

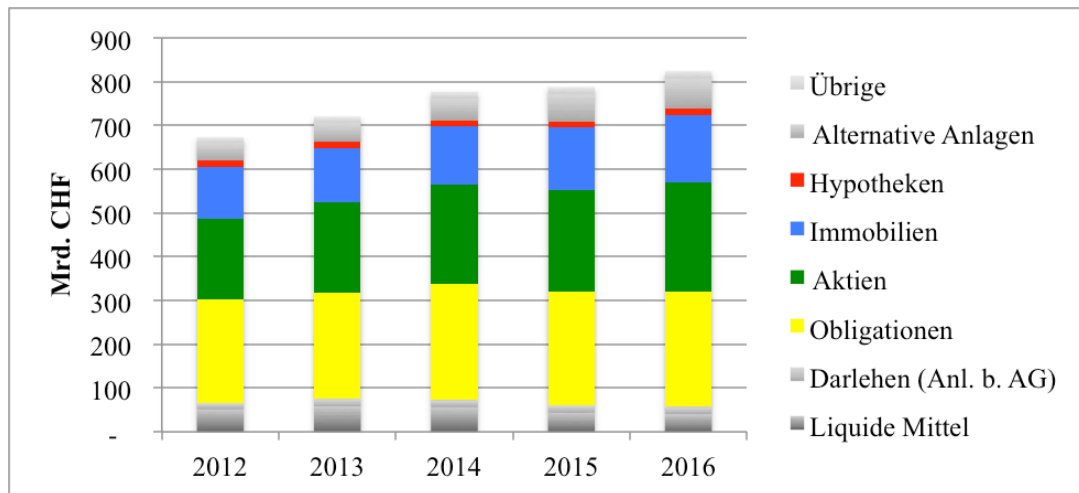


Abbildung: Vermögensanlagen alle Vorsorgeeinrichtungen, Total CHF 825 Mrd. 2016 (Quelle: BFS, 2015, S. 17; BFS, 2017a, S. 14; BFS, 2018a, S. 14; eigene Zusammenfassung)

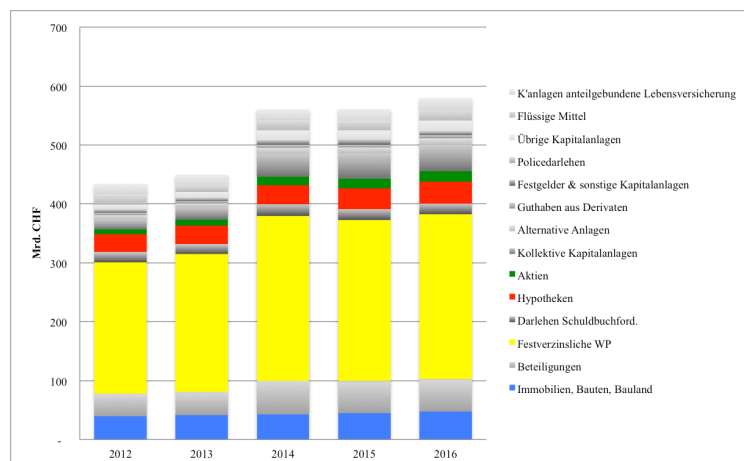


Abbildung: Kapitalanlagen Gesamtmarkt Versicherungen, Total CHF 579 Mrd. 2016 (Quelle: FINMA, 2013, S. 6; FINMA, 2015, S. 5; FINMA, 2017a, S. 7; eigene Zusammenfassung)

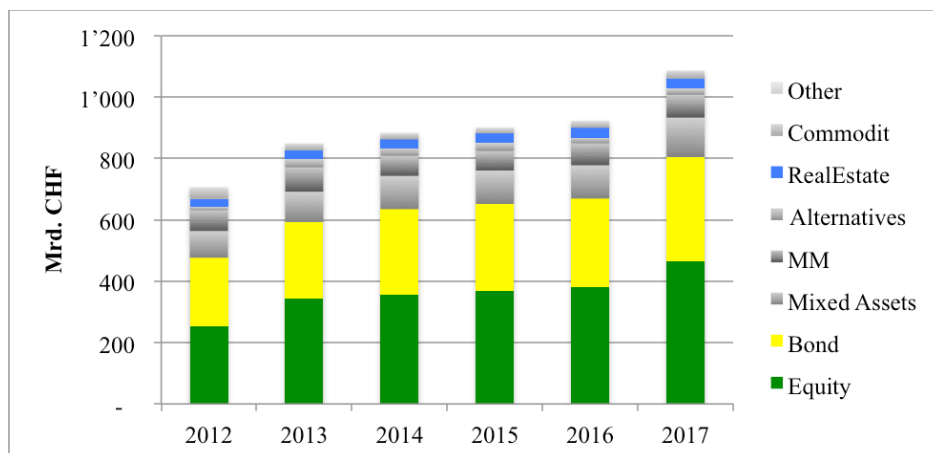


Abbildung: Assets under Management Fonds, Total CHF 923 Mrd. 2016, 1'087 Mrd. 2017 (Quelle: Swiss Fund Data, 2017)

Zinsstrukturkurven CHF und Euro

Um eine Referenzrendite, sowohl in Schweizerfranken, als auch in Euro zu haben, wurde zeitgleich die Zinsstrukturkurven in der Schweiz und in Deutschland festgehalten (SIX, 2018d). Wie aus folgender Tabelle hervorgeht, betrug die durchschnittliche Rendite in der Schweiz -0.72% und in Deutschland -0.59%. Das mittlere Renditeniveau für Laufzeiten von einen bis drei Jahren war in der Schweiz 0.12 Prozentpunkte tiefer als in Deutschland.

Restlaufzeit	Rendite CHF	Rendite Euro (Deutschland)	Delta CHF-Euro
1 Jahr	-0.70%	-0.64%	-0.06%
2 Jahre	-0.76%	-0.62%	-0.14%
3 Jahre	-0.69%	-0.53%	-0.17%
Mittelwert	-0.72%	-0.59%	-0.12%

Tabelle: Renditen auf Verfall Schweizerfranken & Euro (Deutschland) am 21.8.2018 (Quelle: SIX, 2018d; eigene Berechnungen)

Verfallrenditen auf CHF Obligationen

Während der Phase als Kredite auf verschiedenen P2P Plattformen abgeschlossen wurden, waren die Verfallrenditen auf Schweizerfranken Obligationen mit vergleichbarer Laufzeit negativ.

Der Handel mit Obligationen ist im Laufzeitenbereich unter drei Jahren nicht rege (eigene Erfahrung). Dennoch werden für gewisse grosse Emissionen von Market-Makern Preise gestellt. Nachfolgend werden beispielhaft drei Obligationen mit ein, zwei und drei Jahren Restlaufzeit der Pfandbriefbank, resp. Pfandbriefzentrale aufgeführt für die Geld/Brief Kurse gestellt werden. Zur Berechnung der Verfallrendite wurde der Briefkurs verwendet, zu dem im gegebenen Zeitpunkt ein Volumen von bis CHF 250'000 hätte gekauft werden können. Die Renditen betragen auf ein Jahr -0.67%, auf zwei Jahre -0.50% und auf drei Jahre -0.42% (s. Tabelle), im Durchschnitt -0.53%.

Valorennummer	Name	Restlaufzeit (Jahre)	Rendite auf Verfall	FaellDat	Coupon	Kurs (Brief)
19'224'125	1 PB S571 12-21	3.0	-0.42%	13.08.21	1.000%	104.35
11'670'675	1.50 PZ S403 10-20	2.0	-0.50%	03.09.20	1.500%	104.22
14'917'612	0.875 PB S563 12-19	1.0	-0.67%	13.08.19	0.875%	101.55

Tabelle: Renditen auf Verfall ausgewählter Obligationen am 22.8.2018 (Quelle: <http://www.six-swiss-exchange.com/bonds/>, eigene Berechnungen)

Credit Spread Kapitalmarkt

Die Differenz zwischen der Rendite von Staatsanleihen und Firmenanleihen gibt einen Hinweis auf die Risikoprämie, die am Kapitalmarkt gehandelt wird. Das Bloomberg Informationssystem⁵² stellt entsprechende Rendite-Indices zur Verfügung. Von Ende Januar 2017 bis Ende Juli 2018 bewegte sich der German Government Bond 5 Year Yield (GDBR5) zwischen -0.57 und 0.10% und der EUR Europe Non-Financials BBB+ BBB BBB- BVAL Yield Curve 5 Year (BVCSEO05) zwischen 0.36 und 0.76%. Die Differenz (Credit Spread) zwischen den beiden bewegte sich in diesem Zeitraum zwischen 0.53 und 1.04 Prozentpunkten, wie in folgender Abbildung dargestellt. Die mittlere (Median) Differenz betrug 0.78 Prozentpunkte. Gegen Ende der Phase stieg der Spread auf 0.97 Prozentpunkte (Median Mai bis Juli 2018).

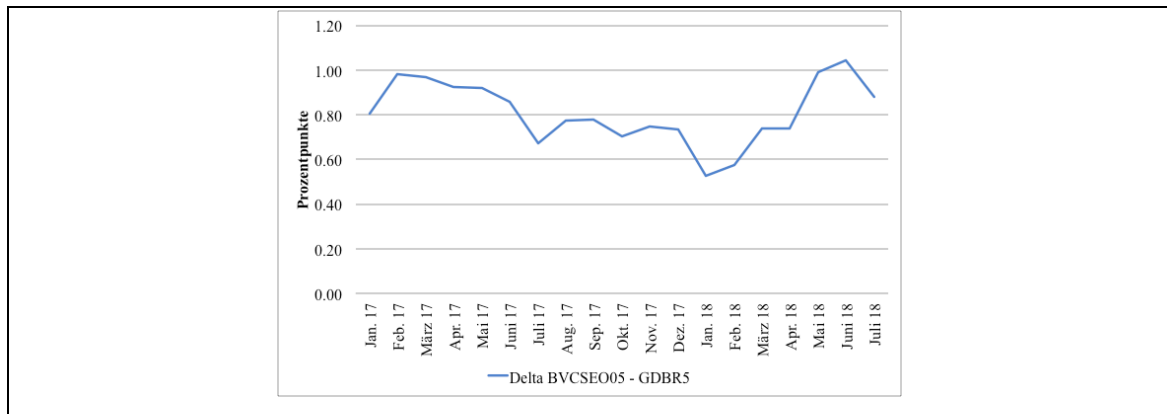


Abbildung: Creditspread Kapitalmarkt 5 Jahre (Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen und Darstellung)

⁵² Zugang zur Verfügung gestellt von Weissenstein & Partner AG, Zürich

Identifizierte Plattformen die im Bereich Real Estate Lending tätig sind (DACH)

Grau hinterlegt: Plattformen, bei denen im Praxistest Investitionen getätigt wurden.

<i>Firma, Sitz / Homepage (Alphabetische Reihenfolge Firmennamen)</i>	<i>Claim (das erste was der Homepa- ge-Besucher sieht)</i>	<i>Min./Max. Investment, keine Einschränkung (kE) Kosten Kapitalgeber (KG) / - nehmer (KN) Keine Angaben (kA)</i>	<i>Bemerkungen</i>
BERGFÜRST AG, Berlin https://de.bergfuerst.com	Zinsen mit Immobilien verdienen Welchen Wunsch möchten Sie sich erfüllen?	Min. EUR 10 / Max. kA Kosten KG 0 / KN kA Sekundärhandel EUR 10 + 10	Bieten Sekundärhandel an
Cashare AG, Hünenberg https://www.cashare.ch/	Cashare - Clever Swiss Funding Schnell, einfach und unter optima- len Bedingungen. Für persönliche Bedürfnisse, KMU, Immobilien und andere finanzielle Anforderungen.	Min. CHF 200-1'000 / Max. kA Kosten KG 0.75% / KN 0.75%	Älteste Schweizer Plattform (seit 2008), Grundpfandbesicherte KMU Darlehen, seit Q2 2018 Hypothesen, oblig. Todesfall- versicherung für KN
CIM - Company for Investment GmbH, Wien https://www.immofunding.com	Der einfache Weg in Immobilien zu investieren. Finde heraus wie?	Min. EUR 250	Nicht-natürliche Personen müssen ihren Sitz in Österreich oder Deutschland haben.
Civum GmbH, Hamburg https://www.zinsland.de/	Die neue Art, in Immobilienpro- jekte zu investieren 5 - 7% Zinsen. Keine Gebühren. Transparenter Prozess. Schon ab 500 EUR	Min. EUR 500 / Max. kE Kosten KG 0 / KN kA (pro- jektspezifischen Vermitt- lungsgebühr, welche die Projektentwickler an uns zahlen. Des Weiteren zahlen die Projektentwickler eine Marketinggebühr, welche für die Online-Aufbereitung des Projektes anfällt)	Transparente Bauprojekte Doku.
CreditGate24 (Schweiz) AG, Rüschlikon https://www.creditgate24.com	FINANZIERUNG FÜR JEDEN UND ALLE	Min. CHF 500 / Max. kA Kosten KG 1% (z.T. Service- gebühr 0.25 – 1%) / KN max. 3% (min. CHF 100)	Keine relevanten Projekte (nur Privatkredite)
dagobertinvest gmbh, Wien www.dagobertinvest.at	SIE VERDIENEN HÖHERE ZINSEN! Einfach in nachvollziehbare Im- mobilienprojekte investieren: 5% bis 8% p.a.	Min. EUR 250 / Max. kE (inst.) Kosten KG 0 / KN 12-14%	Transparente Bauprojekte Doku.
Deutsche Immobilienan- leihen Vermittlungsgesellschaft mbH i. G., Bad Homburg https://deutsche-immobilienanleihen.de	Deutsche Immobilienanleihen ist die neue Plattform für Immobilien- Crowdfunding. Anleger können sich schon ab 500 € an ausgewähl- ten Immobilien-Projekten erfahre- ner Immobilien-Entwickler betei- ligen und erhalten im Gegenzug überaus attraktive Jahreszinsen ab 5%. Wie ihr Name schon sagt, setzt die Plattform auf die Ausgabe von Schuldverschreibungen, statt von Nachrangdarlehen mit qualifi- ziertem Rangrücktritt, und ebnet den Immobilien-Gesellschaften endgültig den Weg in den weißen Kapitalmarkt.	Min. EUR 500 Kosten kA	Investor zeichnet eine Anleihe (keine Kreditvermittlung)
Exporo Investment GmbH, Hamburg https://exporo.de	DIGITALE IMMOBILIENIN- VESTMENTS BEI DEUTSCHLANDS FÜH- RENDEM ANBIETER	Min. EUR 500 Kosten KG 0 / KN kA	Keine passenden Projekte (nur Anleihen)
FixLend AG, Zürich https://www.fixlend.ch	Anlagen in Hypotheken. Fixlend bringt Investoren und Hypothekennehmer zusammen.	kA	Nur Hypotheken Asset Ma- nagement (keine Vermittlungs- plattform), Firma wurde 2018 von Avobis gekauft

Foxstone SA, Genève https://www.foxstone.ch	Investir dans l'Immobilier Résidentiel Suisse. Foxstone est une plateforme de Crowdfunding Immobilier offrant l'opportunité d'acquérir une part d'un immeuble en copropriété ou d'investir dans un projet de promotion immobilière.	Min. CHF 25'000 Kosten KG 3% / KN 3%	Drei Arten von Investitionen (1) Copropriété, (2) Co-Investment, (3) Mezzanine Debt, aktuell nur Miteigentums-Projekte
HOME ROCKET GmbH, Graz https://www.homerocket.com	HOME ROCKET ist die erste, international tätige Crowdfunding-Plattform, die sich auf die beliebteste Anlageform überhaupt, nämlich Immobilien, spezialisiert.	Min. EUR 250 / Max. kA Kosten KG 0 / KN min. EUR 4'990 (total 10%)	Transparente Bauprojekte Doku.
Hyposcout AG, Dübendorf https://www.hyposcout.ch	Einfach. Unkompliziert. Sicher. Ganz ohne Bank.	Min. CHF 20'000 Kosten KG 0 / KN 3% (min. 5'000)	Keine Offenlegung der Projekte auf Homepage
Raizers SA, Lausanne https://www.raizers.com	European crowdfunding. La puissance des réseaux ... Maitrisée	Min. EUR 5'000 Kosten KG 0 / KN CHF/EUR 8'000, max. 10%	Kooperation mit der Schweizer Plattform c-crowd, bietet gewisse Real Estate Lending Projekte in Frankreich an. Kein passendes Projekt
REABIZ Crowd Capital GmbH, Hamburg https://reacapital.de	Die neue Geldanlage in Immobilien. Crowdfunding mit erster Grundbuch-Eintragung	Min. EUR 250 Kosten KG 0 / KN kA (Provision für erfolgreich verm. Kap.)	Nur für Investoren mit Geschäftssitz in Deutschland
Rendity GmbH, Wien https://rendity.com	Immobilien-Investments für Alle Einfach und direkt ab €1.000	Min. EUR 1'000 / Max. kA Kosten KG 0 / KN kA (projektspezifischen Vermittlungs- und Bearbeitungsgebühr)	Eigenes Rating
Reval Vermögensberatungs GmbH, Wien https://reval.co.at	EINFACH AB 100 EUR IN IMMOBILIEN INVESTIEREN	Min. EUR 100 Kosten KG 0 / KN kA	Für inst. Investoren nicht online, keine passenden Projekte
SwissLending SA, Genève http://www.swisslending.com	Le spécialiste du Crowdfunding immobilier en Suisse	Min. CHF 100'000 Kosten KG 0 / KN (commission sur les montants levés auprès du porteur de projet) CHF 3'000 + 7'000 success fee, 5% du montant levé	Bauprojekte
Switzerland AG, Zürich https://lend.ch/de/	Bessere Zinsen für alle. Faire Konditionen für Kreditnehmer. Gute Renditen für Anleger.	Min. CHF 10'000 Kosten KG 1% p.a. / KN 0.55% - 1%	Keine passenden Projekte (nur Privatkredite)
Zinsbaustein GmbH, Berlin https://www.zinsbaustein.de	Online anlegen mit Crowdfunding – So funktioniert's	Min. Euro 500 / Max. kE (inst.) Kosten KG 0 / KN kA (Gebühr, die die Kosten für Marketingausgaben, die Abwicklung der Zahlungen und Betrieb der Plattform decken)	Transparente Bauprojekte Doku., Zins bei allen Projekten 5.25%, Keine passenden Projekte.

Tabelle: Marketplace Real Estate Lending Plattformen im DACH Raum (Quellen: jeweilige Homepages)

Fragebogen Market Place Lending Schweiz

Im Rahmen des berufsbegleitenden Weiterbildungsstudiengangs Master of Advanced Studies UZH in Real Estate (CUREM) ist das Thema meiner Abschlussarbeit „Eigenschaften und mögliche Rolle von Market Place Lending bei der Immobilienfinanzierung - Alternative Anlageformen im Immobiliensektor?“ Das Interesse gilt dem Investor als Kreditgeber, insbesondere für Kredite zur Finanzierung von Immobilien und die Kernfrage ist, ob ein relevanter Markt entsteht.

Motivation. Einige Investoren haben seit vielen Jahren Erfahrung mit der Vergabe von Krediten. Vorsorgeeinrichtungen und Versicherungen hatten 2017 zusammen rund CHF 55 Mrd. in Hypotheken investiert. Das Potenzial scheint gross: rund CHF 1 Bio. Hypothekarkredite auf den Bankenbilanzen in der Schweiz an Nicht-Banken. Die seit ein paar Jahren entstehenden Crowd- oder Marketplace Lending Plattformen bieten grundsätzlich effiziente Möglichkeiten, Kreditnehmer und -geber zusammen zu bringen und sie gewinnen offensichtlich an Bedeutung. Gemäss Crowdlending Survey 2018 der HSLU wurden in den führenden fünf Ländern (China, USA, GB, Japan, F) 2016 CHF 227 Mrd. Kredite über solche Plattformen vermittelt und auch in der Schweiz waren es 2017 bereits CHF 187 Mio. (+239% gg. VJ). Diese Umfrage weist u.a. auch die Bedeutung der Akquisition von Kreditgebern für diese Plattformen hin, insbesondere im institutionellen Sektor.

Ein Thema für Investoren? Ich möchte mit einer Umfrage das Anlageverhalten und die Bedürfnisse der Investoren bezüglich Kreditvergabe ergründen. Nach ein paar strukturellen und organisatorischen Fragen, geht es im Wesentlichen um's „ob?“, „wo?“, „wie?“ und „warum?“ in Kredite investiert wird. Und falls nicht, „warum nicht?“ Bei dieser Umfrage geht es grundsätzlich um alle Arten von Krediten (Hypotheken, Grundpfandtitel, Darlehen, Privatkredit, Firmenkredit usw.).

Wer sollte teilnehmen? Angesprochen sind Verantwortungsträger/innen der Kapitalanlagen von Vorsorgeeinrichtungen, klassischen Stiftungen, Versicherungen, Family Offices u.a. Die Beantwortung der rund 20 Fragen sollte nicht allzu viel Zeit in Anspruch nehmen.

Selbstverständlich wird **Vertraulichkeit** zugesichert. Die publizierte Auswertung wird keine Rückschlüsse über die Umfrageteilnehmer zulassen.

Umfrage. online <https://www.onlineumfragen.com/login.cfm?umfrage=86548>.

Sie können auch das PDF-Formular ausgedruckt traditionell beschriften und an folgende Adresse senden:

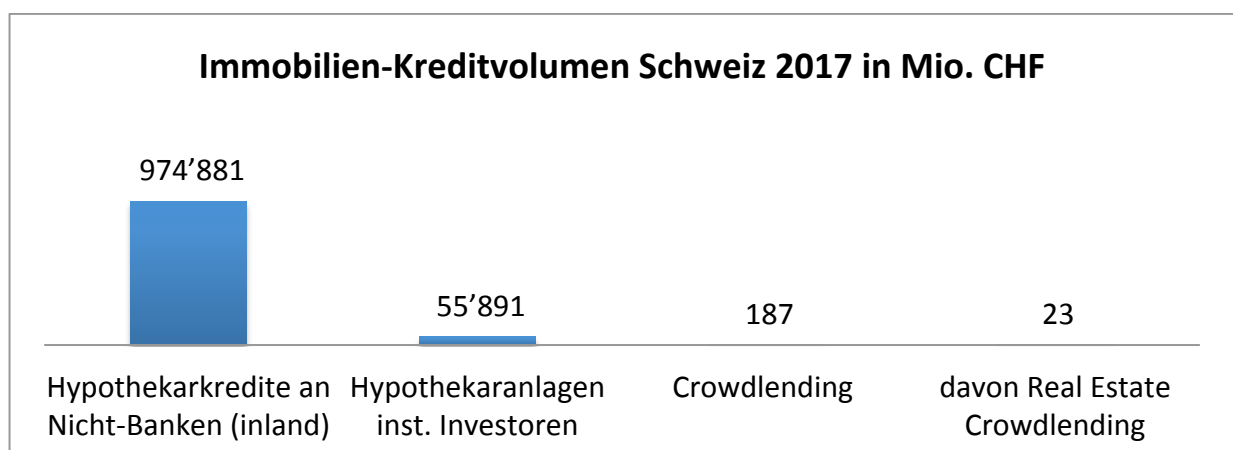
Antoine Cuénod, c/o Universität Zürich, CUREM – Center for Urban & Real Estate Management, Schanzeneggstrasse 1, CH-8002 Zürich (Alternative: Scan an antoinebernard.cuenod@uzh.ch)

Resultate. Interessierten Teilnehmerinnen und Teilnehmern sende ich auf Wunsch die Auswertung zu.

Termin. Ich bitte um Teilnahme bis **13. Juli 2018**

Ich freue mich sehr über Ihre Teilnahme und bedanke mich dafür bereits im Voraus.

Antoine Cuénod, Erlenbach, 4.7.18



Datenquellen: SNB, BFS, FINMA, HSLU

Frage	Antwort(en) <ul style="list-style-type: none"> • Text- oder Zahleneingabe ◇ ankreuzen (X), Mehrfachantworten möglich ○ ankreuzen (X), nur eine Antwort möglich
1. Wie charakterisieren Sie Ihre Institution?	<ul style="list-style-type: none"> ○ BVG Vorsorgeeinrichtung ○ Klassische Stiftung ○ Versicherung ○ Family Office ○ Andere (bitte spezifizieren): ...
2. Wie gross ist das Anlagevermögen Ihrer Institution?	<ul style="list-style-type: none"> ○ ≤ CHF 10Mio. ○ über 10 Mio. bis und mit 30 Mio. ○ über 30 Mio. bis und mit 100 Mio. ○ über 100 Mio. bis und mit 3 Mrd. ○ > CHF 3 Mrd.
3. Investiert Ihre Institution in Kredite (z.B. Darlehen, Grundpfandtitel, Hypotheken)?	<ul style="list-style-type: none"> ○ ja (bitte mit Fragen 4 weiterfahren) ○ nein (bitte mit Frage 13 weiterfahren)
4. Falls ja, in welche Art(en) von Krediten?	<ul style="list-style-type: none"> ◇ Privatkredite ◇ Kredite an Firmen ◇ Hypotheken (Immobilienkredite, Grundpfandtitel) ◇ andere (bitte ausführen): ...
5. Falls ja, wo?	<ul style="list-style-type: none"> ◇ Schweiz ◇ Ausland
6. Falls ja, seit wann?	<ul style="list-style-type: none"> ○ in den letzten 18 Monaten angefangen ○ seit 1½ bis 10 Jahren ○ seit über 10 Jahren
7. Falls ja, in welcher Form?	<ul style="list-style-type: none"> ◇ direkt (d.h. jeweils Vertrag mit Gegenpartei) ◇ indirekt (z.B. über Fonds oder Zertifikate)
8. Falls ja, wer führt das aus?	<ul style="list-style-type: none"> ◇ eigene Mitarbeiter (inhouse) ◇ externer Partner (outsourcing); [evt. wer?...]
9. Falls ja, wie gross ist die strategische Allokation in Kredite?	<ul style="list-style-type: none"> ◇ ≤ 2% ◇ 2 bis und mit 5% ◇ 5 bis und mit 10% ◇ andere
10. Falls ja, wie gross ist das aktuelle Kreditportfolio effektiv?	<ul style="list-style-type: none"> ◇ ≤ 0.5 Mio. CHF ◇ über 0.5 bis und mit 2 Mio. CHF ◇ über 2 bis und mit 5 Mio. CHF ◇ über 5 bis und mit 10 Mio. CHF ◇ über 10 bis und mit 50 Mio. CHF ◇ über 50 bis und mit 100 Mio. CHF ◇ über 100 Mio. CHF
11. Falls ja, planen Sie die Allokation in das Kreditportfolio zu verändern?	<ul style="list-style-type: none"> ○ auf-/ausbauen ○ unverändert ○ abbauen
12. Falls ja, was ist Ihre Erfahrung mit Ihrem Kreditportfolio?	<ul style="list-style-type: none"> ○ eher gut ○ eher schlecht • weshalb? ...
13. Falls Ihre Institution bisher nicht in Kredite investierte, planen Sie in Kredite zu investieren?	<ul style="list-style-type: none"> ○ ja ○ nein (weiter mit Frage 15)
14. Falls Sie in Kredite investieren (oder es beabsichtigen), weshalb?	<ul style="list-style-type: none"> ◇ Diversifikation ◇ Zusatzertrag ◇ Andere Gründe (bitte ausführen): ...

15. Falls Sie nicht in Kredite investieren (oder es nicht beabsichtigen), warum nicht?	<ul style="list-style-type: none"> ◇ gesetzliche/regulatorische Gründe ◇ eigene Restriktionen ◇ zu kompliziert/zu aufwändig ◇ zu teuer ◇ zu wenig Kreditvolumen verfügbar ◇ kein/zu wenig Ressourcen ◇ kein/zu wenig Wissen ◇ Andere Gründe (bitte ausführen): ...
16. Haben Sie resp. Ihre Institution praktische Erfahrung mit Marketplace-Lending Plattformen (P2P-, Crowd-, Alternative Lending)?	<ul style="list-style-type: none"> ○ ja ○ nein (weiter mit Frage 19)
17. Falls ja, mit welchen Plattformen haben Sie Erfahrung?	<ul style="list-style-type: none"> ◇ www.fixlend.ch ◇ www.swisslending.com ◇ www.foxstone.ch ◇ www.cashare.ch ◇ www.hypo-scout.ch ◇ www.lendico.ch ◇ www.swisspeers.ch ◇ www.loanboox.com/ ◇ www.raizers.com ◇ www.creditgate24.com ◇ www.creditworld.ch ◇ https://lend.ch ◇ andere (bitte ausführen): ...
18. Falls ja, was sind Ihre Erfahrungen mit den Plattformen?	<ul style="list-style-type: none"> ○ eher gut ○ eher schlecht • weshalb?: ...
19. Welche sind die Voraussetzungen damit Sie Marketplace Lending Plattformen für den Auf- oder Ausbau Ihres Kreditportfolios benutzen oder nutzen würden? (Bitte die vier Felder, die am ehesten zutreffen markieren)	<ul style="list-style-type: none"> ◇ Eigene Ressourcen mit Know-How ◇ Externe unabhängige Beratung ◇ Externer spez. Assetmanager (Mandat) ◇ Kreditprüfung und Rating durch Plattform ◇ Kreditprüfung und Rating kontrollieren (in-house oder extern) ◇ Abwicklung (inkl. Inkasso) durch Plattform ◇ Sicherheiten verfügbar ◇ Mehr Volumen & Projekte ◇ Indirekte Anlagemöglichkeiten (Fonds, Obligationen, Zertifikate usw.) ◇ Andere (bitte spezifizieren) • ...
20. Haben Sie Interesse an der Auswertung der Umfrage?	<ul style="list-style-type: none"> ○ ja ○ nein
21. Falls Sie die Auswertung der Umfrage erhalten möchten (oder einfach nicht anonym bleiben wollen), geben Sie uns bitte Namen und email Adresse.	<ul style="list-style-type: none"> • Name: ... • Funktion: ... • Firma/Institution: ... •@.....
22. Bemerkungen (was Sie sonst noch anmerken möchten)	

Umfrage – Freitextfeld zu Erfahrung mit Krediten

Bei der Frage „was ist Ihre Erfahrung mit Ihrem Kreditportfolio?“ wurde das Freitextfeld von 13 Teilnehmern für Kommentare genutzt. Diese werden, thematisch gegliedert, nachfolgend zitiert:

1. Themen genereller Natur und Umsetzung

- „Erwartungen erfüllt“
- „Ausbau bei Hypotheken etwas weniger schnell als erhofft“
- „relativ einfach abzuwickeln“

2. Risiko-Themen

- „Keine Ausfälle“
- „Keine Ausfälle, wenig Risiko, nur selbstbewohnte Objekte“
- „keine Ausfälle bei den Hypotheken“
- „Aufgrund unserer Anforderungen (Belehnung, Tragbarkeit, etc.), nur sehr geringe Ausfallrisiken“
- „Hypotheken haben keine Volatilität“
- „praktisch keine Volatilität in dieser Anlageklasse“
- „added source of diversification (until now, anyway!)“
- „Diversification in floating rates and illiquid credit“

3. Rendite-Themen

- „Regelmässiges Einkommen“
- „Gute Rendite bei begrenzten Risiken“
- „Erzielung Yield pick up im Vergleich zu Obligationen mit vergleichbarem Credit Risk“

„Bessere Rendite bei besserem Risiko als am CHF-Obligationenmarkt“

Ehrenwörtliche Erklärung

Ich versichere hiermit, dass ich die vorliegende Arbeit mit dem Thema „Eigenschaften und mögliche Rolle von Marketplace Lending bei der Immobilienfinanzierung - Alternative Anlageformen im Immobiliensektor?“ 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.

Erlenbach, den 31.8.2018

A. Cuénod