

Kreditfonds als alternative Anlageform

Hoher Bedarf an risikoarmen Investments und Auslagerung von Kreditrisiken – zwei Seiten derselben Medaille?



Inhalt

| | |
|--|----|
| Management Summary | 4 |
| 1. Die Entwicklung europäischer Kapitalmärkte..... | 6 |
| 2. Impulse für die Auslagerung von Kreditrisiken durch Asset Based Finance | 12 |
| 3. Eine Grundstruktur für Kreditfonds | 16 |
| 4. Creditreform Rating als wichtiges Element der Prozesskette | 18 |
| 5. Perspektiven für Kreditfonds in Europa | 20 |
| Endnoten | 22 |

MANAGEMENT SUMMARY

1. Creditreform Rating registriert vier Trends, die dazu führen, dass das Segment Asset Based Finance (ABF) bei der Auslagerung der Kreditrisiken eine prominentere Rolle als in der Vergangenheit einnehmen wird: (i) regulatorische Anforderungen; (ii) das Spannungsfeld zwischen Risikoaversion und Search for yield; (iii) ein hoher Bedarf an langfristiger Finanzierung; und (iv) der politische Wille.

2. Mit Kreditfonds besteht eine Anlageform, über die Banken Kreditrisiken auslagern können und institutionelle Investoren Zugang zu Anlagemöglichkeiten erhalten. Bei dieser Anlageform wird ein Investmentvehikel aufgelegt, der Kreditfonds, der meist in weitestgehend illiquide und nicht handelbare Kredite oder Assets investiert. Finanziert wird der Kreditfonds entweder durch Eigenkapital von Investoren oder über die Emission von Schuldverschreibungen.

3. Das Segment der Kreditfonds hat in den letzten Jahren spürbar an Dynamik gewonnen. Dies zeigt unsere Analyse der Zahl der europäischen Kreditfonds und deren Zielvolumen. So ist die Zahl der aufgelegten Immobilienkreditfonds in Europa seit 2011 kräftig gestiegen. Gleichzeitig hat sich das geplante Fondsvolumen signifikant erhöht. Das Zielvolumen der 81 bislang aufgelegten Immobilienkreditfonds beträgt insgesamt 31,9 Mrd. Euro. Ähnlich dynamisch entwickelte sich der europäische Markt für Kreditfonds im Infrastrukturbereich. Der Markt in Europa umfasst bis Mitte 2014 insgesamt 42 Infrastrukturkreditfonds mit einem Zielvolumen von rd. 12,6 Mrd. Euro.

4. Die komplexe Struktur von Kreditfonds macht die Bewertung der mit einem Investment verbundenen Risiken zu einer anspruchsvollen Aufgabe und begründet die Nachfrage nach Ratings. Creditreform Ratings werden im Rahmen der Auslagerung von Kreditrisiken über Kreditfonds genutzt, da sie auf den verschiedenen Ebenen der Kreditfondsstrukturen eine Analyse der bestehenden und eventuellen Risiken vornehmen und so die Transparenz wesentlich erhöhen.

5. Wir erwarten, dass sich die Finanzierung der europäischen Realwirtschaft – insbesondere Infrastruktur-Assets, gewerbliche Immobilien und Wohnimmobilien – zunehmend hin zur kapitalmarktbasierter Finanzierung verlagern wird. Angesichts ihres immensen Potenzials können dabei künftig alternative Finanzierungsformen wie Kreditfonds eine bedeutende und nachhaltige Rolle für die europäischen Refinanzierungsmärkte spielen. Unserer Ansicht nach eröffnen die guten Voraussetzungen und Wachstumspotenziale im Infrastruktur- und Immobilienbereich vor allem für die Zukunft von Kreditfonds positive Perspektiven. Zudem wären Kreditfonds zunächst nicht von den sich anbahnenden regulatorischen Veränderungen für strukturierte Finanzierungen betroffen, da hier kein Tranchierungsprozess stattfindet. Kreditfonds sind dementsprechend in zweierlei Hinsicht eine attraktive Anlageform. Während institutionelle Investoren im Niedrigzinsumfeld ihren Bedarf nach solide besicherten Schuldtiteln von guter Bonität befriedigen können, bieten Kreditfonds Banken eine Möglichkeit, ihre Finanzaktiva zu refinanzieren und regulatorisches Kapital freizusetzen.

6. Maßgeblich ist für Kreditfonds unseres Erachtens die EU-Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds, die AIFM-Richtlinie (AIFMD), welche im Juni 2013 durch das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) in nationales Recht umgesetzt wurde. Das KAGB

enthält neben umfassenden organisatorischen Anforderungen und konkreten Regelungen zum Risiko- und Liquiditätsmanagement insbesondere Kapitalanforderungen an die Kapitalverwaltungsgesellschaften.

Ansprechpartner

Dr. Benjamin Mohr, Chefvolkswirt

Tel.: +49 2131 109-5172 / E-Mail: b.mohr@creditreform-rating.de

Christian Chaki, Rating Analyst

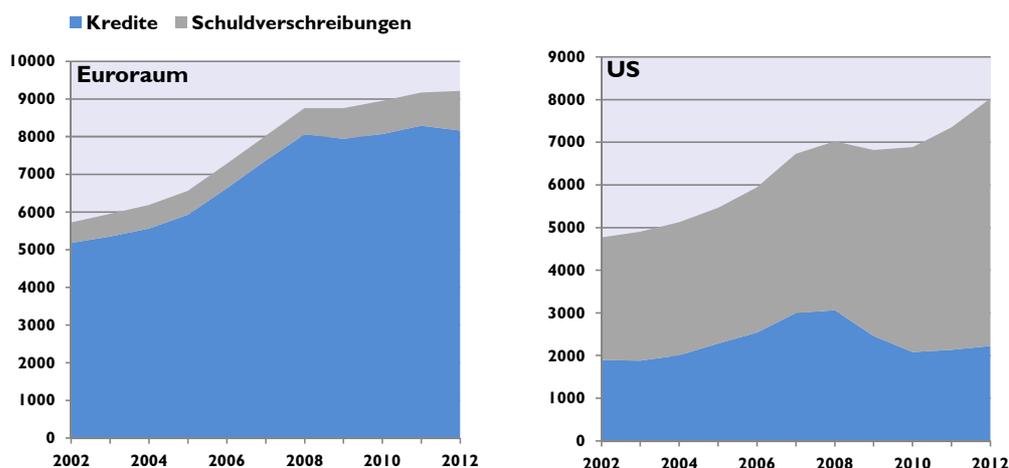
Tel.: +49 2131 109-1209 / E-Mail: c.chaki@creditreform-rating.de

I. Die Entwicklung europäischer Kapitalmärkte

Finanzierungsstruktur der Non-Financials

Der Euroraum wie auch die deutsche Wirtschaft sind traditionell durch ein bankbasiertes Finanzierungssystem geprägt. Die Außenfinanzierung der europäischen nicht-finanziellen Unternehmen ist folglich stark durch die Kreditgewährung der Banken und weniger durch die kapitalmarktbasierter Finanzierung gekennzeichnet. Demgegenüber fließen den Unternehmen insbesondere in den USA externe Finanzierungsmittel vor allem über den Kapitalmarkt zu. Ein Blick auf Abb. 1 verdeutlicht, dass sich die Struktur der Fremdkapitalfinanzierung in den vergangenen zehn Jahren nicht wesentlich verändert hat. Für das Jahr 2012 zeigt die Analyse der nicht-finanziellen Unternehmen im Euroraum ein Kreditvolumen von 8.166 Mrd. Euro, verglichen mit 1.045 Mrd. Euro, die über Schuldverschreibungen aufgenommen wurden.

Abbildung 1: Fremdkapitalfinanzierung von Non-Financials

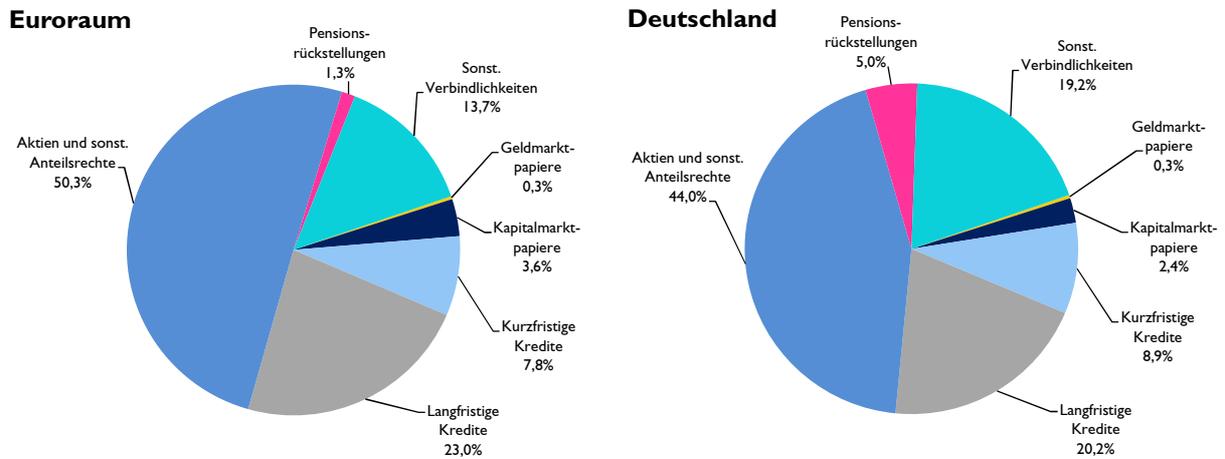


Quelle: Eurostat, Board of Governors of the Federal Reserve System, eigene Berechnungen

*) Angaben in Mrd. Euro (EA-17) bzw. Mrd. US-Dollar (US), US: Nonfinancial Corporate Business

Die Abhängigkeit von Krediten im Euroraum wird auch bei Betrachtung der Kapitalstruktur der Non-Financials deutlich. Fast ein Drittel der gesamten Passiva von Unternehmen im Euroraum besteht aus kurz- und langfristigen Bankkrediten (30,7%). In Deutschland liegt der Anteil der Kredite an der Bilanzsumme mit 29,1% nur unwesentlich unter dem Wert des Euroraums (siehe Abb. 2). Stellt man ausschließlich auf das Fremdkapital ab, erscheint die Dominanz der Kredite noch prägnanter. So werden im Euroraum wie auch in Deutschland ungefähr vier Fünftel des Fremdkapitals durch Banken bereitgestellt (EA: 85%, DE: 79%). Dagegen entfallen in den Vereinigten Staaten nur rd. 26% des Fremdkapitals auf Bankkredite.

Abbildung 2: Kapitalstruktur von Non-Financials



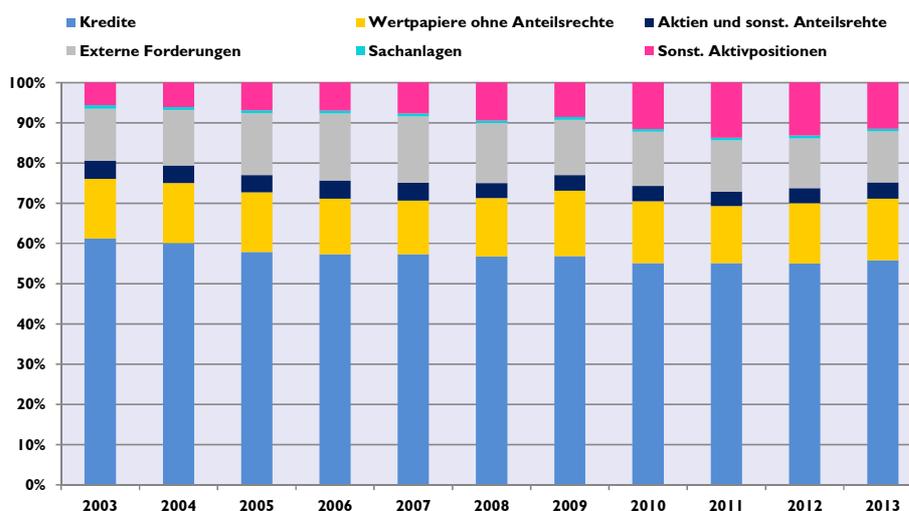
Quelle: Eurostat, eigene Berechnungen

*) Angaben in %, Stand Dez-13, nicht konsolidierte Finanzierungs- und Geldvermögensrechnung für nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften

Aktivseite der Bilanz der Banken

Die aggregierte Bilanz der Banken im Euroraum lässt erkennen, dass es im Hinblick auf die Struktur der Aktivseite seit 2003 zu keiner grundlegenden Veränderung gekommen ist (siehe Abb. 3). Auffallend ist dennoch, dass Kredite im vergangenen Jahrzehnt an Gewicht verloren haben. So ist der Anteil der Kredite von 61,2% im Jahr 2003 auf 55,8% in 2013 gesunken. Gleichzeitig ist der Anteil der externen Forderungen in den vergangenen Jahren auf 12,7% zurückgegangen, nachdem sich dieser 2007 noch auf 16,5% belaufen hatte.

Abbildung 3: Struktur der Aktivseite der Bankenbilanzen im Euroraum

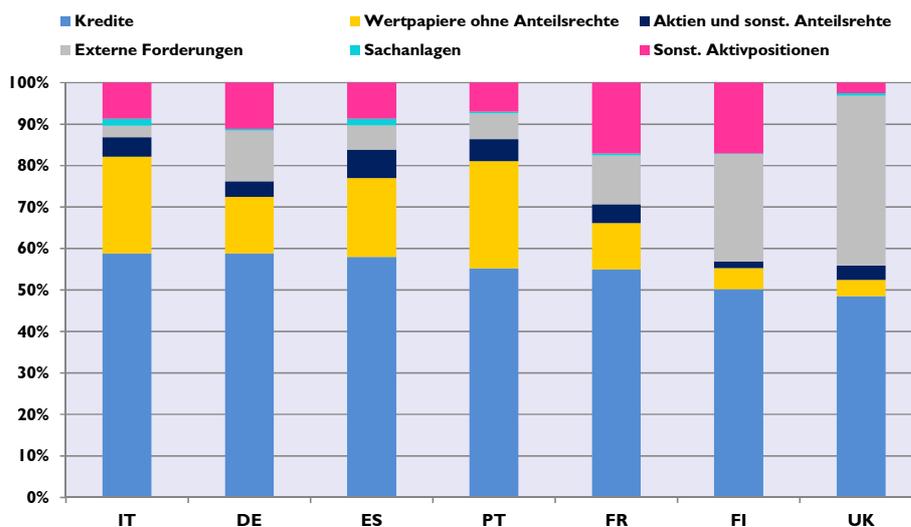


Quelle: EZB

*) Externe Forderungen = gegenüber Ansässigen außerhalb des Euroraums

Gleichwohl bestehen im Hinblick auf die Struktur der Aktivseite nationale Unterschiede (siehe Abb. 4). So ist der Anteil der Kredite in den Volkswirtschaften am niedrigsten, die wie das Vereinigte Königreich (48,5%) oder Finnland (50,2%) ein eher marktbasierendes Finanzsystem aufweisen. In Deutschland (58,8%) oder südeuropäischen Volkswirtschaften (IT: 58,8%; ES: 58,0%) fällt der Anteil des Kreditgeschäft merklich höher aus.

Abbildung 4: Aktivseite der Bankenbilanzen in ausgewählten Ländern



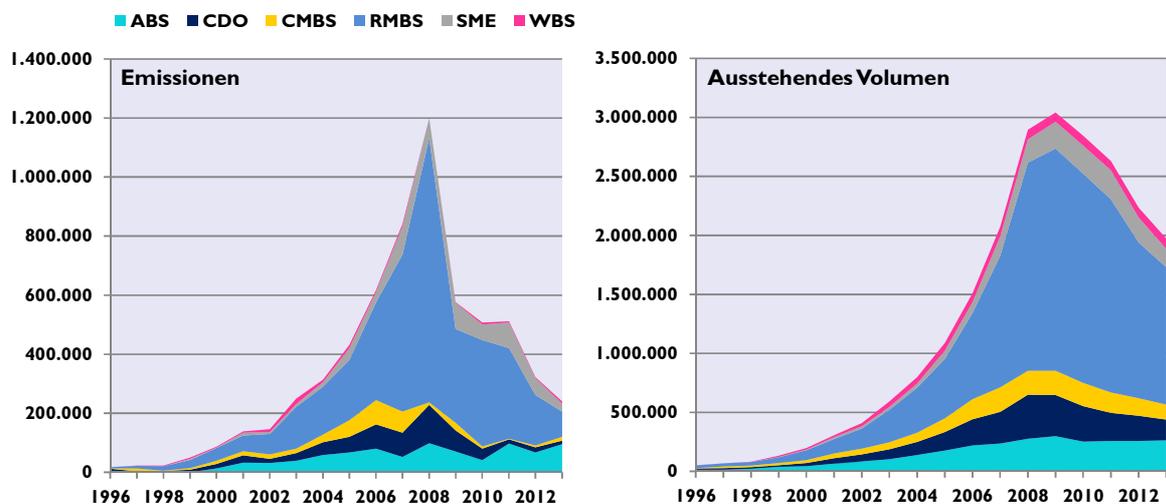
Quelle: EZB

*) Stand Dez-13, Externe Forderungen = gegenüber Ansässigen außerhalb des Euroraums bzw. Ausland (UK)

Verbriefungsmarkt

Der europäische Verbriefungsmarkt wuchs im Vorfeld der Finanzkrise von 2007-09 kräftig und erreichte im Jahr 2009 mit einem ausstehenden Volumen von 3,065 Bio. US-Dollar seinen Höhepunkt (siehe Abb. 5). Seitdem ist der Markt in Europa stark geschrumpft. Ende 2013 belief sich das ausstehende Volumen auf nur noch 1,981 Bio. US-Dollar. Der markante Rückgang ist in erster Linie auf das Segment der verbrieften Wohnimmobilienkredite (Residential Mortgage Backed Securities, RMBS) zurückzuführen. Zwischen 2009 und 2013 ist das ausstehende Volumen der RMBS um rd. 720 Mrd. US-Dollar auf ca. 1,162 Bio. US-Dollar gesunken. In relativer Betrachtungsweise musste das Segment der forderungsbesicherten Schuldverschreibungen (Collateralized Debt Obligations, CDOs) den stärksten Rückgang hinnehmen, dessen ausstehendes Volumen von 349 auf 175 Bio. US-Dollar um die Hälfte schrumpfte. Das Segment der Asset Backed Securities (ABS) stellt Ende 2013 mit 265 Bio. US-Dollar das zweitgrößte Segment des europäischen Verbriefungsmarkts dar (2009: 298 Bio. US-Dollar).

Abbildung 5: Verbriefungsmarkt in Europa (in Mio. USD)

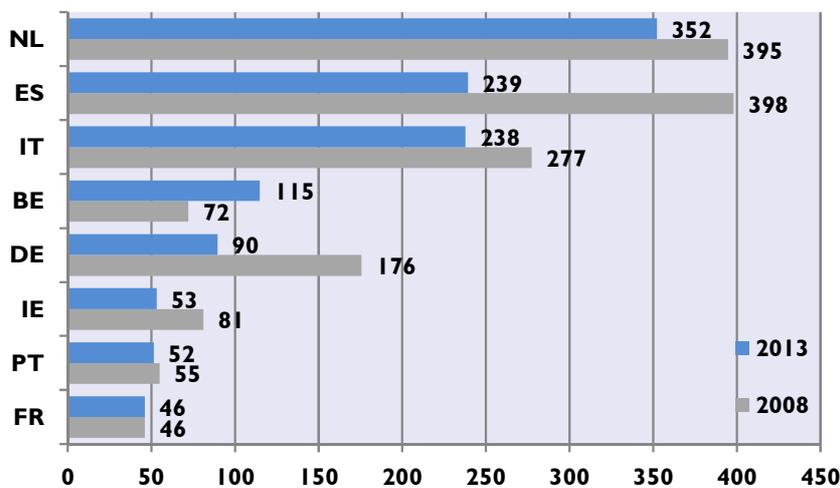


Quelle: SIFMA

Im Vergleich zum US-amerikanischen Verbriefungsmarkt ist der Markt in Europa relativ klein. Zwar verzeichnete der US-Verbriefungsmarkt seit 2007, als er mit rd. 11 Bio. US-Dollar seinen Höchststand erreichte, ebenfalls einen deutlichen Rückgang. Dennoch war der US-Markt Ende 2013 mit einem ausstehenden Volumen von rd. 10 Bio. US-Dollar rund fünf Mal so groß wie sein europäisches Pendant. Die Emissionstätigkeit in den Vereinigten Staaten ist seit der Finanzkrise verhältnismäßig rege geblieben – 2013 betrug das Emissionsvolumen rd. 2,200 Bio. US-Dollar. In Europa ist die Emission von Verbriefungen seit 2008 massiv zurückgegangen. Während das Emissionsvolumen 2008 noch ca. 1,2 Bio. US-Dollar betragen hatte, waren es 2013 nur noch rd. 240 Mrd. US-Dollar. Vor der Finanzkrise wurden noch Emissionen im Umfang von 845 (2007) bzw. 620 Bio. US-Dollar (2006) getätigt.

Im nationalen Vergleich ist vor allem der deutsche Verbriefungsmarkt deutlich geschrumpft (siehe Abb. 6). Im Jahr 2008 belief sich das Volumen ausstehender Verbriefungen 176 Mrd. US-Dollar – 2013 waren es nur noch 90 Mrd. US-Dollar. Ähnlich stark ist das Volumen in Spanien gesunken, wo ein Rückgang um 40% auf 239 Mrd. US-Dollar verzeichnet wurde. Relativ gering fiel der Rückgang in den Niederlanden aus, wo das Volumen von 395 auf 352 Mrd. US-Dollar zurückgegangen ist. Dagegen ist der Verbriefungsmarkt in Belgien gewachsen – von 72 auf 115 Mrd. US-Dollar. Die größte Marktaktivität in Europa wird weiterhin im Vereinigten Königreich verzeichnet. Während auch der britische Verbriefungsmarkt merklich geschrumpft ist, belief sich das ausstehende Verbriefungsvolumen im Jahr 2013 auf 570 Mrd. US-Dollar (2008: 952 Mrd. USD), was einem Marktanteil von rd. 29% entspricht.

Abbildung 6: Ausstehende Verbriefungen 2008 vs. 2013 (in Mrd. USD)



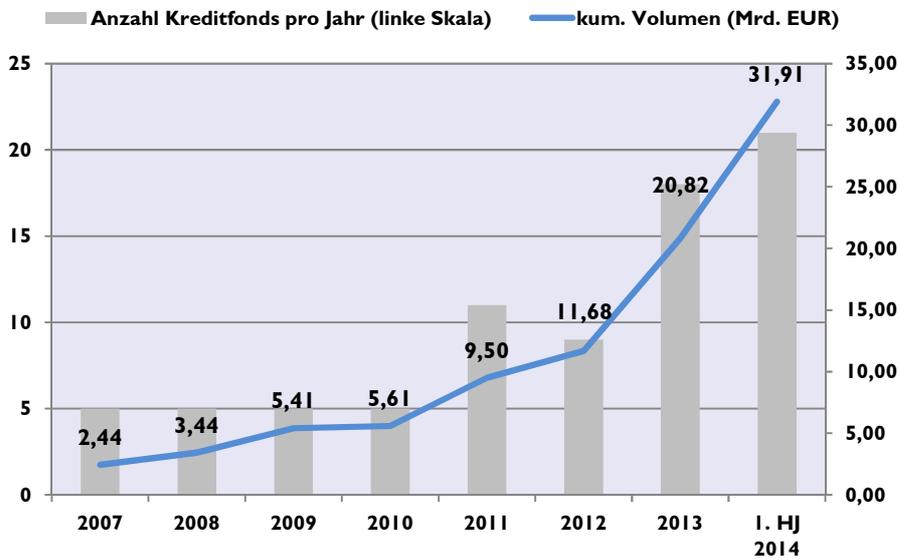
Quelle: SIFMA

Asset Based Finance – Kreditfonds

Indessen hat das Segment Asset Based Finance (ABF) in den letzten Jahren deutlich an Dynamik gewonnen. Dies zeigt die Analyse der Zahl der europäischen Kreditfonds und deren Zielvolumen. So ist die Zahl der aufgelegten Immobilienkreditfonds in Europa seit 2011 kräftig gestiegen (siehe Abb. 7). Während in den Jahren 2007 bis 2010 pro Jahr fünf Immobilienkreditfonds aufgelegt worden sind, waren es 2011 und 2012 bereits elf bzw. neun Fonds. Bemerkenswert ist der markante Anstieg der Emissionstätigkeit der vergangenen anderthalb Jahre. 2013 wurden fast ebenso viele Kreditfonds (18) wie in den beiden Jahren zuvor aufgelegt. Im laufenden Jahr (bis Juni 2014) sind es bereits 21 Fonds. Gleichzeitig hat sich das geplante Fondsvolumen (platziertes und ausplatziertes Kreditfonds) signifikant erhöht. In den Jahren 2011 und 2012 betrug das Zielvolumen noch insgesamt 3,9 bzw. 2,2 Mrd. Euro. Demgegenüber beläuft sich das Volumen allein im ersten Halbjahr 2014 auf 11,1 Mrd. Euro – nach 9,1 Mrd. Euro in 2013.

Ähnlich dynamisch entwickelte sich der europäische Markt für Kreditfonds im Infrastrukturbereich (siehe Abb. 8). Im Jahr 2012 hatte sich die Zahl der aufgelegten Infrastrukturkreditfonds auf sechs verdoppelt. 2013 konnte das Niveau mit insgesamt sieben Fonds gehalten werden, bevor allein in der ersten Hälfte des laufenden Jahres schon zwölf Kreditfonds registriert werden konnten. Der Markt in Europa umfasst bis Mitte 2014 insgesamt 42 Infrastrukturkreditfonds mit einem Zielvolumen von rd. 12,6 Mrd. Euro (platzierte und ausplatzierte Fonds), wobei der Markt insbesondere durch den kräftigen Anstieg in den Jahren 2012 (3,6 Mrd. Euro) und 2013 (4,2 Mrd. Euro) wesentlich gewachsen ist.

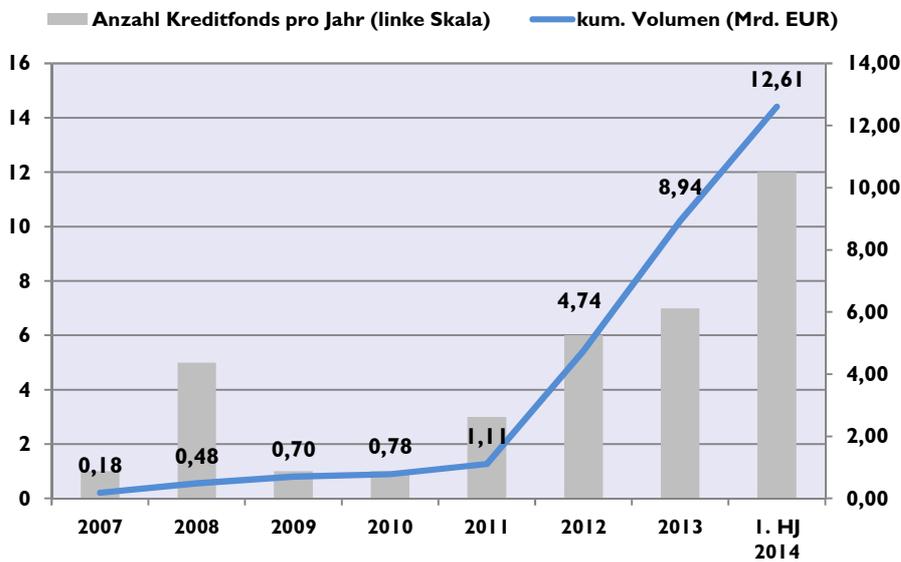
Abbildung 7: Immobilienkreditfonds in Europa



Quelle: Preqin, eigene Berechnungen

*) Volumen umfasst platzierte und ausplatzierte Kreditfonds

Abbildung 8: Infrastrukturkreditfonds in Europa



Quelle: Preqin, eigene Berechnungen

*) Volumen umfasst platzierte und ausplatzierte Kreditfonds

2. Impulse für die Auslagerung von Kreditrisiken durch Asset Based Finance

Die Entwicklungen im Bankensektor sind nach wie vor durch die Bemühungen der Banken geprägt, ihr Geschäftsmodell neu zu adjustieren. Zu einschneidenden Veränderungen in der Finanzierungslandschaft hat dabei insbesondere das Deleveraging der Banken geführt. Im Zuge der Umschichtung von Fremd- auf Eigenkapitalfinanzierung führen die Banken ihre risikogewichteten Aktiva spürbar zurück. In diesem Zusammenhang sieht Creditreform Rating vier Trends, die dazu führen, dass das ABF-Segment bei der Auslagerung der Kreditrisiken eine prominentere Rolle als in der Vergangenheit einnehmen wird: (i) regulatorische Anforderungen; (ii) das Spannungsfeld zwischen Risikoaversion und Search for yield; (iii) ein hoher Bedarf an langfristiger Finanzierung; und (iv) der politische Wille.

Regulatorische Anforderungen

Die europäischen Banken unterliegen einer sich sukzessive verschärfenden Regulierung. Durch die Implementierung von Basel III unterliegt der Bankensektor höheren Anforderungen an die Qualität und Quantität des Kapitals. Im Zuge dessen sind die Banken in Europa damit beschäftigt, ihre Forderungen ab- und ihre Eigenkapitalbasis aufzubauen. Dementsprechend hat sich die Kapitalisierung der europäischen Banken merklich verbessert – bereits jetzt liegen die Banken im Mittel oberhalb der Mindestanforderungen an das harte Kernkapital (Core Tier I, CTI), das sich in erster Linie aus eingezahltem Kapital und Rücklagen zusammensetzt. Ende 2013 betrug der Anteil der durch CTI gedeckten risikogewichteten Aktiva durchschnittlich (Median) 12,4% – eine deutliche Steigerung gegenüber Juni 2011, als sich die Kernkapitalquote der Gruppe-1-Banken im Durchschnitt auf rd. 10% belief. Im September 2014 hat die European Banking Authority (EBA) in ihrem Basel III-Monitoring Bericht die CTI-Quote zum Stichtag 31.12.2013 erstmalig auf Basis der europäischen Umsetzung des Baseler Reformpakets (CRR/CRD IV) veröffentlicht. Aufgrund der geänderten Kapitaldefinition reduziert sich die Quote des harten Kernkapitals bei vollständiger Implementierung von Basel III (nach Auslaufen der Übergangsregelungen) von 12,4 auf 10,1%. Die Gruppe-2-Banken weisen eine durchschnittliche Quote von 10,3% auf – 13,2% nach der aktuellen Regelung.¹

Gestützt wurde die Verbesserung der Eigenkapitalausstattung vor allem durch die Reduzierung der risikogewichteten Aktiva, die deutlich ausgeprägter ausfällt als der Abbau der gesamten Aktiva. Berechnungen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich zufolge geht ungefähr die Hälfte des Anstiegs der CTI-Quote großer Banken in Europa auf den Abbau der risikogewichteten Aktiva zurück.² Durch eine Kombination von Veräußerungen und Portfolioumschich-

tungen haben Banken ihre Exposures mit hohen Risikogewichten zurückgefahren. Einher ging diese Entwicklung mit einer rückläufigen Kreditvergabe an den Unternehmenssektor und einer stagnierenden Kreditvergabe an private Haushalte.

ABF wird unseres Erachtens eine wertvolle Unterstützung für den Deleveragingprozess der Banken darstellen. Denn durch die zunehmende Nutzung von Instrumenten wie Kreditfonds werden Banken in die Lage versetzt, Kreditrisiken aus ihrer Bilanz auszugliedern, wodurch sie ihren Eigenkapitalbedarf mindern und ihre Finanzierungskosten senken können. Die infolge des Forderungsverkaufs erhaltenen Mittel können sie wiederum für das Neugeschäft oder die Rückzahlung von Verbindlichkeiten verwenden. Gleichzeitig schaffen sie durch die Veräußerung ihrer Aktiva neue Anlagemöglichkeiten für die Finanzmarktteilnehmer, die sich mit der Situation nicht hinreichender Investitionsmöglichkeiten konfrontiert sehen.

Spannungsfeld zwischen Search for yield und Risikoaversion

Institutionelle Investoren, insbesondere Versicherungsunternehmen und Pension Fonds, suchen renditeträchtigeren Anlageformen („Search for yield“). Das derzeitige Zinsumfeld sowie die ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen haben dazu geführt, dass das Renditeniveau von Anlageklassen wie Staatsanleihen gesunken ist. Und die Geldpolitik der wichtigsten Zentralbanken bleibt expansiv ausgerichtet. Der Leitzins der Europäischen Zentralbank (EZB) wurde am 4. September dieses Jahres auf 0,05% gesenkt. Darüber hinaus gab die EZB bekannt, ab Oktober Kreditverbriefungen (ABS-Papiere) und Covered Bonds kaufen zu wollen. Im Hinblick auf die Zukunft hat die EZB wiederholt betont, dass sie den hohen Grad an geldpolitischer Akkommodierung beibehalten und die Leitzinsen für längere Zeit auf dem derzeitigen Niveau bleiben werden.³

Gleichzeitig ist die Risikoaversion der institutionellen Investoren in den vergangenen Jahren merklich gestiegen, was in letzter Konsequenz dazu geführt hat, dass verstärkt nach risikoarmen, „sicheren“ Alternativenanlagen gesucht wird („Flight to quality“). Zwar haben die Renditeabstände von Anlageklassen wie Staatsanleihen zu riskanteren Vermögenswerten wie Corporate Bonds zugenommen. Dies steht jedoch nicht im Einklang mit dem Ziel der Kapitalsicherung und dem Abbau von eigenkapitalintensiven Positionen mit hohen Risikogewichten.

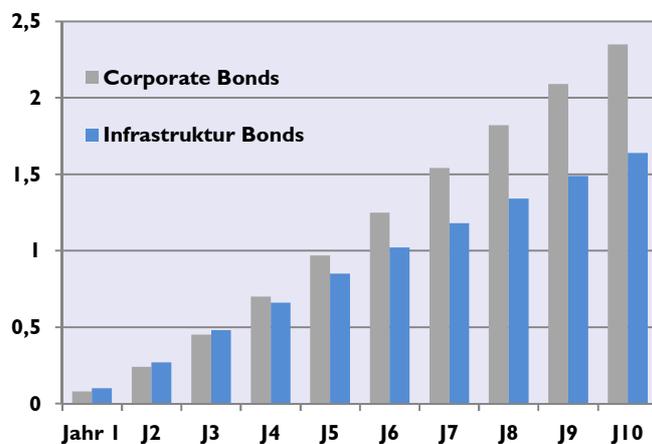
Banken wie Versicherungen sehen sich also in dem Spannungsfeld, dass sie zum einen höhere Erträge erwirtschaften müssen. Banken, bei denen das Zinseinkommen eine wichtige Ertragsquelle darstellt, haben Probleme, weil ihre Zinsspanne im aktuellen Zinsumfeld gesunken ist und viele Versicherungen sind mit der Herausforderung konfrontiert, dass Garantieleistungen nicht hinreichend

bedient werden könnten, wenn die Erträge aus den Kapitalanlagen bei der aktuellen Marktentwicklung rückläufig sind. Auf der anderen Seite sieht sich die Banken- und Versicherungsbranche erhöhten Eigenmittelanforderungen unter Basel III bzw. Solvency II gegenüber. Dementsprechend attraktiv sind Anlageformen, die neben relativ hohen Renditen eine verhältnismäßig hohe Investitionssicherheit bieten. In den Fokus rückt dies alternative Anlageformen wie Kreditfonds, denen Assets aus den Bereichen Immobilien oder Infrastruktur zugrunde liegen.

Hoher Bedarf an langfristiger Finanzierung

Attraktiv sind langfristige ABF-Portfolioinvestitionen vor allem deshalb, weil sie die Möglichkeit bieten, die Finanzinstrumente breiter zu streuen und vergleichsweise hohe Renditen zu erzielen. Zudem lassen sich im besten Fall über einen langen Zeitraum – auch in konjunkturell angespannten Zeiten – stabile und planbare Cashflows realisieren. Darüber hinaus verringert sich das Kreditrisiko über die Zeit zügiger als bei anderen Anlageformen wie z.B. Corporate Bonds (siehe Abb. 9). Ferner sind bei einem Ausfall höhere Recovery Rates bzw. Liquidationserlöse erzielbar.

Abbildung 9: Kumulierte Ausfallrate von Investment Grade-Anleihen (in%)



Quelle: BIZ

Hinzu kommt, dass insbesondere im europäischen Infrastrukturbereich ein enormer Bedarf an langfristiger Finanzierung vorliegt. Die Europäische Kommission schätzt den Investitionsbedarf allein für Infrastrukturnetze in den Bereichen Verkehr, Energie und Telekommunikation für den Zeitraum von 2014 bis 2020 auf rd. eine Bio. Euro.⁴ Ökonomen der Europäischen Investitionsbank (EIB) schätzen diese Prognose als eindeutig zu niedrig ein und gehen in ihrer konservativen Schätzung bis 2030 von einem Investitionsbedarf von 8,4 Bio. Euro aus, was einem jährlichen Investitionsbedarf von 470 Mrd. Euro entspricht.

chen würde.⁵ Angesichts der Tatsache, dass die öffentlichen Haushalte in Europa unter einer hohen Schuldenlast leiden und der europäische Bankensektor die Kreditvergabe merklich eingeschränkt hat, sollte die dadurch entstandene Finanzierungslücke durch andere Akteure, vor allem institutionelle Investoren, und alternative Finanzierungsformen gedeckt werden. Auch die jüngsten Forschungsergebnisse der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich zu den Herausforderungen für die Infrastrukturfinanzierung deuten darauf hin, dass alternative Formen von Finanzinstrumenten eine Schlüsselrolle einnehmen werden, da sie dazu beitragen, Investitionen im Infrastrukturbereich einem breiteren Anlegerkreis zugänglich zu machen und es erlauben, die finanziellen Ressourcen der Kapitalmärkte zu erschließen.⁶

Politischer Wille

In diesem Zusammenhang ist die Revitalisierung der Märkte für qualitativ hochwertige Verbriefungsprodukte (einschließlich ABF) verstärkt in die Diskussion der politischen Entscheidungsträger in Europa geraten. So stellt die EU Kommission im März 2013 in ihrem Grünbuch zur langfristigen Finanzierung der europäischen Wirtschaft fest, dass aufgrund der schwächeren Rolle der Banken bei der Vergabe langfristiger Kredite ein neuer Bedarf für die Kanalisierung der Finanzierungen in langfristige Investitionen geschaffen wird, der neue Möglichkeiten für die marktgestützte Finanzierungsvermittlung eröffnet.⁷ In Ihrer Mitteilung an das Europäische Parlament und den Rat umreißt die Kommission schließlich im März 2014 einen Fahrplan für die langfristige Finanzierung und spricht sich für die Entwicklung von Kapitalmarktlösungen aus.⁸

In dieselbe Richtung gehen die Bemühungen der EU Kommission, eine neue Art von Fonds zu schaffen – Europäische langfristige Investmentfonds (ELTIF). Solche Fonds sollen die Investitionen in langfristige Assets fördern. Um zu gewährleisten, dass ELTIF auf langfristige Vermögenswerte abstellen, müssen dabei mindestens 70% des Kapitals in „zulässige“ Anlagewerte investiert werden – dies sind unter anderem Vermögenswerte wie Infrastruktur, Immobilien, Schiffe, Flugzeuge oder Anteile an anderen ELTIF. Zugleich können 30% des Kapitals in andere Vermögenswerte investiert werden. Dahingegen darf ein ELTIF keine Leerverkäufe tätigen und nicht in Rohstoffe oder Finanzderivate investieren.⁹

Unterstrichen wird der politische Wille, die europäischen Kapitalmärkte wiederzubeleben, ferner durch die Europa-2020-Projektanleiheninitiative (Project Bond Initiative), ein gemeinsames Projekt der EU Kommission und der EIB.¹⁰ Die Projektanleiheninitiative zielt darauf ab, Investitionen in die Infrastrukturbereiche Verkehr, Energie und Telekommunikation zu stimulieren, wobei insbesondere institutionelle Investoren stärker in die Fremdkapitalfinanzierung eingebunden werden sollen.

3. Eine Grundstruktur für Kreditfonds

ABF ist für Kapitalnehmer und langfristig orientierte Anleger gleichermaßen attraktiv. Grundsätzlich können institutionelle Investoren auf diese Weise ihr Exposure, das aus den zugrunde liegenden Vermögenswerten resultiert, in Bezug auf die Sektoren, die geografische Ausrichtung und ihre Liquiditätspräferenzen diversifizieren. Aus Perspektive der Investoren ermöglicht ABF Anlagemöglichkeiten in Assetklassen, in die sie nicht direkt und einzeln investieren müssen. Gleichzeitig bietet ABF ein hohes Maß an Flexibilität, was die Präferenzen der Anleger hinsichtlich Laufzeit, Kupon, effektive Rendite und Risiko betrifft. Für Banken stellt ABF eine Möglichkeit des Risikotransfers und der Entlastung der aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalunterlegung dar. Dabei hängt die Höhe der Eigenkapitalerleichterung vom Abbau der risikogewichteten Aktiva ab, der wiederum von der Ausgestaltung des Kreditfonds abhängig ist. Zugleich können im Zuge solcher Transaktionen qualitativ hochwertige Sicherheiten für die Besicherung weiterer Fremdfinanzierungen geschaffen werden. Im Folgenden stellen wir den Kreditfonds als ABF-Instrument in Abgrenzung zur klassischen Verbriefung dar.

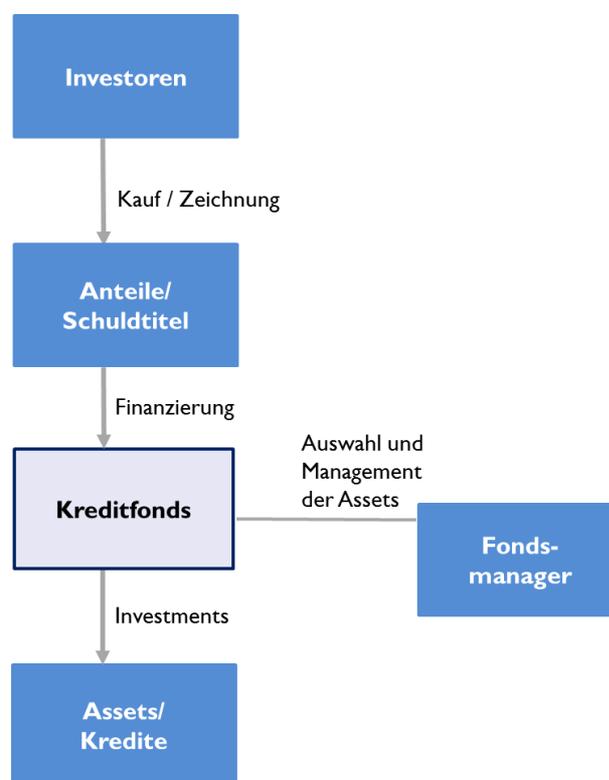
Eine Anlageform, über die institutionelle Investoren Zugang zu den genannten Anlagemöglichkeiten erhalten, besteht in Kreditfonds. Bei diesem Anlageinstrument wird ein Investmentvehikel aufgelegt, der Kreditfonds, der meist in weitestgehend illiquide und nicht handelbare Kredite oder Assets investiert. Das Spektrum der Assets ist breit und reicht von gewerblichen Immobilien, Hotels und Wohnimmobilien über Transportmittel wie Schiffe und Flugzeuge bis hin zu Infrastruktur-Assets. Dabei gestaltet sich die Assetklasse Infrastruktur recht vielfältig. Die Investitionsobjekte können in die Sektoren Verkehr (Straßen- und Schienennetz), Kommunikation (z.B. Kabelnetze), Energie (Kraftwerke, Gas-/Ölnetze, etc.) und Versorger (Wasser, Abfall) eingeteilt werden.

Indessen hat sich im Hinblick auf die Ausgestaltung dieses Anlageinstruments noch keine fixe Struktur herauskristallisiert. In der Regel übernimmt ein Fondsmanager die Anlageentscheidungen sowie die anschließende Projektbegleitung, im Zuge derer er für die Überwachung der Assets, die Portfolioverwaltung und das Transaktions- und Risikomanagement zuständig ist. Dabei ist dieser sog. Alternative Investmentfonds i.d.R. als geschlossenes Investmentvermögen aufgelegt.¹¹ Finanziert wird der Kreditfonds entweder durch Eigenkapital in Form von Anteilen oder über die Emission von Schuldtiteln (siehe Abb. 10).

Im Grunde genommen gibt es zwei wesentliche Unterschiede zwischen Kreditfonds und forderungsbesicherten Wertpapieren wie ABS. Zum einen ist die Anzahl der Assets, in die der Kreditfonds investiert, meist wesentlich geringer als bei einem ABS-Pool. Vor allem findet bei einer Kreditfonds-Konstruktion

keine Aufteilung in Tranchen statt. Dementsprechend gibt es keine Zahlungs-rangfolge („Wasserfallstrukturen“), so dass es beim Forderungsausfall meistens zu keiner Zahlungskaskade kommt. Bei einer ABS-Struktur ist zuerst die Equity-Tranche, dann die Mezzanine-Tranche und schließlich die Senior-Tranche von Verlusten betroffen. Dies ist bei Kreditfonds nicht der Fall, bei dem die Anteile einer pari-passu-Regelung unterliegen. Bei Kreditportfolios kann es jedoch z.B. der Fall sein, dass die zugrunde liegenden Einzelkredite jeweils einen unterschiedlichen Rang aufweisen.

Abbildung 10: Beispielhafte Darstellung einer Kreditfonds/-portfolio-Struktur

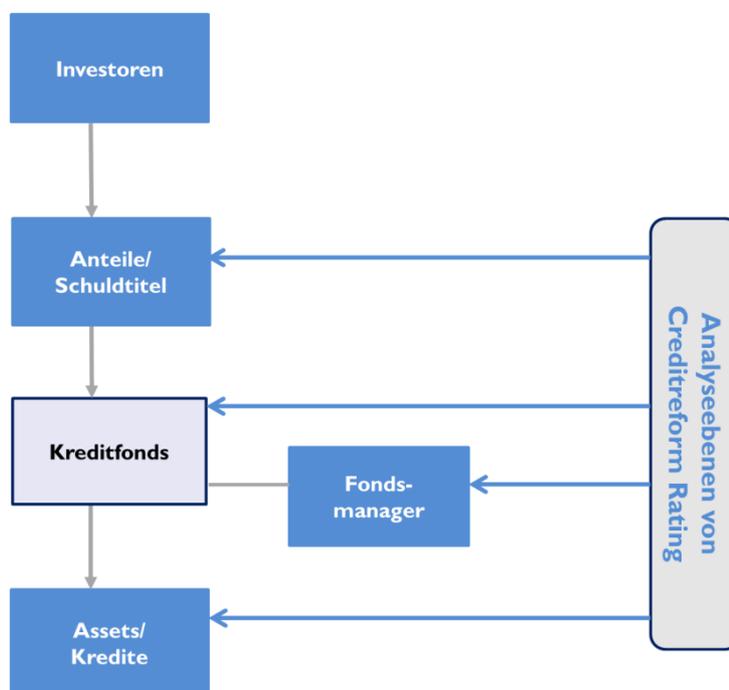


Quelle: Eigene Darstellung

4. Creditreform Rating als wichtiges Element der Prozesskette

Die komplexe Struktur von Kreditfonds macht die Bewertung der mit einem Investment verbundenen Risiken zu einer anspruchsvollen Aufgabe und begründet die Nachfrage nach Ratings. Dementsprechend spielt Creditreform Rating bei der Auslagerung von Kreditrisiken über ABF-Instrumente wie Kreditfonds eine wichtige Rolle, da wir auf verschiedenen Ebenen der Vertriebsstrukturen eine Analyse der bestehenden, künftigen und eventuellen Risiken vornehmen.

Abbildung 11: Analyseebenen im Rahmen von Kreditfonds-Strukturen



Quelle: Eigene Darstellung

Ein Blick auf Abb. 11 zeigt, dass Creditreform Rating die Transparenz bei komplexen Finanzinstrumenten erhöhen und somit Anlageentscheidungen im Infrastrukturbereich, in Immobilien, etc. unterstützen kann. Dabei werden im Rahmen eines Ratingprozesses mehrere Analyseebenen einbezogen, wobei die Analysen der Einzelebenen stets mit Blick auf eventuelle, nennenswerte bestandsgefährdenden oder unmittelbar die Bedienfähigkeit von Schuldverschreibungen bzw. die Rückzahlung des investierten Kapitals gefährdenden Risiken durchgeführt werden.

Creditreform Rating nimmt auf der Ebene der emittierten Wertpapiere eine fundierte Analyse der Transaktionsstruktur, der Emissionsbedingungen, der

rechtlichen Struktur sowie der Qualität und Werthaltigkeit der zugrundeliegenden Sicherheiten vor. Die Fähigkeit der Emittentin zur vollständigen Bedienung ihrer Zins- und Tilgungsverpflichtungen hängt ausschließlich von ihrer verfügbaren Liquidität ab, die aus Zinseinnahmen sowie Tilgungs-/Rückführungsleistungen der Schuldner unter den angekauften Krediten generiert wird. Somit wird der wirtschaftliche Erfolg der Anleihe maßgeblich von der wirtschaftlichen Entwicklung des Kreditportfolios bzw. Kreditfonds bestimmt, der wiederum von der wirtschaftlichen Entwicklung der einzelnen erworbenen Finanzierungen und ihrer Schuldner sowie der dahinter stehenden finanzierten Assets abhängig ist.

Vor diesem Hintergrund ist das der Emission zugrunde liegende Kreditportfolio bzw. der Kreditfonds als Cash generierende Einheit für die Emittentin von zentraler Bedeutung. Im Rahmen der Bewertung des Kreditfonds durch Creditreform Rating werden neben der Fonds- und Portfoliostruktur und den wichtigsten Konditionen auch die Investment-Strategie sowie die erwarteten Cashflows und die Rendite beurteilt. In diesem Zusammenhang wird der Fondsmanager einer qualitativen Beurteilung unterzogen. Beurteilungskriterien sind dabei u.a. der Track Record bezüglich des Deal Sourcings und die Qualität der Kreditauswahl und des Investitionsprozesses.

Um Kreditfonds transparenter zu gestalten, analysieren wir zusätzlich die Underlyings separat und tragen auf diese Weise zur Identifizierung qualitativ hochwertiger Aktiva für den Forderungspool bei. Dabei stehen neben der Bonität der Darlehensnehmer bzw. der Werthaltigkeit der Assets auch die Cashflow-Stabilität und die erwartete Wertentwicklung im Fokus. Eine wichtige Rolle spielen in diesem Zusammenhang auch die Covenants sowie Branchen-, Währungs- und Länderrisiken.

Oftmals liegen Kreditfonds bzw. der Struktur „Blind Pools“ zugrunde, d.h. vor der Emission sind die konkreten Investitionsobjekte unbekannt. Creditreform Rating erstellt szenariobasierte Cashflow-Modelle, auf Grundlage derer wir anschließend Monte-Carlo-Simulationen analysieren, um unter Stressszenarien die Auswirkungen auf die Deckungsfähigkeit der Schuldtitel durch das Kreditportfolio bzw. Underlyings zu beurteilen. Ziel eines solchen Cashflow-Modells ist es, unter diversen Stressszenarien die Auswirkungen auf die Deckungsfähigkeit der Schuldverschreibungen durch das Kreditportfolio bzw. der Underlyings zu beurteilen. Üblicherweise nutzen wir zusätzlich risikoorientierte, gewichtete szenariobasierte Loan-to-Value-Analysen, um zu untersuchen, ob die ermittelten Verwertungserlöse ausreichen würden, so dass die Ansprüche der Emittentin und damit die Gläubigeransprüche der Investoren im Verwertungsfall vollständig bedient werden können.

5. Perspektiven für Kreditfonds in Europa

Der Markt für Kreditfinanzierungen in Europa unterliegt wesentlichen Veränderungen. Angesichts schärferer Eigenkapitalanforderungen für Banken durch Basel III haben viele Banken das klassische Kreditgeschäft spürbar zurückgefahren. Der Fokus liegt zunehmend auf der Akquisition weiterer Kapitalgeber und der erfolgreichen Strukturierung von Finanzierungen. Gleichzeitig steht der restriktiven Kreditvergabe durch Banken in Europa allerdings eine große Zahl an zu refinanzierenden Krediten gegenüber.

Dementsprechend erwarten wir, dass sich die Finanzierung der europäischen Realwirtschaft – insbesondere Infrastruktur-Assets, gewerbliche Immobilien und Wohnimmobilien – zunehmend hin zur kapitalmarktbasierter Finanzierung verlagern wird. Angesichts ihres immanenten Potenzials können dabei künftig Kreditfonds eine bedeutende und nachhaltige Rolle für die europäischen Refinanzierungsmärkte spielen. Während institutionelle Investoren im Niedrigzinsumfeld ihren Bedarf nach solide besicherten Schuldtiteln von guter Bonität befriedigen können, bieten Kreditfonds Banken eine Möglichkeit, ihre Finanzaktiva zu refinanzieren und regulatorisches Kapital freizusetzen.

Derzeit werden Regulierungspläne für strukturierte Finanzierungen intensiv diskutiert und es gibt berechtigten Grund zur Annahme, dass die Regulierungsvorhaben noch sorgfältig abgewogen werden und es zu keiner prohibitiven Wirkung auf die weitere Entwicklung der Märkte für strukturierte Finanzierungen kommen wird. So hat die EZB bereits Bedenken angemeldet, dass die diskutierten Eigenkapitalaufschläge nicht ausreichend zwischen qualitativ hoch- und minderwertigen Finanzinstrumenten unterscheiden und die historische Entwicklung der ABS nicht angemessen berücksichtigt wird.¹² Dennoch stellen strukturierte Finanzierungen eine Baustelle der Finanzregulierung dar – mit erheblichen Auswirkungen auf die langfristige Finanzierung der Realwirtschaft.

Kreditfonds wären dagegen von den regulatorischen Änderungen zunächst nicht betroffen, da hier kein Tranchierungsprozess stattfindet. Gemäß Artikel 4 Nummer 36 der Richtlinie 2006/48/EG gilt eine Transaktion oder Struktur, bei dem das mit einer Forderung oder einem Pool von Forderungen verbundene Kreditrisiko in Tranchen unterteilt wird, als Verbriefung.¹³ Kreditfonds sind dementsprechend in zweierlei Hinsicht eine attraktive Anlageform. Sie können zum einen den hohen Bedarf an risikoarmen Investments der institutionellen Investoren wie Versicherungen und Pensionsfonds decken. Auf der anderen Seite werden Banken in die Lage versetzt, Kreditrisiken auszulagern.

Maßgeblich ist für Kreditfonds unseres Erachtens lediglich die EU-Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds, die AIFM-Richtlinie (AIFMD), welche in Deutschland im Juni 2013 durch das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB)

in nationales Recht umgesetzt wurde. Das KAGB enthält neben umfassenden organisatorischen Anforderungen und konkreten Regelungen zum Risiko- und Liquiditätsmanagement insbesondere Kapitalanforderungen.¹⁴ So muss eine Kapitalverwaltungsgesellschaft nach § 25 KAGB mit einem Anfangskapital von mindestens 300.000 Euro ausgestattet sein, sofern es sich um eine interne Kapitalverwaltungsgesellschaft handelt, und mindestens 125.000 Euro, wenn es sich um eine externe Kapitalverwaltungsgesellschaft handelt. Zudem muss eine Kapitalverwaltungsgesellschaft über zusätzliche Eigenmittel i.H.v. wenigstens 0,02% des Betrages, um den der Wert der verwalteten Investmentvermögen 250 Mio. Euro übersteigt, verfügen, wenn der Wert der von der Kapitalverwaltungsgesellschaft verwalteten Investmentvermögen 250 Mio. Euro überschreitet. Ferner wird eine Eigenmittelforderung festgelegt, um die potenziellen Berufshaftungsrisiken aus den Geschäftstätigkeiten abzudecken, denen die Kapitalverwaltungsgesellschaften nachgehen.¹⁵

Unserer Ansicht nach eröffnen die guten Voraussetzungen und Wachstumspotenziale im Infrastruktur- und Immobilienbereich vor allem für die Zukunft von Kreditfonds positive Perspektiven. Bei den alternativen Anlageformen handelt es sich um geeignete und gewiss komplexe Instrumente, um den Bedarf an langfristiger Finanzierung zu decken. Instrumente wie Kreditfonds erfordern ein hohes Maß an Fachkompetenz bei der Auswahl, Strukturierung und dem laufenden Management der Investitionen. In diesem Kontext kommt es nicht zuletzt auf Marktteilnehmer wie Creditreform Rating an, die den Transparenzgrad erhöhen und eine bessere Risikoeinschätzung ermöglichen.

ENDNOTEN

¹ European Banking Authority (2014): Basel III Monitoring Exercise – Results based on data as of 31 December 2013, 11.9.2014.

² Cohen, B.H. (2013): „How Have Banks Adjusted to Higher Capital Requirements?“, BIS Quarterly Review September 2013, Bank for International Settlements, S. 25-41.

³ Europäische Zentralbank (2014): Monatsbericht August 2014.

⁴ Europäische Kommission (2011): Vorschlag für eine Verordnung zur Schaffung der Fazilität "Connecting Europe", COM(2014) 665 final, 2011/0302 (COD), 14.11.2011.

⁵ Inderst, G. (2013): „Private Infrastructure Finance and Investment in Europe“, EIB Working Papers, 2013/02, European Investment Bank.

⁶ Ehlers, T. (2014): „Understanding the Challenges for Infrastructure Finance“, BIS Working Paper No. 454, Bank for International Settlements.

⁷ Europäische Kommission (2013): Langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft, Grünbuch, COM(2013) 150 final, 25.3.2013.

⁸ Europäische Kommission (2014): Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament und den Rat über die langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft, COM(2014) 168 final, 27.3.2014.

⁹ Europäische Kommission (2013): Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über europäische langfristige Investmentfonds, COM(2013) 462 final, 26.6.2013.

¹⁰ European Commission (2013): Interim Report on the Pilot Phase of the Europe 2020 Project Bond Initiative, Report from the Commission, COM(2013) 929 final, 19.12.2013.

¹¹ Heuer, D. und Schwalba, M. (2013): „Kreditfonds als Alternative zum Transfer von Kreditrisiken“, in Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 66. Jg., 18/2013, S. 910-915.

¹² Europäische Zentralbank (2013): Monatsbericht September 2013.

¹³ Richtlinie 2006/48/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2006 über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute (Neufassung), L 177 vom 30.6.2006.

¹⁴ Kapitalanlagegesetzbuch vom 4. Juli 2013 (BGBl. I S. 1981), das durch Artikel 2 des Gesetzes vom 15. Juli 2014 (BGBl. I S. 934) geändert worden ist, zuletzt geändert durch Art. 6 G v. 20.9.2013 | 3642.

¹⁵ Delegierte Verordnung (EU) der Kommission zur Ergänzung der Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf Ausnahmen, die Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit, Verwahrstellen, Hebelfinanzierung, Transparenz und Beaufsichtigung, C(2012) 8370 final vom 19.12.2012.

© 2014 Creditreform Rating AG

Diese Analyse ist urheberrechtlich geschützt. Die gewerbsmäßige Verwertung ist ohne eine schriftliche Zustimmung der Creditreform Rating AG unzulässig. Um die Gesamtaussage des Inhaltes nicht zu verfälschen, darf grundsätzlich nur die vollständige Studie veröffentlicht werden. Auszüge dürfen nur mit Zustimmung der Creditreform Rating AG verwendet werden. Eine Veröffentlichung der Studie ohne Kenntnis der Creditreform Rating AG ist nicht zulässig. Für Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der in dieser Publikation enthaltenen Informationen übernimmt die Creditreform Rating AG keine Gewähr. Die der Studie zugrundeliegenden Analysen und darauf beruhende Ergebnisse stellen keine Anlageempfehlungen dar.