

# Kreditfonds in Europa

## – Direct Lending im Aufwind



## MANAGEMENT SUMMARY

Creditreform Rating präsentiert in der vorliegenden Studie eine umfassende Bestandsaufnahme des europäischen Markts für Kreditfonds. Wir setzen uns eingehend mit den Trends in den Assetklassen Real Estate, Infrastruktur und Direct Lending (Corporate) auseinander und vergleichen diese mit der Entwicklung des US-amerikanischen Marktes. Zudem beleuchten wir im Rahmen einer Performance-Analyse die Renditen von Kreditfonds. Die Berechnungen von Creditreform Rating basieren auf Daten von Preqin, sowie eigenen Marktdaten. Die Marktentwicklung in diesem Segment wird von Creditreform Rating laufend verfolgt, da wir auf den verschiedenen Ebenen der Kreditfonds-Strukturen eine Analyse der bestehenden, künftigen und eventuellen Risiken vornehmen und eine Vielzahl von Finanztitel beurteilen, die sich auf Kreditfonds beziehen.

1. Das dynamisch wachsende Finanzsegment der Kreditfonds profitiert unmittelbar vom durch niedrige Zinsen und mangelnde Investitionsmöglichkeiten geprägten finanzwirtschaftlichen Umfeld. Institutionelle Investoren können im Niedrigzinsumfeld ihren Bedarf nach solide besicherten Schuldtiteln von guter Bonität befriedigen. Gleichzeitig bieten Kreditfonds Banken eine Möglichkeit, regulatorisches Kapital freizusetzen.

2. Während sich Real Estate-Kreditfonds bereits zu Beginn der 2000er Jahre in den USA zu etablieren begannen, verzeichnet diese Assetklasse in Europa seit 2011 ein deutliches Wachstum. Zwischen 2013 und 2014 beschleunigte sich die Wachstumsdynamik nochmals merklich. So wurden in 2013 und 2014 mit 19 bzw. 18 neu aufgelegten Immobilien-Kreditfonds und einem platzierten Volumen von 9,2 bzw. 13,9 Mrd. Euro in 2014 neue Höchstwerte registriert. Bis Mitte 2015 stieg das kumulierte Volumen auf 41,1 Mrd. Euro. Der gemessen am Volumen nach wie vor wesentlich größere US-Markt (187,5 Mrd. Euro) entwickelt sich ebenso weiterhin positiv.

3. Auch die Anzahl und das Volumen neu platzierter europäischer Infrastruktur-Kreditfonds sind seit 2011 beständig gewachsen. Bis 2014 verdreifachte sich die Anzahl neu eingerichteter Kreditfonds von drei auf zehn und das jährliche Volumen wuchs von 0,3 auf 4,3 Mrd. Euro. Im Gegensatz zum Segment der Immobilien-Kreditfonds ist der US-Markt für Infrastruktur-Kreditfonds in 2015 mit einem kumulierten Volumen von derzeit 19,5 Mrd. Euro nur unwesentlich größer als sein europäisches Pendant (16,4 Mrd. Euro).

4. Vor dem Hintergrund einer zunehmenden Disintermediation und dem vermehrten Auftreten neuer Marktteilnehmer spielen insbesondere alternative Finanzierungsquellen wie Private Debt-Fonds, die auf die direkte Vergabe von Fremdkapital an Unternehmen ausgerichtet sind – so genannte Direct Lending-Kreditfonds, eine immer größere Rolle. Dies wird durch die Entwicklung der Zahl aufgelegter Kreditfonds und des Fondsvolumens untermauert. Zwischen 2007 und Juni 2015 stieg das kumulierte Volumen von 0,6 auf insgesamt 43,1 Mrd. Euro. Eindrucksvoll ist hierbei insbesondere das äußerst kräftige Wachstum in den Jahren 2013 und 2014, in denen alleine 48 Kreditfonds mit einem Volumen von 28,1 Mrd. Euro aufgelegt wurden.

5. Damit spiegelte die Entwicklung in Europa das Aufkommen der Direct Lending-Fonds in den USA weitgehend. Dabei sind jedoch zwei wesentliche Unterschiede festzustellen. Zum einen kommt den USA eine gewisse Vorreiterrolle zu, da bereits vor 2007 ein nennenswertes, wenn auch noch verhältnismäßig geringes

Volumen an Kreditfonds zu verzeichnen war. Zudem erscheint der US-Markt insgesamt etwas reifer. So belief sich das kumulierte Volumen im Juni 2015 auf 87,0 Mrd. Euro.

6. Bezüglich der unterschiedlichen Investitionsobjekte von Kreditfonds erweisen sich insbesondere in der jüngeren Vergangenheit aufgelegte Infrastruktur-Kreditfonds als attraktiv. Noch 2007 erzielten neu aufgelegte Fonds dieser Assetklasse eine Net IRR von lediglich 5,3%, bei Fonds des Jahrgangs 2012 waren es 17,7% und somit deutlich mehr als bei Kreditfonds anderer Assetklassen. Ebenfalls verbessert haben sich die Renditen im Bereich der Real Estate-Kreditfonds. So liegt die durchschnittliche Net IRR mit 10,1% in 2012 deutlich oberhalb des Werts zu Beginn des Jahrtausends (2000-06: 7,4%). Private Debt-Fonds entwickelten sich im betrachteten Zeitfenster weniger schwankungsintensiv. Private Debt-Fonds, die der Direct Lending-Strategie folgten, brachten es 2012 auf eine Rendite von 11,4%.

7. Wir erwarten, dass sich die langfristige Finanzierung von Real Assets und insbesondere von Unternehmen zunehmend über alternative Finanzierungsquellen vollziehen wird. Folglich sollte der Markt für Kreditfonds seinem in den vergangenen drei Jahren eingeschlagenen dynamischen Pfad weiter folgen. Neben dem sicherlich wichtigen Nachfragemotiv der Marktteilnehmer sind es unseres Erachtens vor allem legislative und regulatorische Impulse, die dazu führen werden, dass alternative Finanzierungsquellen wie Kreditfonds zukünftig eine bei weitem wichtigere Rolle in der Finanzierungslandschaft spielen werden als es heute der Fall ist.

## **Ansprechpartner**

Dr. Benjamin Mohr, Chefvolkswirt

E-Mail: [b.mohr@creditreform-rating.de](mailto:b.mohr@creditreform-rating.de)

## **Disclaimer**

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.

## Inhalt

1.	Kreditfonds-Segment profitiert von finanzwirtschaftlichen Rahmenbedingungen.....	5
2.	Real Asset-Kreditfonds im internationalen Vergleich .....	7
3.	In Europa wächst ein Direct lending-Markt heran .....	10
4.	Search for yield? – Performance von Kreditfonds .....	13
5.	Wo ein Wille ist... – EU-Staaten schaffen Voraussetzungen für weiteres Wachstum .....	15

## I. Kreditfonds-Segment profitiert von finanzwirtschaftlichen Rahmenbedingungen

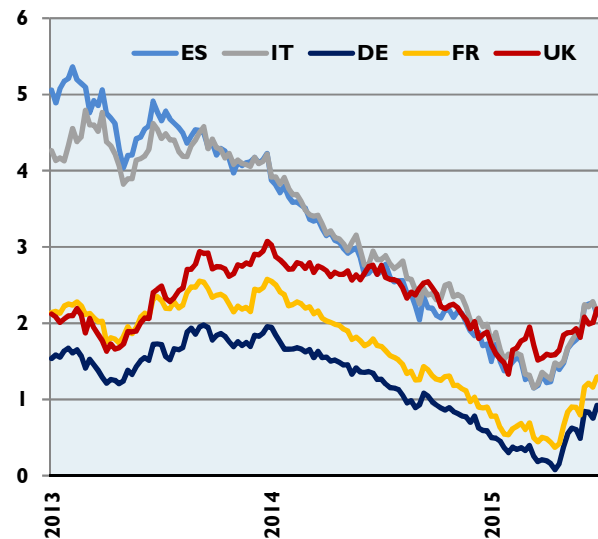
Die Geldpolitik der international wichtigsten Zentralbanken ist nach wie vor äußerst expansiv ausgerichtet. Mehr noch, während Notenbanken wie die Federal Reserve oder die Bank of England an ihrer sehr akkomodierenden Geldpolitik festgehalten haben, schlug die große Mehrheit der Zentralbanken einen noch expansiveren geldpolitischen Kurs ein. So beschloss insbesondere die Europäische Zentralbank (EZB) im Januar 2015 ein großvolumiges Programm zum Ankauf von Vermögenswerten aufzulegen, welches neben dem Erwerb von Asset-backed Securities (ABS) und Covered Bonds auch Staatsanleihen einschließt. Seit März 2015 tätigt die EZB monatlich Ankäufe in Höhe von 60 Mrd. Euro. Dabei soll das Ankaufprogramm mindestens bis September 2016 laufen und so lange erfolgen, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung in Richtung ihres Inflationsziels von unter, aber nahe 2% erkennt.

Die Entscheidung der EZB führte zu weiter sinkenden Zinsen. Im Lauf des ersten Halbjahres 2015 erreichte das Renditeniveau langfristiger Staatsanleihen neue Tiefstände (siehe Abb. 1). Allein die Rendite für 10-jährige Staatsanleihen aus Deutschland hat sich in 2014 von 1,929 auf 0,541% verringert und sank im April 2015 auf ein historisches Tief von 0,075%. Anleihen mit einer Laufzeit von bis zu fünf Jahren verzeichneten zeitweise negative Renditen. Auch die Anleiherenditen anderer Euroraum-Staaten wie Frankreich, Spanien oder Italien waren weiter auf Rekordtiefs gefallen. Am aktuellen Rand kehrten die Renditen der langfristigen Staatsanleihen wieder auf ihr – immer noch sehr niedriges – Niveau von Beginn des Jahres zurück, nachdem unter den Investoren Zweifel bezüglich der hohen Bewertung aufgekomen waren und die Unsicherheit in Zusam-

menhang mit der Entwicklung in Griechenland zugenommen hatte.

**Abb. 1: Langfristige Anleiherenditen**

Renditen 10-jähriger Staatsanleihen in %



Quelle: Creditreform Rating

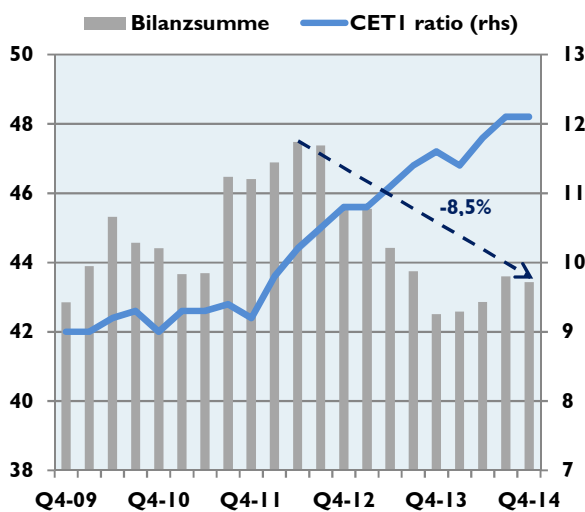
Vor dem Hintergrund der außerordentlich expansiven Geldpolitik trug die Suche nach rendite-trächtigen Anlagemöglichkeiten („search for yield“) zu einem starken Anstieg der Aktienkurse von Unternehmen in Europa bei. Europäische Börsenindizes verzeichneten im Zuge dessen neue Höchststände. Auch andere Vermögenswerte zeichneten im Wesentlichen die Entwicklung der Staatsanleihen nach – insbesondere jene, die im Rahmen des Ankaufprogrammes der EZB erworben wurden (ABS, Covered Bonds). Der längerfristige Trend der Unternehmensanleiherenditen ist – sowohl bei Investment Grade- als auch High Yield-Corporate Bonds – ebenfalls abwärts gerichtet, wenngleich deren Entwicklung die Bewegung der Staatsschuldtitel nachzeichnete und entsprechend im zweiten Quartal 2015 wieder leicht nach oben tendierte.

Gleichzeitig unterliegt der Finanzierungsmarkt in Europa spürbaren Veränderungen. Die Finanzierungsbedingungen bleiben in vielen europäischen Volkswirtschaften angespannt, da sich die Kredit-

institute mit ihren traditionellen Geschäftsmodellen angesichts der neuen regulatorischen Rahmenbedingungen und des Niedrigzinsumfelds unter Druck befinden. So sehen sich die Banken Ertragsschwierigkeiten ausgesetzt und sind weiterhin damit beschäftigt, sich an die Anforderungen der neuen Bankenregulierung anzupassen. In den vergangenen Jahren haben die europäischen Banken ihre Bilanzsumme deutlich zurückgeführt. Dabei wurde die Verringerung der Bilanzsumme von einem Abbau der risiko-gewichteten Aktiva begleitet, so dass die Eigenkapitalausstattung wesentlich gestärkt werden konnte (siehe Abb. 2).

**Abb. 2: Deleveraging im europäischen Bankensektor**

Bilanzsumme der EU-28-MFI in Bio. EUR, durchschnittliche Eigenkapitalquote (CET1) in %



Quelle: EBA, EZB, Creditreform Rating

Ende 2014 betrug der Anteil der durch Eigenkapital (Common Equity Tier I, CET1) gedeckten risikogewichteten Aktiva von EU-Banken durchschnittlich 12,1% – fast drei Prozentpunkte über dem Niveau des vierten Quartals 2011, als die CET1-Quote bei lediglich 9,2% gelegen hatte. Auch wenn diese Entwicklung aus einem finanzstabilitätspolitischen Blickwinkel positiv zu bewerten ist, ging das Deleveraging im Bankensektor mit

erheblichen Einschränkungen bei der Kreditversorgung einher.

Indessen konnten die fehlenden Finanzierungsmöglichkeiten, die im Zuge der rückläufigen Kreditvergabe der Banken entstanden sind, zunehmend durch markt-basierte Finanzierungsformen kompensiert werden. In vergangenen Studien haben wir gezeigt, dass zunehmend auf Finanzierungsquellen außerhalb des Bankensektors und insbesondere auf Unternehmensanleihen zurückgegriffen wird (siehe z.B. „Corporate Bonds in Europa – 2005-14“, Juni 2015).

Ein weiterer nachhaltiger Trend der jüngeren Vergangenheit besteht in der immer wichtigeren Rolle von Kreditfonds und vor allem Direct Lending-Fonds als markt-basierte Fremdfinanzierungsform für Unternehmen. Bei diesem Anlageinstrument wird ein Investmentvehikel aufgelegt, der Kreditfonds, der in weitestgehend illiquide und nicht handelbare Kredite oder Assets investiert. Finanziert wird der Kreditfonds entweder durch Eigenkapital in Form von Anteilen oder über die Emission von Schuldtiteln. Von ABS unterscheiden sich Kreditfonds insofern, als dass (a) die Anzahl der Assets, in die der Kreditfonds investiert, meist wesentlich geringer als bei einem ABS-Pool ist und (b) bei einer Kreditfonds-Konstruktion keine Aufteilung in Tranchen stattfindet.

Dabei profitiert dieses dynamisch wachsende Finanzsegment unmittelbar vom durch niedrige Zinsen und mangelnde Investitionsmöglichkeiten geprägten finanzwirtschaftlichen Umfeld. 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.

In diesem Zusammenhang präsentieren wir in der vorliegenden Studie eine umfassende Bestandsaufnahme des europäischen Markts für Kredit-

fonds. Wir setzen uns eingehend mit den Trends in den Assetklassen Real Estate, Infrastruktur und Direct Lending (Corporate) auseinander und vergleichen diese mit der Entwicklung des US-amerikanischen Marktes. Zudem beleuchten wir im Rahmen einer Performance-Analyse die Renditen von Kreditfonds.

Dabei haben wir einen induktiven und explorativen Ansatz verfolgt, indem wir alle verfügbaren Daten zum europäischen Kreditfonds-Markt zusammengetragen haben, um daraufhin eine Reihe von Strukturanalysen durchzuführen und Trends zu identifizieren. Die Berechnungen von Creditreform Rating basieren auf Daten von Preqin, sowie eigenen Marktdaten.

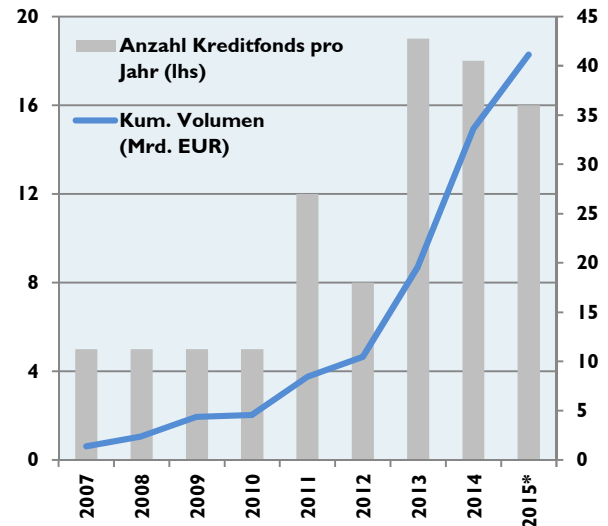
Die Marktentwicklung in diesem Segment wird von Creditreform Rating laufend verfolgt (siehe auch „Kreditfonds als alternative Anlageform“, September 2014), da wir auf den verschiedenen Ebenen der Kreditfonds-Strukturen eine Analyse der bestehenden, künftigen und eventuellen Risiken vornehmen und eine Vielzahl von Finanztitel beurteilen, die sich auf Kreditfonds beziehen.

## 2. Real Asset-Kreditfonds im internationalen Vergleich

Nachdem in den Jahren 2007 bis 2010 die Zahl neu aufgelegter europäischer Immobilien-Kreditfonds bei jeweils fünf gelegen hatte, kam es im darauffolgenden Jahr zu einer spürbaren Belebung des Marktes (siehe Abb. 3). In 2011 lag die Zahl neuer Fonds bei zwölf, und das Volumen mit 3,9 Mrd. Euro nahezu doppelt so hoch wie noch in 2009 (2,0 Mrd. Euro). Nach einer verhalteneren Entwicklung in 2012 gewann der Markt für Immobilien-Kreditfonds in folgenden Jahren erneut an Dynamik. So wurden in 2013 und 2014 mit 19 bzw. 18 neu aufgelegten Immobilien-Kreditfonds und einem platzierten Volumen von 9,2 bzw. 13,9 Mrd. Euro in 2014 neue Höchstwerte registriert.

**Abb. 3: Real Estate-Kreditfonds in Europa**

Umfasst platzierte und ausplatzierte Kreditfonds, \*) = Januar bis Juni 2015



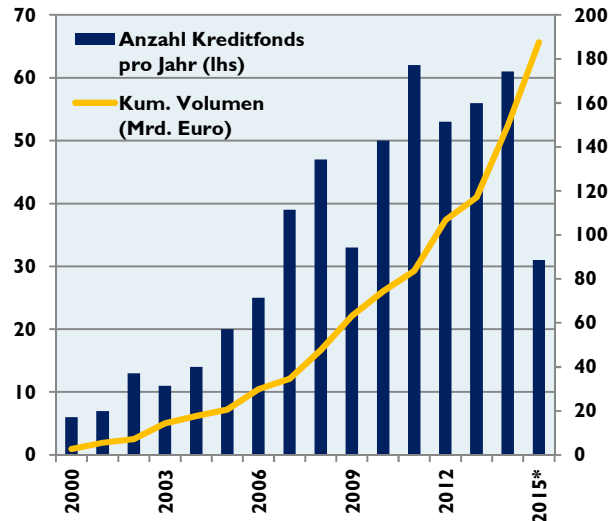
Quelle: Creditreform Rating

Indessen spricht die Entwicklung im ersten Halbjahr 2015 für eine weiterhin robuste Marktverfassung. So stieg das kumulierte Volumen aller europäischen Immobilien-Kreditfonds auf 41,1 Mrd. Euro (2014: 33,6 Mrd. Euro). Darüber hinaus wurden zwischen Januar und Juni 2015 bereits 16 neue Immobilien-Kreditfonds registriert und damit nahezu so viele wie im gesamten Jahr 2014 (18). Auffallend ist jedoch, dass mit einem Fondsvolumen von 7,5 Mrd. Euro der Vorjahresstand noch deutlich unterschritten wird (2014: 13,9 Mrd. Euro). Die Volumina der in 2015 neu platzierten Fonds sind somit im Durchschnitt geringer als im vergangenen Jahr.

Im Gegensatz zu Europa, wo sich Real Estate-Kreditfonds erst ab 2007 als alternative Finanzierungsform zu etablieren begannen, besitzt diese Assetklasse in den Vereinigten Staaten (USA) bereits seit Beginn des Jahrtausends eine nennenswerte Bedeutung (siehe Abb. 4). So lag das kumulierte Volumen aller US-Immobilien-Kreditfonds im Jahr 2000 bereits bei 2,8 Mrd. Euro. Zum Vergleich: Sieben Jahre später war der gesamte europäische Markt für Real Estate-Kreditfonds mit 1,4 Mrd. Euro gerade einmal halb so groß.

**Abb. 4: Real Estate-Kreditfonds in den USA**

Umfasst platzierte und ausplatzierte Kreditfonds, \*) = Januar bis Juni 2015



Quelle: Creditreform Rating

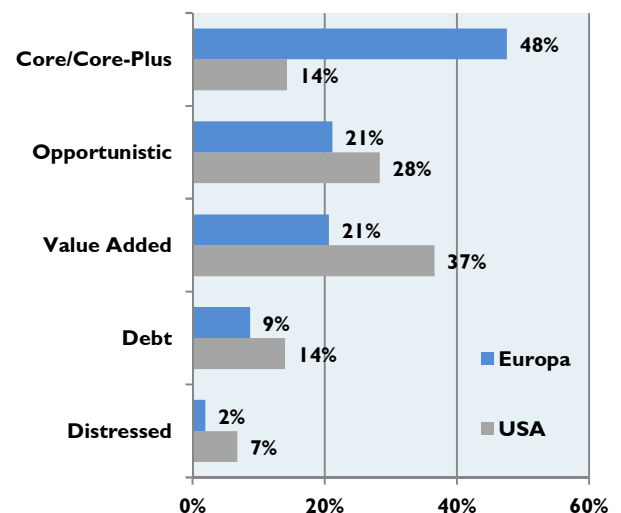
Das stetige Wachstum im Segment der US-Immobilien-Kreditfonds seit der Jahrtausendwende spiegelt sich sowohl in der Zahl jährlich neu aufgelegten Fonds, als auch in den Volumina. So verzehnfachte sich die Anzahl neu gestarteter Fonds von 6 Fonds in 2000 auf 61 im Jahr 2014. Das jährlich registrierte Fondsvolumen wuchs im selben Zeitraum nahezu um den Faktor 14 von 2,8 auf 37,9 Mrd. Euro – das kumulierte Volumen belief sich Ende 2014 auf 149,6 Mrd. Euro. Mit Ausnahme des Krisenjahres 2009, als 33 neue Fonds gezählt wurden (2008: 47), blieben nennenswerte Rückgänge bei der Zahl der Fondsplatzierungen aus.

Am aktuellen Rand gestaltet sich die Entwicklung weiter freundlich. So wurde 2014 das dritte Jahr in Folge eine steigende Zahl neu eingerichteter Fonds (61), begleitet von einem steigenden Volumen (37,9 Mrd. Euro), verzeichnet. Unterdessen signalisieren die vorliegenden Daten des ersten Halbjahres 2015 eine weiterhin robuste Entwicklung. Seit Jahresanfang wurden 31 Fonds mit einem Volumen von 17,1 Mrd. Euro aufgelegt, so dass zum Jahresende die Werte von 2014 erreichbar scheinen.

Auch wenn sich der Markt für Real Estate-Kreditfonds in den vergangenen Jahren sehr dynamisch entwickelt hat, besetzt dieses Segment im gesamten europäischen Immobilienfonds-Universum bis dato eher eine Nische. So belief sich der Anteil der von europäischen Fondsmanagern aufgelegten Kreditfonds (↔ Debt-Strategie) an allen zwischen 2007 und Juni 2015 in Europa aufgelegten Immobilienfonds auf 9% (siehe Abb. 5). Zum Vergleich: Im etwas reiferen US-Markt beträgt dieser Anteil bereits 14%.

**Abb. 5: Real Estate-Anlagestrategien nach Sitz des Fondsmanagers**

Von 2007 bis Juni 2015 aufgelegte Fonds



Quelle: Creditreform Rating

Demgegenüber scheinen die Fondsmanager in Europa bislang eine konservativere Anlagestrategie zu bevorzugen: Fast jeder zweite Immobilienfonds (48%) investiert in hochwertige und vermietete Objekte mit einem Leverage von bis zu 30 (Core) bzw. 30 bis 55% (Core-Plus). Jeweils 21% der Fonds verfolgen chancenorientierte Strategien, die mit einem höheren Risiko verbunden sind. Solche Fonds investieren vorrangig in Objekte, die z.B. aufgrund einer notwendigen Renovierung, Repositionierung oder eines Leerstands einen höheren Leverage von 50 bis 70% (Value

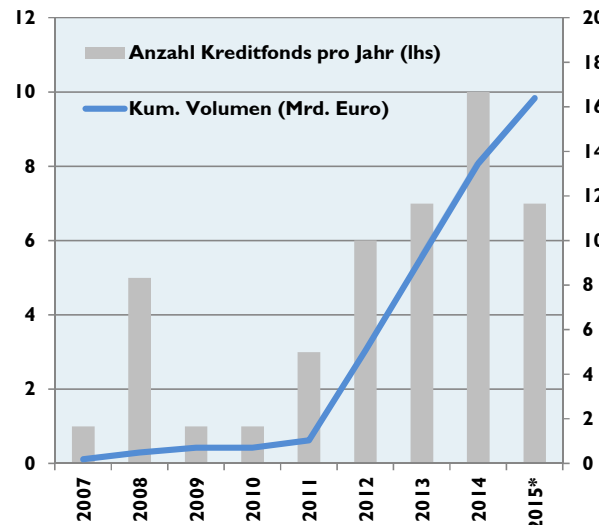


Added) bzw. mehr als 60% (Opportunistic) erfordern.

Stellt man die Kreditfonds-Märkte in den Bereichen Real Estate und Infrastruktur gegenüber, so werden einige Unterschiede deutlich. Die bei Immobilien-Kreditfonds zu beobachtende Diskrepanz der Marktgröße dies und jenseits des Atlantiks ist hier kaum vorhanden (siehe Abb. 6 bzw. 7). So war der Markt für europäische Infrastruktur-Kreditfonds mit einem kumulierten Volumen von 13,5 Mrd. Euro in 2014 nur unwesentlich kleiner als sein amerikanisches Pendant (15,1 Mrd. Euro).

**Abb. 6: Infrastruktur-Kreditfonds in Europa**

Umfasst platzierte und ausplatzierte Kreditfonds, \*) = Januar bis Juni 2015



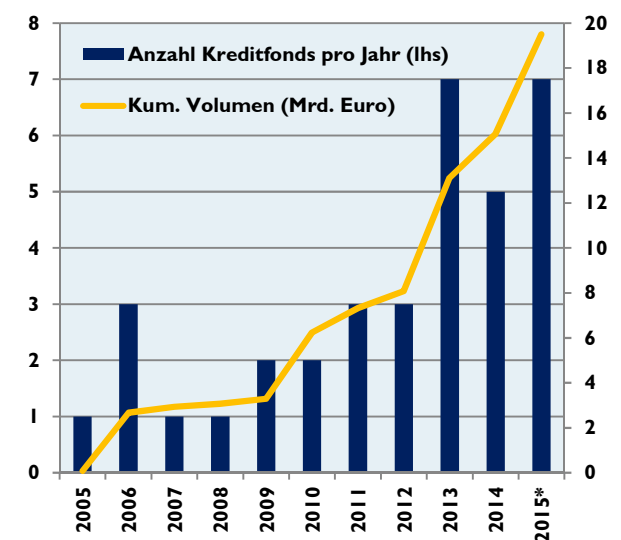
Quelle: Creditreform Rating

Gleichwohl geht aus diesen Zahlen auch hervor, dass es sich insgesamt um einen wesentlich kleineren Markt handelt. Ein Grund hierfür dürfte etwa die im Vergleich zu anderen Real Assets überschaubare Zahl von investitionsfähigen Infrastrukturprojekten und eine geringere Markttransparenz sein. Zudem weisen Infrastruktur-Assets eine Reihe spezifischer Charakteristika auf, die sich investitionshemmend auswirken können. So lassen sich Straßen, Brücken oder Häfen meist nicht kurzfristig liquidieren und eignen sich dem-

zufolge nur für Investoren mit sehr langfristigem Anlagehorizont. Des Weiteren stellen der zum Erwerb notwendige hohe Kapitalbedarf, sowie regulatorische Auflagen von staatlicher Seite nicht zu unterschätzende Hürden für potentielle Investoren dar.

**Abb. 7: Infrastruktur-Kreditfonds in den USA**

Umfasst platzierte und ausplatzierte Kreditfonds, \*) = Januar bis Juni 2015



Quelle: Creditreform Rating

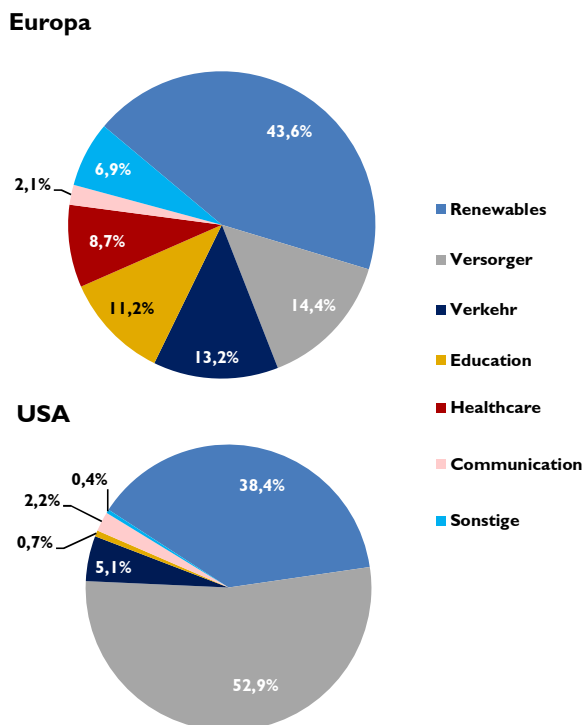
Nichtsdestotrotz ist am Markt für europäische Infrastruktur-Kreditfonds seit 2011 eine kontinuierliche Aufwärtsentwicklung zu beobachten. Das Volumen jährlich neu aufgelegter Fonds stieg bis 2014 von 0,3 auf 4,2 Mrd. Euro, die Zahl neuer Fonds verdreifachte sich im selben Zeitraum von drei auf zehn. Ähnlich positiv stellt sich die Entwicklung in den USA dar. Binnen zehn Jahren wuchs das in Infrastruktur-Kreditfonds gebundene Kapital kontinuierlich von 0,1 (2005) auf 15,1 Mrd. Euro (2014). Analog ist auch bei der Zahl neu aufgelegter Fonds ein deutliches Wachstum zu verzeichnen, das sich ab 2013 nochmals beschleunigte. Auf eine Fortsetzung der Expansion von europäischen wie US-amerikanischen Infrastruktur-Kreditfonds deutet die Marktentwicklung zwischen Januar und Juni 2015 hin. So lag sowohl die Zahl neuplatzierter US-Fonds (7), als auch das

dabei aufgenommenen Kapital (4,4 Mrd. Euro) bereits deutlich über dem Schlussstand des Jahres 2014 (5; 2,0 Mrd. Euro). Bei europäischen Fonds hält der Positivtrend ebenfalls an, hier wurden 7 Fonds im Volumen von 2,9 Mrd. Euro platziert (2014: 10; 4,2 Mrd. Euro).

Eine Analyse auf Ebene der Infrastruktur Deals offenbart, dass sich das Investitionsverhalten von europäischen und US-amerikanischen Infrastrukturfondsmanagern klar unterscheidet. So wird deutlich, dass im Infrastrukturbereich europäische Investoren dominieren. Drei Viertel der Fonds, die in Infrastruktur-Assets in den USA und Europa investieren (74%) haben ihren Sitz in Europa, lediglich 24% in den USA.

**Abb. 8: Verteilung von Infrastruktur-Deals nach Anlageklasse**

Den Infrastrukturfonds zugrunde liegende Deals, die zwischen 2007 und Juni 2015 abgeschlossen wurden



Quelle: Creditreform Rating

Zusammengenommen investieren sowohl europäische, wie auch US-amerikanische Infrastruk-

turfonds in Europa bevorzugt im Bereich der Erneuerbaren Energien (43,6%). Dahinter folgen mit deutlichem Abstand etwa gleichauf die Bereiche Versorger (14,4%), Verkehr (13,2%), sowie Education (11,2%). Dagegen ist in den USA eine sehr viel stärkere Konzentration der Investoren auf wenige Infrastrukturbereiche registrierbar (siehe Abb. 8). Neun von zehn Deals entfallen auf den Versorgungssektor (52,9%) bzw. die Erneuerbaren Energien (38,4%). An dritter Stelle folgt der Verkehrssektor mit lediglich 5,1%. Investitionen in Mautstraßen, Brücken und Häfen sind somit deutlich seltener anzutreffen als dies in Europa der Fall ist. In den Bereichen Healthcare sowie Education sind in den USA anders als in Europa keine Deals in nennenswertem Umfang zu verzeichnen.

### 3. In Europa wächst ein Direct Lending-Markt heran

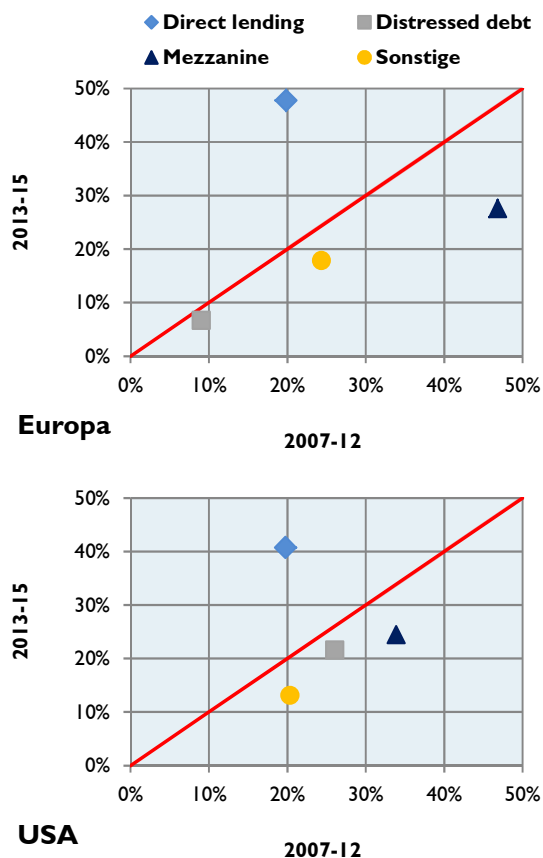
Europäische Unternehmen finanzieren ihre Investitionen und ihr Wachstum traditionell durch Bankkredite – doch dieses historische Finanzierungsmuster befindet sich im Wandel. Vor dem Hintergrund einer zunehmenden Disintermediation und dem vermehrten Auftreten neuer Marktteilnehmer gewinnen insbesondere alternative Finanzierungsquellen wie Private Debt-Fonds, im Rahmen derer den Unternehmen überwiegend institutionelle Investoren Fremdkapital bereitstellen, für die Unternehmensfinanzierung rasant an Bedeutung.

Insbesondere Private Debt-Fonds, die auf die direkte Vergabe von Fremdkapital an Unternehmen ausgerichtet sind – so genannte Direct Lending-Fonds, spielen eine immer größere Rolle. So zeigt der zeitliche Vergleich der von den Fondsmanagern verfolgten Anlagestrategien, dass die Direct Lending-Strategie in den letzten zwei bis drei Jahren eine spürbar größere Bedeutung hat, als dies in den Jahren zuvor der Fall war (siehe Abb. 9). Scheinbar hat sich der Markt auf die verstärkte

Nachfrage nach markt-basierten Finanzierungsmitteln von Seiten der Unternehmen eingestellt, die sich einem eingeschränkten Bankenkreditangebot gegenübergestellt sehen. Machten Direct Lending-Fonds in den Jahren 2007 bis 2012 gerade einmal 20% der Private Debt-Fonds in Europa aus, verfolgte in den Jahren 2013 bis 2015 beinahe jeder zweite Fonds (48%) diese Anlagestrategie. Zum Vergleich: Der Anteil der Mezzanine-Fonds und der Distressed Debt-Fonds, die in notleidende Kredite investieren, sank von 47 bzw. 9% auf 28 bzw. 7%.

**Abb. 9: Anlagestrategien von europäischen und US-amerikanischen Fondsmanagern**

Anteil der jeweiligen Strategie an allen im jeweiligen Zeitraum aufgelegten Private Debt-Fonds



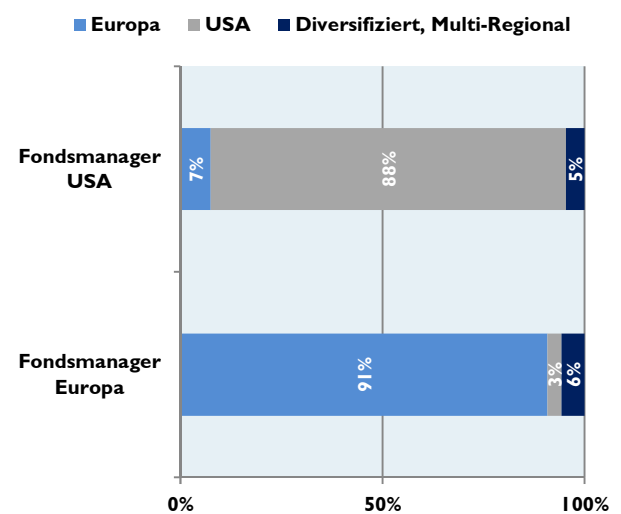
Quelle: Creditreform Rating

Grundsätzlich kann zwischen einer Vergabe eines Kredites (Loan origination) und einer Beteiligung

an einem Kredit (Loan participation) unterschieden werden. Während die Beteiligung an bereits bestehenden Krediten eine etablierte Beteiligungsform für Investmentfonds darstellt, ist die direkte Kreditvergabe durch Fonds (Direct Lending) ein neues Phänomen. In diesen Fällen tritt der Fonds als der ursprüngliche Kreditgeber auf – die Kreditvergabe ist Teil der Investmentstrategie des Kreditfonds. Zuweilen fällt die Abgrenzung jedoch etwas unscharf aus; vor allem in jenen Fällen, in denen der Bankkredit mit dem Ziel vergeben wurde, direkt an einen Fonds verkauft zu werden – die Kreditvergabe seitens der Bank also an erster Stelle Teil eines breiter angelegten Arrangements ist (siehe hierzu auch ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities No. 1, 2015).

**Abb. 10: Geografischer Fokus der Direct Lending-Fonds**

Seit 1995 aufgelegte Kreditfonds



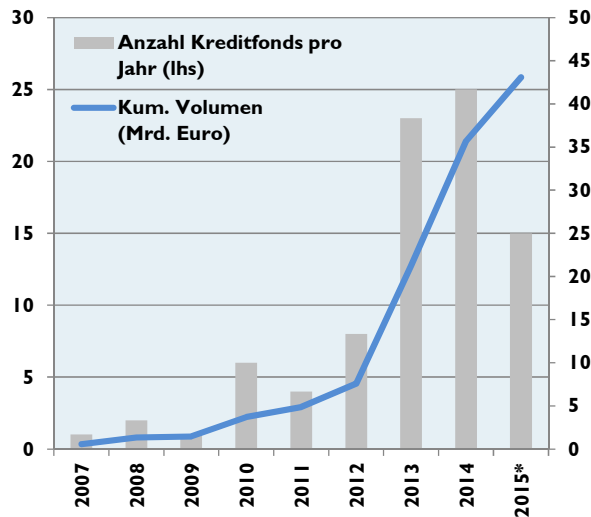
Quelle: Creditreform Rating

Dabei deutet die nähere Untersuchung der Anlagestrategie auf einen Home bias der Fondsmanager hin, also eine deutliche Präferenz der Fondsmanager, Kredite auf dem Heimatmarkt zu vergeben (siehe Abb. 10). Bei neun von zehn Kreditfonds (91%), die von einem Fondsmanager in Europa aufgelegt wurden, sitzen die Kreditnehmer in Europa. Nicht anders sieht es in den USA aus – auch

die Kreditfonds US-amerikanischer Fondsmanager vergeben Kredite in erster Linie (88%) an US-Unternehmen.

**Abb. 11: Direct Lending-Fonds in Europa**

Umfasst platzierte und ausplatzierte Kreditfonds, \*) = Januar bis Juni 2015



Quelle: Creditreform Rating

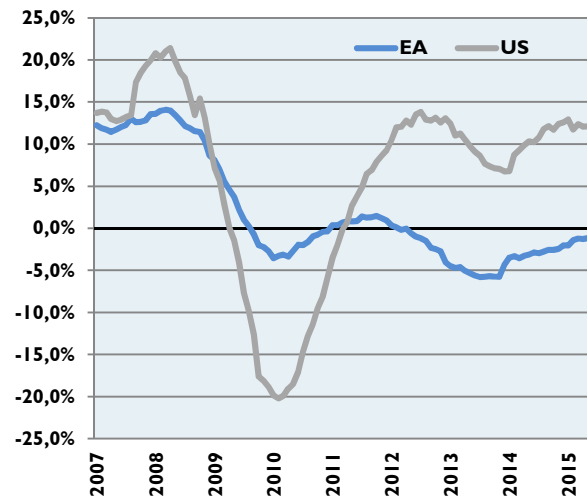
Dass Direct Lending-Fonds eine immer größere Rolle bei der Unternehmensfinanzierung einnehmen, wird eindrucksvoll durch die Entwicklung der Zahl aufgelegter Kreditfonds und des Fondsvolumens untermauert (siehe Abb. 11). Bis zum Jahr 2011 wurde diese Finanzierungsform in Europa jedoch kaum genutzt – das kumulierte Kreditfondsvolumen belief sich bis dahin auf gerade einmal 4,9 Mrd. Euro. Erst im Jahr 2012 übertraf die Zahl der pro Jahr aufgelegten Kreditfonds das Niveau der Vorjahre. Insgesamt konnten acht Direct Lending-Fonds mit einem Volumen von 2,7 Mrd. Euro registriert werden. Im Jahr 2013 schoss das Volumen der Kreditfonds nahezu in die Höhe, als es um den Faktor Fünf auf 13,6 Mrd. Euro stieg. Dieses Niveau konnte im Folgejahr mit 14,5 Mrd. Euro sogar nochmal überboten werden. Insgesamt wurden allein in den beiden letzten Jahren 48 Kreditfonds eingerichtet. Und dieser Trend fand in 2015 eine Fortsetzung: Bis Juni wurden im laufenden Jahr 15 Kreditfonds aufgelegt, die Kredite an

Unternehmen vergeben – mit einem Volumen von 7,4 Mrd. Euro. Somit summiert sich das kumulierte Volumen derzeit auf insgesamt 43,1 Mrd. Euro.

Eine quasi-katalytische Wirkung dürfte in diesem Zusammenhang der Entwicklung der Kreditvergabe von Banken zugekommen sein (siehe Abb. 12). Die Jahresveränderungsrate der Buchkredite an nicht-finanzielle Unternehmen ist im Euroraum seit März 2012 negativ. Im Jahr 2013 blieb die Veränderungsrate stets unter -4%. Seit Anfang 2014 hat sich die negative Entwicklung bei den Kreditvolumina zwar merklich abgeschwächt. Nichtsdestotrotz war die Kreditvergabe an den Unternehmenssektor weiter rückläufig und betrug im Mai 2015 immer noch -1,2% (gg. Vj.).

**Abb. 12: Kreditvergabe an Non-Financials**

Veränderung gg. Vj. in %



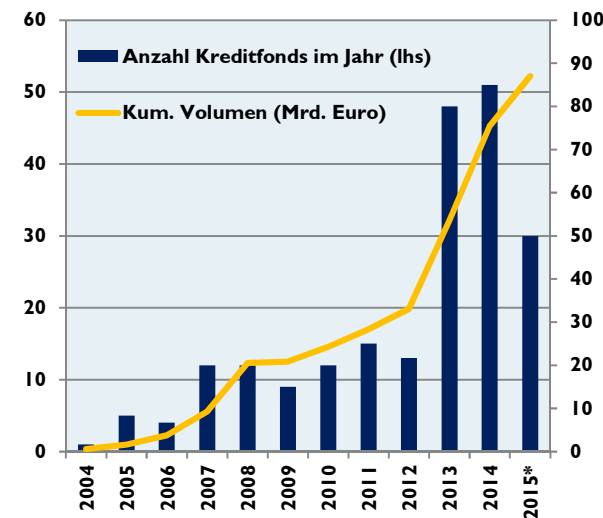
Quelle: EZB, Federal Reserve St. Louis, Creditreform Rating

Unterdessen spiegelt die Entwicklung in Europa das Aufkommen der Direct Lending-Fonds in den USA weitgehend. Dabei sind jedoch zwei wesentliche Unterschiede zu festzustellen (siehe Abb. 13). Auffallend ist zum einen, dass den USA eine gewisse Vorreiterrolle zukommt. So ist bereits zwischen 2004 und 2006 ein nennenswertes, wenn auch noch verhältnismäßig geringes Volumen an Kreditfonds zu verzeichnen. Im Jahr 2006 liegt das kumulierte Kreditfondsvolumen bei immerhin 3,8 Mrd.

Euro – ein Niveau, das in Europa erst in 2010 erreicht wurde. In den Jahren 2007 bis 2012 bewegte sich die Zahl der in den USA aufgelegten Kreditfonds in der Spanne zwischen 9 und 15 Fonds pro Jahr, so dass das Volumen auf 33,1 Mrd. Euro anwuchs. Bemerkenswert ist zudem, dass der US-Markt insgesamt etwas reifer erscheint. Das kumulierte Volumen belief sich im Juni 2015 auf insgesamt 87,0 Mrd. Euro. Gemein haben der europäische und der US-amerikanische Markt für Direct Lending-Fonds dagegen den explosionsartigen Anstieg des Fondsaufkommens in 2013/14, wengleich sich der US-Markt auf einem deutlich höheren Niveau bewegt. Die Zahl der in 2013 und 2014 eingerichteten Kreditfonds betrug 48 bzw. 51 Fonds mit einem Volumen von 20,5 bzw. 21,9 Mrd. Euro.

**Abb. 13: Direct Lending-Fonds in den USA**

Umfasst platzierte und ausplatzierte Kreditfonds, \*) = Januar bis Juni 2015



Quelle: Creditreform Rating

#### 4. Search for yield? – Performance von Kreditfonds

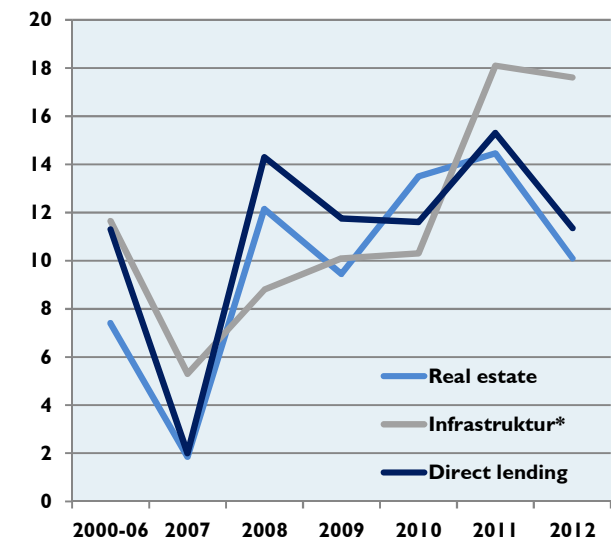
Das aktuell vorherrschende Niedrigzinsumfeld stellt mit zunehmender Dauer insbesondere institutionelle Investoren vor große Herausforderun-

gen. So lassen sich die vorgegebenen Zielrenditen kaum noch durch Investitionen in Anleihen von hoher Bonität erzielen. Vor dem Hintergrund dieser Problemstellung rücken Kreditfonds zunehmend in den Fokus institutioneller Kapitalgeber. Wie verhält es sich jedoch mit dem Rendite-Risiko-Profil von Kreditfonds?

Eine der Kennzahlen, denen im Bereich der Performancemessung von Kreditfonds am meisten Beachtung geschenkt wird, ist die sog. Net internal rate of return (Net IRR). Die Net IRR bezeichnet die Rendite, die ein Investor abzüglich von Gebühren und Kapitalkosten auf Basis bereits geflossener und zukünftig zu erwartende Cashflows in einem bestimmten Zeitraum aus seinem Investment erwarten kann.

**Abb. 14: Performance von Kreditfonds nach Assetklasse**

Durchschnittliche Net IRR (Median) nach Jahr der Auflage der Kreditfonds, Angaben in %, \*) Anlagestrategien Debt, Primary, Secondaries



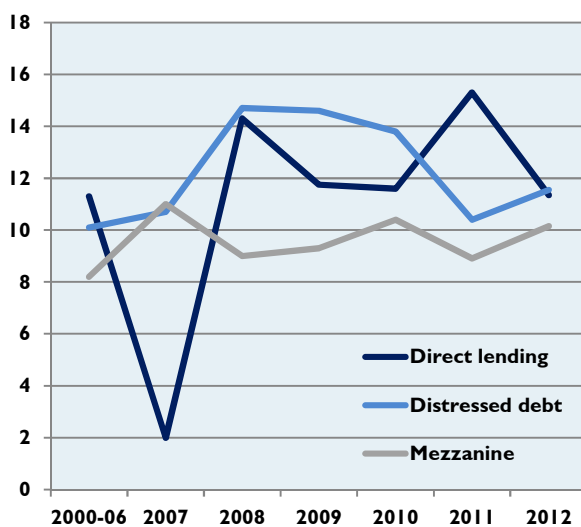
Quelle: Creditreform Rating

In Bezug auf die unterschiedlichen Investitionsobjekte von Kreditfonds erweisen sich insbesondere in der jüngeren Vergangenheit aufgelegte Infrastruktur-Kreditfonds als attraktiv (siehe Abb. 14). Noch 2007 erzielten neu aufgelegte Fonds dieser

Assetkategorie eine durchschnittliche Net IRR von lediglich 5,3% und kletterte über 10,3% in 2010 auf 17,7% in 2012. Damit war die Performance dieser Assetklasse deutlich besser als in allen anderen von uns analysierten Klassen. Im Gegensatz zu Infrastruktur-Kreditfonds entwickelten sich Direct Lending-Fonds seit 2008 etwas weniger schwankungsintensiv. Die Net IRR bewegte sich zwischen 2008 und 2012 in einem Band von 11,4 (2012) bis 15,3% (2011). Indessen sind die Renditen im Bereich der Real Estate-Kreditfonds merklich gestiegen. Auch wenn zuletzt ein Rückgang von 14,5% in 2011 auf 10,1% in 2012 zu beobachten war, so liegt die durchschnittliche Net IRR immer noch deutlich oberhalb der Werte zu Beginn des Jahrtausends (2000-06: 7,4%).

**Abb. 15: Performance von Private Debt-Fonds nach Strategietyp**

Durchschnittliche Net IRR (Median) nach Jahr der Auflage des Kreditfonds, Angaben in %



Quelle: Creditreform Rating

Differenziert man unter den Private Debt-Fonds nach der verfolgten Strategie, so werden Unterschiede deutlich. Nachdem bei den 2008 aufgelegten Direct Lending-Fonds die Rendite sprunghaft auf 14,3% angestiegen war (2007: 2,0%), kam es in den darauffolgenden Jahren zu einer relativ volatilen Seitwärtsbewegung (siehe Abb. 15). Zuletzt

rentierten in 2012 aufgelegte Direct Lending-Fonds mit 11,4%. Neu erschienene Private Debt-Fonds, welche nach einer Distressed Debt-Strategie investieren, konnten bis 2008 ihre durchschnittlich erzielten Renditen steigern, tendierten allerdings seitdem abwärts. Zuletzt stieg die Net IRR wieder leicht an, so dass Distressed Debt-Fonds mit 11,6% in 2012 ein ähnliches Renditeniveau wie zu Beginn des Analysezeitraums aufwiesen (2000-06: 10,1%). Dagegen zeichnen sich Fonds mit einer Mezzanine-Anlagestrategie unabhängig vom Jahr ihrer Platzierung durch relativ vergleichbare Renditen aus. Die Net IRR schwankt hier in einem engen Band zwischen 8,2% (2000-06) und 11,2% (2007).

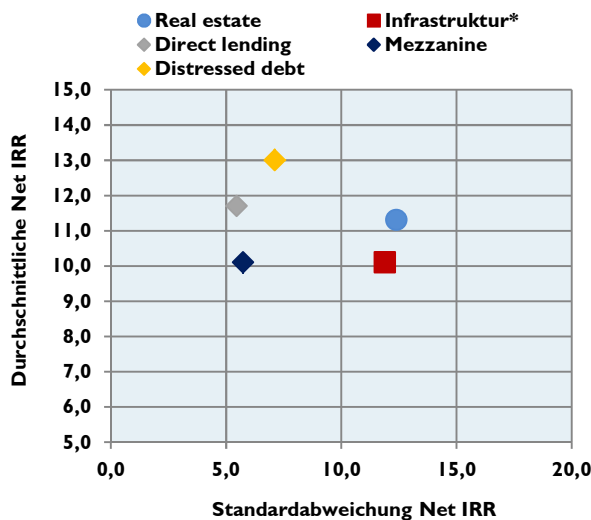
Ob die Rendite eines Kreditfondsinvestments als attraktiv bewertet wird, hängt nicht zu zuletzt von der Schwankungsintensität der Erträge ab. Wenig volatile Renditen – gemessen durch eine möglichst niedrige Standardabweichung der Net IRR – sind für viele Investoren mindestens ebenso wichtig wie deren durchschnittliche Höhe. Im Vergleich der im Zeitraum zwischen 2007 und Juni 2015 aufgelegten Kreditfonds weisen die Direct Lending-Fonds das attraktivste Risiko-Ertrags-Profil auf (siehe Abb. 16). Während Mezzanine- und Distressed Debt-Fonds mit 10,1 bzw. 13,0% vergleichbar hoch rentieren wie Direct Lending-Fonds (11,7%), weisen sie ein schwankungsintensiveres Ertragsmuster auf. So beträgt die Standardabweichung der Net IRR bei Mezzanine und Distressed Debt 5,7 bzw. 7,1%. Demgegenüber liegt sie bei den Direct Lending-Fonds mit 5,5% niedriger. Im Vergleich zu den Real Asset Kreditfonds liefern alle Private Debt-Strategien vergleichbare Renditen bei geringerer Volatilität der Net IRR. Die Standardabweichung der Net IRR liegt mit 11,9% bei Infrastruktur Kreditfonds und 12,4% bei Real Estate-Kreditfonds etwa doppelt so hoch wie bei Private Debt-Strategien.

Dabei ist die relativ hohe Schwankungsintensität der Infrastrukturfonds als überraschend zu bezeichnen. In diesem Zusammenhang ist festzustellen, dass diese erste Risiko-Ertrags-Analyse auf

einem verhältnismäßig kleinen Sample von Infrastruktur-Kreditfonds basiert, die zudem über eine recht heterogene Portfoliostruktur verfügen. Auf lange Sicht erwarten wir bei einem Anwachsen des Samples von Infrastruktur-Kreditfonds mit einer Debt-Strategie ein weniger schwankungsintensives Ertragsprofil und einen Rückgang der Standardabweichung der Net IRR auf das Niveau der Private Debt-Kreditfonds.

**Abb. 16: Risiko-Ertrags-Profil für Kreditfonds nach Assetklassen**

Angaben in %, von 2007 bis Juni 2015 in Europa aufgelegte Kreditfonds, \*) Anlagestrategien Debt, Primary, Secondaries



Quelle: Creditreform Rating

## 5. Wo ein Wille ist... – EU-Staaten schaffen Voraussetzungen für weiteres Wachstum

Wir erwarten, dass sich die langfristige Finanzierung von Real Assets und insbesondere von Unternehmen zunehmend über alternative Finanzierungsquellen vollziehen wird. Folglich sollte der Markt für Kreditfonds seinem in den vergangenen drei Jahren eingeschlagenen dynamischen Pfad weiter folgen. Hierzu sollte zum einen die Suche nach renditeträchtigen Anlagemöglichkeiten auf Seiten institutioneller Investoren beitragen, die

wiederum auf Banken treffen, die ihre risikoreichen Positionen abbauen wollen, weil sie regulatorischen Anforderungen genügen müssen („De-risking“).

Neben diesem sicherlich wichtigen Nachfragemotiv der Marktteilnehmer sind es jedoch unseres Erachtens vor allem legislative und regulatorische Impulse, die dazu führen werden, dass alternative Finanzierungsquellen wie Kreditfonds zukünftig eine bei weitem wichtigere Rolle in der Finanzierungslandschaft spielen werden als es heute der Fall ist.

Wie bereits erwähnt wurde, vertrauen die Unternehmen in Europa – insbesondere die kleinen und mittelgroßen Unternehmen (SME) – bei der Deckung ihres Finanzierungsbedarfs weitestgehend auf Banken. Dass SME kaum direkten Zugang zu Kapitalmärkten haben und sich wesentlich seltener über marktbasierende Quellen finanzieren als über Banken, bestätigt die jüngste EZB-Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE, siehe ECB Economic Bulletin, 4/2015). Nun sehen sich die Unternehmen in Europa unglücklicherweise immer noch einer eher restriktiven Kreditvergabe gegenübergestellt, auch wenn sich die Finanzierungsbedingungen in den letzten Monaten etwas verbessert haben. Dies ist insofern kritisch, als dass für Unternehmen ohne einen Zugang zu anderen Finanzierungsmöglichkeiten jegliche Einschränkung der Kreditvergabe eine Beeinträchtigung ihrer Fähigkeit, in das Unternehmenswachstum zu investieren, bedeutet. Alternative Finanzierungsinstrumente könnten bei der Mittelbeschaffung helfen – nicht nur in krisenhaften Zeiten, wenn die Lage an den Kreditmärkten angespannt ist.

Die EU Kommission hat erkannt, dass in Europa in dieser Hinsicht dringender Handlungsbedarf besteht. Sicherlich ist die zentrale Rolle der Banken in der Unternehmensfinanzierung unter anderem auf die Bedeutung der SME für die wirtschaftliche

Entwicklung zurückzuführen, die in Europa stärker ausgeprägt ist als in anderen Wirtschaftsräumen. Es ist jedoch festzustellen, dass die Entwicklung der Kapitalmärkte entscheidend von den zugrunde liegenden regulatorischen und rechtlichen Rahmenbedingungen abhängt. Dementsprechend veröffentlichte die Kommission im Februar das Grünbuch zur Schaffung einer Kapitalmarktunion (COM(2015) 63/2, 18.02.2015), in dem sie das Ziel formuliert, für Unternehmen den Zugang zu Finanzmitteln zu verbessern und insbesondere die Finanzierungsquellen auszuweiten und zu diversifizieren.

Um Finanzierungslücken zu schließen und die Mittelbeschaffung über Kapitalmärkte zu fördern, hat die EU Kommission bereits 2013 erste Maßnahmen ergriffen, indem sie die Verordnungen über Europäische Risikokapitalfonds (EuVECA-VO, Verordnung (EU) Nr. 345/2013) sowie den Europäischen Fonds für soziales Unternehmertum (EuSEF-VO, Verordnung (EU) Nr. 346/2013) erließ, die darauf abzielen, die Finanzierung von Start-ups und Sozialunternehmen zu erleichtern. Diese beiden Verordnungen wurden im April 2015 durch die Verordnung über Europäische langfristige Investmentfonds (ELTIF, Verordnung (EU) Nr. 2015/760) ergänzt, durch die ein europäisches reguliertes Vehikel geschaffen wird, das die langfristige Finanzierung von Infrastrukturprojekten und Unternehmen erlaubt. Die entscheidende Neuerung ist darin zu sehen, dass die direkte Kreditvergabe an Unternehmen explizit als zulässiger Vermögensgegenstand deklariert wird. Diese Investmentfonds dürfen an Unternehmen Kredite vergeben und somit bankähnliche Dienstleistungen erbringen.

Zudem wurden in der jüngeren Vergangenheit in einer Reihe von EU-Staaten gesetzliche oder regulatorische Grundlagen gelegt, welche die Kreditvergabe durch alternative Investmentfonds (AIF) erlaubt. So veröffentlichte die Central Bank of Ireland das *AIF Rulebook*, im Rahmen dessen die Verwaltungspraxis für sog. Loan originating funds

geregelt wird. In Malta und Lettland ist die Kreditvergabe durch Investmentfonds gemäß dem *Investment Services Act* bzw. dem *Law on Alternative Investment* grundsätzlich zulässig. In Italien wurde das *Decreto competitività* erlassen, das Versicherungsunternehmen und Verbriefungsgesellschaften unter bestimmten Bedingungen die Kreditvergabe erlaubt.

Daneben schuf die französische Regierung den *Fonds de prêts à l'économie*, der Versicherungsunternehmen die direkte Kreditvergabe an SME ermöglicht. Die britische Regierung gründete die *Business Finance Partnership*, im Rahmen derer Nicht-Banken 1,2 Mrd. GBP für die Kreditvergabe an SME bereitgestellt werden.

In Deutschland erklärte die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) Kreditfonds im Mai 2015 für zulässig. Demnach änderte die BaFin ihre Verwaltungspraxis insofern, als dass sie die Vergabe von Krediten sowie die Kreditrestrukturierung und -prolongation durch AIF als Teil der kollektiven Vermögensverwaltung und damit als zulässig ansieht (WA 41-Wp 2100 - 2015/0001). In diesem Fall verdrängt das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) das Kreditwesengesetz (KWG) als sog. Lex specialis.

Diese Änderung ist von großer Bedeutung für die deutschen Kreditfonds sowie für AIF, die aus der EU und Drittstaaten stammen und in Deutschland tätig werden wollen. Bis zu dieser Bekanntmachung war es in Deutschland aufgelegten AIF durch das KWG grundsätzlich untersagt, Darlehen für Rechnung des Investmentvermögens zu vergeben, so dass Kreditfonds zur Finanzierung von Unternehmen in Deutschland auf die Kooperation mit einer Bank („Fronting Bank“) angewiesen waren.



## Über uns

Die Creditreform Rating AG ist als europäische Ratingagentur von der ESMA registriert. Wir sind Spezialisten für die Einschätzung von Kreditrisiken und bieten Dienstleistungen für Kapital- und Kreditgeber in Form von Ratings und Creditservices. Creditreform Rating erstellt Ratings weltweit, die von Investoren in Europa im Rahmen ihrer Investitionsentscheidungen und zu regulatorischen Zwecken genutzt werden. Zudem nutzen Banken sowie Finanzunternehmen unsere Outsourcing-Lösungen für Kreditprozesse und stützen sich auf die Analyseergebnisse unserer Risikomanagement-Tools. Creditreform Rating ist Gesellschafter des European Datawarehouse und beurteilt strukturierte Finanzierungen in allen relevanten Bereichen. Kreditfonds in den Assetklassen Corporates, Immobilien und Infrastruktur sind Gegenstand unserer Ratings für institutionelle Investoren.