

Die europäische Kreditfonds-Industrie – Weiter auf dem Vormarsch

Financial Research
September 2016



Management Summary

1.

Kreditfonds nehmen in Europa vor dem Hintergrund des Bedarfs an einer Diversifizierung der Finanzierungsmöglichkeiten außerhalb des Bankensektors sowie des weiterhin bestehenden Niedrigzinsumfeldes eine immer bedeutendere Rolle ein. So ist die Kreditvergabe durch Investmentfonds in einer wachsenden Zahl der EU-Mitgliedstaaten erlaubt (23 der EU-28-Staaten) und eine Reihe europäischer Jurisdiktionen weist sogar einen spezifischen Rechtsrahmen für Kreditfonds auf. Gleichzeitig befinden sich die Anleiherenditen in einer Reihe von Volkswirtschaften auf oder nahe ihren historischen Tiefstwerten. In der Folge der damit einhergehenden Ermangelung renditeträchtiger Anlageinstrumente hat die Suche nach höheren Renditen bei der Vermögensallokation dazu geführt, dass die Renditeaufschläge in risikoreicheren Marktsegmenten unter Druck geraten sind.

2.

Nachdem auf dem Markt für Real Estate-Kreditfonds in 2013 ein deutlicher Wachstumsimpuls registriert wurde und das jährliche Fondsvolumen von 2,0 auf 9,6 Mrd. Euro stieg, hatte dieser in 2015 etwas an Schwung verloren – mit 6,8 Mrd. Euro lag das Volumen um mehr als die Hälfte unter dem Stand des Vorjahres (2014: 14,9 Mrd. Euro). Am aktuellen Rand gibt es dagegen deutliche Anzeichen, die auf eine erneute Marktbelebung in 2016 hindeuten. Zwischen Januar und August 2016 wurden bereits europäische Immobilien-Kreditfonds mit einem Volumen von 5,4 Mrd. Euro platziert. Indessen zeigt der Vergleich des kumulierten Fondsvolumens, dass der Immobilienmarkt für Kreditfonds in den USA deutlich größer und reifer ist. Betrug das kumulierte Volumen in Europa zwischen 2007 und 2015 47,4 Mrd. so lag das Volumen im US-Markt im selben Zeitraum mit 190,6 Mrd. Euro deutlich darüber.

3.

Im laufenden Jahr entwickelt sich der europäische Markt für Infrastruktur-Kreditfonds bislang deutlich dynamischer als der US-amerikanische. So wurden bis Ende August bereits Kreditfonds mit einem Gesamtvolumen von 6,5 Mrd. Euro registriert (USA: 4,1 Mrd. Euro). Damit entwickelte sich der Markt in 2016 nochmals stärker als im bisherigen

Ansprechpartner

Dr. Benjamin Mohr
Chefvolkswirt

Creditreform Rating
Hellersbergstraße 11
41460 Neuss

B.Mohr@creditreform-rating.de

Rekordjahr 2014 (5,9 Mrd. Euro). Im Gegensatz zu den Real Estate-Kreditfonds bewegt sich der europäische Markt für Infrastruktur-Kreditfonds damit auf Augenhöhe mit den USA, wie eine Analyse des kumulierten Fondsvolumens zeigt. Zwischen 2007 und 2015 wurden dies und jenseits des Atlantiks jeweils neue Fonds im Umfang von 16,6 Mrd. Euro platziert.

4.

Nach dem vergleichsweise schwachen Jahr 2015, (9,2 Mrd. Euro) deutet sich an, dass der europäische Markt für Direct Lending-Fonds in diesem Jahr an seine zuvor gezeigte Aufwärtsentwicklung anknüpfen kann. In Europa ist 2016 mit einem Fondsvolumen von insgesamt 10,1 Mrd. Euro bereits Ende August der Vorjahreswert (9,2 Mrd. Euro) überschritten worden. Auch in den USA zeigt sich der Direct Lending-Markt am aktuellen Rand weiter in starker Verfassung. Bislang beläuft sich das Fondsvolumen in 2016 auf 25,8 Mrd. Euro.

5.

Die vorliegenden Daten deuten darauf hin, dass Kreditfonds weiterhin interessante Ertragschancen bieten. Auch wenn Direct Lending-Fonds, die in 2009 aufgelegt worden waren, noch auf eine durchschnittliche Net IRR von 13,0% kamen, rentierten neue Fonds des Jahrgangs 2013 immerhin mit 7,1%. Die erzielten Erträge neu aufgelegter Real Estate-Kreditfonds fiel beim Jahrgang des Jahres 2013 mit 9,1% etwas niedriger aus als im Jahr zuvor (2012: 10,3%). Die Outperformance gegenüber Infrastruktur- und Direct Lending-Fonds hatte jedoch weiter Bestand. Infrastrukturfonds entwickelten sich dagegen vergleichsweise stabil. Anders als in den beiden anderen betrachteten Assetklassen war bei in 2013 aufgelegten Fonds kein Rückgang der Renditen zu beobachten (2013: 8,6%; 2011: 8,0%).

6.

Wenngleich die Vereinigten Staaten das Epizentrum der Kreditfonds-Industrie bleiben dürften, sind wir optimistisch, dass sich Europa in den kommenden Jahren zu einem Wachstumsmotor entwickeln wird. Dabei sollte das Wachstum des europäischen Marktes mittelfristig nicht nur durch Aufholeffekte getragen werden, sondern durch die politischen Entscheidungsträger in der EU und durch das derzeitige Finanzierungsumfeld zusätzliche Impulse erhalten.

7.

Ob sich Kreditfonds langfristig als alternative Finanzierungsquelle etablieren und einen positiven Beitrag zum Wachstum der realen Wirtschaft in Europa leisten, wird unserer Ansicht nach wesentlich davon abhängen, ob eine Überregulierung des Marktes für Kreditfonds vermieden werden kann. Ein Übermaß an neuen Anforderungen und Restriktionen könnte zu unverhältnismäßigen Kosten führen, so dass das Wachstum dieses in Europa noch jungen Segments gebremst und auf diese Weise die eigentliche Intention der europäischen Entscheidungsträger – die Förderung alternativer Finanzierungsinstrumenten außerhalb des Bankensektors – konterkariert wird.

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.

I. Impulse durch regulatorische und finanzielle Entwicklungen

Kreditfonds nehmen in Europa vor dem Hintergrund des Bedarfs an einer Diversifizierung der Finanzierungsmöglichkeiten außerhalb des Bankensektors sowie des weiterhin bestehenden Niedrigzinsumfeldes und der damit einhergehenden Ermangelung renditeträchtiger Anlageinstrumente eine immer bedeutendere Rolle ein.

Institutionelle Investoren oder andere Fonds können über diese Anlageform in Kredite an Unternehmen, Immobilien oder Infrastrukturprojekte investieren. Wie bereits an anderer Stelle ausgeführt, wird bei diesem Instrument ein Investmentvehikel aufgelegt (der Kreditfonds), der in weitestgehend illiquide und nicht handelbare Kredite oder Assets investiert oder Darlehen direkt vergibt. Finanziert wird ein Kreditfonds durch Eigenkapital in Form von Anteilen oder über die Emission von Schuldtiteln (siehe z.B. Creditreform Rating, Kreditfonds in Europa – Direct Lending im Aufwind, August 2015). Auch wenn sich bezüglich der Ausgestaltungsmerkmale von Kreditfonds bislang keine feste Grundstruktur herausgebildet hat, gibt es doch zwei Charakteristika, die Kreditfonds von grundsätzlich ähnlichen Produktalternativen wie Verbriefungen abgrenzen: (i) die Anzahl der Assets, in die ein Kreditfonds investiert, ist in der Regel wesentlich geringer als bei einem ABS-Pool und (ii) bei einer Kreditfonds-Konstruktion wird keine Tranchierung vorgenommen.

Die Europäische Kommission hat ebenfalls erkannt, dass Kreditfonds ein enormes Potenzial bergen, sich als Kreditquelle zur Finanzierung langfristiger Investitionen in die europäische Infrastruktur und die markt-basierte Finanzierung des Unternehmenssektors zu etablieren. Dementsprechend hat die EU Kommission in den letzten Jahren die Verordnungen über Europäische Risikoka-

pitalfonds (EuVECA-VO, Verordnung (EU) Nr. 345/2013) und den Europäischen Fonds für soziales Unternehmertum (EuSEF-VO, Verordnung (EU) Nr. 346/2013) sowie die Verordnung über Europäische langfristige Investmentfonds (ELTIF, Verordnung (EU) Nr. 2015/760) erlassen, die darauf abzielen, dass Fonds im Grundsatz die Möglichkeit eingeräumt wird, Kredite auszureichen.

Gleichzeitig ist die Kreditvergabe durch Investmentfonds in einer wachsenden Zahl der EU-Mitgliedstaaten erlaubt – derzeit in 23 der EU-28-Staaten. Dabei weist eine Reihe europäischer Jurisdiktionen sogar einen spezifischen Rechtsrahmen für Kreditfonds auf, der die gesetzlichen Grundlagen und Vorschriften umreißt – namentlich Deutschland, Frankreich, Irland, Italien, Malta, Polen, Slowenien, Spanien, und Zypern. So wurden z.B. in Deutschland die rechtlichen Rahmenbedingungen für die direkte Vergabe von Darlehen durch alternative Investmentfonds mit dem Gesetz zur Umsetzung der OGAW-Richtlinie (2014/91/EU des Europäischen Parlamentes und des Rates vom 23. Juli 2014) geschaffen, nachdem die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) die Kreditvergabe durch Kapitalverwaltungsgesellschaften im Mai 2015 für zulässig erklärt hatte. In diesem Zusammenhang beschloss der Bundestag am 3. März 2016 Änderungen des Kapitalanlagegesetzbuchs (KAGB) und des Kreditwesengesetzes (KWG), so dass die Vorgaben für die Zulässigkeit der Kreditvergabe durch AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften definiert werden und die Bestimmungen nun ausdrücklich auf die Gewährung von Gelddarlehen Bezug nehmen.

Zur gleichen Zeit befinden sich die Zinssätze nach wie vor auf einem äußerst niedrigen Niveau. Auch wenn sich die internationalen Finanzmärkte insgesamt weitgehend widerstandsfähig zeigen, reagieren sie doch spürbar auf geldpolitische Entscheidungen und überraschende Ereignisse wie das

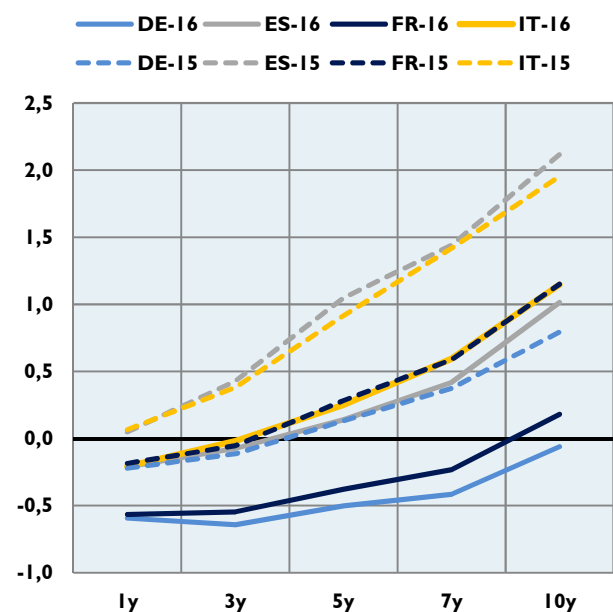
Brexit-Votum über die EU-Mitgliedschaft des Vereinigten Königreiches. Angesichts einer zunehmenden Skepsis in Bezug auf die sich zusehends eintrübenden globalen Wachstumsperspektiven und der wiederholten Volatilitätsschübe an den Vermögensmärkten verhielten sich die wichtigen Zentralbanken eher vorsichtig und abwartend. Während die Federal Reserve die Fed Funds Rate nur leicht angehoben hatte, beließ die Schweizerische Nationalbank den Leitzins unverändert. Demgegenüber haben die Europäische Zentralbank (EZB), Bank of Japan und Bank of England weitere expansive geldpolitische Maßnahmen ergriffen. Die unternommenen geldpolitischen Schritte der EZB umfassten neben der Herabsetzung der Referenzzinssätze und der Implementierung einer neuen Reihe von gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (GLRG II) insbesondere die Erhöhung des Tempos des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP, Expanded Asset Purchase Programme). Im Hinblick auf das APP beschloss die EZB, das Volumen der monatlichen Ankäufe von 60 auf 80 Mrd. Euro auszuweiten und die Ankäufe mindestens bis Ende März 2017 erfolgen zu lassen. Zudem wurden die Ankäufe auf Corporate Bonds nicht-finanzieller Kapitalgesellschaften (Non-Financials) ausgeweitet (CSPP, Corporate Sector Purchase Programme, siehe Abschnitt 4). Negative nominale Leitzinsen liegen nunmehr im Euroraum, in Schweden, Japan und in der Schweiz vor.

Indessen befinden sich die Anleiherenditen in einer Reihe von Volkswirtschaften auf oder nahe ihren historischen Tiefstwerten und der Anteil der ausstehenden Staatsanleihen, die unterhalb der Nulllinie rentieren, befindet sich auf einem Höchststand. Auch wenn zuletzt wieder ein leichtes Ansteigen der Renditeaufschläge zu beobachten war, haben die Anleiherenditen ihren Abwärtstrend in den zurückliegenden zwölf Monaten fortgesetzt. So verschoben sich die Renditestruk-

turkurven etlicher Staaten nach unten und flachten zudem ab (siehe Abb. 1). Fielen Ende August 2015 zunächst ein- und dreijährige Bundeswertpapiere in den negativen Bereich, wiesen ein Jahr später deutsche Staatsanleihen mit Restlaufzeiten von bis zu zehn Jahren eine negative Rendite auf. Während zehnjährige Bundesanleihen am 31. August 2016 eine Rendite von -0,061% verzeichneten, standen diese im Vorjahr bei 0,794%. Auch die zehnjährigen Staatspapiere aus Japan und der Schweiz lagen im negativen Bereich. Wenngleich sich die Renditen langfristiger Anleihen anderer Staaten des Euroraums im positiven Bereich befanden, fielen die Renditen binnen Jahresfrist deutlich und die Renditeabstände zu Bundeswertpapieren engten sich größtenteils ein. Die französische Yield Curve lag Ende August ebenso fast überwiegend im negativen Bereich. Zehnjährige Anleihen aus Spanien und Italien fielen um 110 bzw. 81 Basispunkte und rentierten mit 1,014 bzw. 1,145%.

Abb. 1: Entwicklung der Renditestrukturkurven europäischer Staatsanleihen

Angaben in %, Renditestrukturkurven zum 31. August des jeweiligen Jahres



Quelle: Thomson Reuters, Creditreform Rating

In der Folge hat die Suche nach höheren Renditen (Search for Yield) bei der Vermögensallokation dazu geführt, dass risikoreicheren Marktsegmenten Auftrieb verliehen wurde. So haben sich bspw. auch die Spreads der Bonds der im Euroraum ansässigen Non-Financials merklich eingeeengt – unabhängig vom Credit Rating.

Dabei ist festzustellen, dass die Kreditfonds grundsätzlich vom Niedrigzinsumfeld und dem Search for Yield profitieren. Während sich für institutionelle Investoren wie Versicherungen und Pensionsfonds im derzeitigen Niedrigzinsumfeld neue Renditechancen ergeben, können Banken vor dem Hintergrund der verschärften regulatorischen Anforderungen ihr Kreditportfolio veräußern und regulatorisches Kapital freisetzen. Ferner bieten sich für Manager alternativer Investmentfonds neue Geschäftspotenziale.

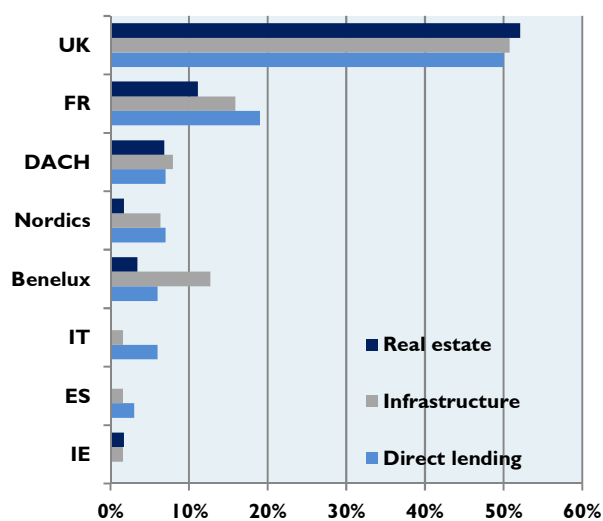
Die Analyse des Sitzlandes der Fondsmanager, die in Europa Kreditfonds aufgelegt haben, offenbart eine starke geografische Konzentration auf wenige Staaten (siehe Abb. 2). In diesem Zusammenhang ist das Vereinigte Königreich mit deutlichem Abstand der wichtigste Sitz europäischer Kreditfonds. Die Hälfte aller Direct Lending Fonds (50,0%) wurde von einem in UK ansässigen Fondsmanager aufgelegt, in den Segmenten Infrastruktur- und Real Estate-Kreditfonds liegt der Anteil mit 50,8 bzw. 52,1% sogar noch etwas höher. Mit deutlichem Abstand folgt Frankreich, wo ein Zehntel (11,1%) aller europäischen Immobilienkreditfonds, sowie ein Fünftel (19,0%) der Direct Lending-Fonds seinen Sitz hat. Dagegen beheimaten die DACH-Länder je nach Assetklasse nur zwischen 6,8 und 7,9% der Kreditfonds.

Vor dem Hintergrund des beabsichtigten Austritts des Vereinigten Königreichs aus der EU bleibt abzuwarten, ob sich signifikante Veränderungen bei den Standortpräferenzen der Fondsbranche ergeben werden. Ausschlaggebend hierfür dürfte

vor allem die Frage nach dem Erhalt der Kapitalverkehrsfreiheit sein, aber auch das regulatorische Umfeld, dem Kreditfonds künftig im Vereinigten Königreich ausgesetzt sind.

Abb. 2: Kreditfonds nach Sitzland des Fondsmanagers

Anteil der Kreditfonds an der Gesamtzahl europäischer Kreditfonds nach Sitz des Fondsmanagers, Stichtag: 31. August 2016



Quelle: Creditreform Rating

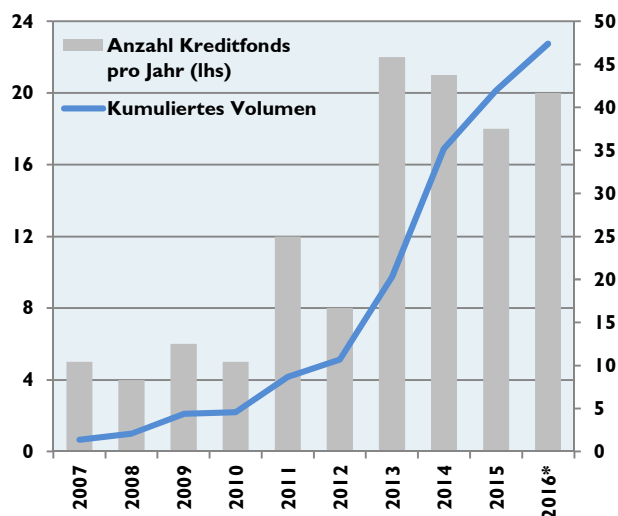
Im Folgenden präsentieren wir ein Update unserer letztjährigen Untersuchung der Marktentwicklung und der Performance von Kreditfonds, wobei wir uns mit Trends in den Assetklassen Real Estate, Infrastruktur und Direct Lending (Corporate) auseinandersetzen und der Entwicklung des US-Marktes gegenüberstellen. Wir verfolgen einen induktiven und explorativen Ansatz, indem wir alle verfügbaren Daten zum europäischen Kreditfonds-Markt zusammentragen, um daraufhin Schlaglichter auf die spannendsten Entwicklungen zu werfen. Die Berechnungen von Creditreform Rating basieren auf Daten von Preqin sowie eigenen Marktdaten. Die Marktentwicklung 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 Finanztiteln beurteilen, die sich auf Kreditfonds beziehen.

2. Die Marktentwicklung in Europa und den Vereinigten Staaten

Zwischen 2007 und 2010 war der Markt für europäische Immobilien-Kreditfonds von eher verhaltener Aktivität gekennzeichnet (siehe Abb. 3). In diesem Zeitraum lag die Zahl neu aufgelegter Kreditfonds zwischen vier und sechs pro Jahr, während das jährlich neu aufgelegte Fondsvolumen zwischen 0,2 und 2,3 Mrd. Euro betrug. Ein deutlicher Wachstumsimpuls wurde erst in 2013 registriert. So wuchs das Volumen um den Faktor fünf, von 2,0 auf 9,6 Mrd. Euro, zeitgleich stieg die Zahl neu aufgelegter Fonds von 8 auf 23, ehe sich die Zahl der Fonds in den folgenden beiden Jahren jeweils leicht rückläufig entwickelte. Nach 21 in 2014, wurden in 2015 noch 18 neu aufgelegte Fonds gezählt. Deutlicher fiel der Rückgang des Fondsvolumens im vergangenen Jahr aus. Mit 6,8 Mrd. Euro lag das Volumen um mehr als die Hälfte unter dem Stand des Vorjahres (2014: 14,9 Mrd. Euro).

Abb. 3: Real Estate-Kreditfonds in Europa

Kumuliertes Volumen in Mrd. Euro, umfasst platzierte und ausplatzierte Kreditfonds, *) Year To Date: 31. August 2016



Quelle: Creditreform Rating

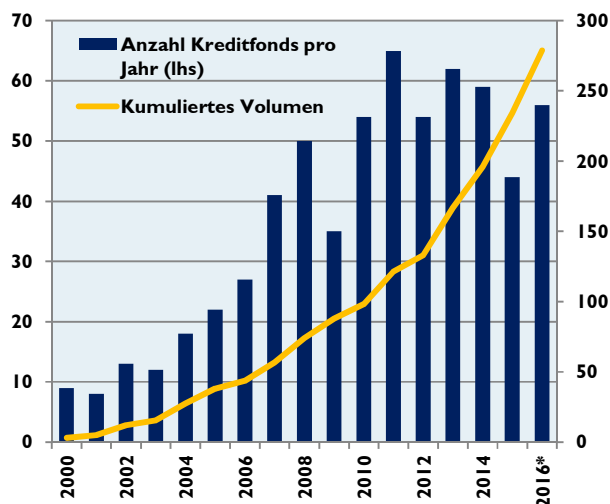
Am aktuellen Rand gibt es dagegen deutliche Anzeichen, die auf eine erneute Marktbelebung in 2016 hindeuten. Bemerkenswert ist insbesondere die Dynamik mit Blick auf die Zahl neu eingerichteter Immobilien-Kreditfonds. Zum jetzigen Zeitpunkt wurden in 2016 bereits 20 neue Fonds aufgelegt und damit mehr, als im gesamten Jahr 2015 (18). Auch bei den Volumina zeichnet sich eine Belebung in 2016 ab. So wurden zwischen Januar und August 2016 europäische Immobilien-Kreditfonds mit einem Volumen von 5,4 Mrd. Euro platziert. Zur Orientierung: Dieser Wert liegt nur geringfügig unter Gesamtvolumen, das in 2015 registriert wurde (6,8 Mrd. Euro).

Wie ein Vergleich des kumulierten Fondsvolumens zeigt, ist der Markt für Real Estate-Kreditfonds in den Vereinigten Staaten deutlich größer und reifer als sein europäisches Pendant. Betrug das kumulierte Volumen in Europa zwischen 2007 und 2015 47,4 Mrd. so lag das Volumen im US-Markt im selben Zeitraum mit 190,6 Mrd. Euro deutlich darüber, wenngleich die Zuwächse in Europa in diesem Zeitraum stärker ausfielen.

Anders als in Europa, hat der Markt für US-Immobilien-Kreditfonds zudem sein Momentum in 2015 weiter beibehalten können (siehe Abb. 4). Im vergangenen Jahr belief sich das Volumen neu aufgelegter Fonds dieser Assetklasse auf 38,1 Mrd. Euro – ein Zuwachs von 29,9% gegenüber 2014 (29,3 Mrd. Euro) und gleichzeitig ein neuer Höchstwert. Seit 2007 (13,0 Mrd. Euro) hat sich damit das Volumen nahezu verdreifacht. Weniger eindeutig stellt sich dagegen die Entwicklung der Anzahl neuer Kreditfonds dar. Nach einem zwischenzeitlichen Anstieg auf 65 in 2011 ging die Zahl neuer Fonds seitdem tendenziell zurück und lag in 2015 (44) wieder auf dem Niveau von 2007 (41).

Abb. 4: Real Estate-Kreditfonds in den USA

Kumuliertes Volumen in Mrd. Euro, umfasst platzierte und ausplatzierte Kreditfonds, *) Year To Date: 31. August 2016



Quelle: Creditreform Rating

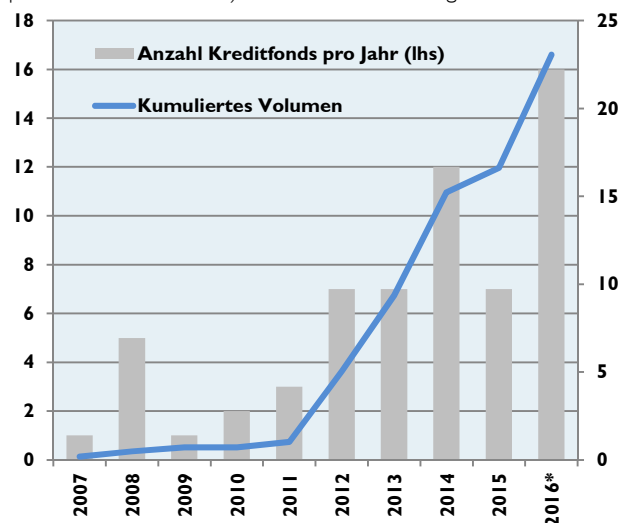
Die bislang für das Jahr 2016 vorliegenden Marktdaten deuten auf eine Fortsetzung des robusten Aufwärtstrends im Segment amerikanischer Real Estate-Kreditfonds hin. Sowohl die Anzahl neu aufgelegter Fonds (56), als auch das darin gebundene Kapital (44,5 Mrd. Euro) übersteigen bereits zum jetzigen Zeitpunkt die jeweiligen Werte, die im gesamten Jahr 2015 registriert wurden. Gemessen am Fondsvolumen dürfte in 2016 das zweite Jahr in Folge ein neuer Rekordwert markiert werden.

Das Segment europäischer Infrastruktur-Kreditfonds war zunächst lange Jahre von eher geringer Marktdynamik geprägt. Die Anzahl neu eröffneter Fonds in Europa bewegte sich zwischen 2007 und 2011 meist im niederen einstelligen Bereich und auch die entsprechenden Volumina übertrafen in keinem Jahr die Schwelle von 300 Mio. Euro, ehe der Markt im Jahr 2012 einen starken Wachstumsimpuls erfuhr (siehe Abb. 5). Das kumulierte Volumen hat sich in den folgenden drei Jahren mehr als verdreifacht von 5,1 auf 15,2 Mrd. Euro (2014), während sich die Zahl der jährlich neu aufgelegten Fonds bis auf zwölf (2014) erhöhte.

Zuletzt wurde die Aufwärtsbewegung jedoch unterbrochen. In 2015 blieb sowohl die Zahl (7), als auch das Volumen neuplatzierter Fonds (1,4 Mrd. Euro) deutlich hinter den Werten von 2014 zurück.

Abb. 5: Infrastruktur-Kreditfonds in Europa

Kumuliertes Volumen in Mrd. Euro, umfasst platzierte und ausplatzierte Kreditfonds, *) Year To Date: 31. August 2016



Quelle: Creditreform Rating

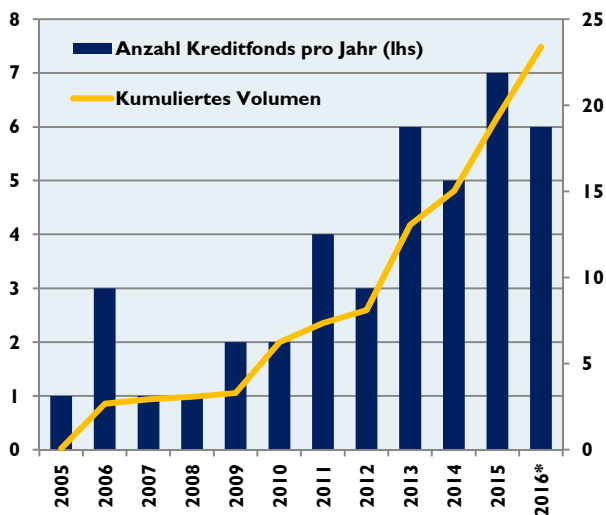
Im Gegensatz zu den Real Estate-Kreditfonds bewegt sich der europäische Markt für Infrastruktur-Kreditfonds damit dennoch auf Augenhöhe mit den USA, wie eine Analyse des kumulierten Fondsvolumens zeigt. Wenngleich sich das kumulierte Fondsvolumen in den USA bereits vor 2007 auf rd. 3 Mrd. Euro belief, wurden zwischen 2007 und 2015 dies und jenseits des Atlantiks jeweils neue Fonds im Umfang von 16,6 Mrd. Euro platziert.

Der US-Markt hat sich in den vergangenen fünf Jahren ebenfalls sehr dynamisch gezeigt (siehe Abb. 6). Während in 2009 erst zwei neue Kreditfonds aufgelegt wurden, stieg diese Zahl über vier (2011) auf sieben neue Kreditfonds in 2015. Im letzten Jahr war zudem mit 4,3 Mrd. Euro ein Fondsvolumen zu verzeichnen, das den Stand von 2014 (2,0 Mrd. Euro) deutlich übertraf und knapp

an den bisherigen Höchstwert aus dem Jahr 2013 (4,9 Mrd. Euro) heranreichte.

Abb. 6: Infrastruktur-Kreditfonds in den USA

Kumuliertes Volumen in Mrd. Euro, umfasst platzierte und ausplatzierte Kreditfonds, *) Year To Date: 31. August 2016



Quelle: Creditreform Rating

Im laufenden Jahr entwickelt sich der europäische Markt für Infrastruktur-Kreditfonds bislang deutlich dynamischer als der US-amerikanische. So wurden zwischen Januar und August bereits 16 neue europäische Kreditfonds mit einem Gesamtvolumen von 6,5 Mrd. Euro erfasst. Damit entwickelte sich der Markt in 2016 nochmals stärker als im bisherigen Rekordjahr 2014 (5,9 Mrd. Euro). Eine robuste, wenngleich weniger starke Marktaktivität kann auch den Infrastruktur-Kreditfonds in den Vereinigten Staaten attestiert werden. Derzeit liegt die Zahl neu aufgelegter Fonds in diesem Jahr (6) ebenso wie das neu hinzugekommene Fondsvolumen (4,1 Mrd. Euro) noch geringfügig unter den jeweiligen Vorjahreswerten. Zum Jahresende erscheinen die Werte von 2015 jedoch erreichbar oder könnten ebenfalls übertroffen werden.

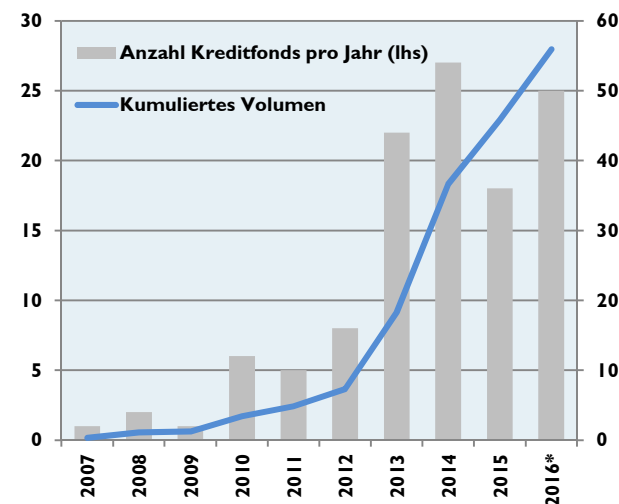
Auffallend ist die verhältnismäßig geringe Größe des Markts für Kreditfonds, die in Infrastrukturprojekte investieren. Gemessen am Fondsvolumen machte der Markt für Infrastruktur-Kreditfonds in

Europa 2015 lediglich ein Fünftel (20,6%) des Immobilienmarktes aus. Betrachtet man das kumulierte Volumen bis Ende August 2016, so ist der Real Estate-Markt immerhin noch doppelt so groß wie der Markt für Infrastrukturprojekte. Noch deutlicher fällt der Unterschied in den USA aus, wo der Infrastrukturmarkt lediglich für ein Zehntel des Marktes für Real Estate-Kreditfonds steht.

Vergleicht man Direct Lending-Kreditfonds in den USA mit seinem europäischen Pendant, so ist festzustellen, dass sich der US-Markt bereits in einem reiferen Stadium befindet. Dies verdeutlicht ein Blick auf die kumulierten Volumina (siehe [Abb. 7](#) und [Abb. 8](#)). Seit 2006 wurden Direct Lending Fonds im Umfang von 132,3 Mrd. Euro in den Vereinigten Staaten platziert und damit ein deutlich höheres Volumen als in Europa (56,2 Mrd. Euro) im selben Zeitraum realisiert. Abgesehen davon, dass die USA grundsätzlich eher durch ein markt-basiertes Finanzsystem geprägt sind, kann diese Diskrepanz auch darauf zurückgeführt werden, dass Direct Lending-Fonds in den Vereinigten Staaten früher als in Europa eine nennenswerte Rolle am Kapitalmarkt spielten. So wurden zwischen 2006 und 2009 in den Vereinigten Staaten 44 Direct Lending-Fonds aufgelegt, während in Europa lediglich vier neue Fonds eröffneten. Dennoch kann dem europäischen Direct Lending-Markt in den vergangenen Jahren eine bemerkenswerte Wachstumsdynamik beobachtet werden. Insbesondere in den Jahren 2013 und 2014 erfuhr der europäische Markt einen deutlichen Schub. Zusammengenommen kamen in beiden Jahren 49 neue Fonds mit einem Volumen von 29,3 Mrd. Euro an den Markt. Zum Vergleich: Im gesamten Zeitraum zwischen 2006 und 2012 wurden gerade einmal halb so viele Neuplatzierungen (24) gezählt – bei einem beträchtlich geringeren Gesamtvolumen von 7,6 Mrd. Euro.

Abb. 7: Direct Lending-Fonds in Europa

Kumuliertes Volumen in Mrd. Euro, umfasst platzierte und ausplatzierte Kreditfonds, *) Year To Date: 31. August 2016



Quelle: Creditreform Rating

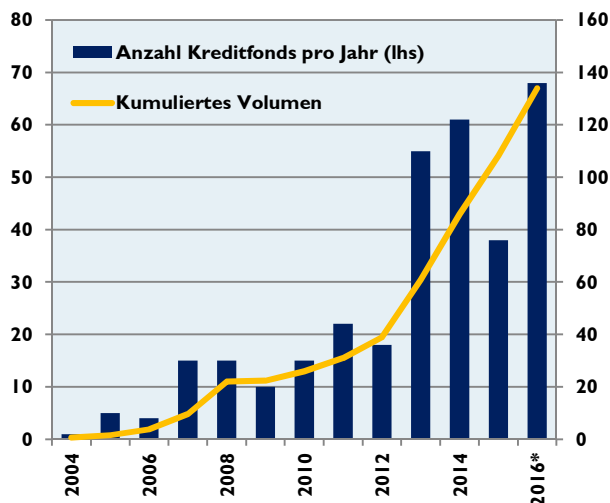
Nach dem vergleichsweise schwachen Jahr 2015, (9,2 Mrd. Euro) deutet sich an, dass der europäische Markt für Direct Lending-Fonds in diesem Jahr an seine zuvor gezeigte Aufwärtsentwicklung anknüpfen kann. In Europa wurden 2016 bis Ende August 25 neue Fonds aufgelegt und damit bereits mehr als in 2015 (18). Es erscheint daher durchaus möglich, dass bis zum Jahresende der aus 2014 stammende Höchstwert (27) eingestellt wird. Ein ähnliches Bild zeigt sich mit Blick auf die Volumina der neu eingerichteten Fonds, mit insgesamt 10,1 Mrd. Euro ist auch hier der Vorjahreswert (9,2 Mrd. Euro) bereits Ende August 2016 überschritten worden.

Auch in den Vereinigten Staaten zeigt sich der Direct Lending-Markt am aktuellen Rand weiter in starker Verfassung. Bislang beläuft sich das Fondsvolumen in 2016 auf 25,8 Mrd. Euro. Somit werden dieses Jahr zum vierten Mal in Folge mehr als 20 Mrd. Euro in Direct Lending-Fonds fließen. Auffällig ist zudem die stark wachsende Zahl neuer Fonds die in diesem Jahr bereits aufgelegt wurden. Nachdem im Gesamtjahr 2015 noch 38 Neuplat-

zierungen gezählt wurden, waren es zwischen Januar und August 2016 bereits 68.

Abb. 8: Direct Lending-Fonds in den USA

Kumuliertes Volumen in Mrd. Euro, umfasst platzierte und ausplatzierte Kreditfonds, *) Year To Date: 31. August 2016



Quelle: Creditreform Rating

3. Performance von Kreditfonds

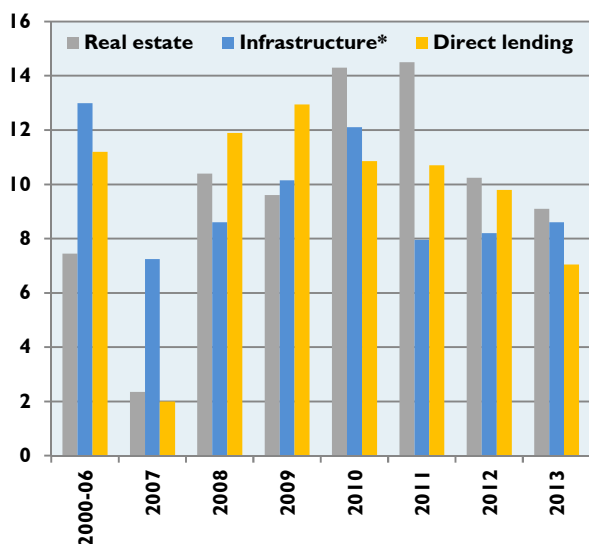
Eine der Kennzahlen, denen im Bereich der Performancemessung von Kreditfonds am meisten Beachtung geschenkt wird, ist die sog. Net internal rate of return (Net IRR). Die Net IRR bezeichnet die Rendite, die ein Investor abzüglich von Gebühren und Kapitalkosten auf Basis bereits geflossener und zukünftig zu erwartende Cashflows in einem bestimmten Zeitraum aus seinem Investment erwarten kann. In diesem Zusammenhang ist festzustellen, dass diese Performance-Analyse auf einem verhältnismäßig kleinen Sample von Kreditfonds basiert, die zudem über eine recht heterogene Portfoliostruktur verfügen.

Die Performance der verschiedenen Kreditfondsjahrgänge hat sich in den vergangenen Jahren unterschiedlich entwickelt. Im Segment der Direct Lending-Kreditfonds ist zu beobachten, dass neue Fonds tendenziell niedrigere Renditen erzielten als

dies in der Vergangenheit der Fall war. Kamen Direct Lending-Fonds, die in 2009 aufgelegt worden waren noch auf eine durchschnittliche Net IRR von 13,0%, so gingen die Renditen in den Folgejahrgängen zurück (siehe Abb. 9). Zunächst fiel die Net IRR auf 10,9% (JG 2010), ehe schließlich im Jahrgang 2012 mit 9,8% die 10-Prozent Marke unterschritten wurde. Auch in 2013 setzte sich diese Entwicklung fort – neue Fonds dieses Jahrgangs rentierten durchschnittlich mit 7,1%.

Abb. 9: Performance von Kreditfonds nach Assetklasse

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



Quelle: Creditreform Rating

Zwischen 2007 und 2011 war die Entwicklung der Net IRR von Real Estate-Kreditfonds in der Tendenz aufwärts gerichtet. Die erzielten Erträge neu aufgelegter Real Estate-Kreditfonds wuchsen beständig von 2,4% (JG 2007) bis auf 14,5% (JG 2011). Zuletzt fiel die Net IRR auf 9,1% (JG 2013). Die Outperformance, die gegenüber Infrastruktur- und Direct Lending-Fonds erzielt wurde, hatte demnach auch für Fonds des Jahrgangs 2013 Bestand, auch wenn sie geringer ausfiel als noch in den Jahren 2010/2011.

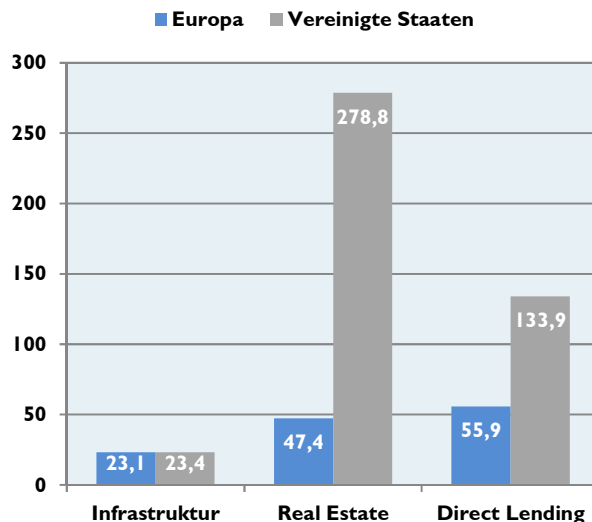
Infrastrukturfonds entwickelten sich demgegenüber vergleichsweise stabil. Zwar lag die Net IRR neu gestarteter Fonds zuletzt deutlich unter dem Niveau der Fondsjahrgänge, die Anfang des Jahrzehnts aufgelegt worden waren (2000-06: 13,0%). Anders als im Segment der Direct Lending und Real Estate Kreditfonds war bei den letzten Jahrgängen jedoch kein Rückgang der Renditen zu beobachten. So übertraf die durchschnittliche Net IRR in 2013 (8,6%) das Niveau von 2011 (8,0%) leicht.

4. Ausblick

Wenngleich die Vereinigten Staaten das Epizentrum der Kreditfonds-Industrie bleiben dürften, sind wir optimistisch, dass sich Europa in den kommenden Jahren zu einem Wachstumsmotor entwickeln wird. Während sich die Infrastruktur-Kreditfonds in den beiden Wirtschaftsräumen auf einem vergleichbaren Niveau befinden, liegt im Real Estate- und Direct Lending-Bereich ein enormes Aufholpotenzial vor (siehe Abb. 10).

Abb. 10: Größe der Kreditfondsmärkte in Europa und den Vereinigten Staaten

Volumen in Mrd. Euro, umfasst platzierte und ausplatzierte Kreditfonds, Stichtag: 31. August 2016



Quelle: Creditreform Rating

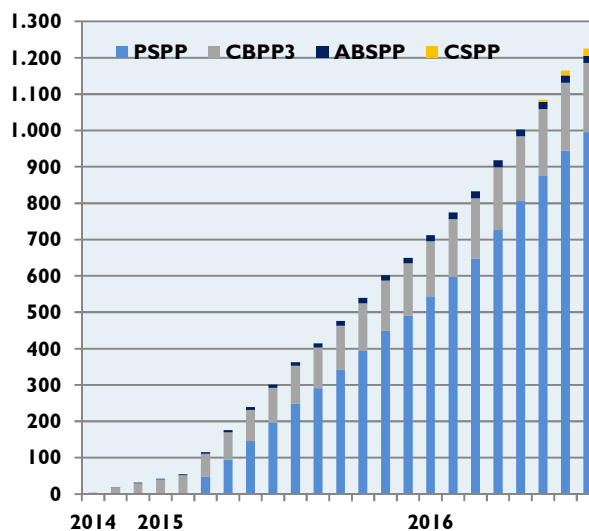
Dementsprechend erwarten wir, dass die Marktentwicklung für Kreditfonds in Europa das Momentum zunächst beibehalten und das Fondsvolumen weiterhin hohe Wachstumsraten verzeichnen wird. Dabei sollte das Wachstum der Kreditfonds-Industrie mittelfristig nicht nur durch Aufholeffekte getragen werden, sondern durch die politischen Entscheidungsträger in der EU und durch das Finanzierungsumfeld zusätzliche Impulse erhalten.

Was das Finanzierungsumfeld betrifft, so hat die EZB im Zuge ihrer Sitzung am 8. September 2016 mitgeteilt, dass die Leitzinsen unverändert auf niedrigem Niveau belassen werden. Wichtiger noch, die Notenbank geht nach wie vor davon aus, dass die Leitzinsen weit über den Zeithorizont des Nettoerwerbs von Assets im Rahmen des APP hinaus auf ihrem niedrigen Niveau bleiben werden. Unterdessen werden auch die monatlichen Ankäufe im Umfang von 80 Mrd. Euro mindestens bis März nächsten Jahres erfolgen, was auf breiter Front – entweder direkt oder durch Spillover-Effekte – für Druck auf Zinsen und Spreads sorgen sollte. Bis zum 31. August hat das Eurosystem Vermögenswerte im Umfang von 1.225,6 Mrd. Euro erworben (siehe Abb. 11), wobei mit 995,4 Mrd. Euro der größte Anteil des APP auf das Public Sector Purchase Programme (PSPP), also den Ankauf von Staatsanleihen entfiel (81,2%). Seit dem 8. Juni dieses Jahres hat die EZB mit dem Erwerb von Unternehmensanleihen von Non-Financials begonnen (CSPP), um die Finanzierungsbedingungen der Realwirtschaft weiter zu verbessern – Ende August hatte die EZB bereits Corporate Bonds im Umfang von 19,9 Mrd. Euro angekauft. Während der Markt für Corporate Bonds grundsätzlich eine geringere Liquidität aufweist als bspw. der Markt für Staatsanleihen, hatte das CSPP einen nennenswerten Einfluss auf die Spreads der Corporate Bonds, die sich allein infol-

ge der Ankündigung im März signifikant verringert hatten.

Abb. 11: Entwicklung des APP der EZB

Nach Ankaufprogrammen aufgliederter Anlagenbestand des Eurosystems, kumulierte Angaben jeweils zum Monatsende in Mrd. Euro



Quelle: EZB, Creditreform Rating

Gestützt werden die im Grundsatz positiven Perspektiven für Kreditfonds zudem durch die Bemühungen der EU Kommission, die Finanzierung kleiner und mittelgroßer Unternehmen und von Infrastrukturprojekten und damit verbunden alternative Finanzierungsinstrumenten außerhalb des Bankensektors zu fördern.

Diese politischen Ambitionen werden durch den von der Kommission im September 2015 veröffentlichten Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion untermauert (siehe Europäische Kommission, COM(2015) 468 final). In diesem stellt die Kommission fest, dass grenzüberschreitend agierende Fonds bei der Darlehensvergabe momentan unterschiedliche nationale Anforderungen zu erfüllen haben und unterstreicht die Absicht, gemeinsam mit den europäischen Aufsichtsbehörden (EBA, ESMA, EIOPA) und den EU-Mitgliedstaaten den Bedarf für eine in Bezug auf

Kreditfonds abgestimmte Vorgehensweise – womöglich in Form einheitlicher EU-Rahmenvorschriften – zu prüfen.

Ob sich Kreditfonds langfristig als alternative Finanzierungsquelle etablieren und einen positiven Beitrag zum Wachstum der realen Wirtschaft in Europa leisten, wird unserer Ansicht nach wesentlich davon abhängen, ob es die EU vermag, sozusagen mit Augenmaß zu regulieren oder anders formuliert: das Kind möglicherweise nicht gleich mit dem Bade ausgeschüttet wird.

Als Fingerzeig kann diesbezüglich die im April veröffentlichte Stellungnahme der European Securities and Markets Authority (ESMA) gesehen werden (ESMA/2016/596). Darin befürwortet die europäische Aufsichtsbehörde, dass Kreditfonds in der EU auf einheitlicher Basis reguliert werden sollten und umreißt die Grundprinzipien eines regulatorischen EU-Rahmenwerks für Kreditfonds. ESMA hält eine solche Regulierung für notwendig, um die von Kreditfonds ausgehenden systemischen Risiken zu mindern und regulatorische Arbitrage zu vermeiden. Unter anderem vertritt ESMA die Auffassung, dass die Darlehensvergabe nur geschlossenen Fonds vorbehalten sein sollte und dass sowohl Kreditfonds als auch Fondsmanager eine spezifische Genehmigung bedürfen. Zudem stellt sie zusätzliche Anforderungen an das Risikomanagement der AIF-Manager und führt eine Reihe von Beschränkungen in Bezug auf Laufzeiten und Leverage sowie im Hinblick auf zulässige Schuldner und Investments auf.

Ein koordinierter Ansatz ist aus unserer Sicht grundsätzlich zu begrüßen, da es derzeit an einheitlichen und umfassenden Richtlinien bezüglich der Anforderungen an Kreditfonds fehlt, so dass Kreditfonds in Europa eine unterschiedliche regulatorische Behandlung erfahren. Durch die Schaffung einheitlicher Wettbewerbsbedingungen

könnte die Marktentwicklung durchaus gefördert werden.

Der Umfang, die Ausgestaltung und die Auswirkungen einer möglichen EU-weiten Regulierung von Kreditfonds sind sicherlich noch nicht absehbar. Wichtig ist allerdings, dass die Bemühungen der europäischen Instanzen nicht zu einer Überregulierung des Marktes für Kreditfonds führen. Zwar mag ein EU-Rahmenwerk das Ausreichen von Krediten durch Fonds in manchen EU-Mitgliedstaaten erleichtern. Dennoch dürfte ein Übermaß an neuen Anforderungen und Restriktionen insgesamt zu unverhältnismäßigen Kosten auf Seiten der Marktteilnehmer führen, so dass das Wachstum dieses in Europa noch jungen Segments gebremst und auf diese Weise die eigentliche Intention der europäischen Entscheidungsträger konterkariert wird.

Die Creditreform Rating AG ist als europäische Ratingagentur von der ESMA registriert. Creditreform Rating erstellt Ratings weltweit, die von Investoren in Europa im Rahmen ihrer Investitionsentscheidungen und zu regulatorischen Zwecken genutzt werden. Wir führen Unternehmen- und Emissionsratings, Sovereign Ratings sowie Bankenratings durch und beurteilen strukturierte Finanzierungen. Zudem sind insbesondere Kreditfonds in den Assetklassen Corporates, Immobilien und Infrastruktur Gegenstand unserer Ratings für institutionelle Investoren. Creditreform Rating ist Gesellschafter der European DataWarehouse GmbH.

Mit dem Research der Creditreform Rating AG behalten Sie den Überblick über die konjunkturelle Lage und die Situation an den Finanzmärkten. Wir veröffentlichen regelmäßig Analysen zu Entwicklungen der Finanzmärkte und zur Wirtschaftslage in Deutschland, dem Euroraum sowie ausgewählten Volkswirtschaften. Auch branchenbezogene Untersuchungen oder Stellungnahmen zu wirtschaftspolitischen Aspekten oder regulatorischen Neuerungen können Sie in unserem Downloadbereich finden.

Lesen Sie mehr auf www.creditreform-rating.de

