

Catching up to the US?

Private Debt treibt dynamischen Kreditfonds-Markt
in Europa

Financial Research
September 2017



Management Summary

1.

Alternativen bleiben gefragt. Deshalb gestaltet sich das derzeitige Finanzierungsumfeld für Kreditfonds nach wie vor günstig. Entsprechend hat sich die seit 2013 anhaltende Wachstumsdynamik weiter verstärkt. Hauptsächlich getrieben durch die Expansion des Segments der Direct Lending-Fonds überstieg das europäische Kreditfondsvolumen in 2016 (121,1 Mrd. Euro) erstmals die Marke von 100 Mrd. Euro und wuchs bis zum Ende des ersten Halbjahres 2017 auf 144,4 Mrd. Euro an. Insgesamt kann dem europäischen Kreditfondsmarkt ein starkes Jahr 2016 attestiert werden. Dabei ging die Schere zwischen den Assetklassen Real Estate und Direct Lending in Europa weiter auseinander. Während sich das kumulierte Volumen der Direct Lending-Kreditfonds im vergangenen Jahr um weitere 13,6 Mrd. auf nunmehr 54,3 Mrd. Euro ausweitete, stieg das Fondsvolumen im Bereich Immobilien um 8,9 Mrd. auf insgesamt 47,4 Mrd. Euro. Europäische Infrastrukturfonds verzeichneten in 2016 ebenfalls neue Höchstwerte.

2.

In den USA konnten Direct Lending-Fonds ihre Wachstumsdynamik beibehalten – das kumulierte Fondsvolumen wuchs von 89,8 Mrd. Euro in 2015 auf 105,2 Mrd. Euro im letzten Jahr. Folglich hat diese Assetklasse auch in den USA in der jüngeren Vergangenheit relativ an Bedeutung gewonnen. Anders als in Europa, gelang es US-Direct Lending-Fonds jedoch nicht, die Dominanz der Immobilienfonds zu brechen. So war der US-Markt für Immobilienkreditfonds in 2016 mit einem kumulierten Volumen von 227,2 Mrd. Euro immer noch mehr als doppelt so groß wie der entsprechende Direct Lending Markt.

3.

Ein Vergleich des Investitionsverhaltens US-amerikanischer und europäischer Kreditfonds offenbart Unterschiede aber auch Gemeinsamkeiten. So stellt die Energiebranche die bevorzugte Branche dar, in der Infrastrukturfonds ihre Investitionen tätigen. Im Gegensatz dazu findet bei den Direct Lending-Kreditfonds eine wesentlich größere Streuung über verschiedene Branchen statt – sowohl in den Vereinigten Staaten als auch in Europa. Was den Investmentfokus europäischer Real Estate-Kreditfonds betrifft, so präferieren diese Investitionen in Wohnim-

Ansprechpartner

Dr. Benjamin Mohr
Chefvolkswirt

Creditreform Rating
Hellersbergstraße 11
41460 Neuss

B.Mohr@creditreform-rating.de

mobilien, während US-Fonds Investitionsobjekte vergleichsweise oft im Bereich der gewerblichen Immobilien suchen.

4.

Wie die Performanceanalyse zeigt, war bei neu aufgelegten Infrastrukturfonds der beiden letzten Jahrgänge (2013/14) eine leichte Erholung der Renditen zu beobachten. Weiter gefallen ist hingegen die Net IRR der jüngeren Kohorten bei den Real Estate-Kreditfonds. Für das Segment der Direct Lending-Kreditfonds ist festzuhalten, dass sich die Renditen neuer Fondsjahrgänge zuletzt weiter seitwärts entwickelten.

5.

Auch wenn Kreditfonds in Europa etwas später aufkamen als in den Vereinigten Staaten und die aufgelegten Fondsvolumina niedriger ausfielen lässt sich unseres Erachtens ein Aufholprozess des europäischen Kreditfondsmarktes beobachten. Der Aufholprozess europäischer Direct Lending-Fonds setzte vergleichsweise früh ein. Gemessen am US-Markt erreichte Europa bereits 2010 ein Siebtel des Fondsvolumens. Am aktuellen Rand macht der Markt für europäische Direct Lending-Fonds die Hälfte seines US-Pendants aus. Am weitesten fortgeschritten ist die Angleichung im Bereich der Infrastrukturfonds. Nachdem zwischen 2007 und 2010 europäische Infrastrukturfonds zunächst nur geringfügig Boden gut machen konnten, stand der europäische Markt für Infrastrukturfonds in 2016 für drei Viertel des US-Marktes. Europäische Immobilienfonds konnten den Rückstand auf das entsprechende US-Segment ebenfalls verringern – auch wenn Europa im Aufholprozess hier etwas hinterherhinkt. In 2016 war der europäische Markt etwa ein Fünftel so groß wie in den Vereinigten Staaten.

6.

Ob die europäischen Kreditfonds weiter auf Wachstumskurs bleiben werden, hängt im Wesentlichen von zukünftigen regulatorischen wie geldpolitischen Weichenstellungen ab. Durch die europäische Brille betrachtet, bestehen in einer mittel- bis längerfristigen Perspektive regulatorische Herausforderungen in Bezug auf die pan-europäische Entwicklung des noch jungen Marktsegments der Kreditfonds. So sehen wir uns in Europa immer noch mit einem relativ heterogenen regulatorischen Umfeld konfrontiert. Mit Blick auf die Geldpolitik im Euroraum gibt es momentan keine Anzeichen, die in naher Zukunft

einen signifikanten Anstieg der Zinsen erwarten lassen. Hierbei glauben wir nicht, dass auf die Kreditfonds-Industrie Probleme zukommen werden, wenn die EZB den Exit aus der sehr expansiven Geldpolitik vollziehen wird und die Zinsen allmählich zu steigen beginnen. Während ein Ansteigen der Zinsen Kreditfonds-Alternativen wieder wettbewerbsfähiger werden lassen dürfte, sprechen strukturelle angebots- wie nachfrageseitige Faktoren dafür, dass Kreditfonds weiterhin eine bedeutende und nachhaltige Rolle für die europäischen Refinanzierungsmärkte spielen sollten.

I. Finanzierungsalternativen sind weiter gefragt

Institutionelle Investoren oder andere Fonds können über Kreditfonds in Kredite an Unternehmen, Immobilien- oder Infrastrukturprojekte investieren. Wie bereits in unseren vorangegangenen Analysen des europäischen Kreditmarktes ausgeführt, wird bei diesem Instrument ein Investmentvehikel aufgelegt (der Kreditfonds), der in weitgehend 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. Kreditfonds in Europa – Direct Lending im Aufwind, August 2015). Im Wesentlichen sind es 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.

Der europäische Kreditfondsmarkt gewinnt weiter an Bedeutung. Dieser Bedeutungszuwachs spiegelt sich jüngst darin wider, dass sich die International Organization of Securities Commissions (IOSCO) dafür ausgesprochen hat, die Finanzierungsform Kreditfonds näher zu untersuchen. Anhand eines globalen Surveys unter den Mitgliedern des Committee on Investment Management hat sie sich einen Überblick über die Erfahrungen mit Kreditfonds in den einzelnen Rechtsräumen verschaffen. Auch die IOSCO kommt in ihrem Abschlussbericht zu dem Ergebnis, dass Kreditfonds eine relativ neue Finanzierungsform darstellen, die sich in einem noch frühen Stadium ihrer Entwicklung befindet. Derzeit nehmen Kreditfonds selbst in den Vereinigten Staaten, in denen Kreditfonds bereits seit einiger Zeit erlaubt sind, die Rolle ei-

nes Nischenmarktes ein. Ein spannendes Ergebnis dieser Befragung ist zudem, dass Kreditfonds einigen Finanzplätzen von globaler Bedeutung wie z.B. Hong Kong, der Schweiz, oder Singapur bislang noch so gut wie keine Rolle zu spielen scheinen. Dagegen werden Kreditfonds insbesondere in europäischen Jurisdiktionen, namentlich Belgien, Deutschland, Italien, Luxemburg, Portugal und UK, durchaus als Alternative zur Bankfinanzierung wahrgenommen.

Sicherlich ist der Markt für Kreditfonds gemessen am verwalteten Vermögen der Investmentfonds in Europa immer noch als relativ überschaubar zu bezeichnen – allein im Euroraum belief sich das gesamte Fondsvermögen zum Ende des ersten Halbjahres 2017 auf 11,82 Bio. Euro. Nichtsdestotrotz werden Kreditfonds zunehmend als Alternative zu den traditionellen Finanzierungskanälen wahrgenommen. Aufgrund schärferer Bankenregulierungen haben Banken ihr Kreditgeschäft zurückgefahren oder sich sogar aus bestimmten Segmenten komplett zurückgezogen. Somit ist über die Jahre auf der Finanzierungsseite eine Lücke entstanden, die heute in vermehrtem Maße von den Kreditfonds ausgefüllt wird.

Indessen gestaltet sich das derzeitige Finanzierungsumfeld, welches durch ein weiterhin sehr niedriges Zinsniveau und sehr hoch notierende Aktienmärkte geprägt ist, für Kreditfonds nach wie vor günstig. Vor dem Hintergrund eines allmählich an Dynamik gewinnenden internationalen Handels und der sich aufhellenden Wachstumsaussichten haben sich seit Mitte letzten Jahres die Aktienkurse, vor allem in den industrialisierten Volkswirtschaften, sehr positiv entwickelt und auch die Spreads der Non-Financials haben sich weiter eingeeengt. Obwohl die Märkte durch politische Ereignisse wie die Wahlen in den USA überrascht wurden und sich mit einer hohen wirtschaftspoliti-

schen Unsicherheit konfrontiert sehen, haben sie sich scheinbar mit dem neuen Umfeld arrangiert.

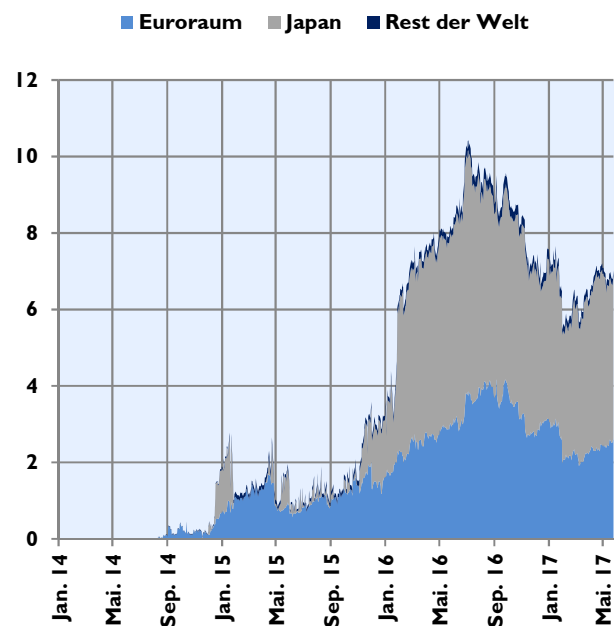
Auch wenn der weitere Verlauf des geldpolitischen Pfades und die Frage nach dem weiteren Verlauf der Quantitative Easing-Programme bzw. dem Ausstieg aus diesen im Euroraum und den USA zunehmend in den Mittelpunkt des Interesses der Marktteilnehmer rückt, befinden sich die Zinsen auf einem Niveau nahe ihrer historischen Tiefstände und die Geldpolitik der wichtigsten Zentralbanken ist weiterhin äußerst akkommodierend. Während die Federal Reserve das Zielband der Fed Funds Rate seit Ende 2015 nun insgesamt vier Mal um jeweils 25 Basispunkte auf nunmehr 1 bis 1,25% angehoben hat, haben die Europäische Zentralbank (EZB) und die Bank of England die Leitzinsen unverändert bei 0 bzw. 0,25% belassen. Die Bank of Japan hat wiederum an ihrer QE-Strategie festgehalten, diese aber leicht modifiziert, indem sie eine Kontrolle der Zinsstrukturkurve implementierte.

Die Rendite der 10-jährigen Staatsanleihen der wichtigsten Industrienationen haben sich seit Mitte letzten Jahres erholt – allerdings in einem unterschiedlichen Ausmaß. Besonders kräftig fiel die Erholung in den USA aus. Nachdem die 10-jährige US-Staatsanleiherendite im Juli 2016 mit 1,365% ihren Tiefstand erreicht hatte, stieg sie bis März dieses Jahres auf 2,607% an und notierte zuletzt bei immerhin 2,212% (31-08-17). Auch die Renditen im Euroraum erholten sich. So verließen die 10-jährigen Bundeswertpapiere den negativen Bereich und stiegen bis Ende August auf 0,363%. Zehnjährige Staatspapiere aus Frankreich und Italien rentierten am aktuellen Rand mit 0,665 bzw. 1,852%, nachdem sie ein Jahr zuvor bei 0,169 bzw. 0,982% gelegen hatten. Gleichwohl blieb das Marktvolumen der Staatsanleihen mit negativer Rendite auf einem vergleichsweise hohen Niveau (siehe Abb. 1). Ende Mai rentierten im Euroraum

Staatspapiere mit einem Volumen von immer noch 2,62 Bio. USD unter der Nullmarke. Weitere 4,25 Bio. USD waren es in Japan. Zur Orientierung: Die Höchststände wurden jeweils im September bzw. Juli des letzten Jahres erreicht, als der Bestand an Anleihen mit negativen Renditen 4,19 bzw. 6,31 Bio. USD betragen hatte. Wir gehen also weiterhin davon aus, dass Kreditfonds prinzipiell vom Niedrigzinsumfeld und dem Search for Yield-Momentum profitieren. Während sich für institutionelle Investoren neue Renditechancen ergeben, können Banken vor dem Hintergrund der verschärften regulatorischen Anforderungen ihr Kreditportfolio veräußern und regulatorisches Kapital freisetzen.

Abb. 1: Marktvolumen der Staatsanleihen mit negativer Rendite

Angaben in Bio. USD



Quelle: BIS, Creditreform Rating

Im Folgenden führen wir unsere Untersuchung der Marktentwicklung und der Performance von Kreditfonds fort. Erstmals im Jahr 2014 erschienen, geben wir wie gewohnt einen Überblick über die Trends in den Assetklassen Real Estate, Infrastruk-

tur und Direct Lending (Corporate) und stellen diese der Entwicklung des US-Marktes gegenüber. Wir verfolgen dabei einen induktiven und explorativen Ansatz, indem wir die verfügbaren Daten zum europäischen Kreditfonds-Markt zusammentragen, um daraufhin Schlaglichter auf die spannendsten Entwicklungen zu werfen. Unsere Berechnungen 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

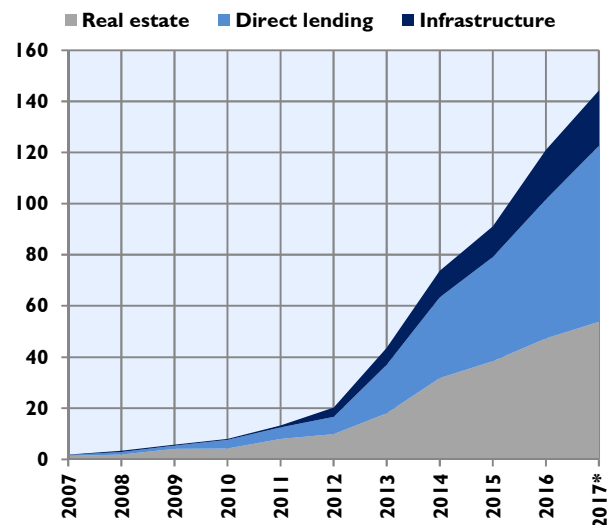
Europäische Kreditfonds haben im letzten Jahrzehnt eine dynamische Entwicklung genommen (siehe [Abb. 2](#)). Betrug das kumulierte Volumen platzierter und ausplatzierte Kreditfonds in Europa in 2007 noch 1,8 Mrd. Euro, so waren es fünf Jahre später bereits 20,2 Mrd. Euro (2012). In den Jahren ab 2013 war eine weitere Verstärkung der Wachstumsdynamik zu beobachten. Hauptsächlich getrieben durch die Expansion des Segments der Direct Lending-Kreditfonds überstieg das europäische Kreditfondsvolumen in 2016 (121,1 Mrd. Euro) erstmals die Marke von 100 Mrd. Euro und wuchs bis zum Ende des ersten Halbjahres 2017 auf 144,4 Mrd. Euro an.

Der zunehmende Einfluss von Direct Lending spiegelt sich im wachsenden Marktanteil dieser Assetklasse wider. Trugen Direct Lending-Fonds in 2012 ein Drittel (33,3%) zum gesamten Marktvolumen bei, so wuchs dieser Anteil in den nachfolgenden Jahren stetig. Ende Juni 2017 stehen Direct Lending-Fonds für knapp die Hälfte (47,7%) des

kumulierten Kreditfondsvolumens in Europa, gefolgt von Immobilien- sowie Infrastrukturfonds deren Anteile sich auf 37,3 bzw. 15,0% belaufen.

Abb. 2: Entwicklung Kreditfondsvolumen in Europa

Kumuliertes Volumen in Mrd. Euro, umfasst platzierte und ausplatzierte Kreditfonds, *) Year-to-date: Ende Juni 2017



Quelle: Preqin, Creditreform Rating

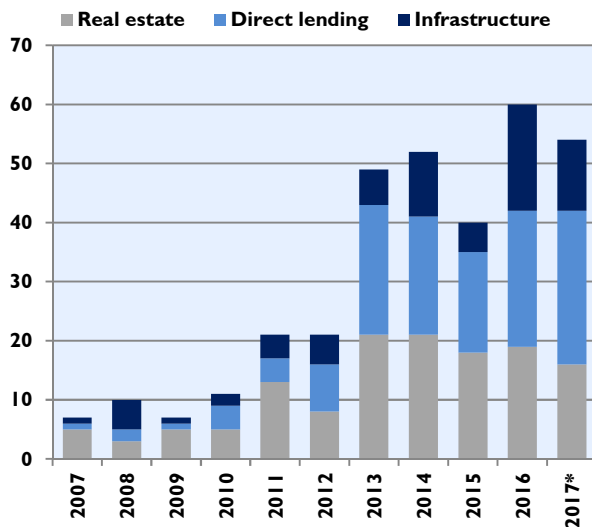
In den Jahren zwischen 2007 und 2010 wurden jährlich zwischen sieben und elf Kreditfonds neu aufgelegt – in der Mehrzahl handelte es sich dabei um Immobilienfonds (18 von insgesamt 35 Kreditfonds; siehe [Abb. 3](#)). Betrachtet man die kumulierten Fondsvolumina, so relativiert sich die Dominanz dieser Assetklasse in den frühen Jahren. Von insgesamt 8,0 Mrd. Euro, die in 2007-10 in europäische Kreditfonds flossen, wurden zwar mit 4,3 Mrd. Euro die meisten Mittel in Immobilienkreditfonds investiert, Direct Lending-Fonds folgen jedoch mit 3,3 Mrd. Euro bereits dicht dahinter (siehe [Abb. 4](#)). Damit war die Bedeutung dieses Marktsegments bereits in 2010 deutlich größer als die der Infrastruktur-Kreditfonds (0,7 Mrd. Euro).

Nachdem bereits in 2011/12 eine Belebung der Marktaktivität zu beobachten war, beschleunigte sich das Wachstum des europäischen Kreditfondsmarkts dann in 2013 merklich. Die Zahl der

Direct Lending- und Immobilien-Kreditfonds stieg in 2013 auf 21 bzw. 22. Der sprunghafte Anstieg bei der Zahl neu aufgelegter Fonds wurde zudem von deutlichen Zuwächsen bei den platzierten Volumina begleitet. Während sich das kumulierte Volumen von Infrastruktur- und Immobilienfonds binnen eines Jahres auf 6,7 bzw. 18,1 Mrd. Euro fast verdoppelte, wuchs das Segment der Direct Lending-Kreditfonds noch deutlicher und verzeichnete 2013 beim kumulierten Volumen eine Verdreifung auf 18,8 Mrd. Euro. Gemessen am Fondsvolumen war Direct Lending damit erstmalig die größte Assetklasse unter den europäischen Kreditfonds.

Abb. 3: Anzahl Kreditfonds in Europa nach Assetklasse

Anzahl platzierter und ausplatzierte Kreditfonds, *) Year-to-date: Ende Juni 2017



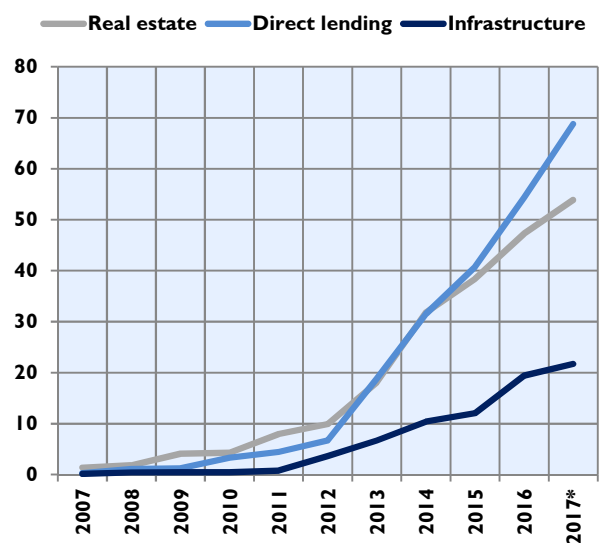
Quelle: Preqin, Creditreform Rating

Getragen von einer spürbar höheren Wachstumsdynamik im Private Debt-Bereich ging die Schere zwischen den Assetklassen Real Estate und Direct Lending in den Folgejahren weiter auseinander. Während sich das Fondsvolumen in den Jahren 2014 und 2015 auf insgesamt rd. 22 Mrd. belaufen hatte, wuchs das kumulierte Volumen im vergangenen Jahr um weitere 13,6 Mrd. auf nunmehr 54,3 Mrd. Euro an, wobei 23 neu aufgelegte

Direct Lending-Fonds gezählt wurden. Zum Vergleich: Im vergangenen Jahr stieg das kumulierte Fondsvolumen im Bereich Immobilien um 8,9 Mrd. auf insgesamt 47,4 Mrd. Euro (19 Fonds). Eine bemerkenswerte Entwicklung war in 2016 zudem bei den europäischen Infrastrukturfonds zu beobachten. Sowohl bei der Anzahl neu aufgelegter Fonds (18), als auch den platzierten Volumina (7,4 Mrd. Euro) verzeichneten Infrastrukturfonds in 2016 neue Höchstwerte. Insgesamt kann dem europäischen Kreditfondsmarkt somit ein starkes Jahr 2016 attestiert werden.

Abb. 4: Volumen Kreditfonds in Europa nach Assetklasse

Kumuliertes Volumen in Mrd. Euro, umfasst platzierte und ausplatzierte Kreditfonds, *) Year-to-date: Ende Juni 2017



Quelle: Preqin, Creditreform Rating

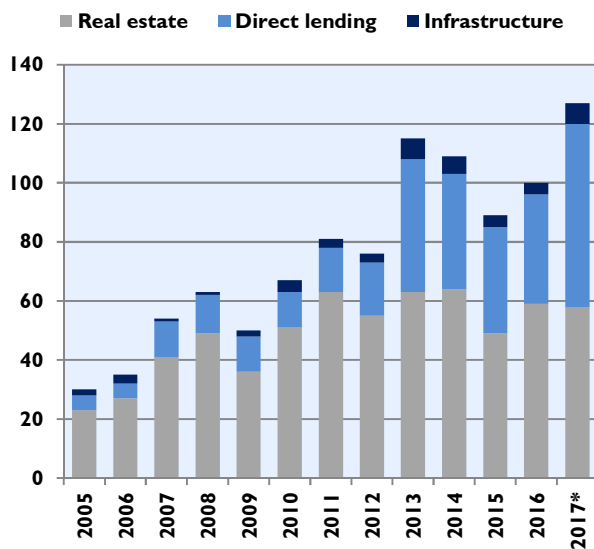
Die Entwicklung in der ersten Hälfte dieses Jahres spricht für eine weiterhin robuste Verfassung der Kreditfonds. Während sich das neu aufgelegte Volumen aller europäischen Kreditfonds in diesem Zeitraum auf 23,3 Mrd. Euro belief, wurden bereits 54 neue Kreditfonds in Europa gezählt. Davon handelt es sich bei knapp der Hälfte (26 Fonds) um Direct Lending-Fonds. Darüber hinaus wurden auch an den Märkten Real Estate und Infrastruktur zahlreiche neue Fonds erstmalig registriert (16 bzw. 12 Fonds). Direct Lending-

Kreditfonds konnten ihre dominante Stellung also weiter ausbauen.

Im Unterschied zum europäischen Markt spielten Kreditfonds in den USA schon vergleichsweise früh eine Rolle am Kapitalmarkt. Seit dem Jahr 2005 folgt die Zahl jährlich neu aufgelegter US-Kreditfonds einem Aufwärtstrend. Wurden in 2005 noch 30 neue Fonds gezählt, so stieg deren Zahl auf 76 in 2012, zeitgleich war beim kumulierten Volumen ein Anstieg von 11,9 auf 146,6 Mrd. Euro zu verzeichnen (siehe [Abb. 5](#) und [Abb. 6](#)). Das kräftige Wachstum, das am US-Kreditfonds-Markt in dieser Periode zu beobachten war, wurde maßgeblich von der dynamischen Entwicklung des Segments der Immobilienfonds getragen, in dem sich das kumulierte Fondsvolumen von 10,7 auf 102,4 Mrd. Euro verzehnfachte. Reges Wachstum, wengleich von einem vergleichsweise niedrigen Ausgangsniveau ausgehend, zeigten auch die Infrastruktur- und Direct Lending-Fonds, deren kumuliertes Volumen in 2012 auf 8,7 bzw. 35,5 Mrd. Euro stieg (2005: 0,2 bzw. 1,0 Mrd. Euro).

Abb. 5: Anzahl US-Kreditfonds nach Assetklasse

Anzahl platzierter und ausplatzierte Kreditfonds, *) Year-to-date: Ende Juni 2017

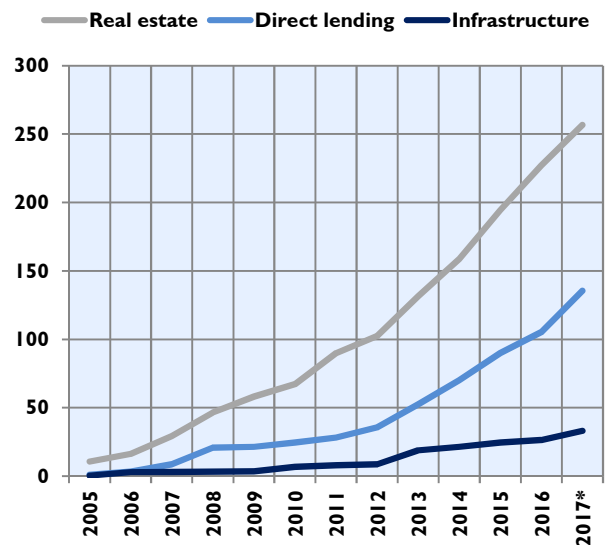


Quelle: Preqin, Creditreform Rating

Seit dem Jahr 2013 beruht das Wachstumsmomentum der US-Kreditfonds auf einer breiteren Grundlage, was in erster Linie der Entfaltung des US-amerikanischen Direct Lending-Marktes – in einem geringeren Ausmaß den Infrastrukturfonds – zuzuschreiben ist. Sowohl bei der Anzahl neu aufgelegter Fonds, als auch beim neu begebenen Volumen wurde in 2013 in beiden Assetklassen ein deutlicher Wachstumsimpuls registriert. So wurden in 2013 Infrastrukturfonds über 10,0 Mrd. Euro begeben (2012: 0,8 Mrd. Euro). Noch kräftiger fiel das Wachstum mit 45 Fonds bei einem Volumen von 16,8 Mrd. Euro im Segment der Direct Lending-Fonds aus.

Abb. 6: Volumen US-Kreditfonds nach Assetklasse

Kumuliertes Volumen in Mrd. Euro, umfasst platzierte und ausplatzierte Kreditfonds, *) Year-to-date: Ende Juni 2017



Quelle: Preqin, Creditreform Rating

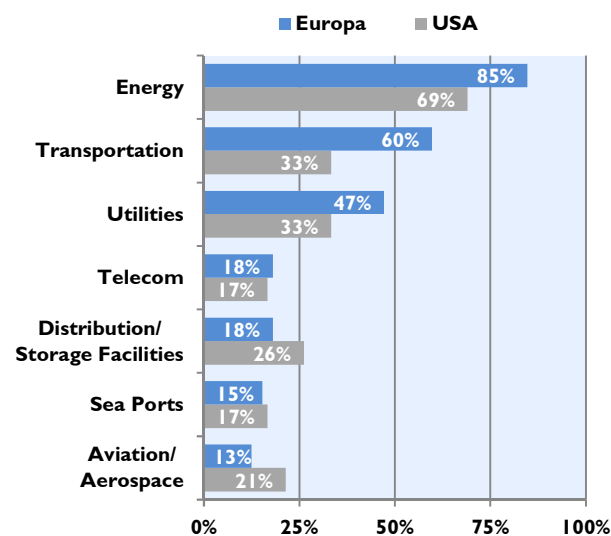
Auch in den Folgejahren konnten Direct Lending-Fonds ihre Wachstumsdynamik beibehalten – das kumulierte Fondsvolumen wuchs von 52,3 (2013) auf 105,2 Mrd. Euro. Zuletzt fiel der Anstieg des Fondsvolumens etwas schwächer als in den Vorjahren aus – nach 17,7 bzw. 19,8 Mrd. in 2014/15, konnte das kumulierte Fondsvolumen in 2016 um 15,4 Mrd. Euro zulegen. Folglich hat diese Assetklasse auch in den USA in den letzten Jahren rela-

tiv an Bedeutung gewonnen. Anders als in Europa, gelang es US-Direct Lending-Fonds jedoch nicht, die Dominanz der Immobilienfonds zu brechen. So war der US-Markt für Immobilienkreditfonds in 2016 mit einem kumulierten Volumen von 227,2 Mrd. Euro immer noch mehr als doppelt so groß wie der entsprechende Direct Lending Markt, bei jährlichen Zuwächsen von zuletzt 35,6 Mrd. (2015) und 32,7 Mrd. Euro (2016).

Indessen deuten die zum Ende des ersten Halbjahres verfügbaren Daten darauf hin, dass US-Kreditfonds auch in diesem Jahr an die solide Entwicklung der Vorjahre anknüpfen kann. Insgesamt wurden bislang 62 neue Direct Lending-Fonds mit einem Volumen von 30,2 Mrd. Euro aufgelegt, dicht gefolgt vom Segment der Immobilienfonds – hier wurden 29,4 Mrd. Euro neu platziert. Weitere zwölf Fonds mit einem Volumen von 6,6 Mrd. Euro wurden im Bereich Infrastruktur registriert.

Abb. 7: Branchenfokus von Infrastrukturfonds

Mehrfachnennungen möglich



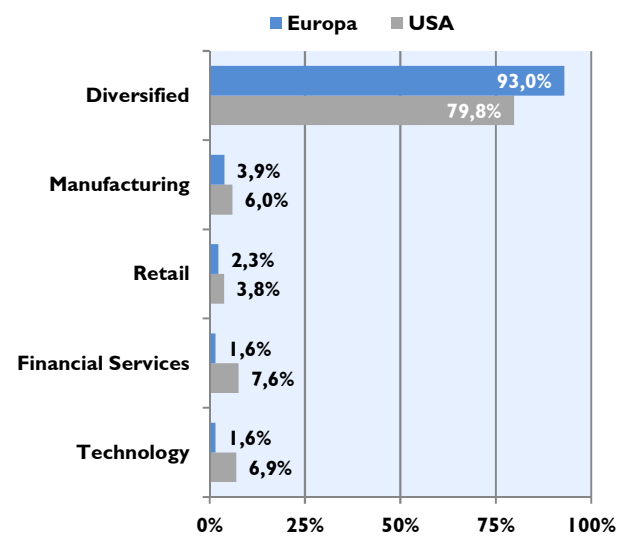
Quelle: Preqin, Creditreform Rating

Ein Vergleich des Investitionsverhaltens amerikanischer und europäischer Kreditfonds offenbart Unterschiede aber auch Gemeinsamkeiten. So sind die bevorzugten Branchen, in denen Infra-

struktur-Kreditfonds ihre Investitionen tätigen in den USA wie in Europa deckungsgleich. Investitionen in die Energiebranche gefolgt vom Transportwesen und Versorgern scheinen demnach für Fonds dies und jenseits des Atlantiks besonders attraktiv zu sein. Allerdings ist bei europäischen Fonds eine stärkere Konzentration auf die genannten Infrastrukturbereiche festzustellen. Während sieben von zehn (69%) US-amerikanischen Fondsmanagern in die Energiebranche investieren, lag dieser Anteil in Europa bei 85% (siehe Abb. 7). Die Transport- sowie die Versorgungsbranche werden von jeweils einem Drittel (33%) der amerikanischen Fondsmanager als Investitionsziel gewählt (Europa: 60 bzw. 47%).

Abb. 8: Branchenfokus Direct Lending Fonds

Mehrfachnennungen möglich



Quelle: Preqin, Creditreform Rating

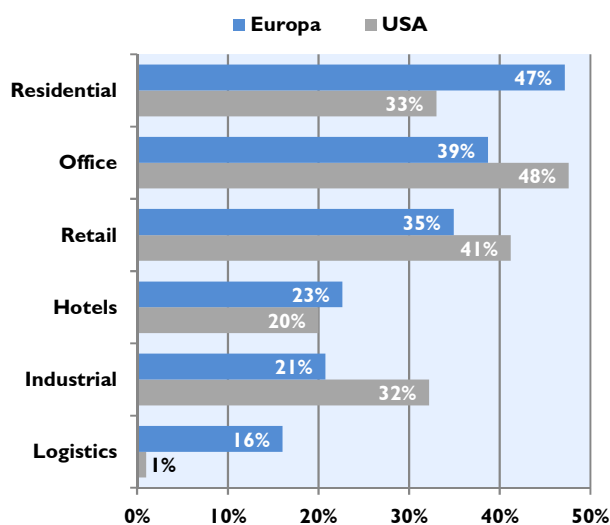
Im Gegensatz dazu findet bei den Direct Lending-Kreditfonds eine wesentlich größere Streuung über verschiedene Branchen statt – sowohl in den Vereinigten Staaten als auch in Europa (siehe Abb. 8). So streut eine deutliche Mehrheit der Fondsmanager ihre Investitionsmittel über Branchengrenzen hinweg. Unter den amerikanischen Direct Lending-Fonds wählen vier von fünf (79,8%) einen diversifizierten Investitionsansatz, in Europa liegt

der entsprechende Anteil mit 93% sogar noch etwas höher.

Was den Investmentfokus europäischer Real Estate-Kreditfonds betrifft, so präferieren diese Investitionen in Wohnimmobilien. Knapp die Hälfte (47%) der europäischen Fonds steckt die von verwalteten Mittel in Häuser oder Wohnungen (siehe Abb. 9). Im Gegensatz zu ihren europäischen Pendanten suchen US-Fonds Investitionsobjekte vergleichsweise oft im Bereich der gewerblichen Immobilien. Mit Abstand am häufigsten wird dabei in Büroimmobilien (48%) investiert, gefolgt von Handels- und Industrieimmobilien (41 bzw. 32%). Dagegen zeigen sich europäische Fonds aufgeschlossen für Investments in Logistikimmobilien. Innerhalb des Marktes für Gewerbeimmobilien ist dies das einzige Segment, an dem europäische Fonds deutlich stärkeres Interesse zeigen als amerikanische. Während 16% der europäischen Fonds Investitionen in Lagerhallen und Distributionszentren vornehmen, traf dies nur auf 1% der US-Fonds zu.

Abb. 9: Branchenfokus Real Estate

Mehrfachnennungen möglich



Quelle: Preqin, Creditreform Rating

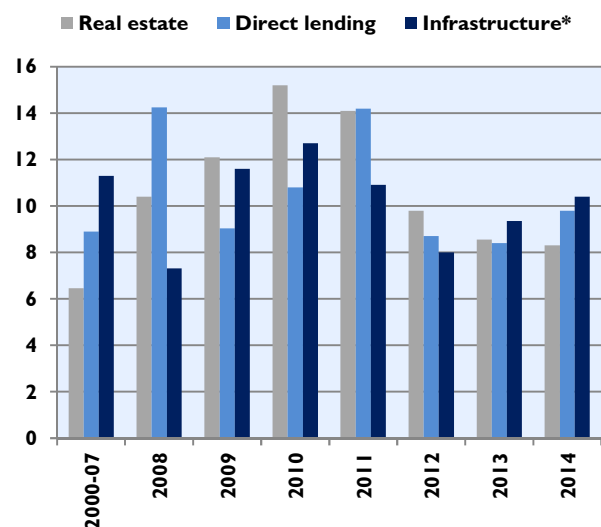
3. Performance von Kreditfonds

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 (p.a.) über 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.

Nachdem sich die durchschnittliche Net IRR von Infrastrukturfonds der Jahrgänge 2011 und 2012 rückläufig entwickelt hatte, war bei neu aufgelegten Fonds der beiden letzten Jahrgänge eine leichte Erholung der Renditen zu beobachten. In 2014 aufgelegte Fonds rentierten durchschnittlich mit 10,4% (2013: 9,4%; siehe Abb. 10).

Abb. 10: Performance von Kreditfonds nach Assetklasse

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



Quelle: Preqin, Creditreform Rating

Weiter gefallen sind hingegen die Erträge der jüngeren Kohorten bei den Real Estate-Kreditfonds. Fonds des Jahrgangs 2014 erzielten eine Net IRR von durchschnittlich 8,3%. Seit dem Jahrgang 2011, der eine durchschnittliche Rendite von 15,2% erzielte, performten nachfolgende Fondsjahrgänge schwächer. Für das Segment der Direct Lending-Kreditfonds ist festzuhalten, dass sich die Renditen neuer Fondsjahrgänge unter Schwankungen seitwärts entwickelten. Im Beobachtungszeitraum wurden durchschnittliche Renditen zwischen 8,4 (Jg 2013) und 14,3% (Jg 2008) registriert. Zuletzt aufgelegte Fonds des Jahrgangs 2014 lagen mit einer durchschnittlichen Net IRR von 9,8% am unteren Ende ihrer langjährigen Spanne.

4. Catching up to the US?

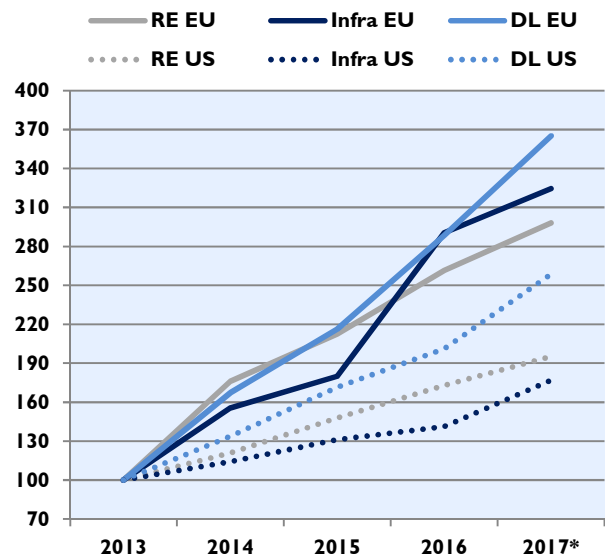
Die Kreditfondsmärkte sind in Europa wie in den USA stark gewachsen. Allerdings kamen Kreditfonds in Europa etwas später auf in den USA und die aufgelegten Fondsvolumina fielen niedriger aus. Gleichzeitig lässt sich unseres Erachtens ein Aufholprozess des europäischen Kreditfondsmarktes beobachten. Aufgrund der unterschiedlichen Marktreife und Ausgangsniveaus ist dieser Prozess nicht augenscheinlich. Dementsprechend haben wir im Hinblick auf die kumulierten Volumina eine Indexierung auf das Jahr 2013 vorgenommen – das Jahr, in dem sich in Europa eine spürbare Belebung des Kreditfondsmarktes vollzogen hat.

So wird bei der Betrachtung von [Abb. 11](#) deutlich, dass in Europa nicht nur Direct Lending-Kreditfonds, sondern auch Infrastruktur- und Immobilienfonds im Betrachtungszeitraum ein wesentlich kräftigeres Wachstum vorweisen können als die jeweiligen Segmente des US-Kreditfondsmarktes. Auffallend ist zudem, dass Direct Lending in den Jahren ab 2013 sowohl in Europa als auch in den USA die Assetklasse mit

dem dynamischsten Wachstum darstellt. Allerdings lässt sich aus dem offensichtlich stärkeren Momentum der europäischen Märkte vor dem Hintergrund des großen Rückstands beim Ausgangsniveau nicht ohne Weiteres ableiten, dass ein Aufholprozess stattgefunden hat. Daher haben wir das kumulierte Fondsvolumen in Europa zu verschiedenen Zeitpunkten am jeweiligen Volumen des US-Marktes gemessen.

Abb. 11: Wachstumsprozesse der Kreditfondsmärkte

Indexiertes Marktvolumen (2013=100), umfasst platzierte und ausplatzierte Kreditfonds, Stichtag: Ende Juni 2017



Quelle: Preqin, Creditreform Rating

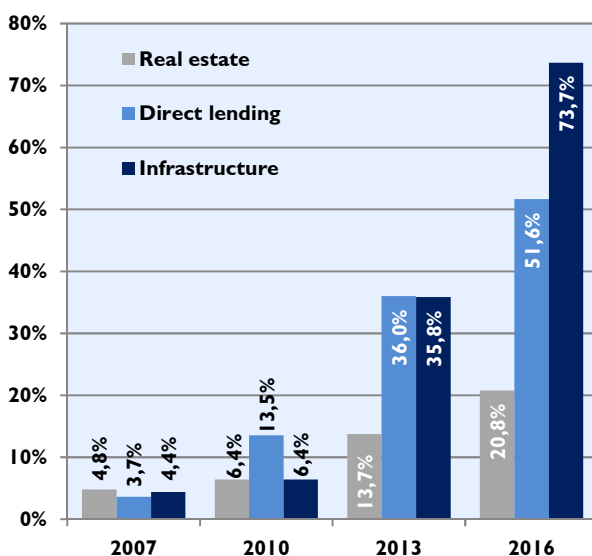
Am weitesten fortgeschritten ist die Angleichung im Bereich der Infrastrukturfonds. Nachdem zwischen 2007 und 2010 europäische Infrastrukturfonds zunächst nur geringfügig Boden gut machen konnten und der europäische Markt mit 4,4 bzw. 6,4% lediglich einen Bruchteil des entsprechenden US-Marktes ausmachte, gestaltete sich das Wachstum ab 2013 deutlich schwungvoller (siehe [Abb. 12](#)). Hatte der europäische Markt für Infrastrukturfonds in diesem Jahr erst ein Drittel (35,0%) der Größe des US-Marktes erreicht, so waren es in 2016 bereits 73,7%. Im selben Zeitraum konnten europäische Immobilienfonds den

Rückstand auf das entsprechende US-Segment ebenfalls verringern – auch wenn Europa im Aufholprozess hier etwas hinterherhinkt. In 2016 wurde am europäischen Markt für Immobilienfonds ein kumuliertes Volumen von 47,3 Mrd. Euro registriert – damit war der europäische Markt etwa ein Fünftel so groß (20,8%) wie in den Vereinigten Staaten. Anders als in den Assetklassen Infrastruktur und Real Estate setzte der Aufholprozess europäischer Direct Lending-Fonds vergleichsweise früh ein. Gemessen am US-Markt, erreichte Europa in 2007 gerade einmal 3,7%, drei Jahre später betrug der entsprechende Prozentsatz jedoch bereits 13,5%. In den darauf folgenden Jahren wuchs das kumulierte Volumen europäischer Direct Lending-Fonds ebenfalls deutlich dynamischer, so dass sich der Aufholprozess fortsetzte. Am aktuellen Rand macht der Markt für europäische Direct Lending-Fonds die Hälfte (51,6%) seines US-Pendants aus.

Auch wenn europäische Kreditfonds aller Segmente ihren Rückstand den entsprechenden US-Fonds im vergangenen Jahrzehnt verringern konnten, so bleibt allerdings festzuhalten dass die europäischen Märkte – mit Ausnahme der Infrastrukturfonds – noch immer beträchtlich kleiner sind. Folglich scheint das Potential für fortgesetztes Wachstum im europäischen Kreditfondsmarkt durchaus gegeben.

Abb. 12: Aufholprozess der europäischen Kreditfonds-Industrie

Marktgröße des europäischen Kreditfondssegments gemessen am jeweiligen US-Markt, Verhältnis zwischen kumuliertem Volumen Europa und kumuliertem Volumen USA



Quelle: Preqin, Creditreform Rating

5. Ausblick

Unsere Analyse der Kreditfondsmärkte hat gezeigt, dass die Vereinigten Staaten in Bezug auf dieses Segment der Finanzierung nicht nur Vorreiter sind, sondern gemessen am Marktvolumen nach wie vor eine dominante Stellung einnehmen. Nichtsdestotrotz bleibt der europäische Kreditfondsmarkt durch eine enorme Wachstumsdynamik geprägt und auch die zunehmende regulatorische Würdigung sehen wir durchaus als Beleg für den wachsenden Stellenwert dieser Assetklasse. Ob die europäischen Kreditfonds weiter auf Wachstumskurs bleiben werden und damit an die Entwicklung der letzten Jahre anknüpfen können, hängt unserer Erachtens im Wesentlichen von den regulatorischen wie geldpolitischen Weichenstellungen ab.

Durch die europäische Brille betrachtet, bestehen in einer mittel- bis längerfristigen Perspektive regulatorische Herausforderungen in Bezug auf die pan-europäische Entwicklung des noch jungen Marktsegments der Kreditfonds. So sehen wir uns in Europa immer noch mit einem relativ heterogenen regulatorischen Umfeld konfrontiert, was auch durch den in Kapitel I angesprochenen IOSCO Survey untermauert wird. In ihrer globalen Betrachtung des derzeitigen Stands der regulatorischen Rahmenbedingungen stellt die IOSCO fest, dass in sechs der befragten Staaten besondere, zum Teil voneinander abweichende Bestimmun-

gen für Kreditfonds registriert. Dabei handelt es sich ausschließlich um europäische Jurisdiktionen – nämlich Belgien, Deutschland, Frankreich, Irland, Italien und Spanien. Grundsätzlich bewerten wir es vor dem Hintergrund einer zunehmenden Beachtung als eigenständige Assetklasse positiv, dass Kreditfonds eine höhere Aufmerksamkeit geschenkt wird. Gleichwohl schaffen uneinheitliche Bestimmungen Unsicherheit unter Fondsmanagern, die erwägen, am Markt aktiv zu werden und bergen somit das Potenzial das weitere Marktwachstum zu hemmen.

Dass wir speziell in Europa noch Nachholbedarf in Bezug auf die Harmonisierung der Spielregeln haben, belegt auch der von der EU Kommission im Juni 2017 veröffentlichte Mid-Term Review des Aktionsplans zur Kapitalmarktunion. Dabei schlussfolgert die Kommission in Bezug auf grenzüberschreitende Investitionen, dass europäische Investmentfonds verhältnismäßig klein und weniger kosteneffizient sind als in anderen Jurisdiktionen. Als einen der wesentlichen Gründe für die begrenzte geografische Reichweite europäischer Fonds sieht die EU Kommission in der ungenügenden Konvergenz der nationalen Aufsichts- und Regulierungsbestimmungen. Die EU Kommission plant, im ersten Quartal des kommenden Jahres die Möglichkeiten einer grenzüberschreitenden AIF-Beaufsichtigung zu prüfen.

Mit Blick auf die Geldpolitik im Euroraum gibt es momentan keine Anzeichen, die in naher Zukunft einen signifikanten Anstieg der Zinsen erwarten lassen. Angesichts der nach wie vor gedämpften Inflationsdynamik im Euroraum erachtet die EZB eine Fortsetzung der expansiven Geldpolitik als notwendig. Dementsprechend kündigte die EZB nach ihrer Sitzung am 07. September 2017 an, den Leitzins unverändert zu belassen. Dieser soll nach Angabe der EZB weit über den Zeithorizont ihres Nettoerwerbs von Vermögenswerten hinaus auf

dem aktuellen Niveau bleiben. Darüber hinaus wurde eine Fortsetzung des Ankaufprogramms für Vermögenswerte beschlossen. Bis mindestens Ende des Jahres (Dez-17) werden somit monatlich Assets in Höhe von 60 Mrd. Euro erworben. Die weiterhin äußerst expansive Ausrichtung der Geldpolitik im Euroraum sollte dazu beitragen, dass der Druck auf die Renditen im Fixed Income Bereich erhalten bleibt. Riskantere Anlageformen, die höhere Erträge versprechen sollten von diesem geldpolitischen Umfeld tendenziell profitieren. Vor diesem Hintergrund sollten alternative Investmentfonds auch weiterhin auf hohes Interesse am Kapitalmarkt stoßen.

Hierbei stellt sich die Frage, ob auf die Kreditfonds-Industrie grundsätzlich Probleme zukommen werden, wenn die EZB den Exit aus der ultralockeren Geldpolitik vollziehen wird und die Zinsen allmählich zu steigen beginnen. Wir glauben nicht. Während ein Ansteigen der Zinsen Kreditfonds-Alternativen wieder wettbewerbsfähiger werden lassen dürfte, sprechen strukturelle angebots- wie nachfrageseitige Faktoren dafür, dass Kreditfonds weiterhin eine bedeutende und nachhaltige Rolle für die europäischen Refinanzierungsmärkte spielen sollten.

So besteht nach wie vor ein hoher Bedarf an langfristiger Finanzierung und große institutionelle Investoren bauen seit geraumer Zeit ihre Debt Fund-Portfolien auf. Des Weiteren sind wir der Ansicht, dass der Trend hin zu kapitalmarktbasierter Finanzierungsformen, der in Europa erst in den vergangenen zehn Jahren allmählich Fuß zu fassen begann, nicht umgekehrt werden wird und die Disintermediation der Banken fortschreiten sollte – wenn auch nur sehr graduell. Eine wichtige Rolle nimmt in diesem Kontext eine immer restriktivere Regulierung im Bankensektor ein, aufgrund derer es sich für Banken schwieriger gestaltet, im Sub-Investment Grade Geld zu verleihen und dabei

rentabel zu bleiben. Aber auch der politische Wille seitens der wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger in Europa ist weiterhin intakt. Im Reflexionspapier zur Vertiefung der Wirtschafts- und Währungsunion vom 31. Mai 2017 hebt die EU Kommission die zentrale Bedeutung der Erreichung einer Kapitalmarktunion hervor und das Ziel der Bereitstellung innovativer, nachhaltiger und diversifizierter Finanzierungsquellen für Haushalte und Unternehmen.

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.

Wir sind gemäß der EU-Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 als europäische Ratingagentur von der European Securities and Markets Authority (ESMA) registriert und als External Credit Assessment Institution (ECAI) gemäß der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 (CRR) anerkannt. Für unsere Ratings liegt ein Mapping der EBA (European Banking Authority) vor. Creditreform Rating ist Gesellschafter der European DataWarehouse GmbH.

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.

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