

## Debt Funds – Finanzierungsalternative in Zeiten sehr expansiver Geldpolitik

Financial Research  
September 2018





## Management Summary

### 1.

Der europäische Kreditfonds-Markt verzeichnete in 2017 erneut lebhaftes Wachstum und konnte an die positive Entwicklung der Vorjahre anknüpfen. Nachdem in 2016 erstmals die Schwelle von 100 Mrd. Euro überschritten worden war, markierte das kumulierte Kreditfondsvolumen mit 165,6 Mrd. Euro in 2017 abermals einen neuen historischen Höchststand. Getragen wurde diese Entwicklung insbesondere von den Direct Lending Fonds, die allein die Hälfte zum Wachstum des Gesamtmarktes beitrugen. Ausgehend von einem kumulierten Volumen von 60,0 Mrd. Euro in 2016 wuchs der europäische Direct Lending-Markt binnen eines Jahres um ein Drittel auf zuletzt 80,2 Mrd. Euro an. Somit konnte das Segment Direct Lending seinen Vorsprung auf die Immobilienfonds im vergangenen Jahr weiter ausbauen, obwohl sich diese Assetklasse ebenfalls weiter dynamisch entwickelte. Hier stieg das kumulierte Fondsvolumen von 47,6 (2016) auf 59,1 Mrd. Euro (2017). Gleichermaßen lebhaft war das Wachstum bei den Infrastrukturfonds, deren Marktvolumen auf 26,3 Mrd. Euro anstieg.

### 2.

Der US-Markt wird weiterhin von der Assetklasse der Immobilienfonds dominiert. In diesem Segment kletterte das kumulierte Volumen auf 286,8 Mrd. Euro (2017). Damit war der Markt im vergangenen Jahr mehr als doppelt so groß wie vor fünf Jahren und fast fünf Mal so groß wie sein europäisches Pendant. Direct Lending Fonds haben ähnlich wie in Europa in den letzten Jahren spürbar an Relevanz hinzugewonnen. Nachdem sich das kumulierte Volumen von US-Direct Lending Fonds zwischen 2013 und 2016 von 53,2 auf 102,7 Mrd. Euro bereits verdoppelt hatte, verzeichnete der Markt im vergangenen Jahr erneut robustes Wachstum und erreichte eine Größe von 136,0 Mrd. Euro.

### 3.

Im Vergleich der im Zeitraum zwischen 2007 und 2017 in Europa aufgelegten Kreditfonds weisen alle drei betrachteten Assetklassen attraktive Renditen auf. Mit einer durchschnittlichen Rendite von 9,4% liegen Immobilienkreditfonds, deutlich oberhalb der 7,1% der Direct Lending Fonds, jedoch weisen sie ein schwankungsintensiveres Ertragsmuster auf. Auf einem etwas höheren Niveau befindet sich die

#### **Ansprechpartner**

Dr. Benjamin Mohr  
Chefvolkswirt

Creditreform Rating  
Hellersbergstraße 11  
41460 Neuss

[B.Mohr@creditreform-rating.de](mailto:B.Mohr@creditreform-rating.de)

Standardabweichung bei den Infrastrukturkreditfonds, allerdings bei einer signifikant höheren durchschnittlichen Rendite von 11,4%.

#### 4.

Die Perspektive für europäische Kreditfonds gestaltet sich unverändert positiv. So sollten die günstigen volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen auf Sicht weiterhin Bestand haben. Gleichzeitig erwarten wir nur eine äußerst behutsame und graduelle geldpolitische Straffung im Euroraum. Ein erster Zinsschritt dürfte unseres Erachtens gegen Ende 2019, nicht jedoch vor dem dritten Quartal erfolgen. In den Vereinigten Staaten erwarten wir vor dem Hintergrund einer anziehenden Inflationsrate zwei weitere Leitzinserhöhungen in 2018. Mittel- bis langfristig sollten Kreditfonds zusätzlichen Rückenwind durch veränderte regulatorische Rahmenbedingungen erhalten. Hervorheben wollen wir an dieser Stelle eine weiteren Verschärfung, der sich der Bankensektor perspektivisch ausgesetzt sieht. In einem solchen Umfeld sollte die Veräußerung ausgewählter Finanzaktiva an Kreditfonds an Attraktivität gewinnen, bietet sich Banken auf diese Weise doch die Möglichkeit, regulatorisches Kapital freizusetzen. Darüber hinaus wäre es denkbar, dass sich die Lücke auf der Finanzierungsseite, die über die vergangenen Jahre im Zuge der restriktiveren Regulierung entstanden ist, tendenziell vergrößern könnte. In diesem Zusammenhang könnten auch Unternehmen, vor allem im Non-Investment Grade, von Kreditfonds profitieren.

#### 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. Niedrigzinsumfeld weiter förderlich für europäische Debt Funds

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 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.

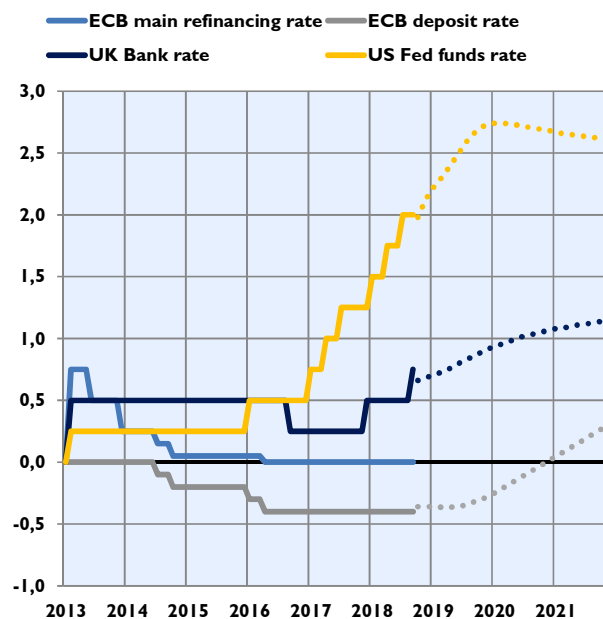
Das makroökonomische Marktumfeld, in dem Kreditfonds in 2017 operierten, gestaltete sich weiter günstig. So beschleunigte sich das Wachstum sowohl in Europa als auch in den Vereinigten Staaten. Nach einem Anstieg von 1,6% in 2016 expandierte die US-Wirtschaft im vergangenen Jahr mit einer Rate von 2,3%. Die Europäische Union verbuchte mit 2,4% (2016: 2,0%) sogar das dynamischste Wachstum seit 2007 (3,1%).

Gleichzeitig bleibt die Geldpolitik in Großbritannien – vor allem aber im Euroraum weiter äußerst expansiv ausgerichtet. Der Leitzins im Euroraum, der sich seit März 2016 bei 0,0% befindet (siehe Abb. 1), wurde im vergangenen Jahr unverändert auf diesem Niveau belassen. Um die langfristigen Marktzinsen niedrig zu halten, wurde das Ankaufprogramm für Vermögenswerte (AAP) zudem

fortgeführt und monatlich Assets in Höhe von 60 Mrd. Euro erworben. Zu Beginn dieses Jahres unternahm die EZB erste Schritte hin zu einer Normalisierung der Geldpolitik. Im Januar wurde der Umfang des APP zunächst auf 30 Mrd. Euro pro Monat reduziert, ab Oktober soll sich angekaufte Volumen abermals auf 15 Mrd. Euro halbieren. Die Zinswende im Euroraum lässt hingegen weiter auf sich warten. Auf ihrer jüngsten Sitzung im September beließ die Notenbank den Leitzins unverändert bei 0,0%.

Abb. 1: Leitzinsen und Markterwartung bezüglich der zukünftigen Zinspfade in ausgewählten Währungsräumen

Nominale Leitzinsen, Forward overnight index swap rates vom 02. August 2018



Quelle: Bank of England, Creditreform Rating

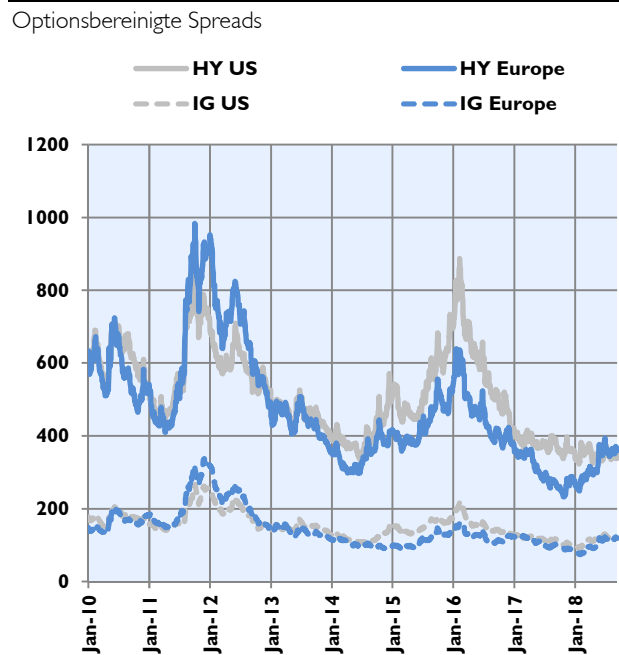
Indessen setzte die US-Notenbank ihren 2015 eingeschlagenen Kurs der geldpolitischen Straffung fort. Nachdem die amerikanischen Währungshüter die Federal Funds Rate in 2017 in drei Schritten von je 25 Basispunkten auf 1,5% zum Jahresende angehoben hatten, folgten in 2018 zwei weitere Zinsschritte. Zuletzt wurde der Korridor für die Federal Funds Rate im Juni auf 1,75 bis 2,0% angehoben.

Das solide weltwirtschaftliche Umfeld gepaart mit anhaltend niedrigen Zinsen spiegelt sich mitunter in der Entwicklung der Risikoaufschläge am Markt für Staats- und Unternehmensanleihen wider. Unseres Erachtens belegen die Entwicklungen im Segment der Staats- und Unternehmensanleihen ein nach wie vor stark ausgeprägtes „Search for yield“-Momentum dies und jenseits des Atlantiks.

Zwar sind die Risikoprämien europäischer Hochzinsanleihen im Vorjahresvergleich etwas angestiegen, mit 369 Basispunkten blieben die Zinsaufschläge Anfang September 2018 jedoch weiterhin deutlich unterhalb des längerfristigen Durchschnitts (siehe Abb. 2). Zur Orientierung: Zwischen 2010 und 2017 belief sich der entsprechende Risikoaufschlag im Mittel auf 484 Basispunkten. Ähnlich stellt sich die Situation in den USA dar. Zuletzt boten entsprechende US-Anleihen einen Zinsaufschlag von 349 Basispunkten – der längerfristige Durchschnitt liegt dagegen mit 523 Basispunkten deutlich höher. Auch im Investmentgrade-Segment bewegen sich die Spreads in Europa und den USA unverändert auf einem sehr niedrigen Niveau.

Die Renditen langlaufender Staatsanleihen entwickelten sich im Euroraum im vergangenen Jahr uneinheitlich. Während die zehnjährigen Anleiherenditen in Italien und Portugal (21-09-18) 65 Basispunkte über bzw. 58 Basispunkte unter dem Vorjahresstand notierten, blieben diese weiter äußerst niedrig. Die Renditen zehnjährige Staatspapiere aus Frankreich und Deutschland sind im Vorjahresvergleich stabil geblieben und bewegten sich zuletzt bei 0,78 bzw. 0,47% (21-09-18). Dagegen zogen die Zinsen 10-jähriger US-Staatsanleihen im vergangenen Jahr weiter an. Ausgehend von 2,3% im September stieg die Rendite im Mai 2018 erstmals seit 2013 über die Marke von 3,0%. Zuletzt beliefen sich die Zinsen auf US-Treasuries auf 3,011%.

Abb. 2: Corporate Spreads im längerfristigen Vergleich



Quelle: BIS, Creditreform Rating

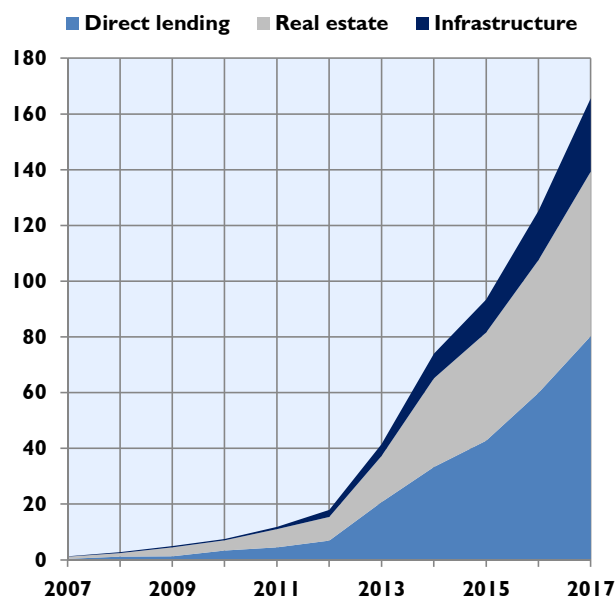
Wie haben sich europäische Kreditfonds vor diesem Hintergrund im vergangenen Jahr geschlagen? Im Folgenden führen wir unsere Untersuchung der Marktentwicklung und der Performance von Kreditfonds fort. Erstmals im Jahr 2014 erschienen, geben wir wie gewohnt einen Überblick über die Trends in den Assetklassen Real Estate, Infrastruktur 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

Der europäische Kreditfonds-Markt verzeichnete in 2017 erneut lebhaftes Wachstum und konnte an die positive Entwicklung der Vorjahre anknüpfen. Nachdem in 2016 erstmals die Schwelle von 100 Mrd. Euro überschritten worden war (125,3 Mrd. Euro), markierte das kumulierte Volumen platzierter und ausplatzierter Kreditfonds mit 165,6 Mrd. Euro in 2017 abermals einen historischen Höchststand (siehe [Abb. 3](#)). In Folge des anhaltend starken Wachstumsmomentums hat sich das Marktvolumen somit innerhalb von vier Jahren fast vervierfacht. Zum Vergleich: Der letztjährige Zuwachs in Höhe von 40,3 Mrd. Euro entsprach nahezu dem gesamten kumulierten Kreditfondsvolumens des europäischen Marktes in 2013 (41,5 Mrd. Euro).

**Abb. 3: Entwicklung Kreditfondsvolumen in Europa**

Kumuliertes Volumen in Mrd. Euro, umfasst platzierte und ausplatzierte Kreditfonds



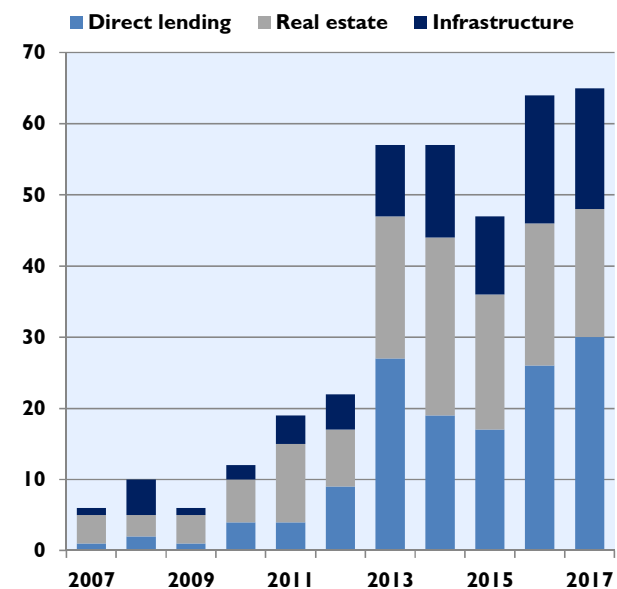
Quelle: Preqin, Creditreform Rating

Bemerkenswert ist zudem, dass in 2017 erneut alle Assetklassen zur Expansion des Kreditfondsmarktes beitrugen. Das Segment der Direct Lending-Kreditfonds erwies sich dabei wie schon in den Vorjahren als Wachstumstreiber. Europäische Direct Lending-Fonds verzeichneten im letzten Jahr einen Mittelzufluss von 20,2 Mrd. Euro. Somit steuerte diese Assetklasse allein die Hälfte zum Wachstum des Gesamtmarktes bei.

Anders die kumulierten Volumina, stabilisierte sich die Anzahl neuer Kreditfonds zuletzt auf hohem Niveau. Nachdem in 2016 eine Rekordzahl von 64 neuen Kreditfonds in Europa registriert worden waren, lag deren Zahl in 2017 mit 65 nur unwesentlich höher. Allerdings entwickelte sich die Anzahl neu aufgelegter Fonds in den einzelnen Marktsegmenten uneinheitlich (siehe [Abb. 4](#)).

**Abb. 4: Anzahl Kreditfonds in Europa nach Assetklasse**

Anzahl platzierter und ausplatzierter Kreditfonds



Quelle: Preqin, Creditreform Rating

Im Bereich der Immobilien- sowie Infrastrukturkreditfonds schwächte sich die Marktaktivität im letzten Jahr geringfügig ab. In beiden Assetklassen lag die Zahl neu aufgelegter Fonds leicht unterhalb des Vorjahresniveaus. Während in 2016 noch 20

neue Real Estate-Fonds gezählt wurden, belief sich deren Zahl in 2017 auf 18. Auch die Infrastrukturfonds konnten das hohe Expansionstempo der Vorjahre nicht ganz halten. Wurden in 2016 noch 18 neue Infrastrukturfonds registriert, so wurden im letzten Jahr 17 Fonds erstmals am Markt aktiv. Gleichwohl erscheint der mittelfristige Wachstumstrend bei den Immobilien- und den Infrastrukturfonds weiter intakt. Noch vor fünf Jahren wurden lediglich fünf neue Infrastruktur- und acht Immobilienfonds gezählt.

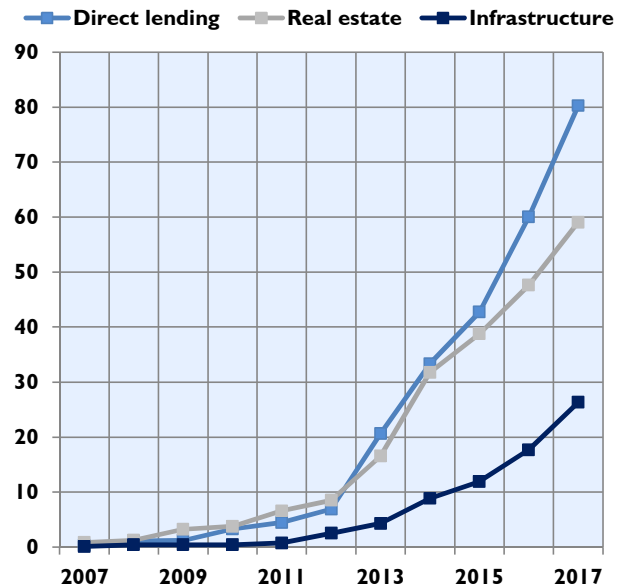
Indessen setzte sich die Aufwärtsbewegung bei der Zahl neu aufgelegter Direct Lending-Fonds fort. Wurden in 2016 noch 26 neue Fonds am Markt registriert, so stieg deren Anzahl in 2017 auf 30 und übertraf damit den bisherigen Höchstwert aus dem Jahr 2013 (27 Fonds). Somit kommt dem Private Debt-Bereich nicht nur gemessen an den Volumina, sondern auch im Hinblick auf die Zahl platzierter und ausplatzierter Fonds eine tragende Rolle zu am europäischen Markt für Kreditfonds zu.

Denn die wachsende Zahl neu aufgelegter Direct Lending-Fonds wurde in 2017 begleitet von einem weiteren Anstieg der Fondsvolumina (siehe [Abb. 5](#)). Ausgehend von einem kumulierten Volumen von 60,0 Mrd. Euro in 2016 wuchs der europäische Direct Lending-Markt binnen eines Jahres um ein Drittel auf zuletzt 80,2 Mrd. Euro an. Mit 20,2 Mrd. fiel der letztjährige Anstieg zudem stärker aus als im Jahr zuvor, als das kumulierte Volumen im Private Debt-Bereich um 17,2 Mrd. Euro zulegte. Somit konnte das Segment Direct Lending seinen Vorsprung auf die Immobilienfonds im vergangenen Jahr weiter ausbauen, obwohl sich diese Assetklasse ebenfalls weiter dynamisch entwickelte. So verzeichneten europäische Immobilienkreditfonds zuletzt den stärksten Kapitalzufluss seit 2014 (+15,2 Mrd. Euro). In der Folge war ein Anstieg des kumulierten Fondsvolumens von 47,6 (2016)

auf 59,1 Mrd. Euro (2017) zu beobachten. Gleichmaßen wurde im gemessen am Volumen kleinsten Kreditfondssegment, den Infrastrukturfonds, lebhaftes Wachstum registriert. Das kumulierte Volumen platzierter und ausplatzierter Infrastrukturfonds belief sich in 2017 auf 26,3 Mrd. Euro und lag somit 8,6 Mrd. Euro höher als im Jahr zuvor. Die anhaltend hohen Zuwächse bei den Infrastrukturfonds ist insbesondere vor dem Hintergrund des starken Wachstums der letzten Jahre bemerkenswert. Seit 2013 (4,3 Mrd. Euro) ist der europäische Markt für Infrastrukturfonds um den Faktor Fünf gewachsen – und damit weitaus stärker als die Segmente Direct Lending und Real Estate.

**Abb. 5: Volumen Kreditfonds in Europa nach Assetklasse**

Kumuliertes Volumen in Mrd. Euro, umfasst platzierte und ausplatzierte Kreditfonds,



Quelle: Preqin, Creditreform Rating

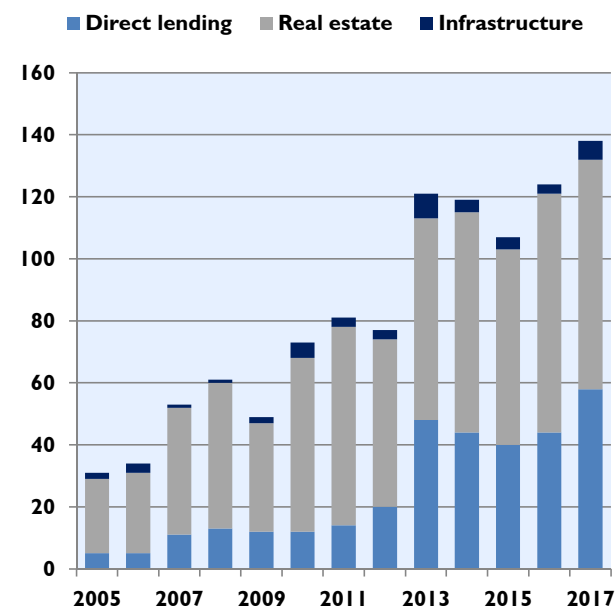
Während sich Kreditfonds in Europa erst ab 2007 zu etablieren begannen, kam dieser Finanzierungsform in den Vereinigten Staaten zu diesem Zeitpunkt bereits eine deutlich stärkere Bedeutung zu. Nennenswerte Volumina waren insbesondere im Segment der Immobilienkreditfonds zu verzeich-



nen. Zur Orientierung: Während der gesamte europäische Markt für Kreditfonds in 2007 gerade einmal ein kumuliertes Volumen von 1,3 Mrd. Euro erreichte, belief sich das Volumen von US-Immobilien-Kreditfonds bereits auf 49,5 Mrd. Euro.

Abb. 6: Anzahl US-Kreditfonds nach Assetklasse

Anzahl platzierter und ausplatzierte Kreditfonds



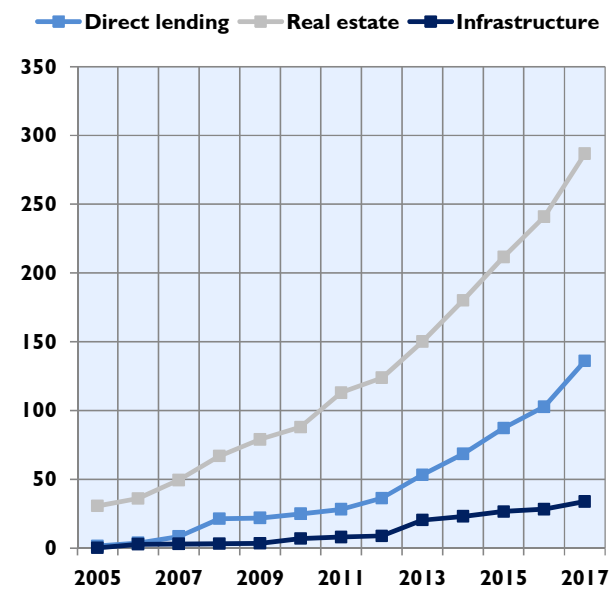
Quelle: Preqin, Creditreform Rating

In den Folgejahren verzeichnete diese Assetklasse stetige Mittelzuflüsse – eine Entwicklung die sich auch am aktuellen Rand fortsetzte. Zwar entwickelte sich die Zahl neu eingerichteter Fonds in 2017 (74) gegenüber dem Vorjahr (2016: 77) leicht rückläufig (siehe Abb. 6), gemessen am neu-platzierten Fondsvolumen wurde im vergangenen Jahr jedoch ein Rekordwert erreicht. Nachdem das neu platzierte Volumen zwischen 2014 und 2016 jeweils um die Marke von 30 Mrd. Euro geschwankt hatte, belebte sich der Markt für US-Immobilienkreditfonds im letzten Jahr deutlich und es wurde ein Volumen von 45,8 Mrd. Euro registriert (siehe Abb. 7). In der Folge kletterte das kumulierte Volumen aller platzierten und ausplatzierten US-Immobilienkreditfonds von 241,0 (2016) auf 286,8 Mrd. Euro (2017). Damit war der

Markt im vergangenen Jahr mehr als doppelt so groß wie vor fünf Jahren (2012: 123,8 Mrd. Euro) und fast fünf Mal so groß wie sein europäisches Pendant.

Abb. 7: Volumen US-Kreditfonds nach Assetklasse

Kumuliertes Volumen in Mrd. Euro, umfasst platzierte und ausplatzierte Kreditfonds



Quelle: Preqin, Creditreform Rating

Noch eindrucksvoller stellt sich die mittelfristige Entwicklung im Segment der US-Infrastruktur-Kreditfonds dar – auch wenn diese sicherlich auf Basiseffekte zurückzuführen ist. Binnen fünf Jahren vervierfachte das in Infrastruktur-Kreditfonds gebundene Kapital von 8,8 (2012) auf 33,9 Mrd. Euro (2017). Sowohl bei der Zahl neu aufgelegter Fonds, als auch beim platzierten und ausplatzierten Volumen war zuletzt eine deutliche Belebung der Wachstumsdynamik zu beobachten. So verdoppelte sich die Zahl platzierte und ausplatzierte US-Fonds von 3 auf 6, während sich das neu aufgenommene Kapital von 1,8 in 2016 auf 5,5 Mrd. Euro in 2017 erhöhte. Somit verbuchten US-Infrastruktur Kreditfonds in im vergangenen Jahr den höchsten Kapitalzufluss seit 2013 (11,5 Mrd. Euro).

Zwar wird der US-Kreditfondsmarkt weiterhin von der Assetklasse der Immobilienfonds dominiert, so haben Direct Lending Fonds ähnlich wie in Europa in den letzten Jahren spürbar an Relevanz hinzugewonnen. Nachdem sich das kumulierte Volumen von US-Direct Lending Fonds zwischen 2013 und 2016 von 53,2 auf 102,7 Mrd. Euro bereits verdoppelt hatte, verzeichnete der Markt im vergangenen Jahr erneut robustes Wachstum und erreichte eine Größe von 136,0 Mrd. Euro. Beim Fondsvolumen sowie bei der Anzahl neu aufgelegter Fonds wurden in 2017 jeweils neue Höchstwerte registriert: Insgesamt haben wir im letzten Jahr 58 neue US-Direct Lending-Fonds registriert – 14 mehr als im Vorjahr, während das neu platzierte Volumen mit 33,3 Mrd. Euro ebenfalls deutlich oberhalb des Niveaus von 2016 (15,4 Mrd. Euro) lag.

### 3. Risiko-Ertragsprofil europäischer Kreditfonds

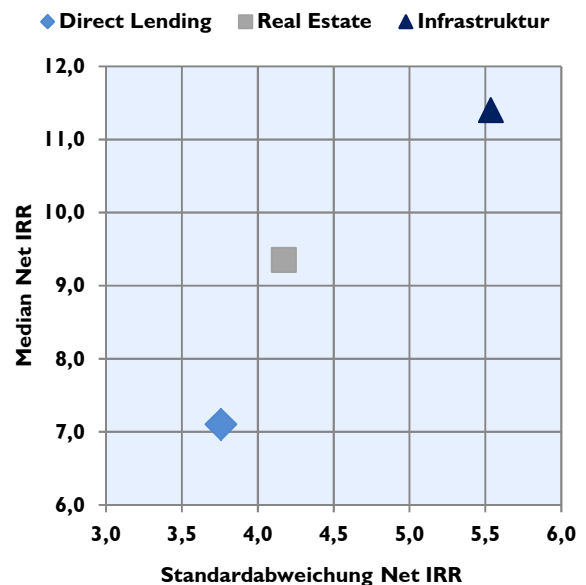
Attraktiv sind langfristige Investments wie sie im Rahmen von Kreditfonds getätigt werden vor allem deshalb, weil sie institutionellen Investoren die Möglichkeit bieten, Finanzinstrumente breiter zu streuen und vergleichsweise hohe Renditen zu erzielen. Zudem lassen sich im besten Fall über einen langen Zeitraum – auch in konjunkturell angespannten Zeiten – stabile und planbare Cashflows realisieren. Darüber hinaus verringert sich das Kreditrisiko aufgrund von Amortisierungen und Rückzahlungen über die Zeit zügiger als bei anderen Anlageformen wie z.B. Corporate Bonds. Ferner sind bei einem Ausfall höhere Recovery Rates bzw. Liquidationserlöse erzielbar.

Wie verhält es sich jedoch mit dem Rendite-Risiko-Profil von Kreditfonds? Eine der Kennzahlen, denen im Bereich der Performancemessung von

Kreditfonds eine hohe 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. Ob die Rendite eines Kreditfondsinvestments jedoch 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.

Abb. 8: Risiko-Ertrags-Profil für Kreditfonds

Angaben in %, von 2007 bis 2017 in Europa aufgelegte Kreditfonds, \*) Anlagestrategien Debt, Primary, Secondaries



Quelle: Preqin, Creditreform Rating

Im Vergleich der im Zeitraum zwischen 2007 und 2017 in Europa aufgelegten Kreditfonds weisen alle drei betrachteten Assetklassen attraktive Renditen auf (siehe Abb. 8). Mit einer durchschnittlichen Rendite von 9,4% (Median) liegen Immobilienkreditfonds, deutlich oberhalb der 7,1% der Direct Lending Fonds (Corporate), jedoch weisen

sie ein schwankungsintensiveres Ertragsmuster auf. So beträgt die Standardabweichung der Net IRR bei Real Estate-Kreditfonds 4,2%, verglichen mit 3,8% im Falle der Direct Lending-Fonds. Auf einem etwas höheren Niveau befindet sich die Standardabweichung bei den Infrastrukturkreditfonds (5,5%), allerdings bei einer signifikant höheren durchschnittlichen Rendite von 11,4%.

In diesem Zusammenhang ist festzustellen, dass diese 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 schwankungsärmeres Ertragsprofil und einen Rückgang der Standardabweichung der Net IRR auf das Niveau der Real Estate Kreditfonds.

Das spezifische Risiko-Ertrags-Profil eines Fonds und insbesondere einer im Zusammenhang mit einem Fonds ausgegebenen und gerateten Schuldverschreibung kann zudem für den jeweiligen Investor individuell gestaltet werden. Als Strukturierungsmerkmal ist häufig der Loan-to-Value, also das Verhältnis zwischen dem Volumen des Finanztitels und dem Gesamtvermögenswert der Assets relevant.

#### 4. Ausblick

Die Perspektive für europäische Kreditfonds gestaltet sich unverändert positiv. So sollten die günstigen volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen auf Sicht weiterhin Bestand haben. Ungeachtet politischer Risiken (z.B. Brexit) und der Zunahme protektionistischer Tendenzen sollte die Weltwirtschaft in 2018 ihrem eingeschlagenen Wachstumspfad weiter folgen. Gleichzeitig erwar-

ten wir nur eine äußerst behutsame und graduelle geldpolitische Straffung im Euroraum. Ein erster Zinsschritt dürfte unseres Erachtens gegen Ende 2019, nicht jedoch vor dem dritten Quartal erfolgen. In den Vereinigten Staaten erwarten wir vor dem Hintergrund einer anziehenden Inflationsrate zwei weitere Leitzinserhöhungen in 2018, so dass die Federal Funds Rate zum Jahresende bei 2,25-2,5% stehen könnte. Im langfristigen Zeitfenster ist dieses Zinsniveau jedoch noch immer als moderat zu bezeichnen.

Somit sollten die Risikoprämien auf liquide Assets wie Unternehmens- und Staatsanleihen auf absehbare Zeit niedrig bleiben. Da alternative Investmentfonds oft in nicht handelbare Kredite oder Real Assets investiert sind, lässt sich hier für Investoren eine Illiquiditätsprämie realisieren. Daher sollten Kreditfonds insbesondere für institutionelle Investoren mit langfristigen Anlagehorizont weiter attraktiv bleiben.

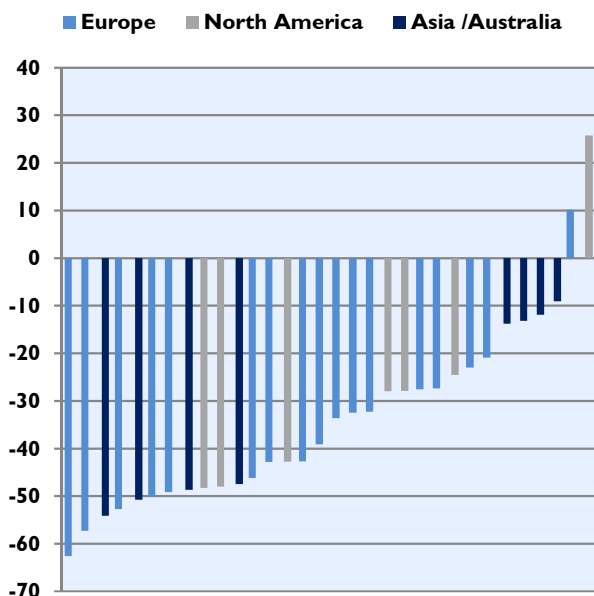
Mittel- bis langfristig sollten Kreditfonds zusätzlichen Rückenwind durch veränderte regulatorische Rahmenbedingungen erhalten. Zum einen hat die EU Kommission am 12. März 2018 einen Vorschlag für eine Richtlinie zur Erleichterung des grenzüberschreitenden Vertriebs von Investmentfonds vorgelegt. Derzeit entstehen europäischen Fondsverwaltern die grenzüberschreitend aktiv sein möchten, Kosten durch ein heterogenes regulatorisches Umfeld. So unterscheiden sich die Vertriebsanforderungen, aber auch Anzeigepflichten und Gebühren teils erheblich zwischen den einzelnen EU-Mitgliedsstaaten. In der Folge sind nur 3% der AIF für den Verkauf in mehr als drei Mitgliedstaaten registriert.

Zum anderen sieht sich der Bankensektor perspektivisch einer weiteren Verschärfung der Kapitalanforderungen im Kreditgeschäft ausgesetzt. Nach mehrjähriger Konsultationsphase hat der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (Basel Com-

mittee on Banking Supervision, BCBS) am 7. Dezember 2017 das überarbeitete Rahmenwerk „Basel III: Finalising post-crisis reforms“ zur (standardisierten) Berechnung der risikogewichteten Aktiva (RWA) in der finalen Fassung verabschiedet. Ein vorrangiges Ziel der Neuregelung ist es, die Spielräume jener Finanzinstitute einzuschränken, die bankinterne Verfahren (IRB) zur Ermittlung der Eigenmittelunterlegung nutzen. Wie die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich festgestellt hat, ergeben sich derzeit erhebliche Unterschiede in Bezug auf die Höhe der risikogewichteten Aktiva – je nachdem, welcher Ansatz gewählt wird (siehe Abb. 9).

**Abb. 9: Risikogewichte für Forderungen an Unternehmen unter IRB- und Standardansatz**

Prozentuale Differenz zu den Risikogewichten des Standardansatzes (SA) für 32 Großbanken. Negative Werte zeigen durchschnittliche IRB-Risikogewichte auf der Grundlage der eigenen Ausfallwahrscheinlichkeit und der verlustbezogenen Ausfallwahrscheinlichkeit der Banken, die bei identischem Exposure niedriger sind als SA-Risikogewichte



Quelle: BIS, Creditreform Rating

Von 32 international bedeutenden Finanzinstituten, die interne Modelle nutzen, lagen die RWA für Corporates in 30 Fällen niedriger, als dies bei

einer Nutzung des Standardansatzes (SA) der Fall wäre. Die Unterschiede sind teilweise signifikant und belaufen sich bei einigen Banken auf über 50%. Um eine Vergleichbarkeit bezgl. der Höhe der RWA sicherzustellen wurde daher eine schrittweise Anhebung der Eigenmitteluntergrenze („Output floor“) beschlossen. Nach dem Ende einer Übergangsphase dürfen die Eigenmittelanforderungen von Banken die den IRB-Ansatz wählen, maximal 27,5% unter den Anforderungen liegen, die sich aus einer SA-Anwendung ergeben würde. Tendenziell dürfte die Kreditvergabe an Unternehmen somit für viele Banken teurer und damit weniger attraktiv werden.

In einem solchen Umfeld sollte die Veräußerung ausgewählter Finanzaktiva an Kreditfonds an Attraktivität gewinnen, bietet sich Banken auf diese Weise doch die Möglichkeit, regulatorisches Kapital freizusetzen. Darüber hinaus wäre es denkbar, dass sich die Lücke auf der Finanzierungsseite, die über die vergangenen Jahre im Zuge der restriktiveren Regulierung zu einem Zurückfahren des Kreditgeschäfts geführt hat, tendenziell vergrößern könnte. In diesem Zusammenhang könnten auch Unternehmen, vor allem im Non-Investment Grade, von Kreditfonds profitieren. Zwar können Non-Investment Grade Corporate im derzeitigen Zinsumfeld durchaus Bankkredite durch Unternehmensanleihen substituieren, aber nicht in dem Ausmaß wie Unternehmen im Investment Grade. Zudem sind Non-Investment Grade Unternehmen vom EZB-Ankaufprogramm von Unternehmensanleihen ausgenommen. Kreditfonds eröffnen hier neue Möglichkeiten für die marktgestützte Finanzierungsvermittlung, so dass Finanzierungen langfristiger Investitionen von Non-Investment Grade Unternehmen gefördert werden können.

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 Unternehmens- 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](http://www.creditreform-rating.de)**