

# Creditreform Rating

## Debt Funds in Europa - Im Spannungsfeld zwischen ultralockerer Geldpolitik und konjunkturellem Abschwung

Financial Research  
September 2019





## Management Summary

### 1.

Dem europäischen Kreditfondsmarkt kann insgesamt erneut ein starkes Jahr attestiert werden. Das kumulierte Fondsvolumen wuchs in 2018 um 43,8 auf 197,2 Mrd. Euro an. Zu verdanken war diese Performance in erster Linie einem kräftigen Zuwachs beim neu registrierten Fondsvolumen im Bereich Direct Lending. In 2018 verzeichneten europäische Direct Lending-Fonds binnen Jahresfrist einen Kapitalzufluss von 27,7 Mrd. Euro. Nach 14,2 (2016) und 24,6 Mrd. Euro (2017) wuchsen die Zuflüsse in diesem Segment somit das dritte Jahr in Folge. Anhaltendes, wenngleich etwas schwächeres Wachstum als im Vorjahr, verbuchten zuletzt auch die europäischen Immobilienkreditfonds. So fiel der Zuwachs in 2018 mit 9,8 Mrd. Euro etwas moderater aus. Indessen belebte sich der Markt für europäische Infrastrukturfonds, dem am Volumen gemessen kleinsten Kreditfondssegment, in 2018 spürbar. Nachdem das jährlich neu aufgelegte Fondsvolumen zwischen 2015 und 2017 zwischen 3 und 4 Mrd. Euro pro Jahr pendelte, konnte mit 6,3 Mrd. Euro an neu platziertem Volumen ein neuer Höchststand innerhalb unseres Analysezeitraums markiert werden. Insgesamt konnten die Direct Lending-Fonds damit ihre Spitzenstellung am europäischen Kreditfondsmarkt weiter festigen.

### 2.

Der US-Kreditfondsmarkt blieb in 2018 ebenfalls auf Expansionskurs. Allerdings lagen sowohl das neu begebene Volumen, als auch die Anzahl erstmalig registrierter Fonds jeweils unterhalb des Vorjahresstandes. Nach dem Rekordjahr 2017, als 146 neue Fonds mit einem Volumen von 72,3 Mrd. Euro registriert wurden, belief sich die Zahl neuer Fonds in 2018 auf insgesamt 117, das zugehörige Volumen betrug über alle Assetklassen hinweg 62,2 Mrd. Euro. Maßgeblich hierfür war vor allem eine moderatere Wachstumsdynamik im Direct Lending-Segment.

### 3.

Ein weiteres Indiz für die zunehmende Attraktivität der Anlageform Kreditfonds ist die stetig wachsende Zahl von europäischen Fondsmanagern. Zu den 209 Fondsgesellschaften, die im Jahr 2008 eigene Kreditfonds auflegten, gesellten sich alleine bis 2012 weitere hundert Unternehmen hinzu, in 2016 verwalteten bereits

#### **Ansprechpartner**

Dr. Benjamin Mohr  
Chefvolkswirt

Creditreform Rating  
Hellersbergstraße 11  
41460 Neuss

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

388 Finanzmarktakteure Kreditfonds. In den vergangenen zwei Jahren ist die Zahl neuer Fondsverwalter dagegen nur noch verhalten auf nunmehr 407 gewachsen. Auffällig ist in diesem Zusammenhang eine starke geografische Konzentration bezüglich der Herkunft. Zwei Drittel der Fondsgesellschaften haben ihren Sitz in nur drei europäischen Ländern, wobei das Vereinigte Königreich für rund die Hälfte der Fondsmanager steht.

#### 4.

Was die Bestandsaufnahme der Zusammensetzung der Investorenbasis europäischer Kreditfonds betrifft, so sind europäische Anleger auf ihrem Heimatmarkt keineswegs von überragender Bedeutung. Gemessen an der Zahl der Investoren, werden sämtliche Segmente des europäischen Kreditfondsmarktes von nordamerikanischen Investoren dominiert, vorrangig aus den Vereinigten Staaten. Besonders deutlich fällt der Vorsprung bei europäischen Immobilienkreditfonds aus. Relativ stark ist die europäische Investorenbasis dagegen im Direct Lending vertreten. Öffentliche und private Pensionsfonds sind mit deutlichem Abstand die wichtigsten Investoren, gefolgt von Versicherungen. Auffällig ist schließlich, dass Alternative Assets von institutionellen Investoren eher als Beimischung und weniger als Hauptbestandteil des Portfolios gesehen werden. Allerdings gibt es deutliche Unterschiede im Investitionsverhalten nordamerikanischer und europäischer Anleger, da letztere bei der Anlage in Alternatives in der Tendenz zurückhaltender sind als ihre amerikanischen Pendanten.

#### 5.

Die europäische Kreditfondsbranche muss sich in der kurzen bis mittleren Frist auf ein herausforderndes makroökonomisches Umfeld einstellen. Zum einen erwarten wir für den Euroraum einen konjunkturellen Abschwung, der mit deutlich geringeren Wachstumsraten einhergeht als wir sie in den vergangenen Jahren gesehen haben. Auf der anderen Seite glauben wir, dass wir kein jähes Ende der ultralockeren Geldpolitik erleben werden. Im Gegenteil, dem Euroraum sollte das derzeitige Zinsumfeld mittelfristig erhalten bleiben.

Im Rahmen des sich abschwächenden wirtschaftlichen Umfelds sehen wir durchaus Abwärtsrisiken, insbesondere für die Kreditfonds, die auf Direct Lending fokussieren. Zum einen dürften sich die bestehenden Direct Lending Kreditfonds im Zuge der sich verschlechternden allgemeinen Lage zunehmend auch mit

einer Eintrübung der Lage im Unternehmenssektor konfrontiert sehen. Bei Direct Lending Fonds, die neu aufgelegt werden, erwarten wir, dass die Auswirkungen der allgemein schlechteren Wirtschaftslage auf die Bonitäten und Unternehmensbewertungen tendenziell zu einer Ausweitung der Spreads führen dürfte. Grundsätzlich besteht ferner die Gefahr eines Finanzierungsüberangebots, was im schlimmsten Fall in einer übermäßigen Übernahme von Risiken und einer Aufweichung der Covenants resultieren könnte.

Zur gleichen Zeit sind wir der Ansicht, dass in einem wirtschaftlichen Umfeld, in dem sichere Staatsanleihen vielfach nur noch negative Renditen abwerfen, die Assetklasse der Kreditfonds somit von einem anhaltenden Search for Yield-Momentum weiter profitieren wird. Des Weiteren gehen wir davon aus, dass auch die Politik und der Bankensektor als strukturelle Treiber weiterhin intakt bleiben.

#### 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.

## 1. Das Zinsumfeld – Lower for Longer

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.

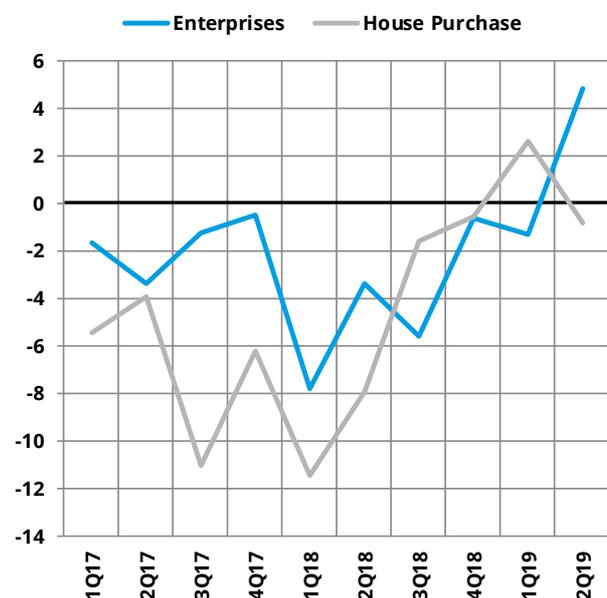
Mit Blick auf das vergangene Jahr ist zu konstatieren, dass sich das Marktumfeld für Kreditfonds sowohl in Europa, als auch in den Vereinigten Staaten komplexer gestaltet hat. Die Konjunktur dies und jenseits des Atlantiks hat in 2018 ihren Höhepunkt erreicht (Vereinigte Staaten) bzw. bereits überschritten (Euroraum).

Die sich verschlechternden Wirtschaftsaussichten spiegeln sich unter anderem in der Kreditvergabepraxis der europäischen Banken wider. Wie aus dem jüngsten Bank Lending Survey der Europäischen Zentralbank (EZB) hervorgeht, wurden die Banken im Euroraum im Jahresverlauf zunehmend vorsichtiger bei der Kreditvergabe. In erster Linie getrieben von einer abnehmenden Risikotoleranz bei gleichzeitig wachsender Risikowahrnehmung im Hinblick auf gesamtwirtschaftliche und unternehmens-

spezifische Risiken, haben die Banken im Euroraum ihre Kreditvergabestandards für Unternehmen und Haushalte seit dem ersten Quartal 2018 verschärft (siehe Abb. 1).

**Abb. 1: Veränderung Kreditvergabestandards im Euroraum**

Netto-Prozentsätze der Banken, die über strengere Kreditstandards berichten (>0: restriktivere Kreditvergabestandards)



Quellen: EZB, Creditreform Rating

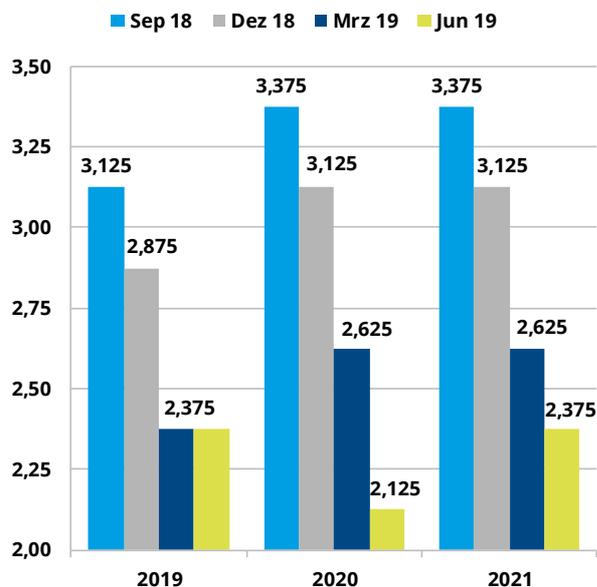
Vor diesem Hintergrund haben die wichtigen Notenbanken eine schrittweise Abkehr vom eingeschlagenen Kurs der graduellen, geldpolitischen Normalisierung vollzogen. Im Euroraum hat die EZB die Straffung ihrer Geldpolitik seit dem vergangenen Sommer wiederholt nach hinten verschoben. Zwar wurde das Ankaufprogramm für Vermögenswerte (AAP) planmäßig im Dezember beendet, dagegen wird die Zinswende deutlich länger als erwartet auf sich warten lassen. Wurde im Juni 2018 eine erste Zinserhöhung noch in Aussicht gestellt, so stimmte die EZB die Finanzmärkte im Rahmen ihrer Forward Guidance in diesem Jahr gleich mehrfach auf einen flacheren Zinspfad ein. Nach seiner Sitzung im März kündigte der EZB Rat zu-

nächst, an den Hauptrefinanzierungssatz mindestens über das Ende 2019 hinaus auf dem derzeitigen Rekordtief von 0,0% zu halten, ehe im Juni eine abermalige Verschiebung beschlossen wurde. Gemäß dem jüngsten Beschluss im Juli 2019 werden die Leitzinsen im Euroraum nun mindestens über den Sommer 2020 hinaus auf dem aktuellen Niveau verbleiben.

Der sich allmählich abkühlenden US-amerikanischen Konjunktur und des eintrübenden globalen Wirtschaftsumfelds trug zuletzt auch die Federal Reserve Rechnung. Nach insgesamt vier Leitzinserhöhungen in 2018, hat die Fed in den Vereinigten Staaten inzwischen eine geldpolitische Wende eingeleitet. Seit dem vierten Quartal 2018 haben die FOMC-Mitglieder ihre Erwartungen bezüglich des zukünftigen Zinspfades kontinuierlich nach unten revidiert (siehe [Abb. 2](#)).

### Abb. 2: FOMC Prognosen Fed Funds Rate

Fed Funds Rate in %, Median-Prognosen der Jahresendwerte bei den jeweiligen FOMC-Meetings,



Quellen: Federal Reserve Board, Creditreform Rating

Statt wie im September 2018 mit drei rechneten sie im Dezember nur noch mit zwei weiteren Zinserhöhungen in 2019. Auf ihrer Sitzung im

März beschloss die Fed schließlich in 2019 gänzlich auf eine weitere geldpolitische Straffung zu verzichten. Im Juni ließ das FOMC Sitzungsprotokoll dann sogar auf eine noch expansivere Geldpolitik schließen. Während ein Mitglied bis Ende 2019 mit einer Zinssenkung rechnete, gaben sieben der 17 votierenden FOMC Mitglieder bekannt, dass sie in 2019 noch zwei Zinssenkungen erwarten. Schließlich senkte die Fed die Zinsen im Juli erstmals seit Dezember 2008. Dabei wurde das Zielband der Fed Funds Rate um 25 Basispunkte auf eine Spanne von 2,00 und bis 2,25% abgesenkt. Angesichts des eskalierenden US-chinesischen Handelskonflikts und des langsameren globalen Wirtschaftswachstums hat die Fed darüber hinaus die Möglichkeit weiterer Zinssenkungen signalisiert.

Wie haben sich die europäischen Kreditfonds in diesem Umfeld geschlagen? Im Folgenden führen wir unsere Untersuchung der Marktentwicklung von Kreditfonds fort. 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.

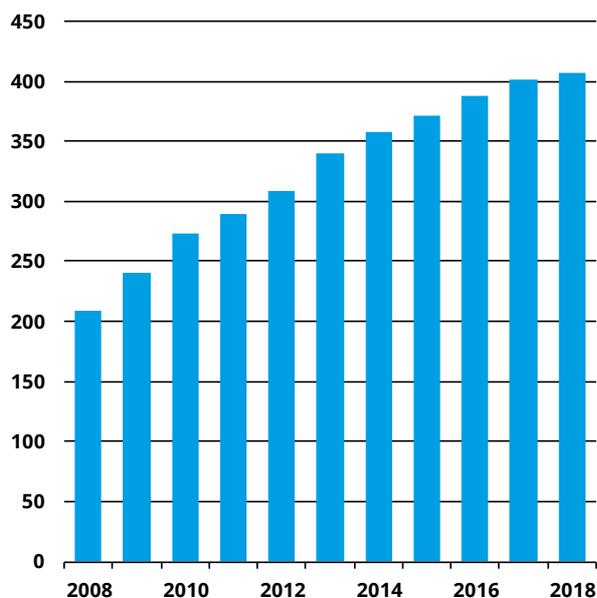
Erstmals im Jahr 2014 erschienen, geben wir wie gewohnt einen Überblick über die Trends in den Assetklassen Real Estate, Infrastruktur und Direct Lending (Corporate) und stellen diese der Entwicklung des US-Marktes gegenüber. Wir verfolgen dabei einen induktiven und explorativen Ansatz, indem wir die 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. Zusätzlich werden wir in diesem Jahr erstmalig die Investorensseite des Kreditfondsmarktes etwas näher untersuchen.

## 2. Die Marktentwicklung in Europa und den Vereinigten Staaten

Ein Indiz für die zunehmende Attraktivität der Anlageform Kreditfonds ist die stetig wachsende Zahl von Fondsmanagern, die in den vergangenen Jahren in den europäischen Markt gedrängt ist. Zu den 209 Fondsgesellschaften, die im Jahr 2008 eigene Kreditfonds auflegten, gesellten sich alleine bis 2012 weitere hundert Unternehmen hinzu, in 2016 verwalteten bereits 388 Finanzmarktakteure Kreditfonds. In den vergangenen zwei Jahren ist die Zahl neuer Fondsverwalter dagegen nur noch verhalten gewachsen. Entdeckten in 2016 noch 17 Fondsmanager den Kreditfondsmarkt neu für sich, so waren in 2017 und 2018 nur noch 14 bzw. 5 Markteintritte zu beobachten (siehe [Abb. 3](#)).

### Abb. 3: Fondmanager in Europa

Anzahl der europäischen Fondsmanager, die einen Kreditfonds verwalten



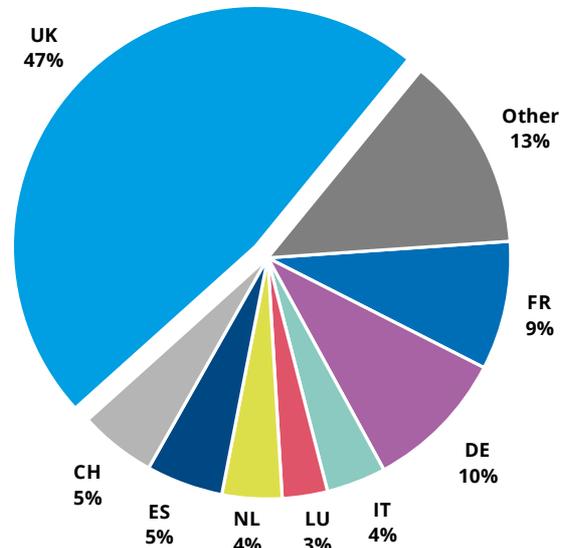
Quellen: Preqin, Creditreform Rating

Auffällig ist in diesem Zusammenhang eine starke geografische Konzentration im Hinblick auf

die Herkunft der europäischen Fondsmanager. Zwei Drittel (65,7%) der Fondsgesellschaften haben ihren Sitz in nur drei europäischen Ländern (siehe [Abb. 4](#)). Angeführt wird das Ranking der wichtigsten Sitzländer mit deutlichem Abstand vom Vereinigten Königreich. Knapp die Hälfte (47%) aller europäischen Kreditfonds wird von der britischen Insel aus gemanagt. Auf den weiteren Plätzen folgen Deutschland (10%) und Frankreich (9%). Jenseits der drei genannten Volkswirtschaften, ist der europäische Markt dagegen relativ fragmentiert. Gemessen an der Gesamtzahl europäischer Fondsmanager, beherbergt keines der übrigen europäischen Länder mehr als 5% der Fondsmanager.

### Abb. 4: Fondsmanager nach Sitzland

Anteil an der Gesamtzahl der Fondsmanager in Europa, in %



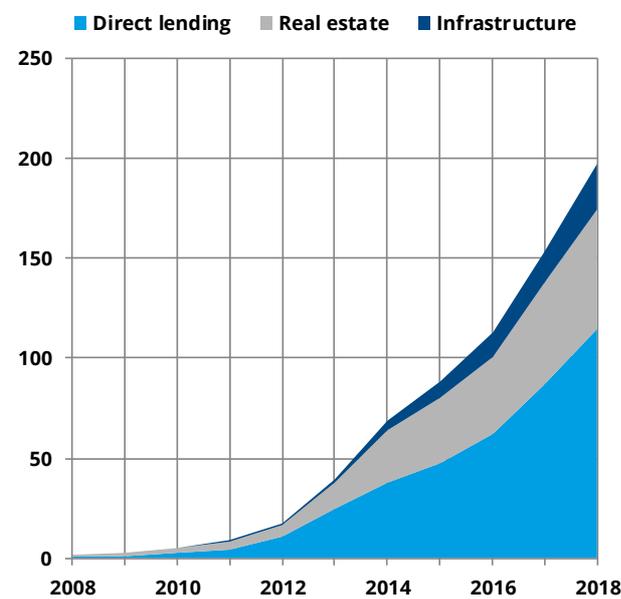
Quellen: Preqin, Creditreform Rating

Wenden wir uns der Marktaktivität zu, so bestätigen die vorliegenden Marktdaten, dass sich der europäische Kreditfonds-Markt im letzten Jahrzehnt äußerst lebhaft entwickelt und sich zunehmend als Alternative zu klassischen Finanzierungsformen wie Bankkredit und Anleihen etabliert hat.

Belief sich das kumulierte Kreditfondsvolumen in Europa, das sich in unserer Betrachtung aus den Assetklassen Private Debt (Direct Lending), Real Estate und Infrastruktur zusammensetzt, in 2008 noch auf lediglich 1,9 Mrd. Euro, so waren es fünf Jahre später bereits 20,2 Mrd. Euro (2012), ehe in 2017 die Schwelle von 150 Mrd. Euro erstmals überschritten wurde (siehe [Abb. 5](#)). Am aktuellen Rand setzte sich der langjährige Aufwärtstrend fort. Das kumulierte Volumen platzierter und ausplatzierte Fonds wuchs in 2018 um 43,8 auf 197,2 Mrd. Euro an, so dass dem europäischen Kreditfondsmarkt insgesamt erneut ein starkes Jahr attestiert werden kann.

#### Abb. 5: Entwicklung Kreditfondsvolumen in Europa

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



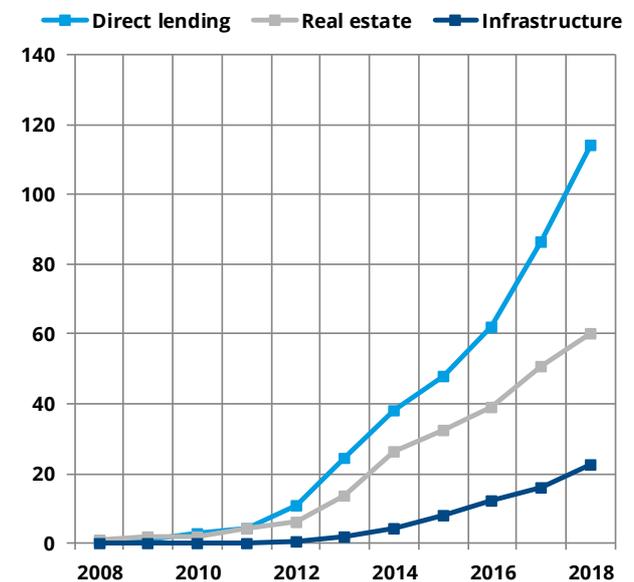
Quellen: Preqin, Creditreform Rating

Zu verdanken war diese Performance in erster Linie einem kräftigen Zuwachs beim neu registrierten Fondsvolumen im Bereich Private Debt. In 2018 verzeichneten europäische Direct Lending-Fonds einen Kapitalzufluss von 27,7 Mrd. Euro binnen Jahresfrist (siehe [Abb. 6](#)). Nach 14,2 (2016) und 24,6 Mrd. Euro (2017) wuchsen

die Zuflüsse in diesem Segment somit das dritte Jahr in Folge. Auch gemessen an der Zahl der neu aufgelegten Fonds war Direct Lending im vergangenen Jahr das dynamischste Kreditfonds-Segment. Während in den Assetklassen Real Estate (19) und Infrastruktur (14) in 2018 ähnlich viele neue Fonds wie im Vorjahr (20 bzw. 13) registriert wurden, wuchs die Zahl der Direct Lending-Fonds deutlich von 39 (2017) auf zuletzt 47 – dies entspricht einer Verdopplung seit dem Jahr 2014, als noch 23 Fonds aus dieser Assetklasse registriert worden waren (siehe [Abb. 7](#)). Insgesamt konnten die Direct Lending-Fonds damit ihre unangefochtene Spitzenstellung am europäischen Kreditfondsmarkt weiter festigen.

#### Abb. 6: Volumen Kreditfonds in Europa nach Assetklasse

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



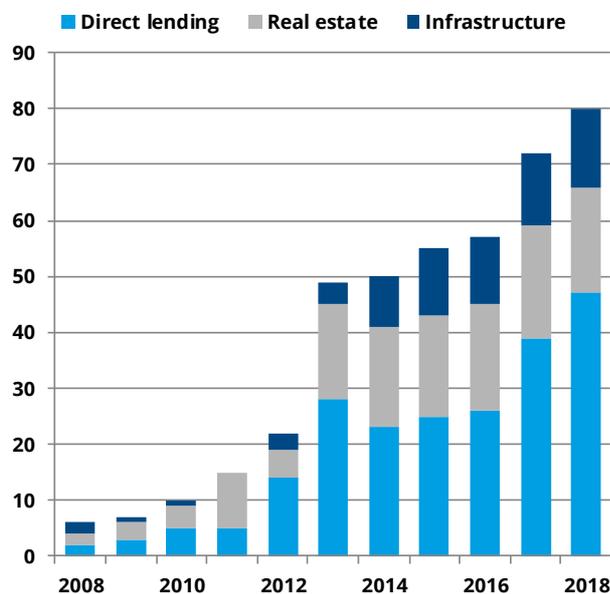
Quellen: Preqin, Creditreform Rating

Anhaltendes, wenngleich etwas schwächeres Wachstum als im Vorjahr, verbuchten zuletzt auch die europäischen Immobilienkreditfonds. Hatte sich das neu am Markt registrierte Fondsvolumen in 2017 noch fast verdoppelt auf 11,6 Mrd. Euro (2016: 6,3 Mrd. Euro), so fiel der Zu-

wachs in 2018 mit 9,8 Mrd. Euro etwas moderater aus. Gleichwohl lag das platzierte Volumen im letzten Jahr damit noch immer deutlich oberhalb des Niveaus der Jahre 2015 und 2016. Ungeachtet des robusten Wachstums in der jüngeren Vergangenheit verlieren europäische Real Estate-Fonds gegenüber dem Segment Direct Lending zunehmend an Boden. Lagen beide Assetklassen gemessen am kumulierten Fondsvolumen noch in 2011 auf Augenhöhe (4,4 Mrd. Euro), so öffnete sich die Schere in den Folgejahren sukzessive. In 2018 belief sich das kumulierte Fondsvolumen im Bereich Immobilien auf 60,3 Mrd. Euro und lag damit deutlich unterhalb des entsprechenden Wertes der Direct Lending-Fonds (114,3 Mrd. Euro).

#### Abb. 7: Anzahl Kreditfonds in Europa nach Assetklasse

Anzahl platzierter und ausplatzierte Kreditfonds pro Jahr



Quellen: Preqin, Creditreform Rating

Indessen belebte sich der Markt für europäische Infrastrukturfonds, dem am Volumen gemessen kleinsten Kreditfondssegment, in 2018 spürbar. Nachdem das jährlich neu aufgelegte Fondsvolumen zwischen 2015 und 2017 zwischen 3 und

4 Mrd. Euro pro Jahr pendelte, zog das Wachstumsmomentum zuletzt merklich an. Mit 6,3 Mrd. Euro markierte das neu platzierte Volumen europäischer Infrastrukturfonds im vergangenen Jahr einen neuen Höchststand innerhalb unseres Analysezeitraums. Gleichwohl bildet der Infrastrukturbereich trotz anhaltend starken Wachstums weiterhin nur eine Nische am europäischen Kreditfondsmarkt. Zuletzt summierte sich das kumulierte Fondsvolumen der Assetklasse Infrastruktur auf 22,5 Mrd. Euro, und erreichte damit nur ein Drittel bzw. ein Fünftel der Marktgröße europäischer Immobilien bzw. Direct Lending-Fonds.

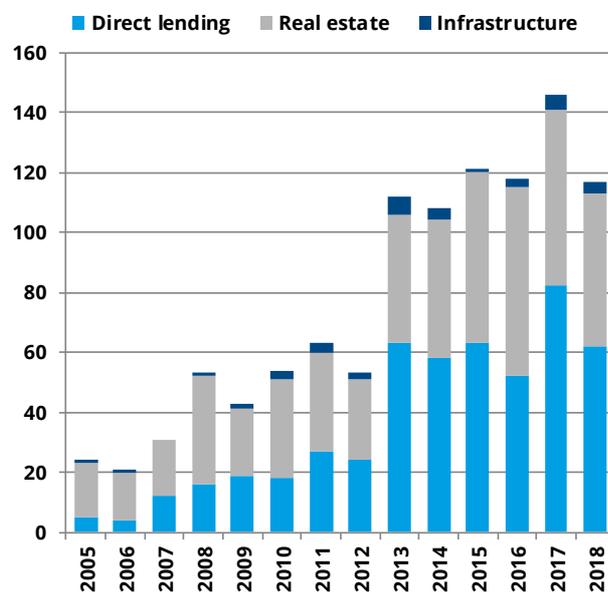
In Folge des zunehmenden Aufkommens von Direct Lending-Fonds im Verlauf des vergangenen Jahrzehnts kam es somit zu einer strukturellen Verschiebung von Marktanteilen innerhalb des europäischen Kreditfondsmarktes. In 2018 entfiel nur noch ein knappes Drittel (30,6%) des kumulierten Volumens platzierter und ausplatzierte Kreditfonds auf die Assetklasse Real Estate, während Infrastruktur und vor allem Direct Lending-Fonds ihren jeweiligen Marktanteil auf 11,4 bzw. 58,0% deutlich ausbauen konnten. Zur Verdeutlichung: In 2008 dominierte noch das Segment der Immobilienfonds (60,5%) mit deutlichem Abstand den Markt, gefolgt von Direct Lending (35,3%) und Infrastruktur Fonds (4,2%), so haben sich die Kräfteverhältnisse inzwischen umgekehrt. Zur Verdeutlichung:

Blicken wir auf die andere Seite des Atlantiks, so ist zu konstatieren, dass der US-Kreditfondsmarkt in 2018 ebenfalls auf Expansionskurs blieb, wenngleich sowohl das neu begebene Volumen, als auch die Anzahl erstmalig registrierter Fonds jeweils unterhalb des Vorjahresstandes lagen. Nach dem Rekordjahr 2017, als 146 neue Fonds mit einem Volumen von 72,3 Mrd. Euro registriert wurden, belief sich die Zahl neuer Fonds in 2018 auf insgesamt 117 (siehe [Abb. 8](#)), das zugehörige Volumen betrug über alle Assetklassen hinweg 62,2 Mrd. Euro. Maß-

geblich hierfür war primär eine moderatere Wachstumsdynamik im Direct Lending-Segment. Nahmen in 2017 noch 82 neue Direct Lending-Fonds ihre Aktivität am Markt auf, so ging deren Zahl zuletzt auf 62 zurück und lag damit in etwa auf Niveau des Jahres 2015 (63).

### Abb. 8: Anzahl US-Kreditfonds nach Asset-Klasse

Anzahl platzierter und ausplatzierte Kreditfonds pro Jahr

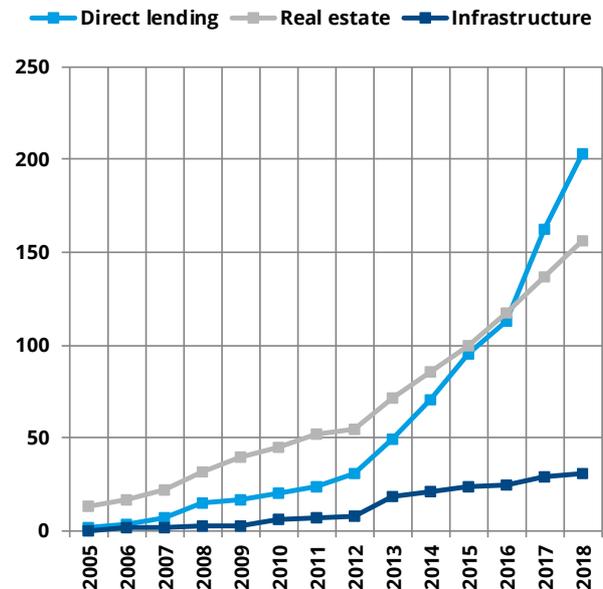


Quellen: Preqin, Creditreform Rating

Das zugehörige Fondsvolumen entwickelte sich ebenfalls leicht rückläufig und fiel binnen Jahresfrist von 49 (2017) auf 40,6 Mrd. Euro (siehe [Abb. 9](#)). Wenn auch auf deutlich niedrigerem Niveau, so vollzog sich bei den US-Infrastrukturfonds zuletzt eine ähnliche Entwicklung. Während die Zahl neuer Fonds nur geringfügig von 5 (2017) auf 4 in 2018 zurückging, reduzierte sich das dazugehörige Volumen deutlich von 4,7 auf 1,8 Mrd. Euro.

### Abb. 9: Volumen US-Kreditfonds nach Asset-Klasse

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



Quellen: Preqin, Creditreform Rating

Gleichzeitig entwickelte sich das Segment der US-Immobilienkreditfonds relativ stabil. Zwar gingen im vergangenen Jahr lediglich 51 Fonds neu an den Markt (2017: 59), und damit so wenige wie zuletzt im Jahr 2014 (46), dies schlug sich jedoch nicht in einem Rückgang des dazugehörigen Fondsvolumens nieder. Im Gegenteil, mit 19,8 Mrd. Euro floss in 2018 sogar etwas mehr frisches Kapital in US-Immobilienfonds als im Vorjahr (19,6 Mrd. Euro). Insgesamt reichte der letztjährige Zuwachs dennoch nicht aus, um den Spitzenplatz von den Direct Lending-Fonds zurückzuerobern. Nachdem der US-Kreditfondsmarkt lange Jahre vor allem von den Immobilienkreditfonds geprägt worden war, wurde diese Assetklasse in 2017 erstmals von den Direct Lending Fonds überflügelt. Zuletzt lag das kumulierte Immobilienfondsvolumen bei 156,4 Mrd. Euro und damit weiter deutlich hinter dem Segment Direct Lending (202,7 Mrd. Euro).

Der Vergleich mit Europa zeigt, dass Kreditfonds am US-Kapitalmarkt schon vergleichsweise früh

eine relevante Rolle spielten. Die Vereinigten Staaten verfügten bereits vor zehn Jahren über einen Kreditfondsmarkt von beträchtlicher Größe, zu einem Zeitpunkt als der europäische Markt noch in den Kinderschuhen steckte. Während sich alleine das Volumen von US-Immobilien-Kreditfonds in 2008 bereits auf 31,9 Mrd. belief, erreichte der europäische Markt über alle Assetklassen hinweg gerade einmal ein kumuliertes Volumen von 1,9 Mrd. Euro. Es verwundert daher auch nicht, dass sich der US-Markt heute in einem deutlich reiferen Stadium befindet. Zwar konnte Europa ohne Zweifel in den vergangenen Jahren Boden gut machen, dennoch bleibt der US-Kreditfondsmarkt mit einem kumulierten Volumen von 389,5 Mrd. Euro in 2018 weiterhin deutlich größer als sein europäisches Pendant (197,2 Mrd. Euro).

### 3. Die Investorenbasis europäischer Kreditfonds

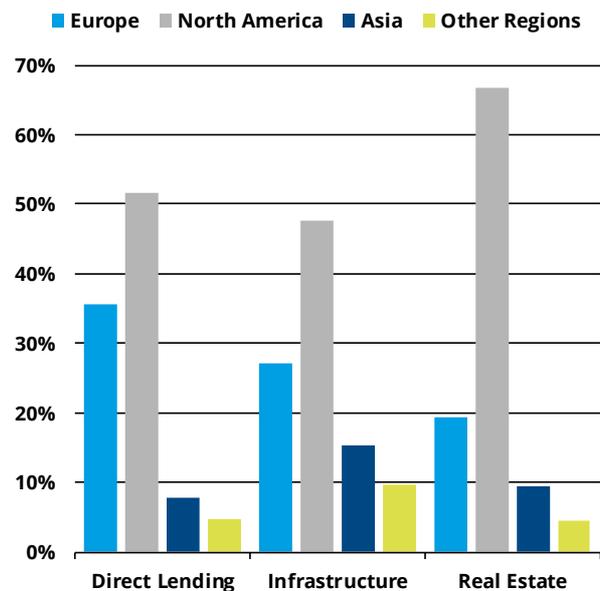
Nachdem wir in den vergangenen Jahren bereits den Branchenfokus (2017) sowie das Risiko-Ertrags Profil (2018) europäischer Kreditfonds eingehend beleuchtet haben, wollen wir in unserer diesjährigen Analyse erstmals ein Schlaglicht auf die strukturelle Zusammensetzung der Finanzierungsseite werfen. Welche Finanzmarktteilnehmer investieren also in europäische Kreditfonds?

Anders als dies zunächst zu erwarten wäre, sind europäische Anleger auf ihrem Heimatmarkt keineswegs von überragender Bedeutung. Gemessen an der Zahl der Investoren, werden sämtliche Segmente des europäischen Kreditfondsmarktes von nordamerikanischen Investoren dominiert (siehe [Abb. 10](#)). Besonders deutlich fällt der Vorsprung bei europäischen Immobilienkreditfonds aus. Zwei von drei Investoren (67%), die dieses Segment als bevorzugtes Inves-

titionsziel nannten, hatten ihren Sitz in Nordamerika. Dagegen handelte es sich lediglich bei jedem fünften Unternehmen (19%) um einen in Europa ansässigen Investor. Im Bereich Infrastruktur zeigt sich dasselbe Muster auch wenn die Diskrepanz zwischen amerikanischen und europäischen Investoren nicht ganz so deutlich ausfällt.

**Abb. 10: Investoren in europäische Kreditfonds nach geografischer Herkunft**

Regionaler Anteil an der Gesamtzahl der Investoren mit Anlagefokus Europa, die in das jeweilige Kreditfonds-Segment investieren, in %



Quellen: Preqin, Creditreform Rating

Vergleichsweise stark ist die europäische Investorenbasis dagegen in der Assetklasse Direct Lending vertreten. Bei Akteuren, die vorrangig in dieses Segment investieren, handelte es sich in 36% der Fälle um europäische Anleger. In den Bereichen Infrastruktur und Real Estate fällt der jeweilige Anteil europäischer Investoren mit 27 bzw. 19% deutlich geringer aus.

Begeben wir uns eine Ebene tiefer, auf die Ebene einzelner Staaten, so lassen sich zusätzliche Erkenntnisse über die Zusammensetzung der

Investorenbasis europäischer Kreditfonds gewinnen. So ist die Dominanz nordamerikanischer Investoren im Wesentlichen eine Folge des starken Engagements US-amerikanischer Anleger. Investoren aus den Vereinigten Staaten bilden in allen Assetklassen die mit Abstand bedeutendste Investorenbasis. Während im Bereich Infrastruktur 44% der Investoren aus den Vereinigten Staaten kommen, liegen die jeweiligen Anteile in den Segmenten Direct Lending und Immobilien mit 48 bzw. 64% noch deutlich höher. Mit Blick auf Europa sind es in erster Linie Anleger aus dem Vereinigten Königreich, die starkes Interesse an Kreditfonds zeigen: Etwa jeder zehnte Investor europäischer Direct Lending (10,0%) und Infrastrukturfonds (11,3%) ist in Großbritannien ansässig, bei Immobilienfonds liegt der britische Anteil bei 6,6% und damit etwas niedriger.

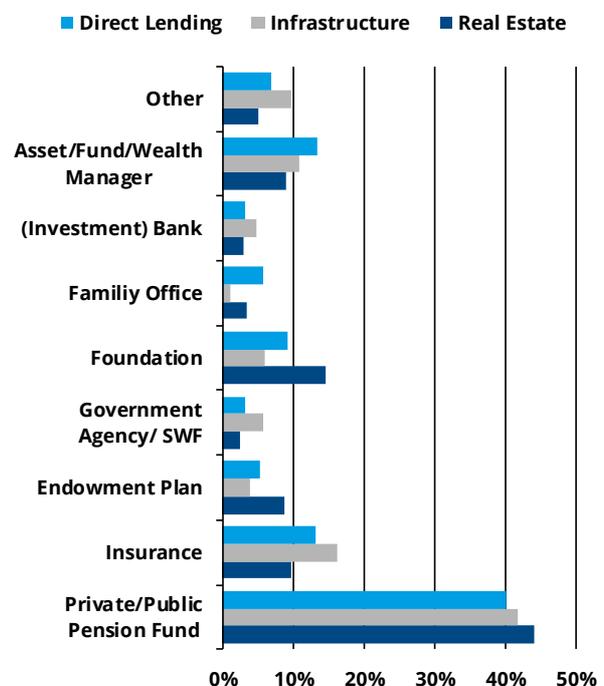
Insgesamt ist festzuhalten, dass die Investorenbasis europäischer Kreditfonds relativ stark auf wenige Länder konzentriert ist. Je nach Assetklasse decken die Top-3 Herkunftsländer der Investoren zwischen 62,3% (Direct Lending) und 75,7% (Real Estate) des jeweiligen Marktes ab. Unter geografischen Gesichtspunkten am breitesten diversifiziert ist die Investorenbasis der europäischen Infrastrukturfonds. Neben den USA und UK, die auch hier das Ranking anführen, sind auffällig viele Staaten aus dem asiatisch-pazifischen Raum in den Top-10 vertreten. So belegt Australien mit einem Investorenanteil von 8,3% den dritten Platz, gefolgt von Südkorea (7,5%) und Japan (4,1%). Zudem handelt es sich bei Infrastruktur um die einzige Assetklasse, in der chinesische Investoren eine nennenswerte Bedeutung zukommt: Mit 1,5% belegt China den zehnten Platz im Infrastruktur-Ranking.

Ähnlich wie bei der Analyse nach der geografischen Herkunft zeigt sich auch beim Typisierung der institutionellen Akteure, die in europäische Kreditfonds investieren, ein hoher Konzentrationsgrad.

Wenig überraschend, sind öffentliche und private Pensionsfonds mit deutlichem Abstand die wichtigsten Investoren, gefolgt von Versicherungen. Im Segment Direct Lending belief sich der Investorenanteil von Pensionsfonds zuletzt auf 40%, auf den weiteren Plätzen folgten Versicherungen und Assetmanager mit jeweils 13%. Nur leichte Abweichungen zeigen sich beim Investorenranking der Infrastrukturfonds, hier liegen die Werte in den entsprechenden Assetklassen bei 42, 16 und 11%. Einzig bei den europäischen Immobilienfonds setzen sich die Top-3 Investoren etwas anders zusammen. Zwar haben auch hier Pensionskassen (44%) das größte Gewicht, mit einem Anteil von 15% schieben sich jedoch Stiftungen an den Versicherungen (10%) vorbei auf den zweiten Platz (siehe [Abb. 11](#)).

### Abb. 11: Typisierung von Investoren in europäischen Kreditfonds

Jeweils Anteil an der Gesamtzahl der Investoren mit Anlagefokus Europa innerhalb einer Assetklasse



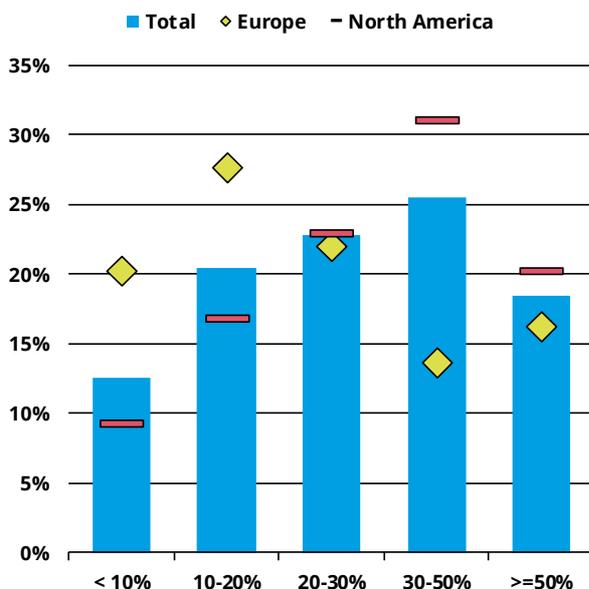
Quellen: Preqin, Creditreform Rating

Auffällig ist schließlich, dass Alternative Assets, die in dieser Analyse auch Kreditfonds umfas-

sen, von institutionellen Investoren eher als Beimischung und weniger als Hauptbestandteil des Portfolios gesehen werden. Etwas mehr als die Hälfte der Investoren mit Anlagefokus Europa (56%) geben an, in ihrem Portfolio maximal 30% in Alternative Assets anzulegen (siehe [Abb. 12](#)).

### Abb. 12: Finanzmittelallokation in Alternative Assets

x-Achse: Anteil der AUM, die in Alternatives investiert wird, y-Achse: Anteil der Investoren mit Anlagefokus Europa, die in die jeweiligen Anteilsklassen der Alternative Asset Allocation fallen



Quellen: Preqin, Creditreform Rating

Allerdings kann dieser Durchschnittswert nicht über deutliche Unterschiede im Investitionsverhalten nordamerikanischer und europäischer Anleger hinwegtäuschen. Die Ergebnisse unserer Auswertung legen nahe, dass europäische Investoren bei der Anlage in Alternatives in der Tendenz zurückhaltender sind, als ihre amerikanischen Pendanten. So gibt ein Fünftel (20%) der europäischen Investoren an weniger als 10% des Fondsvermögens in Alternative Assets zu stecken, weitere 28% geben ihr Limit mit 20% an. Zum Vergleich: Unter nordamerikanischen In-

vestoren liegen die jeweiligen Anteile mit 9 bzw. 17% deutlich niedriger. Dagegen sind amerikanische Anleger am entgegengesetzten Ende des Spektrums überproportional vertreten. Knapp ein Drittel (31%) der Nordamerikaner alloziert 30-50% ihrer Assets unter Management in Alternative Assets, jeder fünfte amerikanische Investor (20%) gab sogar an mehr als die Hälfte der verfügbaren Finanzmittel in Alternative Assets zu stecken (Europa: 20 bzw. 16%). Eine potentielle Erklärung für die höhere Aufgeschlossenheit nordamerikanischer Investoren ist in der fortgeschrittene Reife des heimischen Alternative Asset-Marktes zu suchen, die möglicherweise einen höheren Spezialisierungsgrad der Investoren begünstigt, und die Tatsache, dass das US-Finanzsystem tendenziell eher auf marktgestützte Finanzierungen setzt als dies in Europa der Fall ist.

## 4. Ausblick

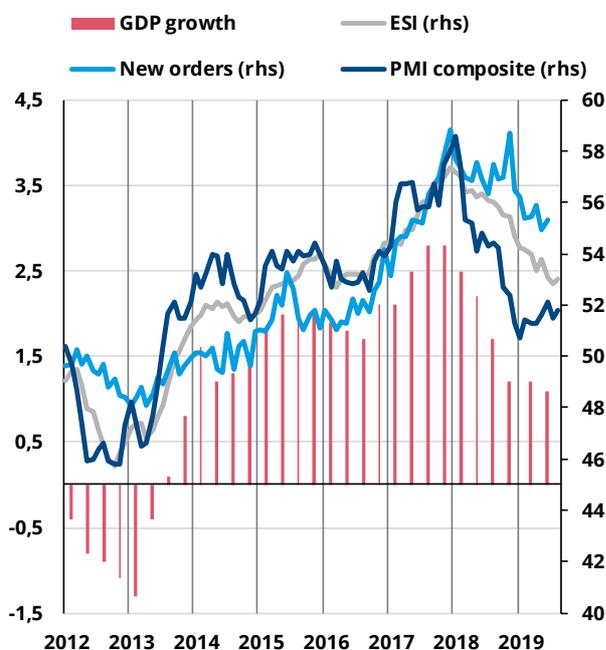
Die europäische Kreditfondsbranche muss sich in der kurzen bis mittleren Frist auf ein herausforderndes makroökonomisches Umfeld einstellen. Zum einen erwarten wir für den Euroraum einen konjunkturellen Abschwung, keine Rezession, der mit deutlich geringeren Wachstumsraten einhergeht als wir sie in den vergangenen Jahren gesehen haben. Auf der anderen Seite glauben wir, dass wir kein jähes Ende der ultralockeren Geldpolitik erleben werden. Im Gegenteil, dem Euroraum sollte das derzeitige Zinsumfeld mittelfristig erhalten bleiben.

So wurden im ersten Halbjahr Wachstumsraten i.H.v. 1,2 (Q1-19) und 1,1% gg. Vj. (Q2-19) registriert, deutlich unter dem jeweiligen Niveau des Vorjahres (2,5 bzw. 2,2%). Die verfügbaren Frühindikatoren deuten derzeit nicht auf eine spürbare Belebung in der zweiten Jahreshälfte hin (siehe [Abb. 13](#)). Die Auftragseingänge in der Industrie aber auch der Economic Sentiment

Index der EU Kommission tendierten zuletzt weiter abwärts. Der Einkaufsmanagerindex (PMI) für den Euroraum zeigt nach einem deutlichen Rückgang in 2018 seit Jahresbeginn lediglich Anzeichen einer Stabilisierung, nicht Belebung. Im August notierte der PMI weiterhin knapp oberhalb der Marke von 50 Punkten, demnach dürfte die Wirtschaft im Euroraum ihr derzeitiges Wachstumstempo in den kommenden Monaten beibehalten. Auf Gesamtjahrsbasis dürfte die Wirtschaft im Euroraum allerdings deutlich an Fahrt verlieren.

### Abb. 13: Wachstumsperspektiven für den Euroraum

Linke Skala: Veränderung des realen BIP gg. Vj. in %; rechte Skala: Diffusionsindizes. Der Economic Sentiment Indicator (ESI) und die Auftragseingänge in der Industrie wurden standardisiert und neu skaliert, um den gleichen Mittelwert und die gleiche Standardabweichung wie der Einkaufsmanagerindex (PMI) zu haben



Quellen: Eurostat, Refinitiv, Creditreform Rating

Im Rahmen des sich abschwächenden wirtschaftlichen Umfelds sehen wir durchaus Abwärtsrisiken, insbesondere für Direct Lending-

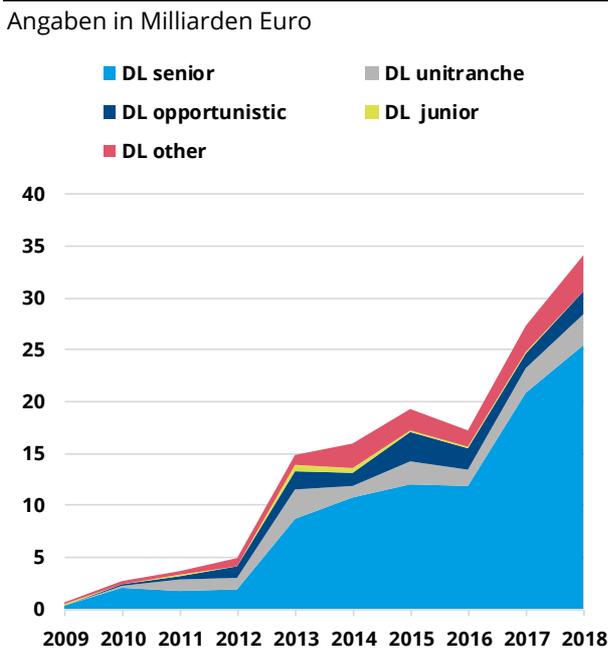
Kreditfonds. Zum einen dürften sich die bestehenden Direct Lending Kreditfonds im Zuge der sich verschlechternden allgemeinen Lage zunehmend auch mit einer Eintrübung der Lage im Unternehmenssektor konfrontiert sehen, der mit rezessiven Tendenzen im Industriesektor, US-China Handelsstreitigkeiten sowie Sorgen vor einem ungeordneten Brexit und einer abrupten Verlangsamung des chinesischen Wirtschaftswachstums zu kämpfen hat. Vor dem Hintergrund, dass die Direct Lending Fonds in erster Linie im Sub-Investment Grade Corporate Sektor investiert sind, sind hier eher Schwierigkeiten zu erwarten als dies im bonitätsstärkeren Segment der Fall ist. Hier muss sicherlich zwischen Fonds differenziert werden, die bereits ausinvestiert sind, und solchen, die sich noch im Fundraising befinden und ihr Portfolio dahingehend noch etwas breiter aufstellen können.

Nach vorne blickend, also bei Direct Lending Fonds, die neu aufgelegt werden, erwarten wir, dass die Auswirkungen der allgemein schlechteren Wirtschaftslage auf die Bonitäten und Unternehmensbewertungen tendenziell zu einer Anpassung in der Preisfindung führen dürfte, wir also eine Ausweitung der Spreads sehen werden.

Aufmerksam beobachtet werden sollten Direct Lending Fonds aus Risikogesichtspunkten außerdem, weil unserer Wahrnehmung nach die Finanzierungsziele immer knapper werden („Chasing for Opportunities“). Gleichzeitig werden immer mehr Mittel aufgenommen, die zur Finanzierung des Unternehmenssektors herangezogen werden können, wie z.B. die Daten zum Direct Lending Dry Powder von Preqin zeigen. Demzufolge ist das Dry Powder der Direct Lending Kreditfonds 2018 gegenüber dem Vorjahr um rund 25% auf etwa auf 34 Mrd. Euro gestiegen, davon ein Viertel Non-Senior Debt (siehe Abb. 14). Im Vergleich zum Niveau vor zehn Jahren ist das Dry Powder nahezu um den Faktor 60 gestiegen. Grundsätzlich besteht hier die

Gefahr eines Finanzierungsüberangebots, was im schlimmsten Fall in einer übermäßigen Übernahme von Risiken und der Aufweichung von Covenants resultieren könnte.

**Abb. 14: Dry Powder europäischer Direct Lending Fonds**



Quellen: Preqin, Creditreform Rating

Schließlich muss in diesem Zusammenhang erwähnt werden, dass wir insbesondere im Direct Lending Segment eine Reihe von neuen Fondsmanagern im Markt wahrnehmen, die nicht auf die Erfahrung und den Track Record über mehrere Finanzzyklen verfügen wie es in der Tendenz eher im Infrastruktur Bereich der Fall ist.

Was den zweiten wichtigen Makro-Treiber betrifft, so sollten die Zinsen vor dem Hintergrund der jüngsten geldpolitischen Weichenstellungen in der kurzen bis mittleren Frist niedrig bleiben.

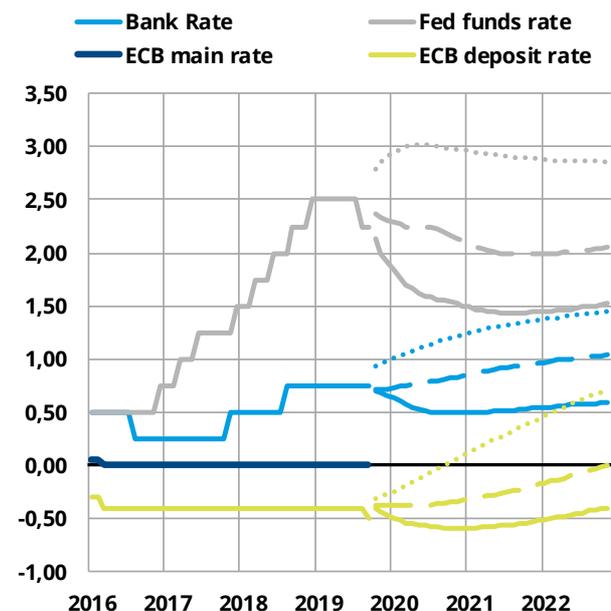
Bereits im Frühjahr 2019 war eine dritte Runde längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte beschlossen worden (TLTRO III), welche den Banken im Euroraum ausreichend Liquidität zur

Verfügung stellen und darüber hinaus die Kreditvergabe an Unternehmen und Verbraucher ankurbeln soll. Im Zuge der zunehmenden konjunkturellen Abwärtsrisiken und sich abschwächender Inflationserwartungen hat die EZB auf der jüngsten Sitzung des EZB Rates am 12. September zusätzliche expansive Maßnahmen ergriffen. So wurde der Zinssatz für die Einlagefazilität erwartungsgemäß um 10 Basispunkte auf -0,5% gesenkt. Zudem wurde beschlossen, die Nettoankäufe im Rahmen des APP in einem monatlichen Umfang von 20 Mrd. Euro ab dem 1. November wiederaufzunehmen.

Die Nettoankäufe werden erst kurz vor einer Erhöhung der EZB-Leitzinsen beendet. Wie in Abb. 15 ersichtlich wird, sollte jedoch nicht vor 2021 mit einer ersten Anhebung der Leitzinsen zu rechnen sein – nicht nur im Euroraum, auch in den Vereinigten Staaten sowie UK.

**Abb. 15: Leitzinsen und Markterwartungen zu den Zinspfaden**

Nominale Leitzinsen, Forward Overnight Index Swap-Sätze ab 24-Jul-19 (durchgezogene Linien), 24-Apr-19 (gestrichelte Linien), 24-Oct-18 (gepunktete Linien)



Quellen: Bank of England, Creditreform Rating

Wir sind etwas skeptisch, was die Wirksamkeit der verbleibenden EZB Instrumente betrifft. Aus unserer Sicht dürfte die jüngsten wie eventuell weitere geldpolitische Maßnahmen überschaubare Auswirkungen auf die Wirtschaftstätigkeit und das Preisniveau haben. Es erscheint zu verlockend anzunehmen, dass die bloße Ankündigung weiterer Maßnahmen allein das Vertrauen von Haushalten und Unternehmen in die Zukunft erhöhen wird. Vielmehr glauben wir, dass die Hoffnung, dass die EZB das Wachstum im Euroraum wieder ankurbelt, enttäuscht werden dürfte, da sie so lange für eine nachhaltige Ankurbelung der Wirtschaft im Euroraum gekämpft hat und sich zudem der Obergrenze beim Ankauf für Staatsanleihen nähert, welche das maximal ankaufbare Volumen auf ein Drittel der Schulden jedes Mitgliedsstaates begrenzt. Tatsächlich müssen vielmehr die nationalen Behörden die dringend erforderlichen Strukturreformen rasch vorantreiben, um das Wachstumspotenzial der jeweiligen Volkswirtschaften zu fördern und die Langzeitarbeitslosigkeit zu verringern.

Zur gleichen Zeit sind wir der Ansicht, dass in einem wirtschaftlichen Umfeld, in dem sichere Staatsanleihen vielfach nur noch negative Renditen abwerfen, die Assetklasse der Kreditfonds somit von einem anhaltenden Search-for-Yield Momentum weiter profitieren wird. Das Interesse am Kapitalmarkt und die Nachfrage nach riskanteren Anlageformen, die wie Kreditfonds höhere Renditen in Aussicht stellen, sollten in diesem geldpolitischen Umfeld weiter hoch bleiben.

Des Weiteren gehen wir davon aus, dass auch die Politik und der Bankensektor als strukturelle Treiber weiterhin intakt bleiben. Während die politischen Entscheidungsfinder in Europa Instrumente begrüßen und zuweilen fördern, die im Hinblick auf die Förderung eines marktbasierten Finanzwesens zielführend sind, werden Banken im Kontext der schärferen regulato-

rischen Risikoanforderungen immer vorsichtiger im High Yield Bereich agieren bzw. sich von Geschäftsfeldern trennen, die dann Kreditfonds zufallen könnten.

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)