

## »» Kreditfonds auf Wachstumskurs – aber bisher noch Nischenanbieter

Nr. 239, 8. Januar 2019

Autorin: Dr. Juliane Gerstenberger, research@kfw.de

Kreditfonds haben in den letzten Jahren sowohl als Finanzierungs- als auch als Anlageform an Bedeutung gewonnen. In Europa sind seit 2007 die Zahl neu aufgelegter Kreditfonds sowie deren kumuliertes Volumen deutlich gestiegen. Hauptursachen für dieses Wachstum sind zwei Trends: 1) Der Rückzug von Banken aus einigen Marktsegmenten als Folge der zunehmenden Regulierung hat die Nachfrage nach alternativen, mehr marktbasierter Finanzierungsformen ansteigen lassen. 2) Das Niedrigzinsumfeld erhöhte gleichzeitig das Kapitalangebot seitens institutioneller Investoren, die sich von Kreditfonds eine auskömmlichere Rendite versprechen.

Vielfach werden Kreditfonds als Alternative zur klassischen Bankfinanzierung gehandelt – auch für den deutschen Mittelstand. Dabei sind sie bisher vor allem in Nischenmärkten aktiv. In Deutschland haben sich Kreditfonds insbesondere im Markt für fremdfinanzierte Übernahmen von mittelständischen Unternehmen durchgesetzt. Zuletzt soll auch die Kreditvergabe für Investitionen und Betriebsmittel zugenommen haben. Allerdings liegen dazu keine genauen Daten vor.

Auch wenn Kreditfonds in einigen Marktsegmenten eine interessante Ergänzung darstellen, kann davon ausgegangen werden, dass sie vor allem für Klein- und Kleinstunternehmen noch keine Alternative zur klassischen Kreditfinanzierung über Banken darstellen. Die Kreditnachfrage dieser Unternehmen ist oft zu gering. Ob Kreditfonds in den kommenden Jahren ihr Nischendasein verlassen und sich in der gesamten Breite des Unternehmenssektors durchsetzen werden, ist daher ungewiss.

Zusätzlich zeigen sich im Kreditfondsmarkt auch erste Anzeichen einer Überhitzung. Das rasante Wachstum hat den Wettbewerb in einigen Marktsegmenten deutlich verschärft – mit der Folge, dass Kreditkonditionen zunehmend gelockert werden. Eine Zinswende sowie eine Abkühlung der Konjunktur könnten die Ausfallrisiken der Portfoliounternehmen erheblich erhöhen. Es bleibt abzuwarten, wie stabil dieses noch sehr junge Marktsegment darauf reagiert.

### Kreditfonds im Fokus der medialen Aufmerksamkeit

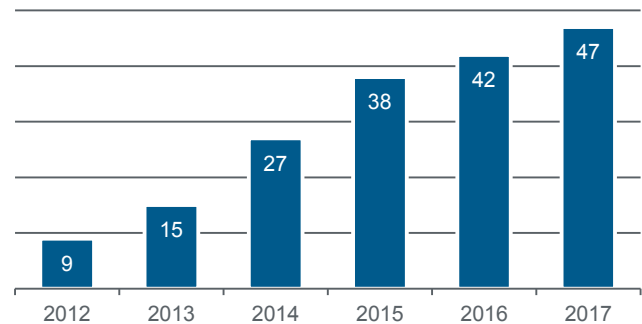
Als alternative Finanzierungs- und Anlageform haben Kreditfonds in den letzten Jahren zunehmend Beachtung gefunden. Insbesondere für den Unternehmenssektor werden sie vielfach als interessante Ergänzung zur klassischen Bankfinanzierung gehandelt. Jedoch hat ihr enormer Wachstumskurs

jüngst auch mehr und mehr Kritiker auf den Plan gerufen, die vor möglichen Übertreibungen warnen.

Grundsätzlich handelt es sich bei Kreditfonds um auf die Vergabe von Fremdkapital ausgerichtete Alternative Investment Fonds (AIF), die in den USA schon seit Anfang der 2000er-Jahre aktiv sind und nach der Finanzkrise ihren Expansionskurs in Europa fortgesetzt haben. Auch in Deutschland drängen sie immer stärker in den Finanzierungsmarkt. Waren 2012 lediglich neun Kreditfonds hier zu Lande aktiv, stieg ihre Zahl bis 2017 auf 47 (Grafik 1).

### Grafik 1: Immer mehr Kreditfonds in Deutschland aktiv

Anzahl in Deutschland aktiver Kreditfonds



Quelle: Lincoln International

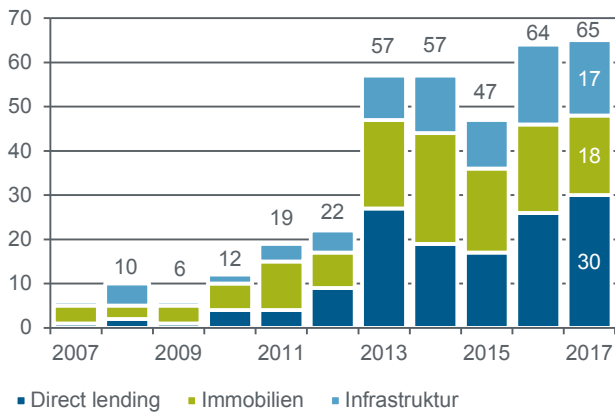
In der Regel betreiben Kreditfonds originäres Kreditgeschäft, d. h. sie vergeben Kredite direkt an Unternehmen, an Immobilien- oder an Infrastrukturprojekte.<sup>1</sup> Entsprechend dieser Assetklassen lassen sich Kreditfonds drei Kategorien zuordnen: Direct-Lending-Fonds (Kreditvergabe an Unternehmen), Immobilienfonds und Infrastrukturfonds. Alternativ können Kreditfonds aber auch derivatives Kreditgeschäft betreiben, d. h. sie kaufen Kredite von Banken an.

In Deutschland war originäres Kreditgeschäft durch Kreditfonds regulatorisch lange Zeit nicht möglich. Erst im Jahr 2016 wurden Regelungen zur Darlehensvergabe sowie zur Restrukturierung von Darlehensforderungen durch AIF (z. B. Kreditfonds) von der BaFin in das Kapitalanlagegesetzbuch aufgenommen. Seitdem dürfen Kreditfonds in Deutschland selbst Kredite vergeben bzw. die Laufzeit von Krediten verlängern oder bestehende Zins- und Tilgungsvereinbarungen ändern.<sup>2</sup> Sie fallen dabei jedoch nicht in den Anwendungsbereich des Kreditwesengesetzes<sup>3</sup> und werden daher von Kritikern mitunter auch als „Schattenbanken“ bezeichnet.<sup>4</sup>

**Grafik 2: Anzahl und Volumen europäischer Kreditfonds rasant gestiegen**

**a) Anzahl neu aufgelegter Kreditfonds in Europa**

Anzahl platzierter und ausplatziertes Kreditfonds



Quelle: Creditreform Rating (Preqin)

**Hohes Wachstum in den letzten Jahren**

Kreditfonds haben in den vergangenen zehn Jahren ein rasantes Wachstum hingelegt. In Europa – Daten für Deutschland liegen nicht vor – stieg die Anzahl neu aufgelegter Kreditfonds von sechs im Jahr 2007 auf 65 im Jahr 2017 (Grafik 2a). Mit der Anzahl der Kreditfonds nahm auch das kumulierte Volumen zu (Grafik 2b). Ausgehend von rund 1,2 Mrd. EUR im Jahr 2007 erhöhte sich das Volumen europäischer Kreditfonds bis zum Jahr 2012 auf rund 18 Mrd. EUR. Seitdem hat die Wachstumsdynamik noch einmal zugelegt. Im Jahr 2017 erreichte das kumulierte Fondsvolumen einen Höchststand von rund 166 Mrd. EUR.

Eine Betrachtung nach Fondstypen zeigt, dass insbesondere die auf Unternehmenskredite spezialisierten Direct-Lending-Fonds einen enormen Kapitalzufluss verzeichneten. Mit rund 80 Mrd. EUR entfiel auf sie im Jahr 2017 fast die Hälfte des kumulierten Volumens europäischer Kreditfonds. Auf Platz zwei folgen Immobilienkreditfonds mit rund 60 Mrd. EUR. Das Marktvolumen von Infrastrukturfonds lag dagegen bei nur 26 Mrd. EUR.

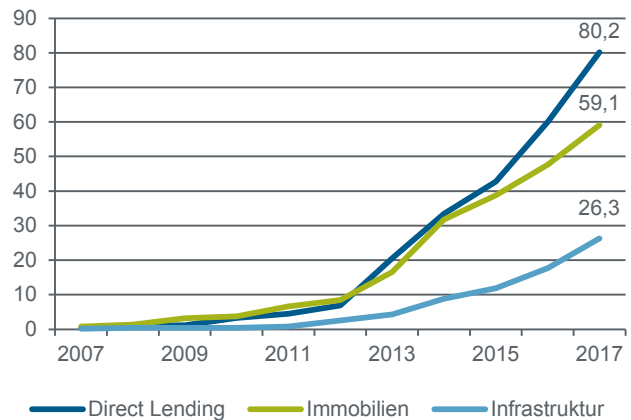
**Regulierung und Niedrigzinsumfeld haben den Boom begünstigt**

Das rasante Wachstum der Kreditfonds in den vergangenen Jahren wurde durch mehrere Faktoren getrieben. Zum einen hat die Finanzkrise und die darauf folgende Verschärfung der Bankenregulierung das operative Umfeld von Kreditinstituten schwieriger gemacht. In der Folge zogen sich einige Banken aus Marktsegmenten zurück, die aufgrund eines ungünstigen Risiko-Ertragsverhältnisses und der geforderten Eigenkapitalunterlegung als unattraktiv galten (z. B. Übernahmefinanzierung, Non-Investment Grade Unternehmen etc.). Die entstandenen Marktlücken auf der Finanzierungsseite wurden daraufhin zunehmend auch von Kreditfonds besetzt.

Zum anderen erhöhte sich durch das Niedrigzinsumfeld auch das Kapitalangebot für Kreditfonds. Vor allem institutionelle

**b) Kumuliertes Kreditfondsvolumen in Europa**

Kumuliertes Volumen platzierter und ausplatziertes Kreditfonds in Mrd. EUR



Investoren wie Fondsgesellschaften und Versicherungen waren bzw. sind auf der Suche nach Anlageoptionen mit attraktiven Renditen (Search for Yield). Kreditfonds werden hier vielfach als eine Möglichkeit zur Diversifizierung des eigenen Portfolios und zur Reduzierung der Abhängigkeit von Staatsanleihen betrachtet.<sup>5</sup>

**Kreditfonds als Konkurrenten und Partner von Banken**

Auf ihrem Wachstumskurs treten Kreditfonds zunehmend als Konkurrenten von Banken in Erscheinung. Sie profitieren dabei von ihrer im Vergleich zu Banken größeren Flexibilität hinsichtlich der Ausgestaltung der Finanzierung und des Kreditvergabeprozesses sowie der Möglichkeit auch größere Finanzierungspakete anzubieten. Zusätzlich haben Kreditfonds einen höheren Appetit für Risiken, sodass auch Unternehmen ohne Investment Grade Rating in ihrem Fokus stehen. Die maßgeschneiderten Lösungen und höhere Risiken machen Finanzierungen über Kreditfonds aber auch deutlich teurer.

Gleichzeitig bietet sich für Banken – ähnlich wie bei Verbriefungen – aber auch die Möglichkeit, durch den Verkauf von Kreditaktiva an Kreditfonds regulatorisches Kapital freizusetzen.<sup>6</sup> Kreditfonds treten somit nicht zwingend nur als Konkurrenz der Banken in Erscheinung. Banken haben ebenso die Möglichkeit Kreditnehmer an die Fonds zu vermitteln und gegen eine Gebühr das Kredit-Servicing zu übernehmen. Seit 2017 erfreuen sich in Deutschland vermehrt auch so genannte 1st-out/2nd-out-Strukturierungen<sup>7</sup> in Partnerschaft mit Banken größerer Beliebtheit.<sup>8</sup>

**Fokus vor allem auf Übernahmefinanzierung**

Einige Marktbeobachter betrachten Kreditfonds nicht nur als vorübergehende „Modeerscheinung“, sondern sehen in ihnen das Potenzial, sich langfristig als interessante Finanzierungspartner für Unternehmen etablieren zu können. Zum Teil werden sie auch für den deutschen Mittelstand als aufstrebende Alternative zur bankbasierten Kreditfinanzierung

gehandelt. Dabei sollte der Bedeutungszuwachs von Kreditfonds für den Unternehmenssektor nicht überinterpretiert werden.

Denn Kreditfonds sind bisher vor allem in Nischenmärkten aktiv. In Deutschland haben sie sich insbesondere im Markt für fremdfinanzierte Übernahmen von mittelständischen Unternehmen (Mid-Cap LBO) durchgesetzt. Im ersten Halbjahr 2018 waren sie an der Finanzierung von 22 von insgesamt 46 Transaktionen im Mid-Cap LBO Bereich beteiligt. Dies entspricht einem aktuellen Marktanteil von 48 %. Im Jahr 2013 lag dieser noch bei rund 14 %.<sup>9</sup> Aktivitäten gibt es zwar ebenso im Bereich der Wachstumsfinanzierung und zuletzt soll auch die Kreditvergabe für Investitionen und Betriebsmittel zugenommen haben<sup>10</sup> – allerdings liegen dazu keine genauen Daten vor. Ein Marktanteil lässt sich somit nicht bestimmen.

Man kann aber davon ausgehen, dass Kreditfonds vor allem für Klein- und Kleinstunternehmen noch keine echte Alternative zur klassischen Bankfinanzierung darstellen. Denn um für die meisten Fonds interessant zu sein, sollte das Kreditvolumen in der Regel mindestens im zweistelligen Millionenbereich liegen. Die durchschnittliche Kreditnachfrage eines deutschen Mittelständlers zur Finanzierung von Investitionen betrug im Jahr 2017 jedoch gerade mal rund 290.000 EUR. Fast die Hälfte der investierenden Mittelständler fragt Kredite von weniger als 50.000 EUR nach. Aktuell setzt der deutsche

Mittelstand daher weiterhin vor allem auf Kredite von Banken und Sparkassen zur Finanzierung von Investitionen (Anteil am Finanzierungsvolumen von 31 %). Sonstige Finanzierungsinstrumente – dazu zählen auch Beteiligungskapital und Mezzanine-Kapital – wurden 2017 nur zu einem Anteil von 6 % in Anspruch genommen.<sup>11</sup>

## Warnungen vor Übertreibungen mehren sich

Prognosen über die zukünftige Marktentwicklung von Kreditfonds sind schwierig. Die sich durch Basel IV noch einmal verschärfenden Eigenkapitalanforderungen an Banken könnten den Bedarf nach alternativen Finanzierungsquellen weiter hoch halten. Gleichzeitig werden trotz des von der EZB eingeläuteten Ausstiegs aus der expansiven Geldpolitik die Zinsen auf absehbare Zeit relativ niedrig bleiben. Mittelfristig wird somit auch das Kapitalangebot für Kreditfonds weiterhin hoch bleiben.

Aus diesem Grund wird bereits vor Übertreibungen gewarnt.<sup>12</sup> Durch die stetig steigende Zahl neuer Kreditfonds erhöht sich in einigen Marktsegmenten der Wettbewerbsdruck. Aktuell gibt es Hinweise, dass Kreditkonditionen gelockert werden – insbesondere im deutlich gewachsenen Markt für Leveraged Loans,<sup>13</sup> in dem viele Kreditfonds aktiv sind.<sup>14</sup> Eine Zinswende sowie eine Abkühlung der Konjunktur könnten die Ausfallrisiken ihrer Portfoliounternehmen erheblich erhöhen. Es bleibt abzuwarten, wie stabil dieses noch sehr junge Marktsegment darauf reagiert. ■

Wenn Sie keine Publikation von KfW Research verpassen wollen, abonnieren Sie unseren kostenlosen E-Mail-Newsletter.

Zur Anmeldung

<sup>1</sup> Es haben sich drei Finanzierungsformen etabliert: Senior Debt, Mezzanine sowie Unitranchen-Finanzierung (H.C.F. 2017, Private Debt gewinnt an Bedeutung im deutschen M&A-Markt, H.C.F. Newsletter 03/2017, Hanse Corporate Finance GmbH.)

<sup>2</sup> Gänßler, J. (2016), Kreditfonds: Darlehensvergabe durch alternative Investmentfonds, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

<sup>3</sup> Um Risiken für das Finanzsystem (z. B. Regulierungsarbitrage, Prozyklizität und exzessives Kreditwachstum) dennoch zu verhindern, wurden der Darlehensvergabe durch Kreditfonds und andere AIF im Kapitalanlagegesetzbuch Grenzen gesetzt. So wurde u. a. geregelt, dass Kreditfonds keine Gelddarlehen an Verbraucher vergeben dürfen. Auch dürfen Anteile an Kreditfonds ausschließlich von professionellen oder semiprofessionellen Anlegern (z. B. Versicherungen, Pensionskassen und Versorgungswerken) nicht aber von privaten Anlegern erworben werden.

<sup>4</sup> Zum Beispiel: Köhler, P. und R. Landgraf (2016), Schattenbank – Angriff aus dem Dunkeln, Handelsblatt 15.08.2016.

<sup>5</sup> Bundesverband Alternative Investments e.V. (2017), Private Debt, BAI FactSheet.

<sup>6</sup> Mohr, B. (2017), Catching up to the US? – Private Debt treibt dynamischen Kreditfonds-Markt in Europa, Creditreform Rating.

<sup>7</sup> Es besteht zwar ein bilaterales Kreditverhältnis zwischen dem Unternehmen und dem Kreditfonds, der den Kredit in Gänze mit dem Kreditnehmer verhandelt, ein Teil der Unitranche (1st-Out-Tranche) wird dann aber an eine Bank oder einen weiteren alternativen Kreditgeber weitergegeben. Banken könnten somit die günstige 1st-out- und risikobereitere Kreditfonds die höher verzinsten 2nd-out-Tranche übernehmen.

<sup>8</sup> Habbank, P. (2018), Idinvest warnt vor aggressiver Finanzierungsstruktur, www.finance-magazin.de.

<sup>9</sup> GCA Altium (2018), MidCap Monitor Q2 2018.

<sup>10</sup> Köhler, P. (2018), Kreditvergabe – Ungebremstes Wachstum, Handelsblatt 13.08.2018.

<sup>11</sup> Schwartz, M. (2018): **KfW-Mittelstandpanel 2018 – Keine Anzeichen von Müdigkeit: Mittelstand im Inland und Ausland auf Wachstumskurs**, KfW Research.

<sup>12</sup> Köhler, P. (2018), Viele Anbieter werden noch aggressiver werben – Interview mit Kirsten Bode, Handelsblatt 15.11.2018.

<sup>13</sup> EZB (2018), Financial Stability Review – November 2018, Europäische Zentralbank.

<sup>14</sup> Bei Leveraged Loans handelt es sich um besicherte Darlehen an Unternehmen im Non-Investment Grade Bereich.