

# Restructuring & Finance

YEAR BOOK 2017

RESTRUKTURIERUNG ZWISCHEN REGULATORIK  
UND LIQUIDITÄTSSCHWEMME



Dr. Wieselhuber & Partner GmbH  
Unternehmensberatung

# Licht im Schatten der Banken – Kreditfonds

Dr. Daniel C. Heine/Knud Dippel

Das Jahr 2008 ist nicht nur das „annus horribilis“ der Finanzbranche, sondern hat sich in das kollektive Gedächtnis als Beginn der schwersten globalen Wirtschaftskrise seit den dreißiger Jahren des vergangenen Jahrhunderts eingebrannt. Für die Finanzindustrie und insbesondere die Banken war diese Krise die Kulmination einer langjährigen exzessiven Geschäftspolitik, die bedingt durch Markt- und Regulierungsversagen dazu führte, dass sich Real- und Finanzwirtschaft auseinanderentwickelten. Die Finanzindustrie wies durch die Generierung derivativer Finanzprodukte, die die Liquiditätsschwemme einer expansiven Geldpolitik absorbierten, höhere Wachstumsraten auf als die Realwirtschaft.

Dabei sind insb. Kreditinstitute lediglich Dienstleister, die als Intermediäre die Funktionsfähigkeit des volkswirtschaftlichen Kreislaufs sicherstellen sollen. Sie verwalten Geld, das von seinen Eigentümern nicht benötigt bzw. gespart wird und stellen es gegen Entgelt denjenigen als Kredit zur Verfügung, deren Mittel z. B. für Investitionen nicht ausreichen. Im Rahmen dieser Mittlerrolle erfüllen sie vor allem die drei volkswirtschaftlichen Funktionen Losgrößen-, Fristen- und Risikotransformation.

Insbesondere die Bedeutung der Risikotransformation, bei der das von den Kapitalgebern/Sparern akzeptierte Risiko einer Anlage mit dem Ausfallrisiko von Kreditnehmern in Übereinstimmung gebracht wird, trat in den vergangenen Jahren durch die Möglichkeit Kreditrisiken durch die Verbriefung (Securitization) und den Handel von strukturierten Wertpapieren (Asset-backed Securities, Collateralized Loan Obligations, etc.) weiterzureichen in den Hintergrund. Der Sekundärmarkt für Kredite sorgte zwar im Finanzsektor für hohe Profite und Wohlstand, förderte zugleich aber auch eine Lockerung von Kreditvergabestandards. Durch diese Entkopplung von Kreditgebern und Kreditnehmern wurden in der Konsequenz Risiken entweder ignoriert oder sogar verschleiert, da der Anreiz zur sorgfältigen Prüfung, der sich insbesondere daraus ergibt, dass Banken traditionell mit Teilen ihres Eigenkapitals für Kredite haften, bei derartigen Transaktionen nicht mehr gegeben war.

Da sich im Rahmen der Globalisierung die Interaktionen zwischen Banken weltweit intensivierten, führte der Crash 2007 am US-Immobilienmarkt durch die am Sekundärmarkt gehandelten Kreditderivate auch bei europäischen Banken schnell zu großen Verlusten. In der Folge kam es zu einer schwerwiegenden Vertrauenskrise zwischen den Banken und entsprechenden Einschränkungen im Interbankenmarkt. Das globale Finanzsystem geriet an den Rand des Zusammenbruchs und wäre ohne die massiven Interventionen von Notenbanken und Regierungen zusammengebrochen.

Doch die Banken waren in Europa nur vordergründig gerettet. Auch acht Jahre nach Ausbruch der Finanzkrise liegen in den Bilanzen europäischer Banken faule Kredite mit einem Volumen von mehr als 1.000.000.000.000 Euro, wie das Handelsblatt am 14. Februar 2017 schrieb. Darüber hinaus führte die Finanzkrise in der Europäischen Währungsunion zu einer Staatsschuldenkrise, die mit resultierenden Negativzinsen die Banken weiter schwächte. Zusätzlich verstärkt der digitale Wandel den Druck auf das Geschäftsmodell der Banken. Tätigkeiten werden automatisiert, Jobs fallen weg. Sogenannte Fintechs vereinfachen zwar Prozesse, doch auch sie wollen ihren Anteil am Gewinn. Hinzu kommt eine für die Banken kostenintensive Überregulierung. Nach den zahlreichen staatlichen Rettungsaktionen musste die Politik für die „zahlenden“ Bürger Handlungshoheit demonstrieren, was sich in einer stärkeren Regulierung der Finanzindustrie u. a. in Form von Solvency II und Basel III widerspiegelt. Dies alles führt dazu, dass Banken einem Prozess der schöpferischen Zerstörung unterliegen und ihrer Rolle als intermediärer Dienstleister nicht mehr gerecht werden können. Doch dies hat fatale Auswirkungen auf die Realwirtschaft. Aufgrund der gestiegenen Kapitalunterlegungsanforderung können zahlreiche Unternehmenskredite nicht mehr von Banken abgebildet werden. Es droht im schlimmsten Falle eine Kreditklemme für die Unternehmen oder im besten Fall eine Disintermediation.

Gemäß Deutsche Bundesbank versteht man unter Disintermediation den Prozess der zunehmenden Kreditvergabe über den Kapitalmarkt unter Umgehung der

*Fortsetzung auf Seite 20*

Bank			
<b>Annahmen:</b>	Investment:	1.000 €	
	Kupon:	3 %	
	Eigen-/Fremdkapital:	10 %/90 %	
	Ausfallquote:	10 %	
Anfangsbilanz bei Investition (T = 0)			
Aktiva	in €	Passiva	in €
Credit Exposure	1.000	Eigenkapital	100 10 %
		Fremdkapital	900 90 %

Kreditfond			
<b>Annahmen:</b>	Investment:	1.000 €	
	Kupon:	7 %	
	Eigen-/Fremdkapital:	100 %/0 %	
	Ausfallquote:	10 %	
Anfangsbilanz bei Investition (T = 0)			
Aktiva	in €	Passiva	in €
Credit Exposure	1.000	Eigenkapital	1.000 100 %

Eine klassische Bankbilanz weist einen hohen Fremdkapitalanteil aus. In der vereinfachten Darstellung wird mit einem Fremdkapitalanteil von 90 % gerechnet. Der Kreditfond hingegen besteht zu 100 % aus den Einlagen der Investoren und nutzt kein Fremdkapital.

Endbilanz (T = 1)			
Szenario 1: Kein Ausfall			
Bilanz			
Aktiva	in €	Passiva	in €
Credit Exposure	1.000	Eigenkapital	130 13 %
Kasse	30	Fremdkapital	900 87 %
Gewinn- und Verlustrechnung			
Erträge	30		
Aufwendungen	–		
<b>Gewinn</b>	<b>30</b>	<b>EK-Rendite</b>	<b>23 %</b>

Endbilanz (T = 1)			
Szenario 1: Kein Ausfall			
Bilanz			
Aktiva	in €	Passiva	in €
Credit Exposure	1.000	Eigenkapital	1.070 100 %
Kasse	70		
Gewinn- und Verlustrechnung			
Erträge	70		
Aufwendungen	–		
<b>Gewinn</b>	<b>70</b>	<b>EK-Rendite</b>	<b>7 %</b>

Aufgrund des hohen Fremdkapitalanteils erzielen Banken trotz deutlich geringerem Kupon im Vergleich zu Kreditfonds eine wesentlich höhere Eigenkapitalrendite. In der vereinfachten Darstellung erzielt die Bank trotz des geringeren Kupons von 3 % eine Verzinsung für Ihre Gesellschafter von 23 % (Eigenkapitalrendite). Bei dem Kreditfonds stellt der Kupon von 7 % auch gleichzeitig die Eigenkapitalrendite der Investoren dar, da kein zusätzliches Fremdkapital genutzt wird.

Szenario 2: 10% Ausfallquote			
Bilanz			
Aktiva	in €	Passiva	in €
Credit Exposure	900	Eigenkapital	27 2,9 %
Kasse	27	Fremdkapital	900 97,1 %
Gewinn- und Verlustrechnung			
Erträge	27		
Aufwendungen	-100		
<b>Verlust</b>	<b>-73</b>		

Szenario 2: 10% Ausfallquote			
Bilanz			
Aktiva	in €	Passiva	in €
Credit Exposure	900	Eigenkapital	963 100 %
Kasse	63		
Gewinn- und Verlustrechnung			
Erträge	63		
Aufwendungen	-100		
<b>Verlust</b>	<b>-37</b>		

Der Ausfall von 10 % der bestehenden Kreditengagements einer Bank bewirkt, dass die EK-Quote von 10 % auf 2,9 % sinkt. Um die regulatorischen Mindestanforderungen wieder zu erfüllen, muss die Eigenkapitalquote wieder auf 10 % erhöht werden, was in der Regel durch eine Kapitalerhöhung (im Beispiel von 73 €) erfolgen müsste. In der Realität stellt diese Situation die Bank vor existentielle Probleme, denn sofern sich über den Markt keine Kapitalerhöhung durchführen lässt und kein Steuerzahler die nötige Eigenkapitallücke schließt, ist für die Bank kein anderer Weg als der Konkurs möglich. Bei einem Kreditfond hingegen wird der entstandene Verlust vollumfänglich vom Eigenkapital getragen. Die Anteilhaber des Kreditfonds müssen keine weiteren Finanzmittel nachschießen.

Abb. 1: Beispielrechnung Kreditvergabe Bank vs. Kreditfonds. Die vereinfachte Darstellung zeigt den Unterschied zwischen der Finanzierung aus ungehebelter (ohne Leverage) klassischen Bankenfinanzierung und der Kreditfonds.

Geschäftsbanken. Dabei entstehen neue Marktteilnehmer. Hierbei handelt es sich insbesondere um Kreditfonds (auch „Private Debt Fonds“ oder „Direct Lending Fonds“). Sie sind Teil eines robusten und nachhaltigen Systems von marktbasierter Finanzierung, die gemäß der Definition der Deutsche Bundesbank „bankähnliche Funktionen (insbesondere im Kreditvergabeprozess) wahrnehmen, aber keine Banken sind und somit nicht der Regulierung für Kreditinstitute unterliegen.“ Aufgrund der differierenden Regulierung im Vergleich zum klassischen Bankwesen verwendet nicht nur die Deutsche Bundesbank bei ihrer Definition bedauerlicherweise den negativ konnotierten Titel „Schattenbank“. Diese populäre Begrifflichkeit suggeriert fälschlicherweise eine Nähe zu illegalen Aktivitäten und erzeugt beim Leser intuitiv Unbehagen. Das Gegenteil ist jedoch der Fall, von daher soll im Folgenden die positive Rolle von Kreditfonds im Finanzsystem und für die Gesamtwirtschaft aufgezeigt werden.

Bei Kreditfonds handelt es sich in der Regel um sogenannte geschlossene Fonds, die von professionellen Vermögensverwaltungsgesellschaften initiiert werden. Diese Fonds sind nicht unreguliert, sondern unterstehen einer Vielzahl unterschiedlicher regulatorischer Regimes wie z. B. der Alternative Investment Fund Management Directive („AIFMD“). Darüber hinaus zeichnen sich Kreditfonds dadurch aus, dass sie im Gegensatz zu Banken keinen Zugang zur Liquidität einer Zentralbank oder zu Kreditgarantien des öffentlichen Sektors haben. Die initiiierenden Vermögensverwaltungsgesellschaften erhalten vielmehr während einer vorab bestimmten Periode von hauptsächlich institutionellen Investoren (Versicherungen, Pensionskassen, Stiftungen etc.) Kapitalzusagen. Diese Kapitalzusagen erfolgen in der Regel erst nach einer eingehenden Prüfung der jeweiligen Vermögensverwaltungsgesellschaft und deren Fonds durch die professionellen und erfahrenen Investoren. Sie treffen somit bei ihren Anlageentscheidungen dezidierte Rendite-Risiko-Abwägungen. Dann wird der Fonds „geschlossen“ – d. h. es können ab diesem Zeitpunkt keine neuen Anleger aufgenommen werden und bestehende Anleger dürfen nicht aussteigen. Das Kapital verbleibt solange beim Anleger, bis es für Investitionen/Kredite benötigt wird. Grundsätzlich verhalten sich die Investoren passiv und die konkreten Investitionsentscheidungen werden von der Vermögensverwaltungsgesellschaft im eigenen Ermessen getroffen. Der laufende Ertrag des Fonds aus Zinsen und Tilgungen wird kontinuierlich an die Investoren ausgeschüttet. Am Ende der zu Beginn definierten Laufzeit wird der Fonds strukturiert abgewickelt.

Neben dieser rein technischen Betrachtung stellt sich allerdings die Frage, ob von Kreditfonds auch eine vergleichbare gesamtwirtschaftliche Krise ausgelöst werden kann wie von Banken.

**I. Kreditfonds nutzen im Gegensatz zu Banken deutlich weniger und oft sogar kein Fremdkapital (Leverage) und tragen somit wesentlich zur Finanzmarktstabilität bei. Insbesondere in Zeiten einer Wirtschaftskrise mit höheren Ausfallquoten wird das Finanzsystem durch Kreditfonds entscheidend stabilisiert.**

Die Kreditvergabestruktur einer Bank stellt ein systemisches Risiko für das Finanzsystem dar. Eine Bank hinterlegt bei einer Kreditvergabe nur einen geringen Betrag durch ihr eigenes Kapital (z. B. 12 % Eigenkapital – siehe „Capital Requirements Regulation“ – Basel III). Anders formuliert nutzt eine Bank bei ihrer Kreditvergabe einen hohen Fremdkapitalanteil (z. B. 88 % des Risikoexposure), wobei es sich i. d. R. um Kundeneinlagen und Zentralbankgeld handelt. Der Sparer muss darauf hoffen, dass Banken ihr Geld sinnvoll weiterreichen. Durch ausgeklügelte Risikobewertungsmodelle mag das Risiko im Grundsatz sinnvoll beschränkt sein, doch auch diese Systeme sind lediglich anhand vergangener Krisen kalibriert, und wie die Finanzkrise der Jahre 2008/2009 gezeigt hat, nicht in der Lage gewisse Risiken wie z. B. Black Swan Events sowie deren Auswirkungen frühzeitig zu erkennen und zu bewerten. Durch die Vernetzung im Finanzsystem ist im Fall einer schweren Finanzkrise das Wirtschaftssystem gefährdet. Banken können in gewisser Hinsicht zu Recht als Blackbox bezeichnet werden, da Geldeinlage und Vergabe abgekoppelt sind. Wie in der Beispielrechnung auf Seite 19 aufgezeigt wird, kann eine Bank einerseits aufgrund des hohen Leverage und andererseits aufgrund ihrer relativ geringen Eigenkapitalausstattung schnell bei Kreditausfällen in eine Existenznot geraten und dazu gezwungen sein, auf staatliche Hilfe bzw. die des Steuerzahlers zurückgreifen zu müssen.

Kreditfonds tragen durch ihre Kapitalstruktur dazu bei, dass das Finanzsystem deutlich stabiler wird. Sie nutzen in der Regel kein zusätzliches Fremdkapital (Leverage), um die Rendite zu erhöhen, sondern bestehen lediglich aus dem von den Investoren einbezahlten Kapital (100 % Eigenkapital). Mit den verfügbaren Investorengeldern werden dann in Form von Fremdkapital, also Krediten, mittelständische Unternehmen finanziert. Falls ein Mittelständler nicht in der Lage ist das erhaltene Fremdkapital am Laufzeitende zurückzuführen, wird der entstandene Verlust zu 100 % von den Geldgebern des Fonds als Verlust im Eigenkapi-

tal verbucht. Da Kreditfonds i. d. R. kein bzw. sehr wenig Fremdkapital (Leverage) nutzen, ist durch den Verlust eines Kreditengagements nicht ein Zusammenbruch des gesamten Fonds bzw. eine negative volkswirtschaftliche Kettenreaktion die Folge. Außer den professionellen Investoren des Fonds ist in diesem Fall keine dritte Partei von dem Kreditausfall betroffen. Insbesondere der in diesem Kontext so oft genannte „Steuerzahler“ wird in solch einem Fall nicht betroffen sein. Hervorzuheben ist der Aspekt, dass die Anteilseigner des Fonds bei einer hundertprozentigen Eigenkapitalfinanzierung kein weiteres Geld nachschießen müssen, sondern lediglich auf die bestehenden Einlagen Abschreibungen vornehmen.

**II. Kreditfonds schließen die Lücke, welche von Banken aufgrund der gestiegenen regulatorischen Anforderung an die Kapitalunterlegung entstehen, und stellen somit insbesondere für die Realwirtschaft einen deutlichen Mehrwert dar.**

Aufgrund der gestiegenen Kernkapitalanforderungen durch Basel III können Banken viele Finanzierungen nicht mehr abbilden. Insbesondere Unternehmen in Sondersituationen oder mit volatilem Geschäftsmodell erhalten nur erschwert eine Bankfinanzierung. Banken fokussieren sich zunehmend auf Unternehmen mit höchstem Investmentgrade-Rating und konstanten Cashflows. Da insbesondere die deutsche Wirtschaft durch den Mittelstand geprägt ist und mittelständische Unternehmen oft über kein Best-Rating verfügen, ist die Kreditvergabemöglichkeit durch Banken in diesem Segment oft eingeschränkt. Zudem weisen Automobilzulieferer, Maschinenbauunternehmen oder auch andere Produktionsbetriebe oftmals eine hohe Volatilität in der Umsatz- und Margenentwicklung aus, was die Kreditvergabe zusätzlich erschwert. Kreditfonds können aufgrund ihrer deutlich stabileren eigenen Finanzierungssituation solche höheren Risiken finanzieren und flexible Finanzierungsstrukturen zur Verfügung stellen.

Zusammenfassend lässt sich erkennen, dass Kreditfonds ein stabilisierender Baustein im Finanzsystem sind. Bei-

Abb. 2: Eurozone – Kreditvergabeaktivitäten\*\*  
Die europäische Zentralbank steigerte in den letzten Jahren zwar die im Umlauf befindliche Geldmenge, jedoch scheint von diesem Geld nur wenig bei den eigentlichen Zielunternehmen anzukommen. Wie aus der Grafik ersichtlich ist, nahm die Kreditvergabe an Nicht-Finanzunternehmen innerhalb der letzten Jahre kontinuierlich ab.

\*\* Bundesministerium für Wirtschaft und Energie, 2016; „Future of the German Mittelstand“

Dr. Daniel C. Heine  
Managing Director Private Debt

Patrimonium Asset Management AG  
Route de la Chocolatière 21  
1026 Echandens/Lausanne  
Switzerland

Telefon +41 58 787 00 00  
E-Mail daniel.heine@patrimonium.ch



Knud Dippel  
Investment Manager

Patrimonium Asset Management AG  
Route de la Chocolatière 21  
1026 Echandens/Lausanne  
Switzerland

Telefon +41 58 787 00 00  
E-Mail knud.dippel@patrimonium.ch



spiele aus anderen Ländern wie den USA zeigen, dass alternative Financier zu einem wesentlichen Marktspieler in der Fremdfinanzierung werden müssen, um die gesamte Volkswirtschaft am Leben zu erhalten. Auch wenn sich die Bankenlandschaft verändert und die großen Institute wanken, spenden Kreditfonds Licht im Schatten der Banken.

