

---

Produktinformation: Thema des Monats Februar 2013

## Investitionen in Verbriefte Kredite

---

Volatilität und politische Faktoren dürften auch in 2013 die Anlegerstimmung in Atem halten. Entsprechend versuchen Investoren, auf verlässlichere Weise Erträge zu generieren. Die Anleihemärkte haben am stärksten von dieser Nachfrage profitiert. Aber die Renditen von Unternehmensanleihen und Staatsanleihen sinken derzeit immer weiter. Da gilt dann das bekannte Gesetz: Wer auf der Suche nach höheren Erträgen ist, muss die sicheren Häfen verlassen und die Chancen weiter draußen suchen. Einher geht dies selbstverständlich nur mit entsprechendem Risiko. Anlagen im spekulativen Anleihesegment deuten auf höhere Erträge hin, doch wie sind die Aussichten für diesen Markt und inwiefern ist 2013 mit steigenden Ausfällen zu rechnen?

Antworten auf diese Frage versucht die Analyse der demnächst geballt anstehenden Refinanzierungen zu geben. In den Boomjahren zwischen 2004 und 2007 waren Kredite für fremdfinanzierte Übernahmen leicht erhältlich. Getrieben von der starken Nachfrage der Banken stiegen die Emissionsvolumina exorbitant. Im Jahr 2007 erreichten sie mit etwa €111 Milliarden<sup>1</sup> ihren Höhepunkt, bevor die Kreditkrise dem Überschwang ein abruptes Ende setzte und Unternehmen für einige Zeit den Zugang zum Kapitalmarkt versagte. Das hat dazu geführt, dass 2014 und 2015 besonders viele Refinanzierungen anstehen. Zunächst befürchteten die Marktteilnehmer, dass dies zu stark steigenden Ausfällen führen würde, weil die während der Boomjahre begebenen Darlehen bei Fälligkeit nicht in ausreichender Menge refinanziert werden könnten. Tatsächlich aber wurden bei der Bewältigung dieser Fälligkeitenkonzentration große Fortschritte gemacht. Unternehmen konnten sich über den Kreditmarkt, die Emission von vorrangig besicherten Hochzinsanleihen und die Anpassung der Bedingungen ausstehender Darlehen im Sinne einer Verlängerung ihrer Fälligkeit refinanzieren, letzteres häufig zu dem Preis höherer Aufschläge auf ihre ausstehenden Kredite. Entsprechend wurde der Refinanzierungsbedarf in den Jahren 2014 und 2015 deutlich verringert und über einen längeren Zeitraum (zwischen 2014 und 2019) verteilt.

### Beschränkter Zugang zu Finanzierungen für schwächere Unternehmen

Die seit 2009 erhältlichen Finanzierungen zeichnen sich durch höhere Zinsaufschläge, geringeren Fremdkapitalanteil und höhere Sicherheitenanforderungen an die Finanzierungsnehmer aus. Daher sind diese Finanzierungen besser gegen Ausfallrisiken durch stagnierendes Wirtschaftswachstum geschützt, denn die neuen Verträge verlangen höhere Eigenkapitalanteile der Darlehensnehmer und eine geringere Fremdkapitalquote im Verhältnis zum Jahresgewinn. Allerdings hatten seit 2009 nur jene Unternehmen Zugang zu den Kapitalmärkten, die nachhaltige Geschäftspläne in defensiven Branchen sowie die Fähigkeit vorweisen konnten, ihre Schulden auch in einem schwächeren Wachstumsumfeld zu bedienen. Unternehmen, deren Erholung länger dauerte, die problematische Geschäftsmodelle haben oder zu klein sind, um Zugang zu den liquideren Segmenten des Kapitalmarktes zu erhalten, tun sich schwer darin, demnächst fällig werdende Kredite zu refinanzieren. Das zwischen 2014 und 2015 insgesamt zu refinanzierende Volumen ist zwar gesunken, das gilt aber auch für die durchschnittliche Kreditqualität jener Unternehmen, die in diesen Jahren Geld am Kapitalmarkt aufnehmen müssen. Entsprechend dürfte das wohl auch das klar umrissene Segment sein, in dem künftig mehr Insolvenzen und Ausfälle zu erwarten sind.

### Andere Investoren

Während das Fälligkeitenproblem entschärft wurde, hat sich auch die Zusammensetzung der Investoren verändert. Die Verbriefung von Kreditforderungen spielt heute eine geringere Rolle im Markt, da viele dieser Strukturen das Ende ihres Anlagezeitraums erreicht haben. Weil der europäische Markt für Verbriefte Kredite seit der Krise keine nennenswerten Neuemissionen mehr verzeichnet hat, wurden ältere Konstrukte nach Erreichen ihrer Fälligkeit nicht durch neue Emissionen ersetzt, und das Gesamtvolumen ist gesunken. Gleichzeitig ist wegen der strengerer Kapitalanforderungen die Bereitschaft der Banken gesunken, langfristig als Gläubiger von Unternehmen aufzutreten. Institutionelle Anleger sind heute die größten Anbieter von Refinanzierungen; sie engagieren sich ent-

weder über den Kreditmarkt oder erhöhen ihre Investitionen in europäische Hochzinsanleihen. Profitiert hat der Anleihemarkt daneben auch von den Privatanlegern, die über spezielle, den EU-Richtlinien entsprechende Fonds, deren Anlagevermögen in den vergangenen drei Jahren stark gestiegen sind, Geld in den Sektor investiert haben. Infolgedessen ist der europäische Markt für Hochzinsanleihen heute fast so groß wie der institutionelle Kreditmarkt<sup>1</sup>, während die ausstehenden Kredite die Finanzierung über den Anleihemarkt 2008 weit in den Schatten stellten.

## Die Aussichten

In dieser Situation haben Anleger 2013 unterschiedliche Chancen im spekulativen Anleihesegment. Vermutlich werden einige Investoren in Anleihen jener Unternehmen, die ihre 2014 und 2015 fälligen Finanzierungen noch nicht refinanzieren konnten, demnächst erste Positionen verkaufen, um ihre Bilanzen zu bereinigen. Das schafft Chancen für gut unterrichtete, auf die verschiedenen Arten von Problemkredite spezialisierten Vermögensverwalter, die Vermögenswerte von zum Verkauf gezwungenen Verkäufern deutlich unter ihrem fairen Wert erwerben können. Schließlich ist das Halten langfristiger Forderungen für die Banken wegen der zunehmenden Regulierung des Bankensektors weniger effizient, und so schrauben sie ihre Kreditvergabe an Unternehmen zurück. Damit sind diejenigen Unternehmen, die keinen Zugang zu den liquideren Kapitalmärkten haben, einer verlässlichen Finanzierungsquelle beraubt. Das schafft unseres Erachtens eine neue Chance für Anleger mit der Bereitschaft, weniger liquide Investments zu halten. Sie können diese Lücke in den nächsten Jahren füllen, indem sie direkt private Kredite an mittelständische Unternehmen in Europa vergeben.<sup>2</sup>

### Hintergrundinformationen:

Vorliegendes Dokument wurde durch die Meriten Investment Management GmbH, die der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) unterliegt, erstellt.

Es beinhaltet weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zu einem Angebot durch Personen oder in einer Rechtsordnung, nach deren Vorschriften ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung nicht rechtmäßig oder die entsprechende Person zur Abgabe eines solchen Angebotes oder einer solchen Aufforderung nicht ermächtigt wäre. Sie beinhaltet auch kein derartiges Angebot oder eine derartige Aufforderung gegenüber Personen, gegenüber welchen ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung nicht rechtmäßig abgegeben werden dürfte. Alle in diesem Dokument wiedergegebenen Einschätzungen und Meinungen spiegeln die Einschätzungen und Meinungen der Meriten Investment Management GmbH zum Zeitpunkt der Drucklegung wider. Die vorliegende Präsentation dient lediglich der Kundeninformation und stellt naturgemäß keine steuerliche Beratung dar. Wir empfehlen den Kunden, einen Vertreter der steuerberatenden Berufe aufzusuchen.

Die Angaben in diesem Dokument sind öffentlich zugänglichen Quellen entnommen, die wir für zuverlässig halten, doch können wir weder zusichern noch garantieren, dass die Informationen richtig, vollständig oder für alle Zwecke geeignet sind, und sie sollten nicht als Grundlage für Anlageentscheidungen genommen werden. Alle hierin enthaltenen Meinungen und Schätzungen, einschließlich der Renditeprognosen, beruhen auf Annahmen, die sich möglicherweise als nicht zutreffend herausstellen. Darüber hinaus können Anlagen auf internationalen Märkten durch eine Vielzahl von Faktoren beeinflusst werden, einschließlich politischer und sozialer Umstände, diplomatischer Beziehungen, Beschränkungen oder Entzug von Geldmitteln oder Vermögenswerten oder der Auferlegung (oder Änderung) von Devisenkontrollen oder Steuervorschriften auf diesen Märkten. Alle in diesem Dokument wiedergegebenen Meinungen oder Schätzungen spiegeln unsere Einschätzung zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wider und können sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Außerdem unterliegen Anlagen in einer anderen Währung Wechselkursänderungen, die sich auf den Wert, Preis oder die Rendite der Anlage negativ auswirken können. Die Meriten Investment Management GmbH oder mit ihr verbundene Unternehmen dürfen Kauf- oder Verkaufspositionen in den hierin genannten Wertpapieren oder damit verbundene Termingeschäfte oder Optionen halten, solche Wertpapiere kaufen oder verkaufen, sich als Marketmaker oder auf andere Weise in einem sonstigen Geschäft mit diesen Wertpapieren engagieren und Courtage oder andere Vergütungen dafür erhalten. Eine Wertentwicklung in der Vergangenheit darf nicht als Hinweis oder Garantie für die zukünftige Wertentwicklung angesehen werden, und es wird keine - ausdrückliche oder stillschweigende - Zusicherung oder Gewährleistung einer zukünftigen Wertentwicklung gegeben.

Dieses Dokument soll nur der Information derjenigen dienen, an die es ausgegeben wird. Die Meriten Investment Management GmbH übernimmt keine Haftung für Verluste oder Schäden jeglicher Art, die sich aus der Nutzung des gesamten Dokuments oder eines Teiles davon ergeben. Kein Teil dieses Dokuments darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung der Meriten Investment Management GmbH reproduziert oder weiter versandt werden. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.

Anlagen in Investmentfonds sollten auf Grundlage des derzeit gültigen Verkaufsprospekts erfolgen. Dieser kann zusammen mit dem aktuellen Jahres- und Halbjahresbericht sowie den wesentlichen Anlegerinformationen kostenlos bei der Meriten Investment Management GmbH, Elisabethstraße 65, 40217 Düsseldorf oder unter [www.meriten.de](http://www.meriten.de) bezogen werden.

Sollte der Fonds Anlagen in einer Währung tätigen, die nicht der Heimatwährung des Investors entspricht, kann der Anteilswert zusätzlichen Wechselkursschwankungen unterliegen. Der Wert der Anteile und der Ertrag daraus können sowohl fallen als auch steigen, und ein Investor erhält unter Umständen nicht den angelegten Betrag zurück.

Sollte die Meriten Investment Management GmbH Rabatte auf Verwaltungsvergütungen von Zielfonds oder anderen Vermögenswerten als Rückvergütung erhalten, so trägt sie dafür Sorge, dass diese dem Investor bzw. dem Fonds zugeführt werden. Erbringt die Meriten Investment Management GmbH Leistungen für ein Investmentprodukt einer dritten Gesellschaft, so erhält die Meriten Investment Management GmbH hierfür eine Vergütung von dieser Gesellschaft. Typische Leistungen sind das Investment Management für oder der Vertrieb von Fonds anderer Investmentgesellschaften. Üblicherweise berechnet sich die Vergütung als prozentualer Anteil an der Verwaltungsvergütung (bis zu 100%) des betreffenden Fonds bezogen auf das durch die Meriten Investment Management GmbH verwaltete oder vertriebene Fondsvolumen. Hieraus kann das Risiko einer nicht interessengerechten Beratung resultieren. Die Höhe der Verwaltungsvergütung kann dem Verkaufsprospekt des jeweiligen Fonds entnommen werden. Sie erhöht sich nicht durch die an die Meriten Investment Management GmbH gezahlten Entgelte. Eine direkte Belastung des Investors erfolgt nicht. Auf Anfrage werden wir Ihnen weitere Einzelheiten hierzu mitteilen.

Diese Mitteilung richtet sich nicht an Personen im Vereinigten Königreich und darf nicht deren Anlageentscheidungen zugrunde liegen. Darüber hinaus richtet sie sich nur an Personen mit Sitz in Staaten, in denen die betreffenden Fonds zum Vertrieb zugelassen sind oder in denen eine solche Zulassung nicht erforderlich ist. Die Anteile dieses Fonds sind insbesondere nicht gemäß dem US-Wertpapiergesetz (Securities Act) von 1933 in seiner aktuellen Fassung zugelassen und dürfen daher weder innerhalb der USA noch US-Bürgern oder in den USA ansässigen Personen zum Kauf angeboten oder verkauft werden.

Diese Publikation dient als Marketinginstrument. Die gesetzlichen Anforderungen zur Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen sind nicht eingehalten. Ein Verbot des Handelns der besprochenen Finanzprodukte vor der Veröffentlichung dieser Darstellung besteht nicht.

111/Q1/2013

<sup>1</sup> Credit Suisse Fixed Income Research, 2012 Leveraged Finance Outlook and 2011 Annual Review, 'Exhibit 194: Western European Institutional Leveraged Loan Market Size', 26. Januar 2012

<sup>2</sup> Alcentra Group Holdings Inc, 01/2012