

Bendel, Daniel; Demary, Markus; Haas, Heide

**Working Paper**

## Immobilienkreditfonds: Systemisches Risiko oder Ergänzung zur Bankfinanzierung?

IW Policy Paper, No. 10/2015

**Provided in Cooperation with:**

German Economic Institute (IW), Cologne

*Suggested Citation:* Bendel, Daniel; Demary, Markus; Haas, Heide (2015) : Immobilienkreditfonds: Systemisches Risiko oder Ergänzung zur Bankfinanzierung?, IW Policy Paper, No. 10/2015, Institut der deutschen Wirtschaft (IW), Köln

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/110447>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

# **Immobilienkreditfonds – Systemisches Risiko oder Ergänzung zur Bankfinanzierung?**

**Autor:** Daniel Bendel / Markus Demary / Heide Haas  
Kontakt Daten: Telefon: 0221 4981-881 / -732 / -742  
bendel@iwkoeln.de / demary@iwkoeln.de / haas@iwkoeln.de

## Zusammenfassung

Kreditfonds und insbesondere Immobilienkreditfonds haben in den letzten Jahren zunehmend an Bedeutung gewonnen. Dieser Trend beruht zum einen darauf, dass diese Fonds im aktuellen Niedrigzinsumfeld für Investoren attraktive und stabile Cash-Flows generieren können. Auch für Banken und Versicherungen sind sie interessante Anlageobjekte. Zusätzlich ermöglicht der Einsatz von Kreditfonds Banken, Kredite zu veräußern und somit Risiken zu steuern und regulatorisches Eigenkapital freizusetzen. Da sich der europäische Verbriefungsmarkt noch nicht ausreichend von der Globalen Finanzkrise aus dem Jahr 2008 erholt hat, stellen Kreditfonds zunehmend eine interessante Ergänzung dar. Vor dem Hintergrund, dass das europäische Bankensystem die kriseninduzierte Bilanzrezession noch nicht hinreichend überwunden hat und die Banken vor allem in den Peripherieländern nur zögerlich Kredite vergeben, können Kreditfonds jedoch auch zu Konkurrenten von Banken werden. Im Rahmen dieses Policy Papers werden deshalb (i) die Vorteile der direkten Kreditvergabe durch Fonds analysiert, (ii) die Implikationen für die Finanzstabilität, Wettbewerb und den Investorenschutz aus dem zunehmenden Wachstum der Fonds hergeleitet und bewertet sowie (iii) die direkten Risiken, die durch Kreditfonds entstehen könnten, analysiert und Regulierungsmaßnahmen diskutiert. Es zeigt sich, dass Fonds Banken bei der Kreditvergabe unterstützen können. Dies gilt für die Finanzierung und Teilfinanzierung von Segmenten, für die Banken sehr viel Eigenkapital aufwenden müssten. Kreditfonds sind aber anfällig für einen plötzlichen und unerwarteten Abzug der Einlagen. Aus diesem Grund ist es unerlässlich, sie als geschlossene Fonds aufzulegen. Der Investorenkreis sollte sich zudem auf Institutionelle Investoren konzentrieren, da Kreditfonds in illiquide Kredite investieren und sehr stark dem Kreditzyklus ausgesetzt sind.

## Inhalt:

1. Einleitung
2. Aktuelle Entwicklungen im Finanzsektor
3. Das zunehmende Wachstum der Kreditfonds
4. Implikationen für die Finanzmarktregulierung
  - a. Systemstabilität
  - b. Wettbewerb
  - c. Investorenschutz
  - d. Kreditversorgung
  - e. Regulierungsmaßnahmen
5. Fazit und Ausblick

JEL-Klassifikation: G21, G22, G23, G28

Keywords: *Alternative Investmentfonds, Finanzmarktregulierung, Investorenschutz, Kreditversorgung, Nicht-Banken, Systemstabilität, Wettbewerb*

## 1. Einleitung

Seit einigen Jahren haben Investmentfonds als Institutionelle Investoren an den internationalen Finanzmärkten an Bedeutung gewonnen. Während in der Globalen Finanzkrise im Jahr 2008 auch einige Fonds unter Druck gerieten, gewinnen sie nun in der Diskussion um die künftige Ausgestaltung der Staats-, Unternehmens- und Immobilienfinanzierung zunehmend an Bedeutung. Eine gesonderte Rolle spielen dabei Kreditfonds, die meist in bestehende Darlehensforderungen sowie Wertpapiere mit einem direkten Kreditbezug investieren. In der Vergangenheit galt für in der EU emittierte Fonds die Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities (UCITS, OAGW-Richtlinie), die eine direkte Kreditvergabe durch Fonds untersagte. Die Alternative Investment Fund Manager Directive (AIFMD), die seit dem 22. Juli 2013 für die Europäische Union gilt, verbietet Fonds die direkte Kreditvergabe hingegen nicht. Denn die AIFMD reguliert das Management der Fonds und nicht deren Zusammensetzung bzw. Strategien. Eine direkte Kreditvergabe kann aber von den nationalen Aufsichtsbehörden untersagt werden. Durch das Kreditwesengesetz (KWG) wird den in Deutschland aufgelegten Investmentfonds die Kreditvergabe grundsätzlich untersagt. Ausnahmen bestehen derzeit lediglich für Europäische Fonds für Soziales Unternehmertum (EuSEF) sowie für Europäische Risikokapitalfonds (EUVECA) (Deutsche Bundesbank, 2014). In anderen EU-Ländern können Fonds hingegen Kredite vergeben ohne eine Banklizenz erwerben zu müssen – beispielsweise auch an deutsche Unternehmen, sofern dies nicht durch die dortigen nationalen Aufsichtsbehörden untersagt ist. Im Unterschied zu Banken unterliegen Kreditfonds aber nicht nur einer anderen Regulierung, zudem sind sie keinem Einlagensicherungsfonds angeschlossen und sie haben keinen Zugang zur Zentralbankliquidität, wodurch sich ihre Refinanzierung anders gestaltet als die der Banken.

In den letzten Jahren ist der Bestand an Kreditfonds gewachsen. In Creditreform (2015) sehen die Autoren vier Trends, die zu einer zunehmenden Bedeutung der Kreditfonds führen können:

### 1. Regulatorische Anforderungen:

Kreditfonds bieten Banken die Möglichkeit, regulatorisches Kapital freizusetzen. Dies ist vor allem wegen der Umsetzung der neuen Mindestanforderungen an das Eigenkapital für Banken relevant, die in der Credit Requirements Directive IV (CRD IV) geregelt wurden. Zudem bietet sich die Auslagerung eines Kredits in einen Kreditfonds dann für Banken an, wenn der Kredit mit sehr viel Eigenkapital unterlegt werden muss. Dies gilt insbesondere für Immobilienkredite, Infrastrukturkredite, aber auch für die Schiffs- und Flugzeugfinanzierung (Véron, 2013).

2. Das Spannungsfeld zwischen Risikoaversion und Search for Yield:

Im aktuellen Niedrigzinsumfeld ist die Nachfrage nach risikoarmen, aber rentierlichen Investitionsobjekten hoch. Für Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds können Investitionen in Kreditfonds deshalb lohnend sein. Denn durch sie lassen sich, je nach dem eingegangenen Kreditrisiko, stabile und prognostizierbare Cash-Flows erzielen.

3. Ein hoher Bedarf an langfristiger Finanzierung:

Vor dem Hintergrund verschuldeter Staaten und Banken, die sich in einem Deleveraging Prozess befinden und, wie im Fall der Banken, höhere Eigenkapitalanforderungen umsetzen müssen, besteht das Potential für eine Finanzierungslücke, die durch andere Akteure geschlossen werden kann. Die EU sieht hier vor allem Bedarf bei der Infrastrukturfinanzierung und der Kreditvergabe an kleine und mittelständische Unternehmen (Europäische Kommission, 2015).

4. Der politische Wille:

In ihrem *Grünbuch zur langfristigen Finanzierung der europäischen Wirtschaft* sieht die Kommission vor dem Hintergrund des Deleveraging der Banken, einen Bedarf an Finanzierung für langfristige Investitionen, der durch einen höheren Anteil der direkten Kapitalmarktfinanzierung sowie durch ein stärkeres Engagement institutioneller Anleger anstatt über Banken erfüllt werden sollte (Europäische Kommission, 2013a, 3). Auch die Bestrebungen zum Aufbau einer europäischen Kapitalmarktunion streben eine verstärkte marktbasierende Finanzierung an (Europäische Kommission, 2015a).

Der Bestand an Kreditfonds ist aktuell noch überschaubar, aber auch stark wachsend. Creditreform (2015) hat 81 für Europa bislang aufgelegte Immobilienkreditfonds mit einem Zielvolumen von 31,9 Mrd. Euro ermittelt. Im Infrastrukturbereich wurden bis Mitte 2014 42 Fonds aufgelegt, deren Zielvolumen 12,6 Mrd. Euro entspricht. Die DZ Bank ermittelte 95 aktive Kreditfonds in Europa mit einem Zielvolumen von 48,3 Mrd. Euro (Möglich/Raebel, 2015).

Zu prüfen ist aber, inwieweit Kreditfonds langfristig zu Konkurrenten der Banken werden können, ob und welche Risiken von ihnen ausgehen, und ob und wie sie einen Beitrag zur Kreditversorgung der Realwirtschaft leisten können. So prüft beispielsweise die Central Bank of Ireland, ob sie die Untersagung der direkten Kreditvergabe aufheben soll (Central Bank of Ireland, 2015).

Als Prüfkriterien sieht sie

- Die Vorteile der direkten Kreditvergabe durch Fonds,
- Finanzstabilität und Investorenschutz,
- direkte Risiken, die durch Kreditfonds ausgehen könnten.

Vor dem Hintergrund der noch nicht überwundenen Bilanzrezession im Euroraum und den daraus resultierenden Finanzierungsgpässen in einigen Teilen des Euroraums sowie in Bezug zur weiteren Regulierungsvorhaben von Nicht-Banken und des sogenannten Schattenbankenwesens stellt sich eine ganze Reihe von Forschungsfragen:

- Können bestehende Finanzierungslücken, speziell in der Immobilienfinanzierung, durch Kreditfonds geschlossen werden?
- Entstehen Risiken für die Finanzstabilität durch die Kreditvergabe durch Investmentfonds?
- Wie müssen Immobilienkreditfonds reguliert werden, so dass sie bestehende Finanzierungslücken schließen können und Risiken für die Finanzstabilität vermieden werden?
- Treten Immobilienkreditfonds in einen Wettbewerb mit Banken und wodurch entstehen ihre Wettbewerbsvorteile?
- Können Kreditfonds eine sinnvolle Ergänzung für die Anlageentscheidung von Banken und Versicherungsgesellschaften sein?

Im folgenden Verlauf des Policy Papers werden diese Forschungsfragen analysiert und diskutiert.

## **2. Aktuelle Entwicklungen im Finanzsektor**

Mit der zunehmenden internationalen Verflechtung der Finanzmärkte und auch deren Akteure und den damit einhergehenden Risiken gingen innerhalb der letzten Jahre erhebliche regulatorische Änderungen ein. So hat sich auf globaler Ebene ein Konsens herausgebildet, dass Banken zukünftig mehr Eigenkapital halten müssen. Zudem hat sich gezeigt, dass es nicht ausreichend ist, wenn die Bankenaufsicht und auch die Bankenregulierung mikroprudenziell ausgerichtet ist, d. h. wenn sie nur die Solvenz der Einzelinstitute überwacht. Vielmehr müssen Aufsicht und Regulierung makroprudenziell ausgerichtet sein, d. h. die Stabilität des Finanzsystems als Ganzes in den Fokus nehmen. Teil der makroprudenziellen Aufsicht und Regulierung ist es auch, die Tätigkeiten der Nicht-Banken im Finanzsystem, dem sogenannten Schattenbankwesen, und dessen Vernetzungen mit dem Bankensystem zu überwachen und gegebenenfalls zu regulieren.

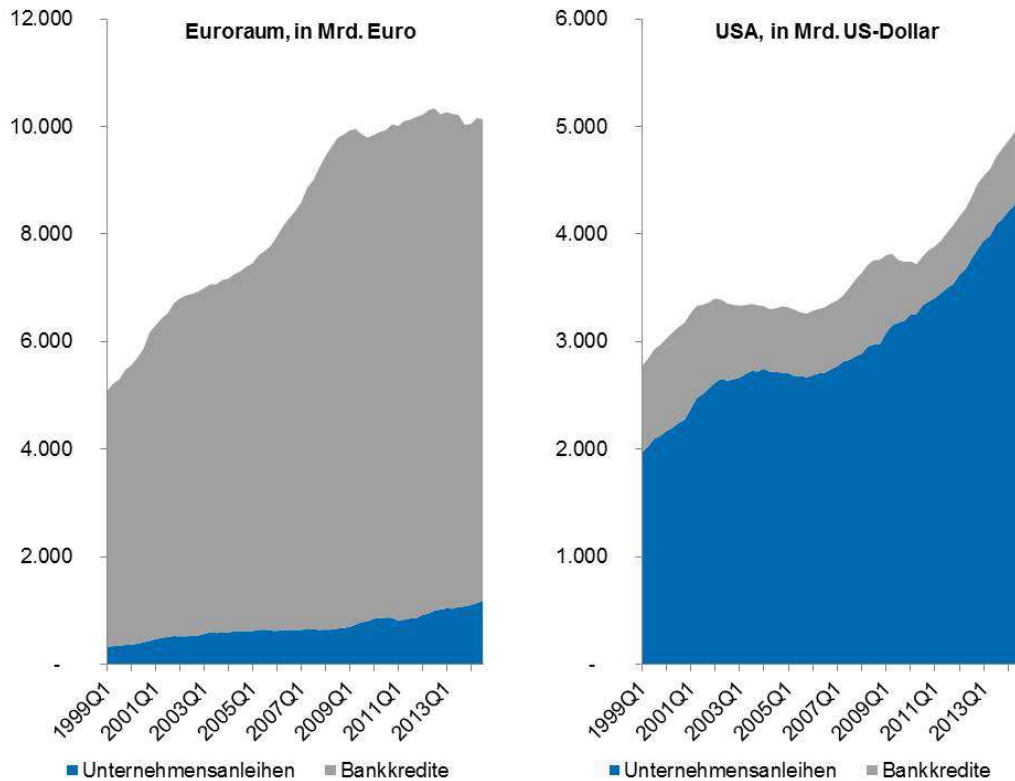
Auch das Finanzsystem im Euroraum ist immer noch in einem Prozess der Neuausrichtung. Dazu gehören die Anpassungen an die neuen regulatorischen Rahmenbedingungen für Banken wie die Umsetzung von Basel III durch die Capital Requirements Regulation (CRR) und der Capital Requirements Directive (CRD IV), die Anpassung an den neuen Aufsichtsmechanismus der Bankenunion (Single Supervisory Mechanism, SSM) durch die SSM-Verordnung. Diese betrifft aber nicht nur die großen, systemrelevanten Banken, sondern auch kleinere, national ausgerichtete Banken, die nach und nach auch in den Fokus des SSM geraten. Zudem wird sich die Refinanzierung einiger Banken durch die Bank Restructuring and Resolution Directive (BRRD) möglicherweise erhöhen, da die Banken ihre Fremdfinanzierung bezüglich der Bail-in-Fähigkeit der Instrumente anpassen müssen. Das Handelsgeschäft der Banken wird durch die European Market Infrastructure Regulation (EMIR) und die Markets in Financial Instruments Directive II (MiFID II) neu geregelt. Zusätzlich wird unter dem Titel Solvency II das Versicherungsaufsichtsrecht in Europa grundlegend reformiert, worunter auch neue regulatorische Anforderungen an das vorzuhaltende Solvenzkapital fallen. Entgegen den Bemühungen zur regulatorischen Harmonisierung im Finanzsystem besteht derzeit sowohl für die Kreditvergabe als auch für die Möglichkeiten der Refinanzierung je nach Anbietergruppen regulatorische Unterschiede (vgl. Hüther et al. 2015).

Trotz verschärfter Regulierungsbemühungen soll jedoch auch künftig das Angebot insbesondere langfristiger Finanzierungen nicht gefährdet werden. Im Rahmen der Förderungsvorhaben langfristiger Investitionen am 26. Juni 2013 wurde von der EU-Kommission eine neue Verordnung für spezialisierte Anlagefonds vorgeschlagen, die speziell zur langfristigen Finanzierung von Sachanlagen dienen sollen (Europäische Kommission, 2013b). Das Ziel besteht darin mit den sogenannten European Long-Term Investment Funds (ELTIF) die „Bereitstellung langlebiger Kapitalanlagen zur Finanzierung von Sachanlagen [...] und immateriellen Vermögenswerten“ (Europäische Kommission, 2013b, 2) zu gewährleisten. Gemäß den Änderungswünschen des EU-Parlaments sollen zudem nicht nur institutionelle, sondern auch private Investoren die Möglichkeit erhalten, in diese Fonds zu investieren. Neben Infrastrukturprojekten und börsennotierten Unternehmen umfasst das zugelassene Anlagenspektrum auch Immobilienanlagen.

Eine stärkere Rolle von Fonds in der Finanzierung ist für den Euroraum eher neu. Denn er ist traditionell durch ein bankbasiertes Finanzsystem geprägt. Im Gegensatz dazu ist das Finanzsystem der USA stärker marktbasierend. Dies zeigt sich am Beispiel der Unternehmensfinanzierung. Während im Euroraum rund 80 Prozent der Unternehmensfinanzierung durch Banken erfolgt und 20 Prozent über die Emission

von Anleihen, erfolgt in den USA 20 Prozent der Unternehmensfinanzierung über Banken und 80 Prozent über Anleihen (Abbildung 1).

**Abbildung 1:** Bank-basiertes und markt-basiertes Finanzierungssystem



Quelle: Europäische Zentralbank, Federal Reserve Bank of St. Louis

Einige Autoren nehmen an, dass die Finanzierung im Euroraum aufgrund der Dominanz der Banken anfälliger für Bankenkrisen ist als die Finanzierung in den USA (Anderson et al., 2015). Diese Argumentation wird auch von der Politik genutzt (Europäische Kommission, 2015b; Central Bank of Ireland, 2015). Die Globale Finanzkrise aus dem Jahr 2008 und die Banken- und Staatsschuldenkrise im Euroraum hatten verheerende Auswirkungen auf die Bilanzqualität der Banken, ihre Refinanzierungskosten sowie ihre Profitabilität. Gerade in den Peripherieländern des Euroraums liegt noch ein großer Teil an notleidenden Krediten in den Bilanzen der dortigen Banken (Demary, 2014). Der Bilanzbereinigungsprozess der Banken wird sich auch noch länger fortziehen. Zudem hatten die Banken in der Globalen Finanzkrise von 2008 und während des griechischen Schuldenschnitts hohe Abschreibungen auf ihr Eigenkapital erlitten. Einige große Banken des Euroraums haben sich immer noch nicht von diesen Verlusten erholt.

Das Bankensystem im Euroraum ist immer noch in einem Prozess der Krisenüberwindung. Dieser Prozess wird zudem durch die Umsetzung des neuen Aufsichtsrahmens durch die Übergabe der Bankenaufsicht an die EZB begleitet.



Durch die Ankündigung der EZB, im Herbst 2014 ein Comprehensive Assessment durchzuführen, mussten die Banken in kurzer Zeit ihre Bilanzen sanieren, um die Bilanzprüfung und den anschließenden Stresstest zu bestehen. Für den abschließenden Stresstest im Rahmen des Comprehensive Assessment mussten die Banken Tier-1-Quoten von 5,5 Prozent bzw. 8 Prozent der risikogewichteten Aktiva in Stressszenarien halten. Für die Anpassung ihrer Tier-1-Quoten blieben den Banken aber zwei Möglichkeiten: (i) sie konnten sich zusätzliches Eigenkapital am Markt oder durch einbehaltene Gewinne beschaffen, oder (ii) sie konnten ihre risikogewichteten Aktiva reduzieren bzw. ihre Aktivseite so umstrukturieren, dass sie Engagements mit hohen Risikogewichten zurückführen. Für viele Banken, gerade für die angeschlagenen Banken, war der zweite Weg einfacher. Dies deuten die Regressionsergebnisse in Tabelle 1 an.

**Tabelle 1:** Determinanten der Kreditentwicklung

Veränderungsrate der vergebenen Kredite von 2011 auf 2012, in Prozent

\*: statistisch signifikant auf einem Niveau von 5 Prozent, \*\*: statistisch signifikant auf einem Niveau von 1 Prozent

	Koeffizient	t-Statistik
Achsenabschnitt	7,130	1,859
Wachstum des Eigenkapitals	0,145**	3,566
Wachstum des Fremdkapitals	0,357**	5,198
Tier-1-Quote über 9 Prozent	-7,414*	-2,245
Anteil kurzfr. Verschuldung und Repos	-0,250*	-2,441
Gewinn im Jahr 2008	9,968**	3,606
Beobachtungen	79	
Bestimmtheitsmaß	0,660	
F-Statistik	28,322**	

Quelle: Bloomberg, Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Diese basieren auf Daten von 79 Großbanken unter der Aufsicht der EZB. Demnach haben die Banken ihre Kreditvergabe erhöht, die ihr Eigenkapital oder ihr Fremdkapital ausweiten konnten. Hierbei handelt es sich um Banken, die nicht so stark von den beiden Krisen betroffen waren oder sich schnell über Restrukturierungsmaßnahmen erholt haben. Hierbei waren aber nicht alle Banken erfolgreich. Die Banken, deren Eigenkapitalbeschaffung sich schwierig gestaltete, mussten ihre Kreditvergabe zurückfahren. Zudem zeigt sich, dass die einlagenstarken Banken ihre Kreditvergabe weniger zurückgefahren haben als die

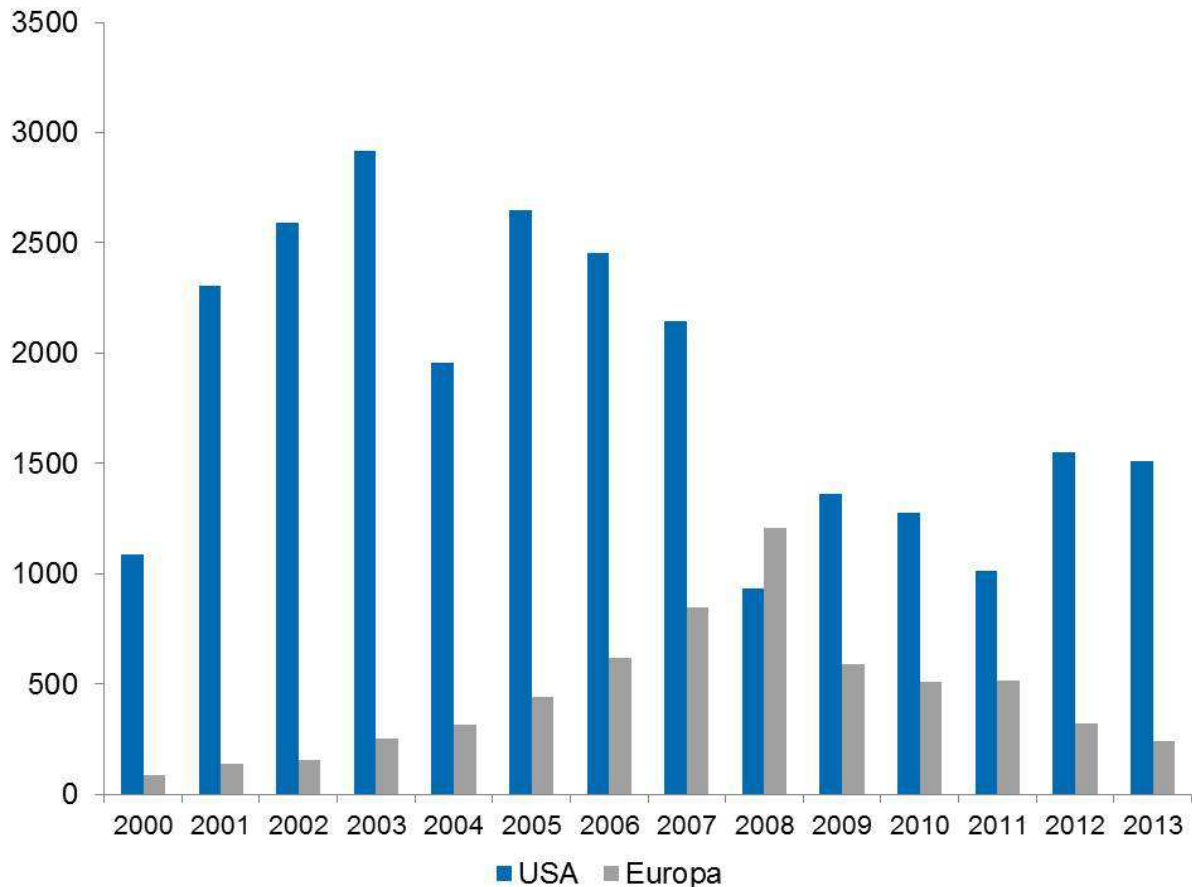
Banken, die sich verstärkt durch kurzfristige Interbankenkredite und Repo-Geschäfte refinanzieren. Kausal für dieses Ergebnis ist aber nicht notwendigerweise die kurzfristige Refinanzierung an sich, sondern dass Banken, die sich stark über Einlagen finanzieren, sich in einer ganzen Reihe von Charakteristika von Banken unterscheiden, die sich verstärkt über den Kapitalmarkt refinanzieren. Entscheidend ist aber das Ergebnis, dass Banken, die im Krisenjahr 2008 einen Verlust erlitten haben, zum Jahr 2012 ebenfalls ihre Kreditvergabe zurückgefahren haben. Dies zeigt, wie lange die Globale Finanzkrise aus dem Jahr 2008 noch nachwirkt. Schließlich haben, kontrolliert um all diese Faktoren Banken, die eine Tier-1-Ratio von über 9 Prozent im Jahr 2012, d. h. vor dem Stresstest, erreichen wollten, ebenfalls ihre Kreditvergabe zurückgefahren. Dies deutet darauf hin, dass hier ein Anpassungsprozess an die Bilanzprüfung und den Stresstest vorliegt.

Ebenfalls restriktiv auf die Bankkreditvergabe wirkt, dass es der Regulierungsrahmen CRD IV, die Umsetzung von Basel III in Europa, den Banken erlaubt, Staatsanleihen der Euroländer zu erwerben, ohne dafür regulatorisches Eigenkapital aufwenden zu müssen. Damit wird es für die Banken attraktiver, die Staaten zu finanzieren anstatt Kredite an die Realwirtschaft zu vergeben. Dieser Effekt deutet sich schon in den Daten an. Während die Kreditvergabe an Unternehmen in den letzten beiden Jahren um durchschnittlich 4,1 Prozent pro Jahr zurückgegangen ist, ist der Bestand an Staatsanleihen in den Bankbilanzen im gleichen Zeitraum um 8,4 Prozent pro Jahr gestiegen und damit sogar stärker gestiegen als in der Vergangenheit. Es ist zu erwarten, dass dieser Trend anhalten wird, denn eine Einführung einer regulatorischen Eigenkapitalunterlegung von Staatsanleihen ist trotz der Anfälligkeit von Banken gegenüber Insolvenzrisiken von Staaten eher unwahrscheinlich.

Zudem ist damit zu rechnen, dass die Einführung einer Leverage Ratio, d. h. einer nicht risiko-gewichteten Eigenkapitalquote, zu einer weiteren Verknappung von Krediten an Unternehmen, aber zu einer restriktiveren Hypotheken- und auch Kommunalfinanzierung führen wird. Es entsteht durch eine solche risikounabhängige Mengengrenzung für Banken der Anreiz, risikoarme und margenarme Geschäfte abzubauen und stattdessen risikoreichere und damit rentierlichere Geschäfte aufzubauen.

Ein weiterer Grund für eine stärkere Zurückhaltung der Banken in der Kreditvergabe ist, dass sich der Verbriefungsmarkt noch nicht von der Globalen Finanzkrise aus dem Jahr 2008 erholt hat. In der Vergangenheit haben die Banken durch Verbriefung regulatorisches Eigenkapital freigesetzt, das sie zur Kreditvergabe nutzen konnten. Im Vergleich zu den USA ist der Verbriefungsmarkt in Europa aber eher klein. Er ist im Vorfeld der Globalen Finanzkrise von 2008 stark angewachsen und fiel danach stark ab. Seitdem ist kein Anstieg mehr zu beobachten (Abbildung 2).

**Abbildung 2:** Verbriefungen in Europa und den USA  
Jährliche Emissionen, in Mrd. US-Dollar



Quelle: Nassr/Wehinger (2014)

Währenddessen ist aber der Bestand an Kreditfonds kontinuierlich gewachsen (siehe Kapitel 3). Zwischen Kreditfonds und forderungsbesicherten Wertpapieren bestehen aber zwei Unterschiede (Creditreform, 2015):

- Die Anzahl der Assets, in die ein Kreditfonds investiert, ist deutlich geringer als die in Asset-Backed Securities (ABS),
- Bei einem Kreditfonds findet keine Tranchierung statt, es gibt somit keine Zahlungsrangfolge. Von einem Forderungsausfall sind somit alle Investoren gleichermaßen betroffen.

Es kann somit durchaus sein, dass Fonds – sei es als Kooperationspartner von Banken oder auch ohne eine Kooperation mit einer Bank – sich stärker mit der Kreditvergabe engagieren und versuchen bestehende Finanzierungslücken zu schließen. Daher könnten sie in Zukunft eine größere Rolle in der Finanzierung spielen. Denn auch der Politik schein bewusst zu sein, dass die stärkere Regulierung der Banken deren Kreditvergabe einschränken wird.

Vor dem Hintergrund des Deleveragings der Banken im Euroraum und der darauf entstandenen Finanzierungsengpässe sind alternative Finanzierungsmöglichkeiten

nun in der Politik auf Interesse gestoßen. Dies zeigt folgende Aussage des damaligen EU-Kommissars Michel Barnier: *„I do not think that financial intermediation should be left entirely and solely in the hands of banks [...] Alternative financing is therefore necessary, but it is important that it is carried out in a solid and transparent framework.“* (Barnier, 2012). Auch die Bank of Ireland interpretiert die Auswirkungen der Finanzkrise als Schwachpunkt im europäischen Finanzsystem, das aus ihrer Sicht zu stark bankbasiert ist (Central Bank of Ireland, 2015). Zunehmend ist die Politik daran interessiert, alternative Finanzierungen zum klassischen Bankkredit zu erschließen, was auch die Bemühungen zum Aufbau einer Europäischen Kapitalmarktunion zeigen.

Das aufkommende Interesse der Politik ist auch als Reaktion auf die Erfahrungen aus der Globalen Finanzkrise aus dem Jahr 2008 und der Banken- und Staatsschuldenkrise im Euroraum zu sehen, die beide zu einer Kontraktion im Kreditangebot und einer noch immer nicht überwundenen Bilanzrezession geführt haben. Empirische Studien fassen die Krisenerfahrungen folgendermaßen zusammen (Central Bank of Ireland, 2015):

- Der Rückgang des Kreditangebots erklärt rund die Hälfte des Rückgangs des realen Bruttoinlandsprodukts im Euroraum und den USA (Gambetti/Musso, 2012).
- Der eingeschränkte Zugang der Banken zum Interbankenmarkt während der Anspannungen von 2007 bis 2009 hat zu einem signifikanten Rückgang der Kreditvergabe an Unternehmen geführt (Hempell/Sorensen, 2010).
- Banken reduzieren ihr Kreditangebot, wenn sich die Wirtschaft im Abschwung befindet und wenn es für sie teuer ist, neues Eigenkapital aufzunehmen (Hyun/Rhee, 2011).
- Dies ist vor allem für die Banken problematisch, die Gefahr laufen, ihre Mindestanforderungen an das Eigenkapital nicht zu erfüllen (Hyun/Rhee, 2011).
- Von der Krise betroffene Banken haben ihr Kreditangebot stärker zurückgefahren als Banken, die weniger von der Krise betroffen waren (Chava/Purnanandam, 2011).
- Unternehmen, die ausschließlich auf Bankkredite angewiesen sind, waren stärker durch die Finanzkrise betroffen als Unternehmen, die alternative Finanzierungsmöglichkeiten hatten (Bofondi et al., 2013).

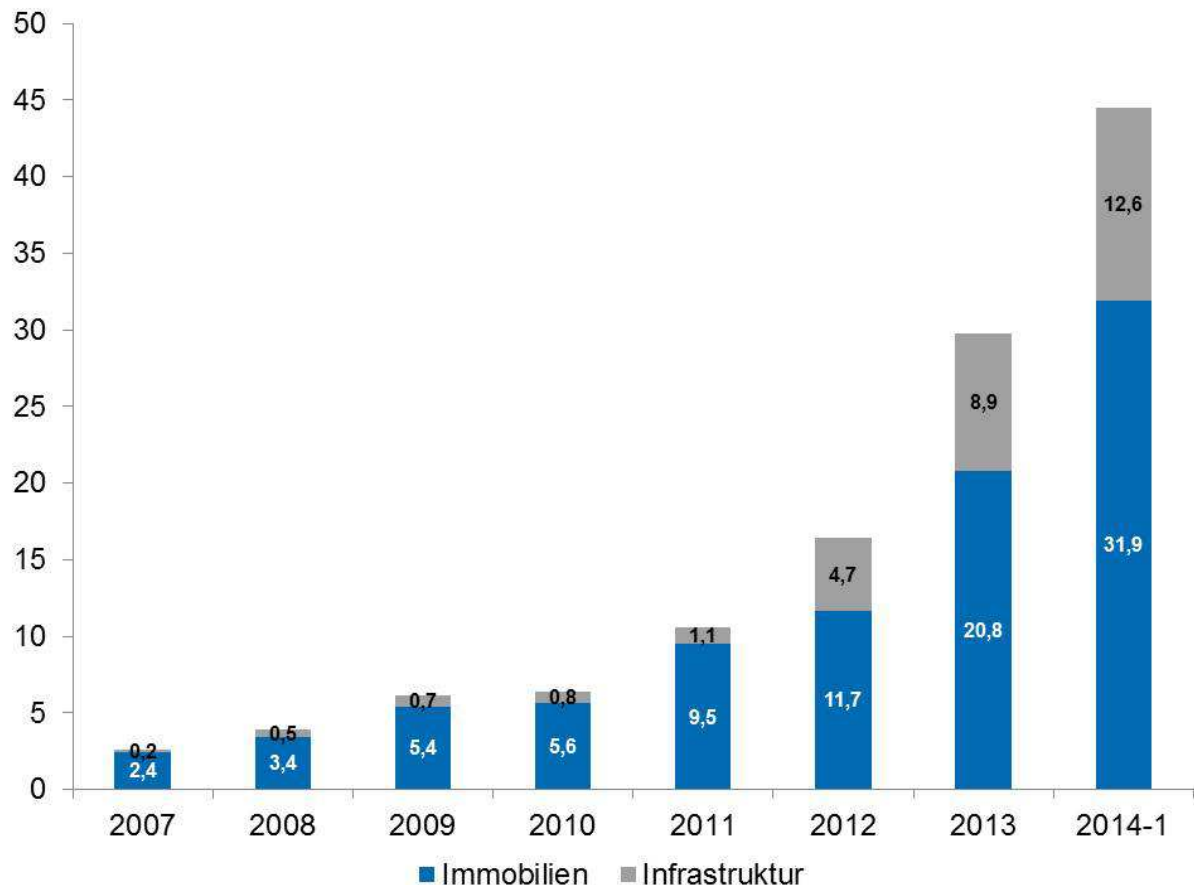
Véron (2013) weist darauf hin, dass das Deleveraging der Banken vor allem die Langfristfinanzierung, darunter die Infrastrukturfinanzierung und die Finanzierung von Schiffen und Flugzeugen betrifft. Ebenfalls betroffen ist die Finanzierung von Immobilien, die ebenfalls einen langfristigen Charakter hat. Im weiteren Verlauf dieses Policy Papers wird analysiert, ob Kreditfonds helfen können, diese Engpässe

in der Finanzierung zu beheben, ob und welche Risiken von ihnen ausgehen, ob sie gegenüber Banken über ungerechtfertigte Wettbewerbsvorteile verfügen und ob und wie sie reguliert werden können.

### 3. Das zunehmende Wachstum der Kreditfonds

Im Euroraum vergeben Banken traditionell einen hohen Anteil der Immobilienkredite. Nach Angaben von INREV sind dies zwischen 85 und 95 Prozent der Kredite. Laut Debenham Thouard Zadelhoff (DTZ) beträgt im Immobiliensektor die aus der aktuell schleppenden Kreditvergabe resultierende Finanzierungslücke eine Billionen Euro in den Jahren 2012 bis 2015 (DTZ, 2015).

**Abbildung 3:** Das zunehmende Wachstum der Kreditfonds Europa, in Milliarden Euro

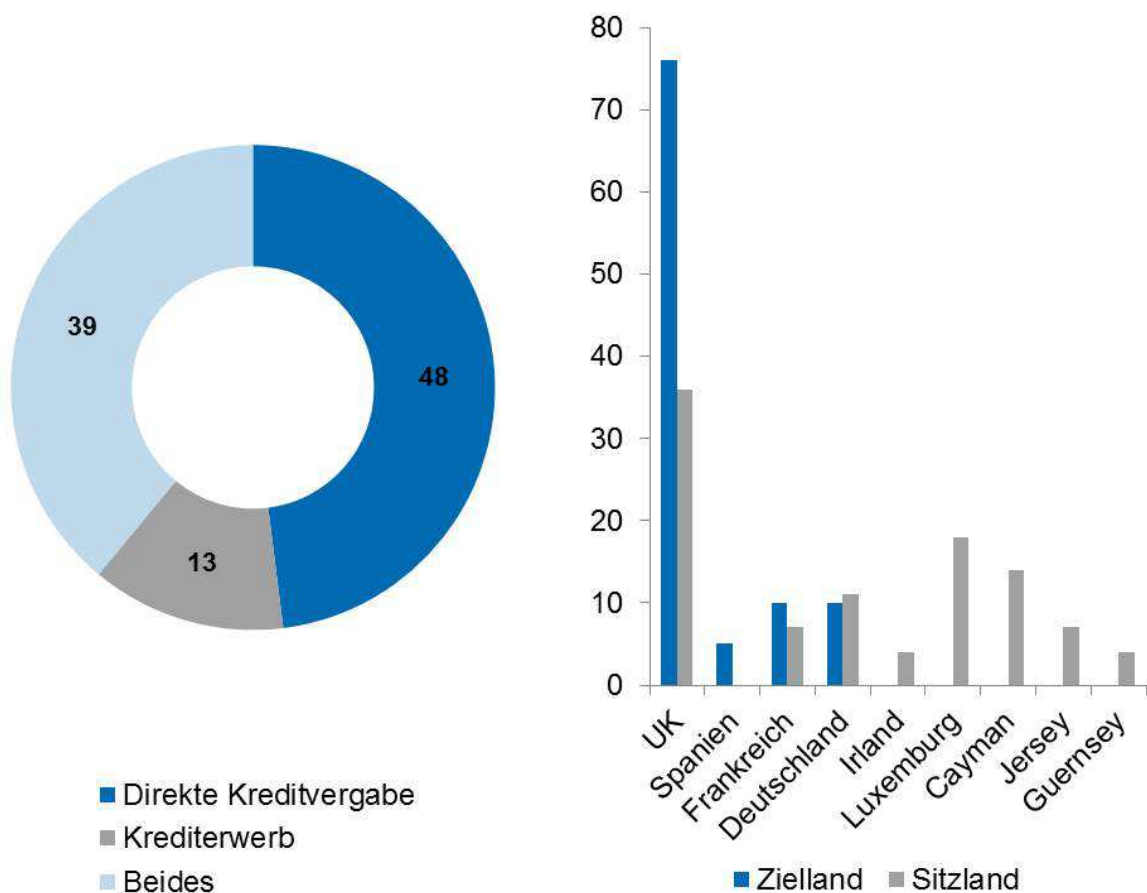


Quelle: Preqin, Creditreform (2015)

Dies eröffnet Chancen für alternative Kreditgeber. So wurden seit 2009 eine Reihe von Immobilienkreditfonds in Euroraum und UK gegründet. Dass die Fonds ein hohes Potential als alternative Finanzierungsquelle darstellen, kann man an den Zielgrößen für die jeweiligen Fondsvolumina erkennen. Sie liegen auf Basis von

INREV-Daten zwischen 40 Millionen und 11 Milliarden Euro. Jedoch soll die Laufzeit der Fonds im äußersten Fall nicht länger als bis zum Jahr 2025 sein. Dass Kreditfonds in Europa immer mehr an Attraktivität gewinnen, kann man auch an der Entwicklung des kumulierten Fondsvolumens erkennen. So stieg das Volumen der Immobilienkreditfonds von 2,4 Milliarden Euro im Jahr 2007 auf 31,9 Milliarden Euro im Jahr 2014. Ein Anstieg von mehr als 1200 Prozent (vgl. Abbildung 3). Nach Angaben der DZ Bank beträgt der Anteil der Kredite für Gewerbeimmobilien am Fondsvolumen der europäischen Kreditfonds 42 Prozent. Weitere 27 Prozent sind in Kredite an KMU investiert, 17 Prozent in Infrastrukturkredite. Die restlichen 14 Prozent umfassen sonstige, nicht näher spezifizierbare Kredite (Möglich/Raebel, 2015).

**Abbildung 4:** Strategien der Immobilienkreditfonds  
In Prozent der Immobilienkreditfonds, 2015



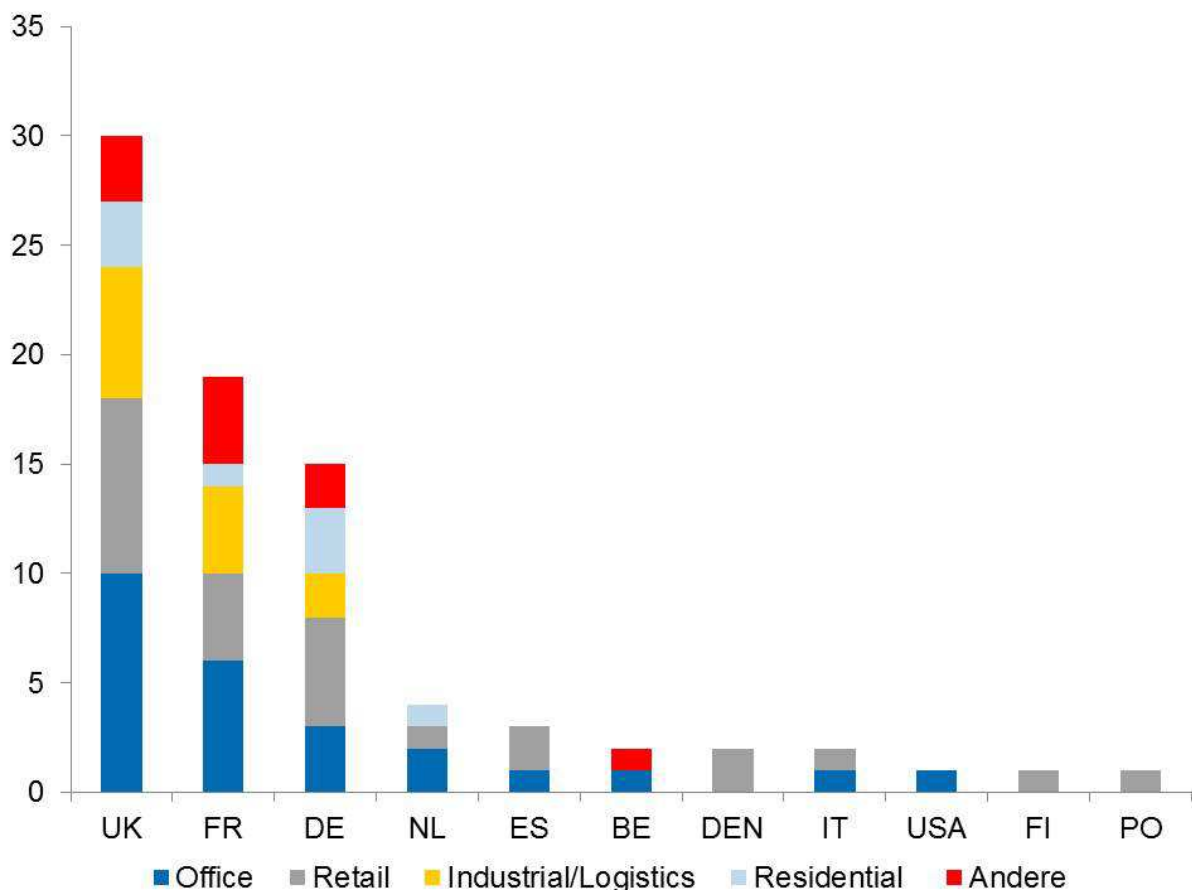
Quelle: INREV, IW Köln

Bei der Strategie der Kreditfonds dominiert vor allem die direkte Kreditvergabe. Dieser Strategie folgen 48 Prozent aller Kreditfonds. Weitere 13 Prozent erwerben Kredite, und 39 Prozent verwenden beide Strategien. Damit dringen Kreditfonds aktiv in das traditionelle Geschäftsfeld der Banken ein, sei es als Konkurrent der Banken

oder aber als Partner der Banken. Wobei die Präsenz der Kreditfonds doch deutliche regionale Unterschiede aufweisen, was auch darauf zurückzuführen ist, dass den Fonds die direkte Kreditvergabe nicht in allen europäischen Ländern erlaubt ist. So zeigt sich, dass besonders auf den dynamischen britischen Immobilienmarkt das Hauptaugenmerk der Kreditfonds mit Einzelländerstrategie liegt. So investieren 76 Prozent aller Kreditfonds nur in den Immobilienmarkt in UK. Insgesamt verfolgen 54 Prozent aller Fonds eine Einzellandstrategie.

Interessant ist auch, dass viele Kreditfonds ihren Unternehmenssitz nicht vorwiegend in den Ländern haben, in die sie investieren, sondern besonders häufig in steuerlich vorteilhaften Staaten. Insgesamt verteilen sich 47 Prozent aller Kreditfonds auf Staaten wie Luxemburg, Cayman Inseln, Jersey, Guernsey und Irland. Daraus lässt sich eine Tendenz der Steuervermeidung erkennen (Abbildung 4).

**Abbildung 5:** Zielländer und Sektoren der Immobilienkreditfonds  
Anzahl der Fonds, im Jahr 2015 aktive Fonds

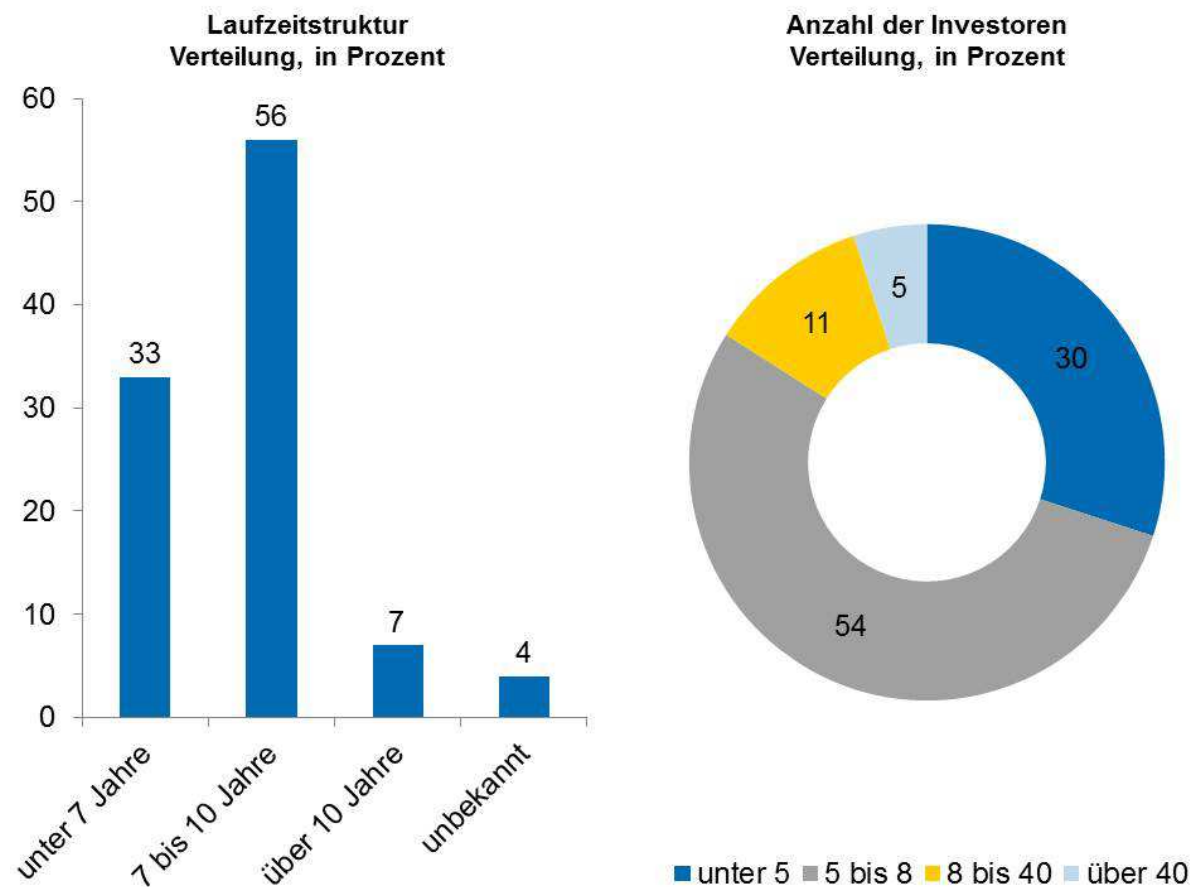


Quelle: INREV, IW Köln

Abbildung 5 zeigt die Sektoren, in die die Kreditfonds je nach Zielländern investieren. Es wird deutlich, dass Kreditfonds, die eine Multiländerstrategie verfolgen, besonders

aktiv in Großbritannien und mit ein wenig Abstand in Deutschland und Frankreich investieren. In diesen Ländern sind vor allem die Büroimmobilien und die Einzelhandelsimmobilien Ziel der Investitionen. In Großbritannien und Frankreich werden zudem verstärkt auch in industrielle Immobilien investiert. In den anderen Ländern konzentrieren sich die Kreditfonds besonders auf Einzelhandelsimmobilien. Die vorherrschende rechtliche Struktur in den Fonds bildet der geschlossene Fonds. So sind 87 Prozent aller Kreditfonds als geschlossener Fonds aufgelegt. Zudem haben 82 Prozent aller Fonds nur 5 bis 10 Investoren und bilden so eher exklusive Investitionsmöglichkeiten für die Immobilienfinanzierung eher kurze Zeiträume an. Denn entgegen den aktuellen Bemühungen der EU-Kommission zur Einführung der europäischen langfristigen Investmentfonds (ELTIF) haben 33 Prozent aller Fonds nur eine Laufzeit von unter 7 Jahren, 56 Prozent zwischen 7 und 10 Jahren und nur 7 Prozent von mehr als 10 Jahren (Abbildung 6). Aus den Daten von INREV zeigt sich, dass die Anzahl der Investoren in Kreditfonds überschaubar ist. Bei 30 Prozent der Fonds liegt die Anzahl der Investoren bei unter 5. Bei über der Hälfte der Fonds liegt sie bei 5 bis 8 Investoren.

**Abbildung 6:** Laufzeitstruktur und Investoren der Immobilienkreditfonds



Quelle: INREV, IW Köln



Das zunehmende Wachstum der Kreditfonds deutet aber darauf hin, dass diese in Zukunft an Bedeutung in der Finanzierung gewinnen könnten. Dies wirft aber auch die Frage auf, ob und welche Regulierungsmaßnahmen für Kreditfonds notwendig sein könnten.

#### 4. Implikationen für die Finanzmarktregulierung

Auf dem G20 Gipfel in Seoul im November 2010 hat das Financial Stability Board (FSB) eine Initiative gestartet, die Finanzintermediation durch Nicht-Banken stärker zu regulieren (FSB, 2011). Dabei sollen die folgenden Ziele verfolgt werden:

- Ein „Schattenbankensystem“ zu identifizieren und seine Rolle im und seine Risiken für das Finanzsystem zu klären
- Ansätze für eine Überwachung des Schattenbankensystems zu entwickeln
- Die Vorbereitung von Regulierungen, die systemische Risiken und regulatorische Arbitrage durch Schattenbanken adressieren.

Das FSB und die Europäische Kommission definieren Schattenbanken dabei als „System der Kreditvermittlung, an dem Unternehmen und Tätigkeiten außerhalb des regulären Bankensystems beteiligt sind“ (Europäische Kommission, 2012). Die Europäische Kommission rechnet dabei Investmentfonds, die Kredite zur Verfügung stellen und Finanzierungsgesellschaften, die Kredite oder Kreditgarantien bereitstellen, dem Schattenbankensektor zu (Europäische Kommission, 2012).

Kreditfonds, die in Europa als Alternative Investmentfonds gelten, fallen demnach unter die Definition der Schattenbanken von FSB und Europäischer Kommission. Im Folgenden wird analysiert, welche Auswirkungen Kreditfonds auf die Stabilität des Finanzsystems haben, welche Risiken von ihnen ausgehen, ob sie in Konkurrenz zu den Banken treten, und ob und wie sie zur Kreditversorgung beitragen können. Anschließend werden mögliche Regulierungsmaßnahmen auf ihre Notwendigkeit und Angemessenheit hin analysiert.

### 3.2 Systemstabilität

Ob aus dem zunehmenden Wachstum der Kreditfonds, insbesondere Immobilienkreditfonds, Implikationen für die Systemstabilität resultieren, wird an dieser Stelle analysiert. Eine Analyse kann aufgrund der unzureichenden Datenverfügbarkeit nicht quantitativ, sondern nur qualitativ erfolgen.

Systemische Risiken können in zwei Dimensionen auftreten:

- Querschnittsdimension:

Systemische Risiken in der Querschnittsdimension würden entstehen, wenn Kreditfonds sehr stark mit dem Finanzsystem vernetzt sind. Diese Vernetzung muss nicht notwendigerweise aus ihrer Aktivseite resultieren. Letztlich sind die Kreditfonds aufgrund ihrer Konzentration auf einzelne Kreditsegmente und die geringe Anzahl an Krediten in ihrer Bilanz wahrscheinlich wenig stark mit dem übrigen Finanzsystem vernetzt. Eine Vernetzung kann aber über die Passivseite ihrer Bilanz erfolgen. Dies ist dann gegeben, wenn sich Kreditfonds stark bei einzelnen Banken verschulden oder auch, wenn enge Verbindungen zwischen Fonds und Versicherungsgesellschaften bestehen. Sollte der Fonds dann insolvent werden, konzentrieren sich seine Verluste auf einzelne Finanzmarktteilnehmer, die aber wiederum stark mit dem übrigen Finanzsystem vernetzt sein können. Letztlich ist aber nicht die starke Vernetzung des Kreditfonds mit dem Bankensystem oder aber mit den Versicherungsgesellschaften problematisch, sondern eine direkte Verbindung eines großen Kreditfonds mit einem systemrelevanten Institut. So könnte die Schieflage eines großen Fonds dann möglicherweise zu großen Verlusten bei einer systemrelevanten Bank führen und diese dann möglicherweise ebenfalls in Schieflage bringen. Diese Form der Vernetzung würde aber für eine Verminderung des Systemrisikos über den systemischen Eigenkapitalpuffer aus Basel III sprechen anstatt für eine direkte Regulierung von Kreditfonds. Für Versicherungsgesellschaften kann eine ähnliche Wirkung über eine stärkere Hinterlegung der Anlage mit Solvenzkapital erreicht werden.

- Zeitliche Dimension:

Systemrisiken in der zeitlichen Dimension entstehen durch den Kreditzyklus (Drehmann et al., 2012). Aufgrund der Tatsache, dass sich Kreditfonds auf die Anlageklasse Kredite konzentrieren, sind sie stark dem Kreditzyklus ausgesetzt. Während des Abschwungs des Kreditzyklus ist somit mit kumulierten Risiken bei den Kreditfonds zu rechnen, sofern diese an bonitätsschwache Kreditnehmer gewährt haben. Bezüglich dieser Dimension muss deshalb analysiert werden, ob eine Regulierung der Kreditfonds an sich notwendig ist oder aber ob eine Regulierung der Engagements von Banken und Versicherungen in Kreditfonds zielgerichteter wäre.

Auf Ebene der einzelnen Fonds, sind Kreditfonds den folgenden Risiken ausgesetzt (Central Bank of Ireland, 2013):

- Konzentrationsrisiko:

Dieses entsteht, wenn sich die Kreditvergabe eines Fonds auf einen zyklischen Sektor, wie die Bauwirtschaft, konzentriert. Damit besteht das Risiko, dass es in einem Abschwung des Kreditzyklus zu korrelierten Kreditausfällen im Fonds kommt. Diese Risiken können aber auch in der Aufbauphase des Fonds entstehen, weil dieser in dieser Phase noch nicht ausreichend diversifiziert ist. Das Konzentrationsrisiko fällt bei Kreditfonds stärker ins Gewicht als bei Banken, da letztere diversifizierte Kreditportfolios halten, während sich ein Fonds auf einzelne Segmente konzentrieren kann. Dem muss aber entgegengehalten werden, dass der Manager eines Fonds bei der Kreditvergabe an einen bestimmten Sektor auch seine spezialisierte Expertise über diesen Sektor einfließen lassen kann.
- Illiquiditätsrisiko:

Kreditfonds investieren in illiquide Kredite, die möglicherweise weder einen Marktpreis noch einen Modellpreis haben und somit zur Kategorie der Level-3-Assets gehören. Diese Assets sind für den Fonds extrem schwierig zu veräußern. Möglicherweise kann der Fonds diese in einer Stresssituation nur zu Fire-Sale-Preisen oder gar nicht veräußern. In Stresssituation kann der Kreditfonds geraten, sofern er sich nicht mehr am Markt refinanzieren kann und deshalb gezwungen ist, Assets zu veräußern. Banken, aber auch Fonds, werden anfällig für solche Stresssituationen, sofern sie hoch verschuldet sind und ihre Schulden sehr kurzfristig refinanzieren müssen (Brunnermeier et al., 2009). Ein ausreichender Bestand an hochliquiden Assets kann aber gegen das Illiquiditätsrisiko helfen, sofern diese nicht aufgrund von Fire-Sales an Wert verlieren, wie es nach der Insolvenz von Lehman Brothers der Fall war. Für Kreditfonds sind diese Stresssituationen insofern schwieriger als für Banken, da sich Kreditfonds nicht bei einer Zentralbank refinanzieren können.
- Risiko eines Runs:

Dieses entsteht, wenn die Investoren ihre Anteile frühzeitig kündigen können und wenn der Fonds so gestaltet ist, dass es zu einem Mismatch zwischen den Laufzeiten der Forderungen des Fonds und der Verbindlichkeiten des Fonds kommt. Dieses Risiko ist besonders hoch, wenn der Fonds nur wenige Investoren aufweist. Zudem besteht ein Risiko, dass es zu einem Abzug der Einlagen aufgrund sich-selbst-erfüllender Erwartungen kommen kann (Diamond / Dybvig, 1983). Vor dem Hintergrund, dass Kreditfonds in illiquide Kredite, möglicherweise Level-3-Assets, investieren, besteht ein Run-Risiko bei offenen Fonds. Dieses Risiko kann aber minimiert werden, indem der Fonds als geschlossener Fonds aufgesetzt wird.

- Leverage-Risiko:  
Das Leverage-Risiko kann auf zwei Arten relevant sein. Zum einen auf einer Going-Concern Basis und zum anderen auf einer Gone-Concern Basis. Eine hohe Verschuldung des Fonds ist auf der Going-Concern Basis insofern problematisch, wenn sich der Fonds sehr kurzfristig am Markt refinanzieren muss. In Stresssituationen kann ihm dann die Liquidität versagt werden. Sollte es dann zu einem Gone-Concern Fall kommen, so wird die Entschädigung der Eigenkapitalgeber bei einem hoch verschuldeten Fonds sehr unwahrscheinlich sein, da zuerst die Fremdkapitalgeber bedient werden müssen. Sollte sich der Fonds zudem stark in Level-3-Assets engagiert haben, wird eine Entschädigung noch schwieriger, da diese möglicherweise nur zu Fire-Sale-Preisen veräußert werden können. Dies spricht dafür, die Verschuldung der Kreditfonds zu beschränken. Die regulatorische Obergrenze ihrer Fremdkapitalquote liegt jedoch bereits bei 60 Prozent.
- Kreditzyklus:  
Der Kreditzyklus ist auch auf Ebene der einzelnen Fonds relevant. Vor dem Hintergrund, dass die Assets von Kreditfonds sich nur auf die Anlageklasse Kredite und möglicherweise auch im Hinblick auf spezielle Branchen konzentrieren, sind Kreditfonds einem Kreditzyklus ausgesetzt. Der Kreditzyklus hat eine längere Periodenlänge als der Konjunkturzyklus und ist aus diesem Grund schwerer zu prognostizieren (Drehmann et al., 2012). Häufig wird der Aufschwung eines Kreditzyklus mit einem Trend verwechselt und die Wahrscheinlichkeit für einen Abschwung unterschätzt. Die Abschwünge eines Kreditzyklus können zu konjunkturellen Abschwüngen führen, so dass eine so genannte Bilanzrezession entsteht, in der überschuldete Unternehmen und Haushalte ihre Kredite in einem wirtschaftlich schwierigen Umfeld abbauen müssen (Koo, 2011). Zudem führt deren Schuldenabbau zu einer weiteren Verschlechterung der konjunkturellen Situation. Es ist davon auszugehen, dass auch Kreditfonds anfällig auf die Schwankungen des Kreditzyklus reagieren werden. Dies ist vor allem dann der Fall, wenn diese durch lange Laufzeiten geprägt sind. Bei Banken sollte der antizyklische Eigenkapitalpuffer von Basel III die Risiken des Kreditzyklus abmildern. Ein solcher anti-zyklischer Eigenkapitalpuffer wäre auch für Kreditfonds eine Möglichkeit, um deren Anfälligkeit für den Kreditzyklus abzumildern. Dabei müsste der Fonds in der Aufschwungphase des Kreditzyklus Eigenkapital aufbauen, was in der Abschwungphase als Verlustpuffer genutzt werden kann. Ihre regulative Mindesteigenkapitalquote von 40 Prozent sollte aber für ausreichende Robustheit der Fonds sorgen, so dass ein zusätzlicher anti-zyklischer Eigenkapitalpuffer nicht mehr vonnöten ist.

Geringere Systemrisiken im Vergleich zu systemrelevanten Banken stellen systemrelevante Kreditfonds wegen ihrer besseren Abwickelbarkeit dar. Denn viele Banken sind „too-big-to-fail“, d. h. sie können im Fall einer Schieflage nicht vom Markt genommen werden, ohne dass immense Verluste für das gesamte Finanzsystem entstehen. Gemessen an ihrem Volumen sind Kreditfonds aber zurzeit noch weit entfernt davon „too-big-to-fail“ zu sein. Es besteht aber durchaus die Möglichkeit, dass auch Kreditfonds in Zukunft an Größe gewinnen werden. Fraglich ist auch, ob sie jemals die Größe einer systemrelevanten Bank erreichen können. Zudem können Kreditfonds über ihre Investorenseite in Zukunft stark mit Banken und Versicherungsgesellschaften vernetzt sein. Aktuell halten sich mögliche Verluste für das Finanzsystem im Fall der Schieflage eines Fonds aber dadurch in Grenzen, da nicht viele Investoren von einer möglichen Schieflage betroffen sein werden. Problematisch wäre dies nur, wenn es sich bei den betroffenen Investoren um systemrelevante Banken oder Versicherungsgesellschaften mit hohen Investitionssummen in dem betroffenen Fonds handelt. Das aus der Vernetzung entstehende Risiko ließe sich, beispielsweise im Falle der Banken, über den systemischen Eigenkapitalpuffer der Banken aus Basel III steuern und erfordert keine zusätzliche Regulierung der Kreditfonds. Dazu muss der systemische Eigenkapitalpuffer aber dahingehend erweitert werden, dass er auch die Vernetzung mit Kreditfonds berücksichtigt.

Die Abwickelbarkeit von Banken wird auch dadurch erschwert, dass diese neben ihrem Kreditbuch ein großes Handelsbuch halten (Liikanen et al., 2012). Gerade aus dem Handel entsteht eine starke Vernetzung mit dem Finanzsystem. Da Kreditfonds im Gegensatz zu Banken kein Handelsbuch aufweisen, sollten sie im Insolvenzfall einfacher als Banken abzuwickeln sein.

Letztlich stellt sich noch die Frage, ob Aufsichtslücken bestehen. Im Gegensatz zu Fonds besteht für Banken mittlerweile eine effektive grenzüberschreitende Aufsicht. Mit der Errichtung des Single Supervisory Mechanism (SSM) bei der Europäischen Zentralbank (EZB) besteht ein neuer Aufsichtsmechanismus, der den Defiziten der Vergangenheit entgegenwirkt. Daneben wurde auch die makroprudenzielle Aufsicht gestärkt, die nicht nur die Solvenz der Einzelinstitute überwacht, sondern die Stabilität des Finanzsystems als Ganzes. Die makroprudenzielle Aufsicht konzentriert ihr Aufsichtsmandat aber nicht mehr nur auf den Bankensektor, sondern nach und nach auf die Nicht-Banken. Bei den Kreditfonds deutet sich aber an, dass diese nicht ausreichend erfasst sind. Es könnte demnach sein, dass sich hier Risiken aufbauen, die nicht vom Radar der Aufsicht erfasst werden. Zumindest in Deutschland erfolgt ab dem Jahr 2015 aber eine Erfassung der Kreditfonds (Deutsche Bundesbank, 2014).

### 3.1 Wettbewerb

Neben den Fragen zur Systemstabilität wirft das zunehmende Wachstum der Kreditfonds auch die Frage auf, ob diese Wettbewerbsvorteile gegenüber Banken aufweisen. Wettbewerbsvorteile entstehen, wenn die Fonds weniger stark reguliert sind als Banken und wenn diese ihren Sitz in Niedrigsteuerländern haben.

Dass Fonds weniger stark reguliert als Banken sind, ist auch der Tatsache geschuldet, dass sich die Tätigkeit der Banken nicht nur auf die Kreditvergabe beschränkt, sondern auch an der Bereitstellung so genannter systemrelevanter Funktionen, wie beispielsweise dem Zahlungsverkehrssystem. Dies rechtfertigt, dass sie bezogen auf die eingegangenen Risiken gewissen Einschränkungen unterliegen. Die Anlageentscheidungen der Kreditfonds sind aber über AIFMD nicht näher reguliert. Damit können Kreditfonds in riskantere und höher rentierliche Segmente Kredite vergeben als Banken.

Steuerliche Vorteile von Fonds gegenüber Banken können entstehen, wenn diese in Niedrigsteuerländern angesiedelt sind. Vor dem Hintergrund, dass bei den Kreditfonds Zielland und Sitzland häufig nicht identisch sind, und einige Fonds als Sitzland Luxemburg, die Cayman Inseln, Jersey oder Guernsey aufweisen, ist ein steuerlicher Vorteil gegenüber Banken zu vermuten.

Im Gegensatz zu den Banken werden die Kreditfonds weniger stark beaufsichtigt, was ihnen ebenfalls Kostenvorteile beschert. Im Zuge des Aufbaus des SSM sind neue Aufsichtsanforderungen auf die Banken zugekommen. Diese müssen sich regelmäßig Stresstest unterziehen. Allein durch die regelmäßige Aufsicht und die Stresstests entstehen für die Banken Gebühren, die sich nach ihrer Bilanzgröße und ihrem Risiko bemessen (Europäische Union, 2014), die aber bei Fonds nicht anfallen. Auch im Bereich der Compliance-Kosten weisen die Kreditfonds einen Wettbewerbsvorteil gegenüber den Banken auf.

Es muss aber auch beachtet werden, dass Banken aber auch Wettbewerbsvorteile gegenüber Fonds aufweisen. Denn sie sind im Gegensatz zu Fonds einem Einlagensicherungsfonds angeschlossen. Damit besteht für sie die Möglichkeit, sich über versicherte Kundeneinlagen zu finanzieren. Zudem haben Banken Zugang zur Liquiditätsversorgung über die Zentralbank. Damit steht ihnen in Stresszeiten eine Form der Refinanzierung zur Verfügung zu der Fonds keinen Zugang haben.

Anders gestaltet es sich aber, wenn Kreditfonds von Banken genutzt werden, beispielsweise um Kreditrisiken auszulagern und regulatorisches Eigenkapital freizusetzen. So können Banken über eine Beteiligung an einem Fonds weiterhin indirekt ihre Kreditvergabe aufrechterhalten. Zwar fallen für eine Erst-Investition in Fonds im Grundsatz deutlich höhere regulatorische Kosten an, als dies bei einer direkten Kreditvergabe der Fall wäre. Ein entscheidendes weiteres Kriterium für das Engagement einer Bank in einem Kreditfonds wird daher darin bestehen, dass der

Fonds eine hinreichende Rendite erwirtschaftet, mit der die regulatorischen Kosten wieder gedeckt werden.

### 3.3 Investorenschutz

Zwischen dem Management eines Kreditfonds und seinen Anteilseignern bestehen Informationsasymmetrien. So kann der Fondsmanager das Ausfallrisiko der vergebenen und erworbenen Kredite besser einschätzen als dies die Anteilseigner können. Kreditfonds sind möglicherweise nur für institutionelle Investoren geeignet und weniger für Kleinanleger, da letztere über zu wenig Expertise in der Einschätzung der eingegangenen Kreditrisiken verfügen. Mögliche Zahlungsausfälle in den einzelnen Krediten sind von den Investoren nur schwer bis gar nicht zu beurteilen. Ähnlich, wie beim Erwerb einer Anleihe, orientiert sich der Investor dann sehr stark am Rating des Fonds. Damit ist der Investor abhängig vom Urteil der Ratingagenturen, was die Einschätzung der Ausfallrisiken betrifft. Aufgrund der Informationsasymmetrien würde einiges dafür sprechen, dass Kleinanlegern der Erwerb von Fondsanteilen eines Kreditfonds untersagt werden sollte. Stattdessen sollte sich der Investorenkreis auf die Definition des Investorenkreises der Markets in Financial Instruments Directive II (MiFID II) reduzieren.

### 3.4 Kreditversorgung

Die Kreditvergabe der Banken ist stark durch die Capital Requirements Directive IV (CRD IV) reguliert. Die dort vorgegebenen Risikogewichte setzen den Banken Anreize für ihre Kreditengagements. So ist in CRD IV geregelt, dass Banken für Staatsanleihen der Euroländer kein regulatorisches Eigenkapital halten müssen, so dass Banken sich sehr stark in diese Papiere engagieren. Für die Vergabe von Immobilienkrediten oder Unternehmenskrediten müssen die Banken dagegen Eigenkapital aufwenden. Dies führte in den Jahren 2013 und 2015 mitunter auch dazu, dass die Banken ihre Bestände an Unternehmenskrediten um durchschnittlich 4,1 Prozent pro Jahr zurückführten, während ihre Bestände an Staatsanleihen im gleichen Zeitraum durchschnittlich um 8,4 Prozent pro Jahr stiegen.

Zusätzlich zum Rückgang des Kreditangebots weisen verschiedene Studien auf Finanzierungsengpässe in den Bereichen KMU in den Peripherieländern sowie bei der Immobilienfinanzierung, der Schiffs- und Flugzeugfinanzierung sowie der Infrastrukturfinanzierung hin (Véron, 2013). Kreditfonds können diese Lücken – speziell in der Immobilienfinanzierung und der Infrastrukturfinanzierung – möglicherweise schließen. Allerdings sind hierzu entweder große Kreditfonds notwendig oder viele kleinere Fonds mit hinreichend langer Laufzeit. Ob sich große

oder kleine Fonds langfristig etablieren werden, hängt von den Rahmenbedingungen ab:

- Große Fonds werden einer größeren Öffentlichkeit bekannt sein, so dass diese einen leichteren Zugang zu Kapital haben werden als kleinere Fonds. Ein großer Fonds steht aber in direkter Konkurrenz zu einer Bank, die über ein besser diversifiziertes Kreditportfolio verfügt und über mehr Erfahrung mit der Verwaltung großer Kreditportfolios. Zudem wird eine Bank mitunter von den Finanzmarktteilnehmern als weniger riskant als ein Fonds wahrgenommen, da ihre Einlagen versichert sind und sie Zugang zu Zentralbankliquidität hat.
- Möglicherweise entsteht aber auch eine Arbeitsteilung zwischen kleineren Kreditfonds, die als Zweckgesellschaften gegründet werden, und den Banken. Während Banken ein breit gestreutes Kreditportfolio halten, konzentrieren sich die Fonds auf einzelne Segmente, die für Banken aufgrund der Eigenkapitalregulierung unattraktiv sein werden. Damit würden Kreditfonds Kreditnehmern den Zugang zur Finanzierung erleichtern, die bei einer Bank nicht den passenden Kredit erhalten hätten. Möglicherweise ist es auch für eine Bank attraktiv, einen Kreditfonds aufzulegen, anstatt Kredite direkt an ein spezielles Segment zu vergeben. Dies würde dafür sprechen, dass eher kleinere Fonds aufgelegt werden, die zum Zwecke einer speziellen Finanzierung gebildet werden.

### 3.5 Regulierungsmaßnahmen

Die Central Bank of Ireland hat zur Regulierung der Kreditfonds die folgenden Instrumente vorgeschlagen, die hier auf die Notwendigkeit der Anwendung auf Kreditfonds geprüft werden sollen (Central Bank of Ireland, 2015):

- Restriktionen auf die Laufzeit der vergebenen Kredite:  
Ein Illiquiditätsrisiko entsteht dann, wenn der Fonds sich in sehr lang laufende Kredite engagiert und diese kurzfristig refinanzieren muss. Dies ist vor allem dann ein Problem, wenn der Fonds über eine hohe Fremdkapitalquote verfügt. Ein gewisses Laufzeiten-Mismatch gehört zum Kreditgeschäft dazu. Es ist aber bei Banken möglicherweise weniger stark ausgeprägt als bei einem Kreditfonds, da Banken größere Kreditportfolien halten und dadurch mehr Möglichkeiten haben, über die Laufzeiten zu diversifizieren. Dies gibt den Banken Flexibilität, denn sie können Kredite mit kürzeren Laufzeiten einfach nicht mehr verlängern, um ein Laufzeiten-Mismatch zu reduzieren. Durch eine



Restriktion auf die Laufzeit der Kredite könnte ein solches Mismatch bei Fonds reduziert werden. Die Laufzeitstruktur der bei INREV gelisteten Fonds deutet aber auf weniger lange Laufzeiten bei den meisten Kreditfonds hin. So weisen 43 Prozent der Kreditfonds eine Laufzeit von unter 7 Jahren auf. Weitere 53 Prozent weisen eine Laufzeit von 7 bis 10 Jahren auf. Eine Laufzeit von über 10 Jahren zeigt sich bei 7 Prozent der Fonds. Bei einem regulatorischen Eingriff über Restriktionen auf die Laufzeitstruktur muss aber zwischen den Stabilitätsrisiken, die aus einem Laufzeiten-Mismatch bei Kreditfonds ausgehen und deren Beitrag zur gesamtwirtschaftlichen Kreditversorgung abgewogen werden. Eine Restriktion auf die Laufzeit der vergebenen Kredite stellt mitunter einen sehr rigiden Rahmen für die Kreditvergabe. An dieser Stelle wäre es besser, die Risiken der Finanzierungsseite des Fonds zu regulieren. Diese entstehen, wenn der Fonds hoch verschuldet ist und sich sehr kurzfristig refinanziert. Die regulatorische Obergrenze für die Fremdfinanzierungsquote der Fonds liegt aber bereits bei 60 Prozent.

- Verschuldungsgrenzen:

Da Kreditfonds in illiquide Kredite investieren, sind sie einem Illiquiditätsrisiko ausgesetzt. Dieses steigt, sofern es sich bei den Krediten um sogenannte Level-3-Assets handelt. Dies sind Vermögenswerte für die weder ein Marktpreis noch ein Modellpreis besteht. Aber selbst wenn ein Marktpreis für die vergebenen Kredite existieren sollte, ist es fraglich, ob ein Kreditfonds einen Kredit leicht veräußern kann. Das Illiquiditätsrisiko steigt, wenn der Fond stark verschuldet ist und sich überwiegend kurzfristig refinanziert. Sollte sich der Fonds aber langfristig refinanzieren, so ist eine höhere Verschuldung weniger problematisch. Es spricht vieles dafür, dass der Fonds sich über einen hohen Anteil Eigenkapital finanzieren sollte. Die aktuelle Regulierung sieht hierfür eine Mindesteigenkapitalquote von 40 Prozent vor.

- Liquiditätspuffer:

Kreditfonds investieren in illiquide Kredite. Sollten sie sich sehr stark kurzfristig refinanzieren, dann laufen sie Gefahr, illiquide zu werden, wenn ihnen die Marktteilnehmer die Refinanzierung verwehren. Dieses Illiquiditätsrisiko kann durch den Aufbau von Liquiditätspuffern abgemildert werden, wie sie im Bereich der Bankenregulierung bereits eingeführt wurden. Allerdings haben die Liquiditätspuffer auch Auswirkungen auf die Kreditvergabe der Fonds. Denn die Mittel, die der Fonds in liquiden Aktiva vorhalten muss, können nicht für die langfristige Kreditvergabe aufgewendet werden. Dies spricht auch dem regulatorischen Ziel entgegen, die langfristige Kreditvergabe zu fördern. Durch

fehlende Liquiditätspuffer bei den Fonds haben Banken aber gegenüber den Fonds einen regulatorischen Nachteil. Denn auf deren Kreditvergabe wirkt sich die Liquiditätsregulierung sehr empfindlich aus. Um den Fonds mehr Cash-Flow zu verschaffen, könnte aber eine Regulierung so ausgestaltet werden, dass die Zinszahlungen an einen Kreditfonds nicht jährlich sondern quartalsweise oder monatsweise erfolgen müssen. Dies würde seine Liquidität erhöhen. Monatliche bzw. quartalsweise Zinszahlungen können aber für die Kreditnehmer unvorteilhaft sein.

- Grenzen auf die Konzentration der vergebenen Kredite:  
Kreditfonds werden möglicherweise keine breit gestreuten Kreditportfolios halten, so wie Banken dies tun. Die Auflage eines Kreditfonds ist vermutlich eher für die Kreditvergabe an spezielle Segmente vorteilhaft. Damit ist der Fonds einem Konzentrationsrisiko ausgesetzt. Dieses entsteht nicht nur dadurch, dass der Fonds sehr wenige Kredite in seinem Portfolio hält, sondern auch dadurch, dass darunter ein oder mehrere Großkredite enthalten sind. Sollte ein Großkredit ausfallgefährdet sein, dann würde dem Fonds die Insolvenz drohen. In der Bankenregulierung ist deshalb eine Großkreditbeschränkung vorgesehen. So darf eine Bank einem einzelnen Kreditgeber nur ein Volumen von maximal 25 Prozent ihres Eigenkapitals verleihen. Grenzen für die Konzentration müssen aber mit einer ausreichenden Kreditversorgung an spezielle Segmente abgewogen werden. Wenn es das regulatorische Ziel ist, die Kreditvergabe auch an spezielle Segmente zu fördern, dann sollte die Konzentration der vergebenen Kredite nicht oder nur kaum begrenzt werden. Besser wäre es, wenn der Fonds seine Anleger über die Konzentrationsrisiken informiert und dass diese in seinem Rating berücksichtigt werden, damit die Anleger eine informierte Anlageentscheidung treffen können. Konzentrationsrisiken würden sich dann in den Fremdkapitalkosten des Fonds widerspiegeln. Dem spricht aber entgegen, dass Informationsasymmetrien bestehen, die es den Fremdkapitalgebern erschweren, das Konzentrationsrisiko des Fonds zu ermitteln. Besser wäre es, dass die Eigenkapitalquote des Fonds höher ausfallen sollte, wenn dieser weniger diversifiziert ist. Alternativ könnte auch eine Mindestanforderung an die Kreditqualität für Großkredite gestellt werden oder aber eine Großkreditbeschränkung, wie bei Banken, eingeführt werden.
- Vorzeitiger Mittelabzug:  
Kreditfonds stehen potentiell vor dem Risiko des vorzeitigen Mittelabzugs durch die Investoren, sofern sie als offener Fonds aufgelegt sind und wenn sie nur wenige Investoren aufweisen. Sollte ein Investor dann seine Mittel

vorzeitig abziehen, dann könnten die anderen Investoren eine Illiquidität oder gar Insolvenz des Fonds befürchten. Dann besteht für sie der Anreiz, ebenfalls ihre Mittel aus dem Fonds abzuziehen. Ein Fonds kann dann aufgrund sich-selbst-erfüllender Erwartungen insolvent werden. Dieses Risiko ist höher als bei Banken, da deren Run-Risiko durch den Einlagensicherungsfonds reduziert wird (Diamond/Dybvig, 1983). Zwar haben die meisten Kreditfonds nur wenige Investoren, so dass dieses Risiko bestehen könnte, doch sind sie als geschlossene Fonds aufgelegt, so dass ein vorzeitiger Mittelabzug nicht möglich ist. Aufgrund der illiquiden Assets der Fonds ist es deshalb unabdingbar, Kreditfonds als geschlossene Fonds aufzulegen.

- Mindestanforderungen an das Eigenkapital:

Bei Banken können die Mindestanforderungen an das Eigenkapital durch ein mikroprudenzielles als auch durch ein makroprudenzielles Ziel gerechtfertigt werden. Das mikroprudenzielle Ziel legt die Mindestanforderungen so fest, um die Insolvenz einzelner Banken weniger wahrscheinlich zu machen. Hierhinter steht das Ziel des Einlegerschutzes und der Schonung des Einlagensicherungsfonds. Die regulatorische Mindesteigenkapitalquote bei Fonds liegt aber bereits bei 40 Prozent. Das mikroprudenzielle Ziel kann auch dadurch erreicht werden, indem Kleinanlegern Investitionen in Kreditfonds untersagt werden. Das makroprudenzielle Ziel ist hingegen die Robustheit des Finanzsystems als Ganzes. Dies ist gegeben, wenn Kreditfonds stark mit Banken vernetzt sind, so dass die externen Effekte für das Finanzsystem als Ganzes, die aus der Insolvenz eines Kreditfonds entstehen, gemindert werden können. So machen höhere Mindestanforderungen an das Eigenkapital eines Kreditfonds dessen Insolvenz weniger wahrscheinlich, so dass hierdurch auch negative Rückwirkungen auf das Finanzsystem vermieden werden. Rechtfertigen ließe sich hier ein systemischer Eigenkapitalpuffer, so wie Basel III ihn für Banken vorsieht und bei dem die Höhe der Eigenkapitalquote mit der Systemrelevanz steigt.

- Restriktionen auf das Fremdkapital:

Restriktionen auf das Fremdkapital machen dann Sinn, wenn Fonds in illiquide Assets investieren und gleichzeitig stark gehebelt sind und sich sehr kurzfristig refinanzieren müssen. Für den Fall, dass die Marktteilnehmer einem Fonds das Vertrauen entziehen und ihm die kurzfristige Refinanzierung versagen, läuft dieser in Gefahr, illiquide zu werden, da sich die Assets nicht schnell genug veräußern lassen. Dies wäre vor allem dann problematisch, wenn der Fonds in sogenannte Level-3-Assets investiert hat. Grundsätzlich kann einem Fonds eine Mindestanforderung an liquide Mittel gestellt werden. Zudem kann

die kurzfristige Refinanzierung des Fonds durch Anforderungen an eine längerfristige Refinanzierung eingeschränkt werden. Dies würde aber gleichzeitig seine Fähigkeit zur Kreditvergabe einschränken.

- Überwachung des Laufzeiten-Mismatches:  
Wie bereits im Abschnitt zuvor analysiert, ist eine Überwachung des Laufzeiten-Mismatches nur dann sinnvoll, wenn der Fonds stark gehebelt ist und sich überwiegend kurzfristig refinanziert. Ein gewisses Laufzeiten-Mismatch bei Kreditfonds macht aber auf der anderen Seite wieder Sinn. Denn im Gegensatz zu der Schieflage einer Bank sind bei der Schieflage eines Fonds keine Kundeneinlagen von Kleinanlegern und damit ein Einlagensicherungsfonds betroffen. Sofern rechtfertigen sich Restriktionen auf ein Laufzeiten-Mismatch weniger, sofern der Fonds für Kleinanleger nicht zugänglich ist.
- Überwachung der Vernetzung mit Banken und anderen Akteuren:  
Die Vernetzung von Banken untereinander und mit Schattenbanken ist eines der Schwachstellen des Finanzsystems, welche diese anfällig für Schocks macht. Dies ist vor allem der Fall, wenn ein stark vernetzter Akteur des Finanzsystems in Schieflage gerät. Dass dies nicht notwendigerweise eine Bank sein muss, zeigte die Schieflage des Hedge Fonds Long-Term Capital Management im Jahr 1998. Dieser musste von der Federal Reserve gestützt werden, um Verluste bei Banken zu vermeiden. Ob die Vernetzung von Banken mit Kreditfonds mit Daten abbildbar sein wird, ist aber zu bezweifeln. Einfacher wäre es daher, die Engagements von Banken mit Kreditfonds zu regulieren.
- Einschränkung des Investorenkreises:  
Aufgrund der Konzentrationsrisiken ist eine Investition in einem Kreditfonds eher für den erfahrenen Investor sinnvoll. Für Kleinanleger, die die Risiken des Kreditportfolios des Fonds nur unzureichend bewerten können, passen andere Investitionsobjekte mit einem anderen Rendite-Risiko-Profil besser. Eine Beschränkung des Investorenkreises auf professionelle Anleger nach der Definition von MiFID II scheint daher geboten.
- Anforderungen an das Risikomanagement:  
Das Risikomanagement von Banken ist über CRD IV geregelt. Sofern sich Fonds in der direkten Kreditvergabe engagieren, sollten hier vergleichbare Mindestanforderungen gelten. Diese sind geboten, da Fonds möglicherweise kein diversifiziertes Kreditportfolio halten werden, sondern konzentrierte

Kreditrisiken eingehen. Auch wenn es sich beim Investorenkreis nur um professionelle Anleger handelt, sind Mindestanforderungen geboten, da letztlich zwischen dem Management des Fonds und den Eigen- und Fremdkapitalgebern Probleme durch asymmetrisch verteilte Informationen entstehen können. Eine Erfahrung mit Collateralized Debt Obligations (CDOs) in der Krise 2008 war, dass diese aufgrund von asymmetrischer Information von den Anlegern nicht korrekt bewertet werden konnten. Eine ähnliche Informationsasymmetrie ist auch bei den Kreditfonds gegeben.

## 5. Fazit und Ausblick

Kreditfonds haben in den letzten Jahren zunehmend an Bedeutung gewonnen. Dieser Trend beruht u. a. darauf,

- dass Kreditfonds im aktuellen Niedrigzinsumfeld attraktive und stabile Cash-Flows generieren können, was sie für Banken und Versicherungen zu interessanten Anlageobjekten macht,
- dass der Einsatz eines Kreditfonds es Banken ermöglicht, Kredite zu veräußern, um so Risiken zu steuern und regulatorisches Eigenkapital freizusetzen. Dies ist auch vor dem Hintergrund zu sehen, dass Banken durch die Umsetzung von Basel III höhere Eigenkapitalanforderungen erfüllen müssen und
- dass sich der Verbriefungsmarkt in Europa noch nicht von der Finanzkrise erholt hat und Kreditfonds deshalb eine Ergänzung zur Verbriefung von Krediten darstellen.

Kreditfonds zählen aber nach den Definitionen des FSB und der Europäischen Kommission zum Schattenbankenwesen. Damit müssen aber nicht zwangsläufig systemische Risiken von ihnen ausgehen, für eine Analyse zum Beitrag der Kreditfonds zur Immobilienfinanzierung sind deshalb die folgenden Punkte geprüft worden:

- Die Vorteile der direkten Kreditvergabe durch Fonds:  
Viele Banken im Euroraum, vor allem in den in Peripherieländern haben die Folgen der Globalen Finanzkrise und der Banken- und Staatsschuldenkrise im Euroraum noch nicht überwunden. Zudem müssen die Banken ihre Geschäftsmodelle an ein neues regulatorisches Umfeld anpassen. Insbesondere müssen sie höhere qualitative und quantitative Anforderungen an ihr Eigenkapital erfüllen. Viele Banken setzten die höheren Eigenkapitalanforderungen dadurch um, dass sie ihre risiko-gewichteten Aktiva reduzierten. Dies resultierte in einer restriktiveren Kreditvergabe. Vor

dem Hintergrund, dass Banken nach einer Krise ihr Kreditangebot reduzieren, ist es aus gesamtwirtschaftlicher Sicht durchaus sinnvoll, wenn alternative Kreditgeber existieren. Für Banken bieten Kreditfonds aber auch Vorteile. Sie können Kredite an Kreditfonds verkaufen, um regulatorisches Eigenkapital freizusetzen. Zudem können Sie Risiken aus ihrer Bilanz auslagern, wenn sie eine Teilfinanzierung von einem Fonds übernehmen lassen oder Kredite an ihn verkaufen. Dies gilt vor allem für Kredite in besonders zyklischen Segmenten oder aber für so genannte Level-3-Assets.

- Finanzstabilität und Investorenschutz:  
Risiken für die Finanzstabilität würden dann entstehen, wenn Kreditfonds stark mit dem übrigen Finanzsystem oder aber mit einer großen und systemrelevanten Bank vernetzt sind. Sollte ein großer Fonds in Schieflage geraten, so würde er dann zu Verlusten bei Banken führen, die diese ebenfalls in Probleme führen kann. Dieses Problem entsteht bei einem sehr großen Fonds oder aber bei vielen kleinen Fonds, die alle korrelierte Anlageentscheidungen getroffen haben, d. h. in das gleiche zyklische Segment investiert haben. Eine Restriktion auf die Anlageentscheidung der Fonds würde aber die Vorteile der Kreditvergabe durch Fonds einschränken. Besser wäre es, die Engagements der Banken bei Kreditfonds zu regulieren. Dies könnte durch eine Berücksichtigung der Verflechtung von Banken mit Kreditfonds im systemischen Eigenkapitalpuffer aus Basel III geschehen. Beim Investorenschutz ist zu berücksichtigen, dass Kreditfonds keinem Einlagensicherungsfonds angeschlossen sind und keinen Zugang zu Zentralbankliquidität haben. Zudem weisen Kreditfonds ein Konzentrationsrisiko auf, sofern sie in wenige Kredite oder in Kredite eines speziellen Segments investieren. Diese Risiken sind für den Kleinanleger schwer einzuschätzen. Aus diesem Grund ist es sinnvoll, den Investorenkreis auf die Definition der MiFID II zu beschränken.
- Direkte Risiken, die durch Kreditfonds ausgehen könnten:  
Direkte Risiken gehen von einem Kreditfonds aus, sofern sie als offener Fonds gestaltet sind und nur wenige Investoren aufweisen. Dann würde die Gefahr bestehen, dass die Investoren ihre Einlagen abziehen könnten, was den Fonds in die Illiquidität führen kann. Dieser Effekt wird zudem dadurch verstärkt, da ein Einlagenabzug durch sich-selbst-erfüllende Erwartungen erfolgen kann. Dieses Risiko entsteht dadurch, dass der Fonds keinem Einlagensicherungsfonds angeschlossen ist (Diamond/Dybvig, 1983). Ist der Fonds zudem stark verschuldet und muss sich kurzfristig am Markt refinanzieren, besteht ein Run-Risiko dergestalt, dass dem Fonds die Liquidität von Seiten der Fremdkapitalgeber verweigert wird. Dies ist deshalb

problematisch, da der Fonds keinen Zugang zu Zentralbankliquidität aufweist. Aus diesem Grund ist es sinnvoll Kreditfonds als geschlossene Fonds zu begeben und ihre Verschuldung zu begrenzen. Die aktuelle Obergrenze von 60 Prozent scheint damit gerechtfertigt.

Es stellt sich an dieser Stelle aber die Frage, ob eine Anpassung des Regulierungsrahmens erforderlich scheint, um ein Level-Playing-Field in der Kreditvergabe zu erreichen. Eine stärkere Regulierung der Banken rechtfertigt sich zwar dadurch, dass diese an wichtigen Funktionen, wie dem reibungslosen Ablauf des Zahlungssystems, beteiligt sind. Doch sind diese auch aus diesem Grund einem Einlagensicherungsfonds angeschlossen und sie haben Zugang zur Liquidität der Zentralbank. Im Gegensatz zur Schieflage einer Bank sind bei der Schieflage eines Fonds keine solchen kritischen Funktionen betroffen, weshalb dieser weniger stark reguliert werden muss. Doch eine Erfahrung der Globalen Finanzkrise war, dass systemische Risiken sich unbemerkt aufbauen können, wenn die Finanzintermediation in den unregulierten und unbeaufsichtigten Bereich ausweicht. Einer solchen Entwicklung sollte durch regulatorische und aufsichtsrechtliche Maßnahmen entgegengewirkt werden.

Die von den Kreditfonds ausgehenden systemischen Risiken sind aufgrund der geringen Anzahl der Fonds aktuell wohl noch klein. Aus diesem Grund scheint ein regulatorisches Eingreifen aktuell noch nicht geboten. Die Aufsichtsbehörden sollten aber die Aktivitäten der Fonds und auch deren Vernetzung mit den Banken im Blick halten. Denn eine weitere Erfahrung der Globalen Finanzkrise war, dass ein ineffizientes Monitoring der Aufsichtsbehörden dazu führen kann, dass sich systemische Risiken unerkannt im Finanzsystem aufbauen. Vor dem Hintergrund der geringen systemischen Risiken stellen Kreditfonds damit eine sinnvolle Alternative zum Bankkredit dar. Denn Kreditfonds können Nischen bedienen, aus denen sich Banken zurückhalten, beispielsweise weil ein Engagement nicht zum Risikoprofil der Bank passt.

Hüther et al. (2015) sehen aber nur eine begrenzte Rolle der Kreditfonds in der Langfristfinanzierung. Diese resultiert unter anderem daraus, dass sich die Anleger möglicherweise nicht langfristig binden wollen. Dies ist an dem derzeit typischen Anlagehorizont von fünf bis maximal zehn Jahren erkennbar. Sie sehen aber eine komplementäre Funktion der Kreditfonds zur klassischen Finanzierung. Vor dem Hintergrund, dass Banken ihre risiko-gewichteten Aktiva zurückgefahren haben, um ihre Tier-1-Quoten zu erhöhen, entsteht für alternative Kreditgeber, wie Kreditfonds die Möglichkeit, Kreditnachfrage zu bedienen. Allerdings stellt sich die Frage, ob es sich bei der Reduzierung der risiko-gewichteten Aktiva der Banken nicht nur um einen Einmaleffekt handelt, der durch das Comprehensive Assessment der EZB im

Oktober 2014 induziert war. Eine Substitution des Bankkredits durch alternative Finanzierungsformen ist deshalb nicht zu erwarten.

Während Kreditfonds in Bezug auf Stabilitätsrisiken aktuell nur beobachtet werden sollten, stellt sich aber die Frage, ob es nicht notwendig ist, gleiche Wettbewerbsbedingungen zwischen Banken und Kreditfonds zu erreichen. Die Wettbewerbsvorteile der Fonds entstehen zum einen dadurch, dass diese in Niedrigsteuerländern angesiedelt sind und zum anderen aus ihrer geringeren Beaufsichtigung durch die Aufsichtsbehörden. Gerade für Banken sind die Aufsichtsanforderungen durch die neue Aufsichtsarchitektur der Europäischen Bankenunion gestiegen. So sind die Banken nicht nur in einem ständigen Dialog mit den nationalen Aufsichtsbehörden, sondern auch mit der EZB. Anders als Kreditfonds, müssen die Banken die Kosten der Beaufsichtigung tragen. Im Falle der direkt von der EZB beaufsichtigten Institute richtet sich die Aufsichtsgebühr nach den gesamten Aktiva und dem Gesamtrisikobeitrag des Instituts (Europäische Union, 2014). Die makroprudenzielle Aufsicht sollte deshalb auch die Kreditfonds und deren Verflechtungen mit dem Finanzsystem in ihr Monitoring aufnehmen. Zudem sollte der Möglichkeit einer regulatorischen Arbitrage möglichst früh entgegengewirkt werden.



## Literatur

**Anderson, Niki / Brooke, Martin / Hume, Michael / Kürtösiová, Miriam**, 2015, A European Capital Markets Union: Implications for Growth and Stability, Financial Stability Paper Nr. 33, Februar 2015, Bank of England

**Barnier, Michel**, 2012, Towards Better Regulation of the Shadow Banking System, [http://europa.eu/rapid/press-release\\_SPEECH-12-310\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-12-310_en.htm) [21.04.2015]

**Bofondi, M. / Carnipelli, L. / Sette, E.**, 2013, Credit Supply During a Sovereign Debt Crisis, Working Paper Nr. 909, Bank of Italy

**Brunnermeier, Markus / Crocket, Andrew / Goodhart, Charles / Persaud, Avinash D. / Shin, Hyun** (2009), The Fundamental Principles of Financial Regulation, Geneva Reports on the World Economy 11, International Center for Monetary and Banking Studies, Genf.

**Central Bank of Ireland**, 2013, Loan Origination by Investment Funds, Discussion Paper, July 2013, <http://www.centralbank.ie/regulation/poldocs/dispapers/Documents/Discussion%20Paper%20Loan%20Origination%20by%20Investment%20Funds.pdf> [21.04.2015]

**Chava, S. / Purnanandam, A.**, 2011, The Effect of Banking Crises on Bank-Dependent Borrowers, Journal of Financial Economics, Vol. 99, 116-135

**Creditreform**, 2014, Kreditfonds als alternative Anlageform, Financial Research, September 2014

**Demary, Markus**, 2014, IW-Bankenmonitor: Bringt die Bankenprüfung der Europäischen Zentralbank das Vertrauen in den Euroraum zurück?, IW-Trends 1/2014, [http://www.iwkoeln.de/\\_storage/asset/150280/storage/master/file/4290508/download/TR-1-2014-Demary.pdf](http://www.iwkoeln.de/_storage/asset/150280/storage/master/file/4290508/download/TR-1-2014-Demary.pdf) [21.04.2014]

**Diamond, Douglas W. / Dybvig, Philip H.**, 1983, Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity, Journal of Political Economy, Vol 91, Nr. 3, 401-419

**Deutsche Bundesbank**, 2014, Finanzstabilitätsbericht 2014, Frankfurt am Main, [https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Finanzstabilitaetsberichte/2014\\_finanzstabilitaetsbericht.html](https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Finanzstabilitaetsberichte/2014_finanzstabilitaetsbericht.html) [21.04.2015]

**Drehmann, Mathias / Borio, Claudio / Tsatsaronis, Kostas**, 2012, Characterising the Financial Cycle: Don't Lose Sight of the Medium Term!, BIS Working Papers No. 380, Bank for International Settlements, Basel, <http://www.bis.org/publ/work380.pdf> [21.04.2015]

**Europäische Kommission**, 2012, Grünbuch Schattenbankenwesen, COM(2012) 102 final, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/docs/shadow/green-paper\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/shadow/green-paper_de.pdf) [22.04.2015]

**Europäische Kommission**, 2013a, Grünbuch Langfristige Finanzierung der Europäischen Wirtschaft, COM(2013) 150 final, Brüssel, [http://ec.europa.eu/finance/general-policy/financing-growth/long-term/index\\_de.htm#maincontentSec3](http://ec.europa.eu/finance/general-policy/financing-growth/long-term/index_de.htm#maincontentSec3) [22.04.2015]

**Europäische Kommission**, 2013b, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über europäische langfristige Investmentfonds, Brüssel, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=CELEX:52013AE5189> [22.04.2015]

**Europäische Kommission**, 2015a, Grünbuch: Schaffung einer Kapitalmarktunion, COM(2015), 63 final, Brüssel, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=CELEX:52015DC0063> [22.04.2015]

**Europäische Kommission**, 2015b, Initial Reflections on the Obstacles to the Development of Deep and Integrated EU Capital Markets, Green Paper, SWD(2015) 13 final, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015SC0013&from=EN> [21.04.2015]

**Europäische Union**, 2014, Verordnung (EU) Nr. 1163/2014 der Europäischen Zentralbank vom 22. Oktober 2014 über Aufsichtsgebühren (EZB/2014/41), Amtsblatt der Europäischen Union, L 311/13, Brüssel

**FSB – Financial Stability Board**, 2011, Shadow Banking: Scoping the Issues, A Background Note of the Financial Stability Board, April 2011

**Gambetti, L. / Musso, A.**, 2012, Loan Supply Shocks and the Business Cycle, Working Paper, Nr. 1469, European Central Bank, Frankfurt am Main

**Hempell, H.S. / Sorensen, Kok C.**, 2010, The Impact of Supply Constraints on Bank Lending in the Euro Area Crisis Induced Crunching?, European Central Bank Working Paper, Nr. 1262, Frankfurt am Main

**Hüther**, Michael / **Voigtländer**, Michael / **Haas**, Heide / **Deschermeier**, Philipp, 2015, Die Bedeutung der Langfristfinanzierung durch Banken. Vorteile und zukünftige Herausforderungen, IW-Analysen, Nr. 101, Köln

**Hyun**, J.S. / **Rhee**, B.K., 2011, Bank Capital Regulation and Credit Supply, Journal of Banking and Finance, Vol. 35, Nr. 2, 323-330

**Koo**, Richard C., 2011, The World in Balance Sheet Recession: Causes, Cure, and Politics, Real-World Economics Review, Issue No. 58, 19-37, <http://www.paecon.net/PAERreview/issue58/Koo58.pdf> [21.04.2015]

**Liikanen**, Erkki et al., 2012, Hochrangige Expertengruppe für Strukturreformen im EU-Bankensektor, Schlussbericht, [http://ec.europa.eu/finance/bank/docs/high-level\\_expert\\_group/report\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/finance/bank/docs/high-level_expert_group/report_de.pdf) [22.04.2015]

**Möglich**, Ann-Kristin / **Raebel**, Ralf, 2015, Kreditfonds – ein Marktüberblick, DZ Bank AG

**Nassr**, Iota K. / **Wehinger**, Gert, 2014, „Non-bank Debt Financing für SME’s: The Role of Securitisation, Private Placements and Bonds, OECD Journal: Financial Market Trends 2014/1, <http://www.oecd.org/daf/fin/financial-markets/Non-bank-debt-financing-for-SMEs.pdf> [21.04.2015]

**Vérnon**, Nicolas, 2013, Bank Versus Non-Bank Credit in the United States, Europe and China, Bruegel Policy Contribution, Issue 2013/07, Juni 2013, <http://www.bruegel.org/download/parent/781-bank-versus-non-bank-credit-in-the-united-states-europe-and-china/file/1664-bank-versus-non-bank-credit-in-the-united-states-europe-and-china/> [21.04.2015]