

Private Equity und Basel III

Die größte globale Finanz- und Wirtschaftskrise seit Jahrzehnten hat schmerzlich vor Augen geführt wie viele dunkle Ecken und schwer auszuleuchtende Bereiche des Finanzsektors es gibt. Um ähnlichen Entwicklungen in der Zukunft vorzubeugen, sind einige bedeutende Reformschritte beschlossen worden, beispielsweise die als Basel III bekannten neuen Eigenkapital- und Liquiditätsvorschriften. Weitere wichtige Maßnahmen, unter anderem zur Überwachung des sogenannten Schattenbankensystems, wurden in Angriff genommen.

Von den neuen Regelwerken steht für Beteiligungskapitalgesellschaften zweifellos die europäische Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds im Fokus der Aufmerksamkeit. Sie wird voraussichtlich ab Mitte 2013 in der EU den regulatorischen Rahmen für alternative Investments bilden. Den Beteiligungskapitalgesellschaften werden hierdurch nicht nur neue Pflichten auferlegt werden, denn eine größere Transparenz und bessere Vertriebsmöglichkeiten bieten gerade auch für Private-Equity-Gesellschaften große Chancen.

Zur Bedeutung von Private Equity

Auf dem langen Weg in eine Nachkriegswelt, in der Eigenkapital und Fremdkapital stärker differenziert und – berechtigterweise – unterschiedlich wahrgenommen werden, muss man den volkswirtschaftlichen Nutzen von Private Equity sicherlich nicht gesondert betonen. Die positive Rolle von Beteiligungskapital als eine Form von Eigenkapital ist augenfällig. Beteiligungskapital kann in allen Phasen des Lebenszyklus eines Unternehmens bereitgestellt werden, von Venture Capital über die Wachstumsfinanzierung bis hin zu Buy-outs. In Deutschland profitieren vor allem

die vielen kleinen und mittelgroßen Unternehmen, die das Rückgrat der hiesigen Wirtschaft darstellen, von der Bereitstellung von Eigenkapital durch die Branche. Länder mit einem höheren Anteil von Private-Equity-Investitionen verfügen zudem im Durchschnitt über höhere Wachstumsraten.¹⁾ Für den deutschen Arbeitsmarkt ist Private Equity eine wichtige Größe: Ende 2010 waren laut BVK-Statistik rund 1,2 Millionen Arbeitnehmer in den deutschen Portfoliounternehmen beschäftigt, in die Beteiligungsgesellschaften investiert waren.²⁾

Wie für den Finanzsektor waren die letzten Jahre auch für Beteiligungskapitalgesell-

schaften nicht gerade rosig. Nachdem Investitionen von Private-Equity-Gesellschaften im Zuge der Krise stark zurückgegangen waren, zeichnet sich mittlerweile allerdings wieder eine Erholung ab. So stiegen in Deutschland die Neuinvestitionen von Beteiligungsgesellschaften im letzten Jahr um fast 60 Prozent gegenüber 2009 auf nun 4,4 Milliarden Euro. Das investierte Kapital deutscher Private-Equity-Gesellschaften summierte sich damit im vergangenen Jahr auf knapp 36 Milliarden Euro.

Mit einem Volumen von zirka 0,1 Prozent des deutschen BIP im Jahr 2009 spielen die Investitionen allerdings nach wie vor nur eine vergleichsweise geringe Rolle. Sie liegen zudem unter dem europäischen Durchschnitt von knapp 0,2 Prozent des BIP.³⁾ Dies zeigt gleichzeitig aber auch das große Wachstumspotenzial des hiesigen Marktes für Beteiligungskapital auf. Wachstum – ganz generell – bedarf aber immer eines stabilen Umfelds, und das führt direkt zur Reform des internationalen Finanzsystems.

Auf dem Weg zu einer neuen Regulierung

Es ist klar, dass alles Mögliche getan werden muss, um eine Wiederholung der uns seit mittlerweile vier Jahren in Atem haltenden globalen Finanz- und Wirtschaftskrise zu vermeiden. Die Reform des Ordnungs- und Regulierungsrahmens des internationalen Finanzsystems ist deshalb in vollem Gange; er ist zweifelsohne an entscheidenden Stellen auch bereits deutlich verbessert worden.

Ein zentraler Aspekt der laufenden Reformen ist neben mehr Transparenz die Erhöhung der Qualität und der Quantität des Eigenkapitals von Finanzinstituten. Die

Prof. Dr. Andreas Dombret, Mitglied des Vorstands, Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main

Während die Vorbereitungen auf die neuen Eigenkapital- und Liquiditätsvorschriften in der Finanzbranche längst angelaufen sind und die konkreten Vorschläge auch in einer interessierten Öffentlichkeit diskutiert werden, sind die Vorstellungen über andere Regularien wie die viel zitierte AIFM-Richtlinie oder gar die Behandlung des Schattenbankensystems noch vergleichsweise diffus. Mit Blick auf die relevanten Regulierungsinitiativen für die Kapitalbeteiligungsgesellschaften erläutert der Autor zunächst die volkswirtschaftliche Bedeutung von Private Equity, skizziert dann den aktuellen Stand der für diese Branche bedeutenden Finanzsektorreformen und widmet sich schließlich dem kontrovers diskutierten Thema „Schattenbankensystem“. Anhand der kürzlich vom Financial Stability Board erarbeiteten Definition erläutert er aktuelle Überlegungen zur Überwachung und Regulierung solcher bankähnlichen Geschäfte außerhalb des Bankensektors. (Red.)

neuen Eigenkapital- und Liquiditätsstandards für den Bankensektor wurden lange diskutiert; unter dem Namen Basel III werden sie in die Nachkrisen-Lehrbücher eingehen. Die neuen Regeln werden dafür sorgen, dass die Anforderungen an die Eigenkapitalausstattung – quantitativ und qualitativ – merklich steigen. Damit Finanzinstitute künftig über bessere Liquiditätspolster verfügen und auch in Phasen von Stress weniger anfällig sind, wurde zudem die erstmalige Einführung global gültiger Liquiditätsstandards beschlossen.

Die G20 haben sich auf dem Gipfel in Seoul im November letzten Jahres zur Umsetzung der neuen Standards verpflichtet. Jetzt kommt es darauf an, diese Selbstverpflichtung auch zu erfüllen und eine international konsistente Implementierung der Vereinbarungen sicherzustellen.

Eng mit Basel III verbunden ist ein weiteres Thema, das bereits in Angriff genommen wurde, nämlich der richtige Umgang mit systemrelevanten Finanzinstituten. Diese sogenannten Systemically Important Financial Institutions, oder kurz SIFIs, zeichnen sich dadurch aus, dass sie besonders groß, besonders komplex beziehungsweise besonders stark vernetzt sind oder aber spezifische Funktionen ausüben, die andere Marktteilnehmer nicht ohne Weiteres übernehmen können. Somit gilt die Insolvenz von SIFIs als praktisch nicht hinnehmbar.

Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems insgesamt gestärkt

Die G20 haben in Seoul bereits ein umfassendes Konzept des Financial Stability Boards zum Umgang mit SIFIs angenommen. Derzeit wird mit Hochdruck an der Konkretisierung der einzelnen Empfehlungen gearbeitet; bis spätestens zum nächsten G20-Gipfel im November in Cannes wird das endgültige Rahmenwerk vorliegen. Auch hier steht die quantitative Ausweitung des Eigenkapitals im Mittelpunkt, denn zentraler Bestandteil des FSB-Konzepts sind über die Basel III-Anforderungen noch deutlich hinausgehende systemische Eigenkapitalzuschläge für SIFIs. Diese Zuschläge können durch eine höhere Kernkapitalquote erfolgen, aber auch mittels bedingten Kapitals, also durch Fremdkapital, das im Falle einer Schieflage in Eigenkapital umgewandelt wird. Ein Beispiel hierfür sind insbesondere Pflichtwandel-

anleihen, die sogenannten Contingent Convertibles.

All dies sind wichtige Schritte auf dem Weg zur Erhöhung der Widerstandsfähigkeit einzelner Institute mittels mehr und qualitativ besserem Eigenkapital. Damit wird gleichzeitig auch die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems insgesamt gestärkt. Gleichzeitig dürfen die Regelungen jedoch nicht über das Ziel hinausschießen und unverhältnismäßig hohe gesamtwirtschaftliche Kosten verursachen. Dies ist aber auch nicht zu befürchten. So hat eine gemeinsame Arbeitsgruppe des Baseler Ausschusses und des FSB die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der vorgeschlagenen strikteren regulatorischen Standards während der Übergangszeit analysiert. Sie kam zu dem Ergebnis, dass der Übergang zu strengeren Eigenkapital- und Liquiditätsstandards sich zwar in leicht höheren Kapitalkosten niederschlägt, aber insgesamt nur geringfügig auf das Wirtschaftswachstum auswirken dürfte.⁴⁾

Es ist aber nicht von der Hand zu weisen, dass die Umsetzung von Basel III mit einem intensiveren Wettbewerb um Finanzmittel einhergehen wird. Damit das „Leverage“ im Bankensektor insgesamt sinkt, bedarf es sinnvollerweise generell mehr Eigenkapital. Gleichzeitig hat die Krise das Risikobewusstsein aller Marktteilnehmer geschärft. Obgleich eine erneute übertriebene „Suche nach Rendite“ auch künftig nicht generell auszuschließen sein wird, ist zunächst einmal von einer kritischeren Grundhaltung der Risikomanager auszugehen.

Der nächste Punkt hängt unmittelbar damit zusammen: Die Investoren werden ihr Risiko prinzipiell noch stärker streuen als bisher; Investitionen werden also breiter verteilt und insgesamt auch kleiner ausfallen. Schließlich ist die Blütezeit der sogenannten Covenant-Lite-Strukturen vorüber. Zusammengefasst heißt dies gerade für Private-Equity-Gesellschaften: mehr beteiligte Banken, kleinere Kreditvolumina und mehr Sicherheit – also keine volkswirtschaftlich völlig ungesunde neue Formel.

Die Reform des Finanzsystems wird also insgesamt zu strukturellen Änderungen führen, die nicht nur, aber ganz besonders auch Private-Equity-Gesellschaften betreffen werden. Hieraus entstehen – wie immer – Herausforderungen, gleichzeitig

aber auch Chancen. Im Folgenden wird der Fokus insbesondere auf die sich neu ergebenden Möglichkeiten im EU-Binnenmarkt gerichtet.

Zum Stand der Überlegungen für die Beteiligungskapitalbranche

Um es vorweg zu sagen: Die EU nimmt mit ihrer Regulierung alternativer Investments international eine Vorreiterrolle ein! Die europäische Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds ist mittlerweile verabschiedet und wird in der EU voraussichtlich ab Mitte 2013 den regulatorischen Rahmen für alternative Investments bilden. In den USA sind ebenfalls höhere Registrierungs- und Transparenzanforderungen an Private-Equity-Fonds vorgesehen – die genaue Ausgestaltung des in den USA verabschiedeten Dodd-Frank-Acts lässt in diesem Punkt allerdings noch auf sich warten. Meiner Einschätzung nach sind aus den USA in puncto Überwachung und Regulierung der Beteiligungskapitalbranche jedenfalls keine neuen wesentlichen Standards zu erwarten.

Die europäische AIFM-Richtlinie geht zwar deutlich über den Dodd-Frank-Act hinaus, aber auch nicht zu weit. Sie sieht zum einen allgemeine Anforderungen an alle Verwalter alternativer Investmentfonds vor. Diese Anforderungen umfassen Registrierungs- und Informationspflichten gegenüber den zuständigen Aufsichtsbehörden, Mindestkapitalanforderungen, Offenlegungspflichten gegenüber Anlegern sowie gezielte organisatorische und operative Vorgaben. Darüber hinaus gelten für die Verwalter von Private-Equity-Fonds besondere Informationspflichten, wenn in ein nicht-börsennotiertes Unternehmen investiert wird. Und nach einer Übernahme gibt es künftig ein zeitlich begrenztes Verbot des sogenannten Asset Stripping – eine Zerschlagung wird also erst nach einer „Sperrfrist“ möglich sein. Zur Förderung des EU-Binnenmarktes führt die AIFM-Richtlinie zudem einen EU-Pass für den europaweiten Vertrieb alternativer Investmentfonds an professionelle Investoren ein.

Einheitliche Rahmenanforderungen unverzichtbar

In einem gemeinsamen europäischen Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen sind einheitliche Rahmenanforderungen unver-

zichtbar, gleichzeitig sollten die Corporate Governance und der Investorenschutz verbessert werden. Zu all diesen Punkten leistet die AIFM-Richtlinie einen wichtigen Beitrag. Daraus erwachsen aber nicht nur Pflichten, sondern, wie bereits ausgeführt, gleichzeitig auch große Chancen. So verbessert die Einführung des EU-Passes die Vertriebsmöglichkeiten von Private-Equity-Fonds weiter. Auch dürfte die gestiegene Transparenz das Vertrauen der Anleger in die Kapitalbeteiligungsgesellschaften erhöhen. Damit könnte dann auch die bislang vielfach sehr emotional geführte öffentliche Debatte über Private Equity versachlicht werden.

Um es kurz zu fassen: Die AIFM-Richtlinie stellt einen wichtigen Beitrag zur Regulierung alternativer Investments in der EU dar. Der Nutzen der Richtlinie dürfte die Kosten der Regulierung für alle Beteiligten deutlich übersteigen. Die Branche der Kapitalbeteiligungsgesellschaften wird die Anpassungen an die neuen Regeln gut bewältigen und die sich ergebenden Chancen nutzen.

Über Basel III hinaus: Die Ausleuchtung des Schattenbankensystems

Obgleich die G20-Reformagenda zu weiten Teilen bereits erfolgreich abgearbeitet wurde, kann man das internationale Finanzsystem noch lange nicht mit dem transparenten Glashof vergleichen, in dem wir uns hier und heute befinden. Als „Wächter über Finanzstabilität“ gilt mein besonderes Augenmerk aber gerade den noch nicht ausgeleuchteten Bereichen des Finanzsektors: dem sogenannten Schattenbankensystem.

Zunächst, und ganz ausdrücklich, sei betont, dass bankähnliche Geschäfte außerhalb des Bankensektors nicht per se negativ zu bewerten sind – auch wenn dies die zwar gängige, aber irreführende Bezeichnung „Schattenbankensystem“ nahelegen mag. Es kann durchaus vorteilhaft sein, dass Aktivitäten nicht von Banken, sondern von spezialisierten Unternehmen durchgeführt oder Aktiva von Banken an diese ausgelagert werden – vorausgesetzt die Spezialisten beherrschen die damit verbundenen Risiken auch besser. Das Schattenbankensystem sollte daher keineswegs abfällig gesehen beziehungsweise kriminalisiert, seine Aktivitäten sollen auch nicht verboten werden.

Vielmehr geht es darum, dass die Finanzaufsicht hinreichend über sämtliche Aktivitäten informiert ist, von denen Risiken für die Stabilität des Finanzsystems ausgehen können. Nicht zuletzt wird eine striktere Regulierung von Banken diesen Anreiz setzen, Aktivitäten oder Aktiva in weniger regulierte Bereiche auszulagern. Dies darf nun nicht dazu führen, dass die Risiken aus dem Blickfeld der Aufsicht verschwinden.

Deshalb ist neben der Überwachung des regulierten Bankensystems auch eine Überwachung des Schattenbankensystems unabdingbar. An dieser Stelle möchte ich explizit für mehr Transparenz werben. Natürlich sind umfangreichere Berichtspflichten mit höheren Kosten verbunden; angesichts der vom Schattenbankensystem ausgehenden potenziellen systemischen Risiken erscheint ein solcher Preis aber mehr als gerechtfertigt.

Informatives Berichtswesen und aussagekräftige Statistiken

Insbesondere sind ein informatives Berichtswesen der beteiligten Akteure und aussagekräftige Statistiken notwendig. Bisher kann der Umfang nur näherungsweise mit Hilfe der volkswirtschaftlichen Finanzierungsrechnung bestimmt werden. Demnach entspräche der Umfang des Schattenbankensystems in Deutschland – Abgrenzungen sind hier naturgemäß schwierig, ich will es aber dennoch einmal vorsichtig und mit den üblichen Vorbehalten versuchen – rund 17 Prozent der Aktiva des Bankensektors. Hier sind allerdings Investmentfonds generell mitgerechnet; ohne diese beliefie die Zahl sich auf weniger als vier Prozent. In jedem Fall wäre sein Volumen deutlich geringer als in den USA, wo nach ersten Schätzungen der Fed New York das Schattenbankensystem größer ist als der Bankensektor selbst.

Auf Basis einer guten Überwachung kann auch die Angemessenheit von Regulierungsvorschriften besser überprüft werden. Die verantwortlichen Stellen werden sicherlich nicht in Aktionismus verfallen; Sinn und Zweck von Regulierung ist es eben nicht, Aktivitäten in einem Markt, sondern Risiken für die Stabilität des Finanzsystems einzudämmen. Dazu gehört auch, dass ein Unterlaufen der durch Basel III und die geplanten Vorschriften für SIFIs verschärften Bankenregulierung unterbunden wird. Es gilt, gleiche Aktivitäten und

gleiche Risiken auch vergleichbar zu regulieren. Von einer größeren Finanzstabilität profitieren schließlich alle Marktteilnehmer.

Welche Akteure stehen nun im Licht, welche im Schatten? Die Antwort auf diese Frage dürfte die Branche der Kapitalbeteiligungsgesellschaften besonders interessieren. Aber auch die interessierte Öffentlichkeit verlangt hierauf eine Antwort, und es kommt immer wieder zu Verwechslungen und Fehlinterpretation. Deshalb möchte ich in die laufende Diskussion eingreifen und Private Equity grundlegend einordnen. Im Auftrag der G20 erarbeitet das FSB derzeit Empfehlungen zur Überwachung und Regulierung des Schattenbankensystems. Und dieses Gremium hat vor Kurzem definiert, was hierunter zu verstehen ist: Es geht um „Kreditintermediation unter Beteiligung von Einheiten und Aktivitäten außerhalb des regulären Bankensystems“.

In diese Kreditintermediation können zum einen Nichtbanken wie Zweckgesellschaften und Geldmarktfonds eingebunden sein. Zum anderen umfasst die Definition aber auch Aktivitäten wie beispielsweise Verbriefungen. Das Geschäftsmodell von Private Equity in seiner Reinform fällt allerdings nach meiner festen Überzeugung nicht darunter. Dies ist auch offensichtlich, denn durch Private-Equity-Gesellschaften wird Eigenkapital bereitgestellt. Nebenbei bemerkt: Bei Investitionen von Sovereign Wealth Funds verhält es sich ganz ähnlich, wenn diese zwar in Unternehmensbeteiligungen investieren, hierfür aber ebenfalls Eigen- und nicht Fremdkapital zur Verfügung stellen.

Aktivitäten als ausschlaggebendes Kriterium

Um es auf den Punkt zu bringen: Für eine Zurechnung zum Schattenbankensystem ist nicht die Bezeichnung eines Unternehmens oder eines Fonds ausschlaggebend, sondern vielmehr seine Aktivitäten. Genau aus diesem Grund zählen auch Geldmarktfonds zum Schattenbankensystem. Gerade sie hatten vor der Krise zur Finanzierung von Immobilienkrediten in den USA beigetragen, indem sie in Asset Backed Commercial Papers investierten, die von Zweckgesellschaften zur Finanzierung von verbrieften Immobilienkrediten begeben wurden.

Auch Hedgefonds sind zumindest Glieder in der Intermediationskette außerhalb des Bankensektors, schließlich sammeln sie finanzielle Mittel ein und investieren diese in Anleihen und andere Kreditinstrumente einschließlich zugehöriger Derivate. Folglich sind auch hybride Private-Equity-Fonds, deren Grenzen zu Hedgefonds fließend und die teilweise unter dem Dach von Hedgefonds tätig sind, Bestandteil des Schattenbankensystems. Dies erfordert erhöhte Wachsamkeit, denn im Zuge erster Ausweichreaktionen scheinen sich derzeit die Anbauten unter deren Dächern zu mehren.

Bevor nun Unruhe ausbricht – ich plädiere generell und auch hier gegen kopflosen Aktionismus bei der Regulierung! Bei der Identifizierung, Überwachung und gegebenenfalls späteren Regulierung geht es primär um die mit der Kreditvergabe verbundenen systemischen und damit für die Finanzstabilität relevanten Risiken. Eine künftige Regulierung sollte sich streng am

Risikograd der Aktivitäten der jeweiligen Finanzgesellschaften orientieren.

Weitere Anpassungen notwendig

Und auch wenn es die breite Öffentlichkeit kaum wahrgenommen hat: Die für Regulierung zuständigen Akteure sind längst aktiv geworden. So sind Teile des Schattenbankensystems schon seit längerem reguliert. An anderer Stelle wurde seit Ausbruch der Krise nachgebessert. Ein Beispiel hierfür ist der auf EU-Ebene eingeführte Selbstbehalt bei Verbriefungen in Höhe von fünf Prozent.

Bereits jetzt ist aber ebenfalls klar, dass ein punktuelltes Ausleuchten des Schattenbankensystems und eine einmalige Regulierungsanstrengung nicht ausreichen werden. Schließlich lassen sich zum jetzigen Zeitpunkt nicht alle künftigen Finanzinnovationen und Umgehungsstrategien voraussehen, die zum Beispiel als Reaktion auf Basel III erst noch erfolgen werden.

Deshalb werden weitere Anpassungen notwendig sein – auch in einem Glashausschieben sich Licht und Schatten, da die Sonne sich weiter dreht.

Der Beitrag basiert auf einer Rede des Autors auf dem 12. Deutschen Eigenkapitaltag des Bundesverbandes Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) am 12. Mai 2011 in Berlin. Die Zwischenüberschriften sind teils von der Redaktion eingefügt worden.

Fußnoten

¹⁾ Vgl. Meyer (2006): Private Equity: Spice for European Economies, Journal of Financial Transformation, Vol 18. November, S. 61–69.

²⁾ Vgl. BVK Statistik – Das Jahr 2010 in Zahlen, März 2011.

³⁾ Vgl. EVCA/PEREP-Analytics, http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge_Center/EVCA_Research/Statistics/4_3_Investment/YB10_Private_equity_investment_as_a_percentage_of_GDP.pdf.

⁴⁾ Macroeconomic Assessment Group, Assessing the macroeconomic impact of the transition to stronger capital and liquidity requirements, August 2010.