

Zur Regulierung von Schattenbanken

Am 16. April dieses Jahres veröffentlichte das Financial Stability Board einen Kurzbericht über den bisherigen Stand seiner Untersuchungen zum Schattenbanksystem und den Überlegungen zu dessen zukünftiger Regulierung. Schattenbanken gelten seit dem Ausbruch der internationalen Finanzkrise 2007 als systemrelevante Finanzmarktakteure, deren Aktivitäten für die weltweiten Kreditmärkte, aber auch für die Eigenkapitalmärkte, von erheblicher Bedeutung sind. Schattenbanken werden vom FSB funktional beschrieben als „credit intermediation involving entities and activities outside the regular banking system.“

Bestandteile des Schattenbanksystems können nach dieser Definition also auch Aktivitäten beziehungsweise Transaktionen sein, für die keine spezifische rechtliche Institution identifiziert werden können (beispielsweise Derivatetransaktionen an den OTC-Märkten). Über Schattenbanken können den Marktteilnehmern oder den Unternehmen neue Wege, Formen und Instrumente der Finanzierung oder der Bereitstellung von Liquidität eröffnet werden.¹⁾ Diese positiven Funktionen von Schattenbanken sind weitgehend unbestritten.

Neue Risiken durch Schattenbanken

Schattenbanken können nach Ansicht von Experten aber auch zu neuen Risiken für das Finanzsystem und insbesondere durch seine engen Verbindungen mit den Banken dort zu einem Anwachsen der Risiken beitragen. Schattenbanken sind systemrelevant. Sie können insbesondere dazu genutzt werden, unter Umgehung des Bankenapparates Fristen- und Liquiditätstransformation zu betreiben, „Leverage“ aufzubauen und Risiken „abzuladen“. Dass die Gefahr einer Regulierungsarbitrage in der Zukunft sogar noch wächst, betont der

Bundesbankpräsident beispielsweise in einem Vortrag im Juli 2011: „Mit Basel III und zusätzlichen Regeln für SIFIs wird die Regulierung von Kreditinstituten deutlich verschärft. Eine strengere Regulierung birgt jedoch die Gefahr, dass Banken ihre Risiken zunehmend in Bereiche auslagern, die schwächer oder überhaupt nicht reguliert sind. Die Krise hat gezeigt, dass gerade in diesen Bereichen systemische Risiken entstehen können, die dann über ihre Rückwirkungen auf Banken das ganze Finanzsystem gefährden. Zu diesen Berei-

chen gehört auch das sogenannte Schattenbanksystem.“²⁾

Beispiel ABCP-Programme

Typische Beispiele für Schattenbanken, über die bis zum Ausbruch der Finanzkrise Risiken ausgelagert und die entsprechenden Forderungspositionen kurzfristig am Geldmarkt refinanziert wurden, waren die Asset-Backed-Commercial-Paper-Programme (ABCP-Programme). Diese Geschäfte wurden über sogenannte Conduits abgewickelt, also über Zweckgesellschaften (Special Purpose Vehicles), deren einzige Funktion darin bestand, bestimmte Assets anzukaufen und über die Emission kurzfristiger Commercial Paper am Geldmarkt zu refinanzieren (ABCP-Programme). Sponsoren dieser Conduits waren Banken, die bei den Conduits allenfalls über Beratungsverträge und Liquiditätslinien engagiert waren, deren mögliche Insolvenz aber keine direkten Auswirkungen auf die Ansprüche der CP Inhaber gegen das Conduit hatten.

Die am amerikanischen Markt durch langfristige Mortgage Backed Securities gesicherten Pools betrieben eine ausgeprägte Fristentransformation und waren davon abhängig, dass die emittierten CPs jeweils pünktlich prolongiert werden konnten. Das Prolongationsrisiko wurde durch Liquiditätszusagen der Sponsorbanken abgesichert. Wenn heute in solchen Konstruktionen die Rückzahlung der CPs aus den Cash-Flows der fälligen Kreditkartenforderungen, Leasing- und Handelsforderungen im Asset-Pool erfolgen kann, so ist das Fristentransformationsrisiko weitgehend ausgeschaltet.³⁾ Mit Hilfe der Conduits (als nicht regulierte Schattenbanken) wurden damit aber in einer ersten Stufe die Risiken aus Hypothekenforderungen in Mortgage Backed Securities oder gegebenenfalls

Prof. Dr. Bernd Rudolph, Institut für Kapitalmärkte und Finanzierung, Ludwig-Maximilians-Universität, München

Angesichts der vielen schon beschlossenen und noch fest geplanten Regularien im Bankensektor sind entsprechende Regelungen für die Schattenbanken erst einmal zeitlich nach hinten verschoben worden. Aber je mehr sich die Kreditwirtschaft in den vergangenen Monaten mit den Auswirkungen der laufenden Umsetzung der Bankenregulierung beschäftigt hat, umso stärker werden auch die Befürchtungen von einer Abwanderung gleichermaßen unkalkulierbarer wie stabilitätsgefährdender Risiken in den Schattenbankensektor. Bei allen Abgrenzungsschwierigkeiten der Schattenbanken sowie einigen Hinweisen auf gewisse positive Wirkungen sieht der Autor gleichwohl deren Gefahren. Dennoch plädiert er eher für eine indirekte Regulierung. Dabei will er die Diversität von Risiken in Finanzinstitutionen, Transaktionen und der aufsichtlichen Regeln auch als Zielsetzung beziehungsweise Nebenbedingung bei der Konzeption der Finanzmarktregulierung aus Makrosicht berücksichtigt wissen. Mit dieser Forderung sieht er hohe Anforderungen an die Transparenz und die Geschäftstätigkeit von Schattenbanken keineswegs ausgeschlossen. (Red.)

Collateralised Debt Obligations verpackt und in einer zweiten Stufe auf der Conduitebene über eine ausgeprägte Fristentransformation einerseits und den Aufbau eines enormen Hebels (Leverage) andererseits auf Marktteilnehmer verlagert, die sich ihrer Risikoübernahme nicht oder nur teilweise bewusst waren.⁴⁾

Als Beispiel kann an die Aktivitäten der IKB erinnert werden, die ihr hinsichtlich der durchschnittlichen Ratingqualität wenig attraktives Portfolio von Mittelstandskrediten über verschiedene Conduits in ein hoch geratetes strukturiertes Anlagenportfolio umstrukturierte, um erstens Arbitragegewinne zu erzielen und zweitens selbst ein besseres Rating zu erhalten. Natürlich haben die Banken vor der Finanzkrise nicht nur an der Ausnutzung von Preisdifferenzen durch Fristen- und Liquiditätstransformation, sondern auch daran verdient, dass sie eine Regulierungsarbitrage dergestalt betrieben, dass sie unterlebungspflichtige Kreditrisiken – zumindest bis Ende 2007 – gegen nicht kapitalunterlebungspflichtige Risiken aus Liquiditätszusagen eintauschten.

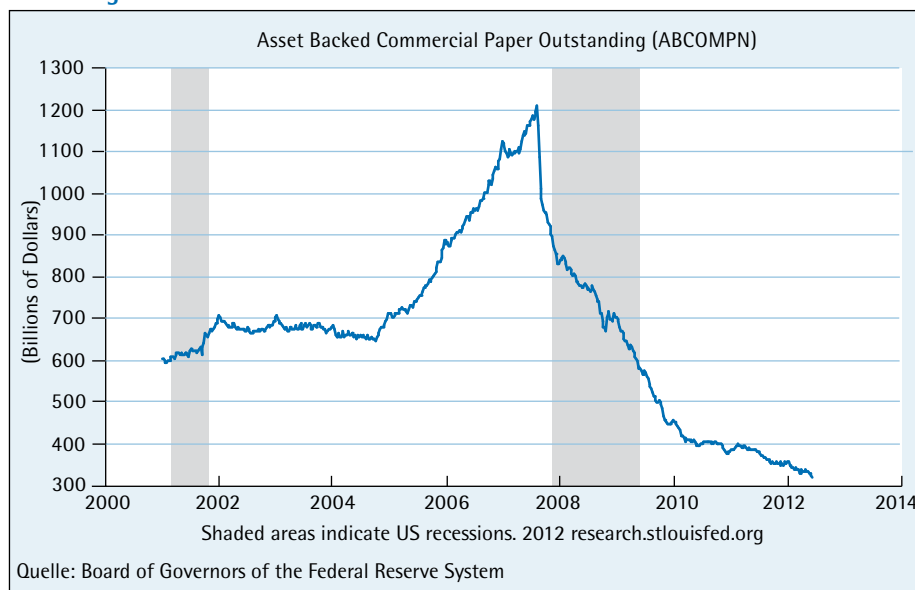
Schattenbanktransaktionen können, wie die Finanzkrise gezeigt hat, mit erheblichen Risiken verbunden sein.⁵⁾ Eine Untersuchung der Federal Reserve Bank of St. Louis zeigt auf, dass der Markt für ABCP mit dem Beginn der Finanzkrise quasi total zusammengebrochen ist (Abbildung).

Gesamtansatz zum Umgang mit dem Schattenbanksystem gesucht

Neben der Fristen- und Liquiditätstransformation sowie der ausgeprägten Erhöhung des Verschuldungshebels der mit kurzfristigen Einlagen finanzierten Schattenbanken werden vom FSB auch besicherte Fazilitäten wie die Repurchase Agreements (Repos) und Geldmarktfonds als mögliche Quellen eines anwachsenden Systemrisikos herausgestellt. Zur Vermeidung oder zumindest zur Verringerung dieser Risiken werden vom FSB seit Oktober 2011 einzelne Bereiche detailliert analysiert, wobei die Ergebnisse noch im Lauf dieses Jahres veröffentlicht werden sollen.⁶⁾

In einem abschließenden Bericht an die G20 will das FSB einen Gesamtansatz zum Umgang mit dem Schattenbanksystem

Abbildung: Markt für ABCP im Zeitablauf



präsentieren, der dazu beitragen soll, das gesamte Finanzsystem robuster, effizienter und diversifizierter zu gestalten.⁷⁾

Grünbuch der EU-Kommission

Der vom FSB formulierte funktionale Begriff der Schattenbanken wurde von der Europäischen Kommission aufgegriffen und in einem am 19. März 2012 veröffentlichten Grünbuch Schattenbankwesen dahingehend spezifiziert, dass eine Liste zu untersuchender spezifischer Finanzintermediäre definiert wurde:

- Verbriefungen und Wertpapierleih- und Pensionsgeschäfte (Repos),
- Special Investment Vehicles und andere Zweckgesellschaften,
- Geldmarktfonds (Money Market Funds, MMF) und andere Arten von Investmentfonds oder -produkten mit einlageähnlichen Charakteristika,
- Investmentfonds, die Kredite zur Verfügung stellen (in Kreditprodukte investieren) oder mit Fremdmitteln arbeiten, einschließlich börsengehandelter Fonds (Exchange Traded Funds, ETF) und Hedgefonds,
- Finanzierungsgesellschaften und Wertpapierhäuser, die Kredite oder Kreditgarantien bereitstellen oder Liquiditäts- und/oder Fristentransformationen vornehmen,

ohne dabei der gleichen Regulierung zu unterliegen wie eine Bank,

- Versicherer und Rückversicherer, die Kreditprodukte auflegen oder garantieren.

Gegen ihre Einbeziehung in den Schattenbankbegriff der EU haben unmittelbar nach Veröffentlichung des Grünbuchs einige Institutionen deutlich Front gemacht und erklärt, dass sie bereits jetzt umfänglich reguliert würden und darüber hinaus kein Teil des Schattenbanksystems und daher nicht weiter regulierungsbedürftig seien. So hat der Bundesverband Investment und Asset Management BVI erklärt, dass die im Grünbuch als mögliche Schattenbanken erwähnten Geldmarktfonds und Exchange Traded Fonds (ETF) keine Vehikel seien, die Fristentransformation betrieben oder durch die Aufnahme von Krediten gehebelt seien.⁸⁾ ETFs unterlägen den gleichen strengen regulatorischen Vorschriften wie traditionell agierende, aktiv gemanagte Investmentfonds. Die meisten dieser Fonds seien als richtlinienkonforme Sondervermögen (OGAW) zugelassen.

Warnung vor Diffamierung der Fondsbranche

Mit Blick auf das Abschlusskommuniqué des G20-Gipfels und den Beschluss der Regierungschefs zur Regulierung der sogenannten Schattenbanken fordert auch der Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI) eine sachliche Debatte, die insbe-

sondere nicht zu einer Diffamierung der Fondsbranche führen dürfe. Es sei irreführend, insbesondere Hedgefonds als Synonym für die Schattenbanken zu bezeichnen.⁹⁾

Die zitierten Anmerkungen der Verbände sind keineswegs von der Hand zu weisen, sodass sich die Frage stellt, wie die Regulierung von Schattenbanken organisiert werden könnte, sodass sie bei den richtigen Marktteilnehmern und Transaktionen ansetzt. Offenbar mündete der klare Befund einer besonderen Risikosituation durch Schattenbanken nicht unmittelbar zu einer befriedigenden Lösung im Regulierungsansatz.

Dabei geht auch die EU-Kommission von den im Grundsatz erkannten Gefahrenquellen aus:

– der Run-Gefahr bei einlagenähnlichen Finanzierungsstrukturen, bei denen es zu einem massiven Mittelabzug (Run) kommen kann,

– dem hohen Leverage beziehungsweise hohen Fremdmittelanteil, der die Anfälligkeit des Finanzsektors erhöhen kann,

– der Möglichkeit einer Regulierungsarbitrage, wonach Schattenbankgeschäfte dazu genutzt werden können, die Regulierung oder Aufsicht, denen Banken normalerweise unterliegen, zu umgehen sowie

– den Risiken aus einer ungeordneten Insolvenz mit Auswirkungen (Spillover-Effekte) auf das Bankensystem.

Alternative Regulierungsansätze

Als Ansatzpunkte einer Regulierung der Schattenbanken werden zumindest zwei Vorgehensweisen diskutiert:

1. Die indirekte Regulierung zielt auf Transaktionen, die die regulierten Banken mit den nicht oder wenig regulierten Schattenbanken durchführen, beziehungsweise auf die Forderungen, die Banken gegenüber Schattenbanken aufbauen und aus denen für sie selbst Risiken entstehen können. So wurden beispielsweise infolge der Finanzkrise die Verbindungen zwischen dem Bankensystem und den Schattenbanken durch das Banken- und Versicherungsrecht dahingehend reguliert, dass für Originatoren von Kreditforderungen und Sponsoren von Verbriefungstransaktionen

die Verpflichtung eingeführt wurde, einen bestimmten Teil der übertragenen Risiken zurückzubehalten.

2. Der Erlass neuer, speziell für Schattenbanken und deren Tätigkeiten bestimmter Rechtsvorschriften: Beispiel: Alternative Investment Fund Managers Directive AIFMD verpflichtet Vermögensverwalter, Liquiditätsrisiken zu überwachen; Beispiel: Ratingagenturen unterliegen strenger Regulierung und Aufsicht durch die ESMA, obwohl sie keine Fremdmittel einsetzen und keine Fristentransformation betreiben.

Die Empfehlung von Issing et al. (2012), den Weg über die indirekte Regulierung zu beschreiten, kann vor dem Hintergrund der vorliegenden Erfahrungen nur unterstützt werden. Der Weg des Erlasses neuer Rechtsvorschriften leidet insbesondere unter zwei Gefahren. Erstens werden durch den institutionellen Ansatz in der Zukunft neu entstehende Formen von Schattenbanken (endogen zum Beispiel als Reaktion auf eine Regulierung konstruiert) überhaupt nicht erfasst und anderweitig bereits regulierte Institutionen wie Hedgefonds und Private Equity Fonds (vergleiche zum Beispiel AIFM) einer weitergehenden oder möglicherweise sogar kontraproduktiven Regulierung unterzogen. Zweitens birgt ein Ansatz von Regelungen, die an das Regelwerk der Bankenaufsicht angelehnt oder von dort übernommen sind, die Gefahr einer Synchronisation der Anpassungsmaßnahmen, die sich in einer Krise als fatal herausstellen muss.

Wenn beispielsweise Banken bei einem Finanzmarktschock über die Mindesteigenkapitalvorschriften gezwungen werden, sich von risikobehafteten Aktiva zu trennen und sich nach Einführung der neuen Regeln alle relevanten Kapitalmarktteilnehmer zu einem Abbau von Risiken gezwungen sehen, dann beschleunigt dies den Preisverfall der betroffenen Assets noch mehr als das in der zurückliegenden Finanzmarktkrise beobachtet werden konnte. In Zukunft wären bei einer gleichgerichteten Regulierung nicht einmal die Hedgefonds mehr in der Lage, Assets zu übernehmen, von denen sich die regulierenden Banken trennen wollten oder müssten. Die Rettungsmöglichkeiten lägen allein bei der Zentralbank oder dem Staat.

Bei allen Regulierungsbemühungen sollte also darauf geachtet werden, dass eine di-

rekte oder indirekte Synchronisation der Anpassungsreaktionen soweit wie möglich vermieden wird. Das setzt aber voraus, dass die möglichen „Weißen Ritter“ nicht zur gleichen Zeit unter dieselben formalen Regeln gesetzt werden wie die Banken, denen sie sonst Risikopositionen abnehmen könnten. Diversität der Finanzinstitutionen, der Transaktionen, aber auch der aufsichtlichen Regeln sollte als Zielsetzung beziehungsweise Nebenbedingung bei der Konzeption der Finanzmarktregulierung aus Makrosicht berücksichtigt werden. Diese Forderung schließt hohe Anforderungen an die Transparenz und die Geschäftstätigkeit von Schattenbanken nicht aus.

Literatur

- Acharya, Viral/Schnabl, Philipp/Suarez, Gustavo (2010): Securitization Without Risk Transfer, NBER Working Paper Nr. 15730, February 2010.
- Adrian, Tobias/Ashcraft, Adam B. (2012): Shadow Banking Regulation, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No. 559, April 2012.
- Europäische Kommission (2012): Grünbuch Schattenbankwesen, Brüssel 2012.
- Financial Stability Board FSB: Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation, Recommendations of the Financial Stability Board, 27 October 2011.
- Financial Stability Board FSB: Strengthening the Oversight and Regulation of Shadow Banking. Progress Report to G20 Ministers and Governors, 16. April 2012.
- Gorton, Gary/Metrick, Andrew (2010): Regulating the Shadow Banking System, Working Paper Yale and NBER, October 2010.
- Hördahl, Peter/King, Michael R. (2008): Die Repo-Märkte während der Finanzmarkturbulenzen, BIZ-Quartalsbericht, Dezember 2008, S. 1–19.
- Issing, Otmar et al (2012): Recommendations by the Issing Commission, White Paper No. XI, Center for Financial Studies, February 2012.
- Poschmann, Jenny (2012): The Shadow Banking System – Survey and Typological Framework, University Jena Working Papers on Global Financial Markets No. 27, March 2012.
- Pozsar, Zoltan et al. (2012): Shadow Banking, Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 458, July 2010, Revised, February 2012.
- Rudolph, Bernd (2007): Kreditrisikotransfer – Abbau alter gegen den Aufbau neuer Risiken?, in: Kredit und Kapital 40 (2007), S. 1–16.
- Rudolph, Bernd et al. (2012): Kreditrisikotransfer. Moderne Instrumente und Methoden, 2. Auflage, Berlin 2012.
- Schwarz, Steven L. (2012): Regulating Shadow Banking, Boston University of Banking & Financial Law, February 2012.
- Taiber, Werner/Hülbert, Jan-Peter, Zinser-Beck, Michaela (2011): Verbriefung von Handels- und Leasingforderungen in der Unternehmensfinanzierung, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 19/2011, S. 995–998.
- Weidmann, Jens (2011): Systemrelevante Finanzinstitute und Schattenbanken: Wie werden systemische Risiken begrenzt, Eingangsstatement auf dem CDU/CSU-Kongress zur Finanzmarktregulierung in Berlin am Mittwoch, 29. Juni 2011.

Fußnoten

¹⁾ Das FSB (von der Bundesbank auch als Finanzstabilitätsrat bezeichnet) ist Nachfolger des Finanzstabilitätsforums und hat seinen Sitz bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich BIZ. Die Mitglieder des Forums werden von den G20-Staaten gestellt sowie von einigen internationalen Institutionen wie die Europäische Zentralbank EZB oder die Europäische Kommission. Vorsitzender des FSB ist derzeit Mark Carney, Governor der Zentralbank von Kanada.

²⁾ Weidmann (2011), S. 5. SIFI ist die Abkürzung für „Systematically Important Financial Institutions“.

³⁾ Vgl. Taiber/Hülber/Zinser-Beck (2011), S. 995.

⁴⁾ Sowohl Zweckgesellschaften auf der ersten Stufe als auch Conduits auf der zweiten Stufe arbeiten ohne Eigenkapital. Dafür findet man aber verschiedene Sicherungsmechanismen wie Übersicherungen oder andere Credit Enhancements sowie die Einschaltung der Ratingagenturen zur Bestätigung der hohen Bonität. Zu den Einzelheiten solcher Konstruktionen vgl. Rudolph et al. (2012), S. 177 ff.

⁵⁾ Diese Gefahr war im Übrigen bereits vor Ausbruch der Krise im Verlauf des Jahres 2007 bekannt. So wiesen damals Senior-Tranchen in CLO-Transaktionen ausweislich ihres Ratings zwar keine „gemessenen“ Risiken auf, gegebenenfalls würden aber „jenseits des unerwarteten Risikos mögliche Verluste unter die Schwelle der Messbarkeit verlagert und können dadurch im Volumen mehr oder weniger ohne Transparenz für die betroffenen Marktteilnehmer angehäuft werden. Eine Präferenz für sehr unwahrscheinliche, wenn auch in ganz seltenen Fällen zum Tragen kommende hohe Risiken mit möglicherweise gravierenden Folgen könnte dann zu Verlusten bei Marktteilnehmern führen, die für diesen Fall keine Vorsorge getroffen haben.“ Rudolph (2007), S. 13. Als Schwachpunkte der Transaktionen wurde damals auf die hohen Anforderungen an das Risikomanagement der Institute, auf mangelnde Informationen über die Risikoverteilung bei tranchierten CLOs, auf die fehlende Transparenz der von den Marktteilnehmern übernommenen Risiken, die Risikotragfähigkeit der Marktteilnehmern und die Möglichkeiten hingewiesen, gemessene Risiken systematisch „verschwinden“ zu lassen.

⁶⁾ Zu diesen Bereichen zählen insbesondere (i) Banks' interactions with shadow banking entities, (ii) Money market funds (MMFs); (iii) other shadow banking entities, (iv) Securitisation; and (v) Securities lending and repos.

⁷⁾ Vgl. FSB (2012), S. 3. Bei ihrem Gipfel im November 2010 in Seoul hatten die Staats- und Regierungschefs der G20 einige Bereiche des Finanzmarktes identifiziert, die noch nicht von der Finanzmarktregulierung abgedeckt sind. In diesem Zusammenhang wiesen sie insbesondere auf die Notwendigkeit der „Stärkung von Regulierung und Beaufsichtigung des Schattenbanksystems“ hin und forderten, der FSB solle in Zusammenarbeit mit anderen internationalen Standardsetzungsgremien Empfehlungen für eine stärkere Kontrolle und Regulierung des „Schattenbanksystems“ ausarbeiten. Der FSB legte am 27. Oktober 2011 den Bericht über die Verstärkung und Regulierung des Schattenbanksektors vor.

⁸⁾ In den USA fiel unmittelbar nach der Pleite des Bankhauses Lehman Brothers der älteste Geldmarktfonds „Reserve Primary Fund“ unter seinen Ausgabekurs von 100 (broke the buck), was zu einem „Run“ auf Geldmarktfonds führte, die sich ihrerseits aus dem Markt für Commercial Paper zurückziehen mussten.

⁹⁾ Vgl. Pressemitteilung des BAI vom 5. November 2011 zum G20-Gipfel. ■■■■■