



CFA Society
Germany

SCHATTEN- BANKEN

EINE INVESTORENPERSPEKTIVE ZUR MARKTBASIERTEN FINANZIERUNG

Copyright 2015, CFA Institute.

Überarbeitete Fassung von „Shadow Banking: Policy Frameworks and Investor Perspectives on Markets-Based Finance“ mit der Genehmigung von CFA Institute. Alle Rechte vorbehalten.

Teile dieser Publikation sind Übersetzungen. Im Falle von Abweichungen zwischen dieser Version und dem englischen Originaltext, wird die englische Originalversion als offiziell angesehen.

Englische Originalversion von Rhodri Preece, CFA
Deutsche Version von Prof. Dr. Mathias Moersch, CFA

SCHATTEN- BANKEN

EINE INVESTORENPERSPEKTIVE ZUR MARKTBASIERTEN FINANZIERUNG

INHALT

Vorwort	8	3.2.0 Operative Voraussetzungen	49
Executive Summary	10	3.3.0 Moral Hazard Problematik	53
Wesentliche Erkenntnisse und Anforderung für eine Wiederbelebung des europäischen Verbriefungsmarkts	11	3.4.0 Eigenkapital und Liquiditätsanforderungen	55
1 Einleitung	13	3.5.0 EU Rahmenwerk für einfache, transparente und standardisierte Verbriefungen	56
2 Der Schattenbankensektor: Eine Übersicht	16	3.6.0 Eine Umfrage unter Finanzmarktprofis in Deutschland	63
2.1.0 Schattenbanken: Fakten und Zahlen	17	4 Zusammenfassung und Ausblick	73
2.1.1 Globale Übersicht	17	Literatur	76
2.1.2 Marktvolumen in Europa und Deutschland	20		
2.2.0 Die verschiedenen Marktteilnehmer	22		
2.2.1 Geldmarktfonds	22		
2.2.2 Investment Fonds	23		
2.2.3 Wertpapierhandel und Wertpapierleihe	24		
2.2.4 Verbriefungsinstrumente	25		
2.2.5 Treuhandgesellschaften	32		
2.3.0 Aktivitäten	32		
2.3.1 Repo-Geschäfte	34		
2.3.2 Wertpapierleihe	36		
2.4.0 Risiken und Finanzmarktstabilität	37		
2.4.1 Runs, panikartige Liquidierung und prozyklisches Verhalten	39		
2.4.2 Wechselseitige Abhängigkeiten, Verkettung von Sicherheiten und Gegenparteienrisiken	40		
2.4.3 Undurchsichtigkeit und fehlende Datenbasis	42		
2.5.0 Regulierung und wirtschaftspolitische Entwicklungen	44		
3 Der Markt für Verbriefungen in Europa und Deutschland	47		
3.1.0 Historische Entwicklungen	48		

VORWORT

Als größter Berufsverband für Investment Manager, Finanzanalysten und professionelle Anleger in Deutschland, engagiert sich die CFA Society Germany seit über 15 Jahren für den Ausbau einer bundesweiten Gemeinschaft von Finanzexperten und Investmentprofessionals, die eine Vorreiterrolle in den Themen Finanzmarktbildung, Anlegerschutz und Kapitalmarktethik am Finanzplatz Deutschland einnimmt. Hauptanliegen des Verbands sind die Förderung hochwertiger Aus- und Fortbildungsmöglichkeiten in deutschen Kreditinstituten und Investmenthäusern (u.a. durch das Berufsbildungsprogramm zum Chartered Financial Analyst (CFA)), die Etablierung verbindlicher Transparenz- und Branchenstandards, die Priorisierung und Vertretung von Anlegerinteressen sowie eine effektive Regulierung am Finanzstandort Deutschland.

Die vorliegende Studie zum Schattenbankensystem aus deutscher Sicht ist Ausdruck dieser Zielsetzungen und als erste Veröffentlichung in einer Serie von Untersuchungen relevanter Finanz- und Investmentfragen gedacht, die für Realwirtschaft, Gesellschaft und Finanzbranche gleichermaßen relevant sind.

Im April 2015 war die CFA Society Germany als deutscher Lokalverband Gastgeberin der internationalen Jahreskonferenz des CFA Institute, einem globalen Non-Profit Berufsverband für die Investmentindustrie. Über 1.200 internationale Investmentexperten kamen in Frankfurt zusammen, um sich über Perspektiven und Herausforderungen ihrer Branche auszutauschen.

Eine aktuell kontrovers geführte Diskussion, die auch im Rahmen der Konferenz große Aufmerksamkeit erhielt, kreist um die wirtschaftliche Bedeutung einerseits und das destabilisierende Potenzial andererseits des sogenannten „Schattenbankensektors“. Fehlanreize und undurchsichtige Strukturen in diesem Marktsegment werden gemeinhin als Mit-Auslöser der Finanzkrise von 2008/2009 angesehen. Entsprechend stark ist seither das Interesse seitens der Regulierungs- und Aufsichtsbehörden, den Schattenbankensektor stärker zu reglementieren und transparenter zu machen. Zugleich sind Marktteilnehmer und Finanzexperten sich weithin einig, dass Schattenbanken als alternative Finanzierungsformen speziell für kleine und mittelständische Unternehmen entscheidend dazu beitragen, eine Kreditklemme zu verhindern und das Wirtschaftswachstum anzuregen. Die Herausforderungen für Politik und Aufsichtsbehörden werden in den kommenden Jahren darin liegen, das vielfältige und teils unübersichtliche Netz an Regulierungsmaßnahmen zu harmonisieren und zu optimieren, um einen florierenden und dennoch stabilen Schattenbankensektor zu sichern.

Mit der Studie „*Shadow Banking – Policy Frameworks and Investor Perspectives on Markets-Based Finance*“ (Rhodri Preece, CFA) lieferte das CFA Institute im Frühjahr 2015 auf Grundlage einer fundierten Analyse des internationalen Schattenbankensektors eine Reihe an Empfehlungen für weitere regulatorische Anpassungen zur Überwachung der Schattenbanken. Herzstück des Reports ist eine Umfrage unter professionellen Investmentexperten, welche die Erfordernisse und Wünsche von Anlegern und Investoren erfasst.

Bereits vor der Veröffentlichung dieses internationalen Reports beschloss die CFA Society Germany, ergänzend dazu eine eigene Studie in Auftrag zu geben, die speziell den deutschen und europäischen Schattenbankenmarkt in den Blick nimmt. Sie untersucht das deutsche und europäische Schattenbankensystem sowie die vielfältigen regulatorischen Vorgaben, die auf Kapitalmarktteilnehmer und Aktivitäten in diesem Sektor Anwendung finden. Eine Befragung unter den Mitgliedern der CFA Society Germany liefert zudem relevante Einschätzungen deutscher Finanzexperten zu den Schwachstellen und Stärken bestehender Regulatorik und der im Sinne der Anlegerinteressen wichtigsten Handlungsfelder.

Prof. Dr. Mathias Moersch, CFA, ist es mit diesem Report gelungen, einen prägnanten, komprimierten Überblick einer teils unübersichtlichen, komplexen und dynamisch geführten Diskussion zu geben und, auf Grundlage der wertvollen Anregungen der deutschen Verbandsmitglieder, konkrete Empfehlungen für die weitere Ausgestaltung des Schattenbankensystems in Deutschland zu formulieren. Besonders erfreulich ist auch die rege Beteiligung sowohl der internationalen als auch der deutschen Verbandsmitglieder an den beiden Umfragen. Unser Verband lebt von den Perspektiven, Fachkenntnissen und Anregungen unserer Mitglieder. Sie sind unsere größte Stärke und Motivationsquelle für unser weiteres Engagement im Sinne einer ethischen, funktionalen und der Realwirtschaft dienlichen Finanzindustrie.

EXECUTIVE SUMMARY

Als „Schattenbankensektor“ wird ein Finanzmarktsegment bezeichnet, das alternative Finanzierungsmöglichkeiten und Kreditvermittlung außerhalb des regulären Bankensystems umfasst. Hauptakteure sind Geldmarktfonds, Investmentfonds die Leverage einsetzen (etwa Hedge Fonds), Verbriefungsgesellschaften und Treuhandgesellschaften. Ebenso zählen die Finanzierung von Wertpapiertransaktionen und die Wiederverwendung von Sicherheiten zu den Geschäftsfeldern. Prozesse der Kreditvermittlung im Schattenbankensektor zeichnen sich typischerweise dadurch aus, dass mittels kurzfristiger Kreditvergabe oder -aufnahme die Begebung längerfristiger Kredite oder Investments in weniger liquide Assets ermöglicht werden. Auf diese Weise entstehen Laufzeiten-, Liquiditäts- und Kredittransformation sowie Leverage.

Schattenbanken leisten einen notwendigen und wertvollen Beitrag zu Unternehmensfinanzierungen und wirtschaftlichem Wachstum. Insofern ist der Begriff „Schattenbanken“, obgleich inzwischen fest etabliert, doch unglücklich gewählt: Durch die begriffliche Nähe zur „Schattenwirtschaft“ suggeriert er Aktivitäten am Rande der Legalität. Dagegen handelt es sich bei Schattenbanken um verschiedene Formen der marktbasierter Finanzierung, die schon seit vielen Jahren etabliert sind. Doch sie können auch erhebliche Risiken für die Stabilität der Finanzmärkte mit sich bringen, sofern sie nicht adäquat reguliert und überwacht werden.

Im Frühjahr 2015 veröffentlichte das CFA Institute einen ausführlichen Report zum internationalen Schattenbankensektor und formulierte Empfehlungen für weitere politische und regulatorische Maßnahmen (Preece(2015)). Mit der vorliegenden Studie werden die dortigen Erkenntnisse um eine **Analyse des deutschen Schattenbankensektors** ergänzt. Spezieller Fokus liegt auf der aktuellen Diskussion zur **Ausgestaltung von Verbriefungen aus Sicht des Finanzplatzes Deutschland**. Ausgangspunkt der Studie war eine im März 2015 durchgeführte **Umfrage unter deutschen Finanzmarktexperten und professionellen Investoren** (Mitglieder des CFA Society Germany e.V.) zu den Themen Schattenbanken und Verbriefungen. Ergänzt wird dies durch **Experteninterviews** mit Vertretern der True Sale International GmbH, der Commerzbank AG (Transaction Management), der DZ Bank AG sowie der Deutschen Bundesbank.

WESENTLICHE ERKENNTNISSE UND ANFORDERUNG FÜR EINE WIEDERBELEBUNG DES EUROPÄISCHEN VERBRIEFUNGSMARKTS

Ein transparentes und angemessen reguliertes System der Schattenbanken kann einen wertvollen Beitrag zur Belebung des Wachstums in Europa leisten. Die Bedeutung einer adäquaten Regulierung unterstreichen auch die befragten professionellen Kapitalmarktexperten in Deutschland: **85 Prozent der Umfrageteilnehmer bewerten eine Regulierung des Schattenbankensektors als wichtig oder sehr wichtig**. Weite Teile des Schattenbankensektors sind bereits umfassend reguliert und seit der Finanzmarktkrise wurden zahlreiche Initiativen vorangetrieben, um die Transparenz im Schattenbankensektor zu verbessern sowie Risiken zu minimieren. Der Sammelbegriff „Schattenbanken“ darf allerdings nicht dazu verleiten, einen einheitlichen Regulierungsansatz zu suchen, der den unterschiedlichen Risikoprofilen der damit erfassten Aktivitäten nicht gerecht werden kann. Die vorliegende Studie betrachtet eingangs die verschiedenen Marktteilnehmer und Aktivitäten im Schattenbankensektor und wertet anschließend die bestehenden Regulierungsrahmen und -vorhaben in Deutschland und Europa aus.

Innerhalb der Schattenbanken spielt insbesondere der Markt für Verbriefungen eine wichtige Rolle. **82 Prozent der Befragten halten eine Standardisierung des Verbriefungsprozesses für wichtig oder sehr wichtig**, wobei **65 Prozent die Schaffung eines einheitlichen europäischen Verbriefungsrahmens als entscheidende Regulierungsaktivität** für die Weiterentwicklung eines Verbriefungsmarktes in Europa erachten. Obwohl die europäischen Verbriefungsmärkte in der Finanzkrise kaum Ausfälle verzeichnen mussten, sind deren Auswirkungen auch hier weiterhin deutlich zu spüren. Ein geeigneter Regulierungsrahmen kann die Grundlage für die Wiederbelebung eines funktionierenden Verbriefungsmarkts legen. Im Mittelpunkt müssen dabei stets die Bedürfnisse der Investoren stehen, um ausreichend Nachfrage zu schaffen. **Sechs zentrale Forderungen** sollten in der Regulierung von Verbriefungs-Vehikeln berücksichtigt werden:

1. Standardisierung und Vereinfachung, insbesondere
 - ▶ der Struktur der Wertpapiere, einschließlich Risikoverteilung auf unterschiedliche Tranchen,
 - ▶ der Struktur möglicher Kreditverbesserungen oder Garantien,
 - ▶ der für Verträge geltenden Rechtsbegriffe,
 - ▶ der Bedingungen für zulässige Aktivposten.

2. Strukturierung und angemessene Behandlung aller Investoren in allen Tranchen:
 - ▶ Die Interessen der Investoren müssen deutlicher berücksichtigt, Wertpapiere müssen transparent strukturiert werden.
3. Standardisierte Offenlegung der wichtigsten Risikofaktoren und der Gebührenstruktur, sowohl für die Verbriefungen als auch die zugrundeliegenden Vermögenswerte
4. Fortlaufende Informationsübermittlung (Bestände und Bewegungen)
5. Öffentliche Verfügbarkeit von Marktdaten
 - ▶ Vereinfachung der Datenanalyse und zentrale Verfügbarkeit historischer Daten über einzelne Kredite
6. Verringerung einer Moral Hazard-Problematik durch:
 - ▶ Einführung eines Risikoselbstbehalts, der dem Originate-to-Distribute Modell entgegenwirken kann
 - ▶ Vermeidung der Abhängigkeit von Rating-Agenturen, z.B. durch verpflichtende Veröffentlichung von Ratingmethoden und Statistiken zur ex-post Treffsicherheit von Ratings
 - ▶ Anforderungen an die Due Diligence von Investoren

1.0.0 EINLEITUNG

Der Finanzstabilitätsrat FSB (FSB, 2011) definiert Schattenbanken als System der Kreditvermittlung an dem Unternehmen und Tätigkeiten außerhalb des regulären Bankensystems beteiligt sind. Laut Pozsar, Adrian, Ashcraft und Boesky (2010) zerlegen Schattenbanken den einfachen einlagenfinanzierten Prozess der Gewährung von Krediten, die bis zur Endfälligkeit gehalten werden, in einen komplexeren, über den Kapitalmarkt refinanzierten oder auf Verbriefung basierten Kreditprozess. Die wichtigsten Akteure im Schattenbankensektor sind Geldmarktfonds, Investmentfonds die Leverage verwenden, wie zum Beispiel Hedge Fonds, Verbriefungsgesellschaften und Treuhandgesellschaften. Auch die Finanzierung von Wertpapiertransaktionen und die Wiederverwendung von Sicherheiten zur erneuten Kreditvergabe zählen zu den Schattenbankaktivitäten.¹

Ähnlich dem Bankgeschäft beinhalten die Aktivitäten der Schattenbanken **Laufzeiten-, Liquiditäts- und Kredittransformation sowie den Einsatz von Leverage**. Allerdings gibt es wichtige institutionelle Unterschiede zwischen traditionellen Banken und Schattenbanken. Schattenbanken können kein Giralgeld schöpfen und haben auch keinen direkten Zugang zu Zentralbankliquidität. Deshalb ist es schwieriger für Schattenbanken, kurzfristige Liquiditätsschwankungen auszugleichen. Schließlich sind die Passiva von Schattenbanken weniger gut durch staatliche Sicherungseinrichtungen geschützt (Deutsche Bundesbank, 2014).

Sichtbar wurden die große Bedeutung der Schattenbanken und die enge Verflechtung mit dem konventionellen Bankensektor während der Finanzmarktkrise 2007/2008, da die massive Kreditausweitung in den USA überwiegend

¹ Zu den Schattenbankenaktivitäten zählen auch weitere alternative Formen der Kreditgewährung, die insbesondere in Asien anzutreffen sind und von einer Reihe von Nichtbanken bedient werden. Dazu zählen zum Beispiel die Mikrofinanzierung, also Kreditgewährung oder Kreditgarantien an kleine Unternehmen, Kredite zwischen Privatpersonen und andere Formen der Privatkreditgewährung. Viele dieser alternativen Anbieter von Krediten existieren auch in den USA und in Europa, allerdings ist ihre Bedeutung für den Schattenbankensektor geringer als in Asien. Kredite zwischen Privatpersonen sind zum Beispiel bedeutsam in den USA und in Großbritannien. (siehe IMF (2014) S.76). Verwandt mit dem Schattenbankensektor sind schließlich auch Ratingagenturen, die eine wichtige Rolle in den Verbriefungsmärkten spielen sowie Marktteilnehmer wie zentrale Gegenparteien, die Wertpapierfinanzierungsgeschäfte abwickeln. Diese Aspekte und Marktteilnehmer werden allerdings in der Studie nicht behandelt.

durch den Schattenbankensektor finanziert wurde. Banken hatten Immobilienkredite an Zweckgesellschaften weitergegeben, die sich im Gegenzug durch die Ausgabe von Anleihen finanzierten. Die Schwäche des Immobilienmarktes führte zu Verlusten bei den Anleihebesitzern und in der Folge zu Refinanzierungsproblemen für die Zweckgesellschaften. Notverkäufe und weiter fallende Preise waren die Konsequenz. In der Folge mussten auch Geldmarktfonds Verluste hinnehmen und konnten damit ihre Kapitalgarantie nicht mehr halten. Durch den massiven Kapitalabzug wurden die Geldmarktfonds gezwungen, ihre Investitionen herunterzufahren. Dies wiederum führte zu Finanzierungsproblemen bei Firmen und Banken, die vom Geldmarkt abhängig waren. Insgesamt gingen die Liquidität an den Finanzmärkten und die gesamtwirtschaftliche Kreditvergabe massiv zurück, was die Weltwirtschaft in eine tiefe Krise stürzte (Hansson, Oscarius, Söderberg, 2014).

Wie dieses Beispiel zeigt, sind **Schattenbanken wichtige und systemisch relevante Akteure an den Finanzmärkten**. Die Erkenntnisse aus der Finanzmarktkrise führten zu zahlreichen Gesetzgebungsinitiativen und die Verbesserung des regulatorischen Rahmens wurde zu einem Kernelement der Reformen, deren Ziel stabilere und nachhaltigere Finanzierungsquellen für die Wirtschaft sind. Diese Initiativen werden auf globaler Ebene vom Finanzstabilitätsrat FSB vorangetrieben und auf regionaler Ebene durch zahlreiche spezifische Regulierungen ergänzt.

Somit spielen Schattenbanken aber auch eine wichtige Rolle im Wirtschaftskreislauf und der Begriff „Schattenbank“ ist in zweifacher Hinsicht unglücklich gewählt. Erstens suggeriert er durch die begriffliche Nähe zur Schattenwirtschaft Aktivitäten am Rande der Legalität. Wie oben beschrieben **handelt es sich bei Schattenbanken aber um verschiedene Formen der marktbasierter Finanzierung**, die schon seit vielen Jahren etabliert sind und damit auch ganz überwiegend einer umfassenden Regulierung unterliegen. Diese marktbasierter Finanzierungsvehikel leisten in der Tat einen wichtigen Beitrag zum Wirtschaftswachstum, indem sie Unternehmen mit Finanzmitteln versorgen. Veron (2013) argumentiert sogar, dass die vergleichsweise reichhaltige Bereitstellung von Finanzmitteln durch Nichtbanken in den USA im Vergleich zu Europa ein wichtiger Grund für die bessere Wirtschaftsentwicklung in den USA ist.

Zweitens legt der Sammelbegriff auch einen einheitlichen Regulierungsansatz nahe. Dies wäre allerdings keinesfalls zielführend. So haben zum Beispiel Geldmarktfonds und Verbriefungen völlig unterschiedliche Risikoprofile und erfordern somit auch einen **differenzierten Regulierungsansatz**. Auch eine einfache Übertragung der Eigenkapitalanforderungen des Bankensektors auf alle Schattenbanken wird den unterschiedlichen Geschäftsmodellen und Risiken nicht gerecht.

Die Studie ist wie folgt aufgebaut: Kapitel 2 beschreibt den Schattenbankensektor, Risiken sowie regulatorische Initiativen.² In Kapitel 3 werden die aktuelle Diskussion über die Ausgestaltung von Verbriefungen aus Sicht des Finanzplatzes Deutschland betrachtet sowie die Ergebnisse einer Umfrage unter Finanzmarktprofis vorgestellt. Kapitel 4 fasst zusammen.

² Die Abschnitte 2.2, 2.3 und 2.4 sind Übersetzungen der Kapitel 2.1, 2.2, 4 und 5 aus Preece (2015).

2.0.0 DER SCHATTEN- BANKENSEKTOR: EINE ÜBERSICHT

2.1.0 SCHATTENBANKEN: FAKTEN UND ZAHLEN

2.1.1 GLOBALE ÜBERSICHT

Mit dem „Global Shadow Banking Report 2015“ vom November 2015³ basiert der Finanzstabilitätsrat FSB seine Berichterstattung über den Schattenbankensektor zusätzlich auf ökonomische Funktionen. Diese enge Definition des Schattenbankensektors beinhaltet die folgenden fünf Aktivitäten:

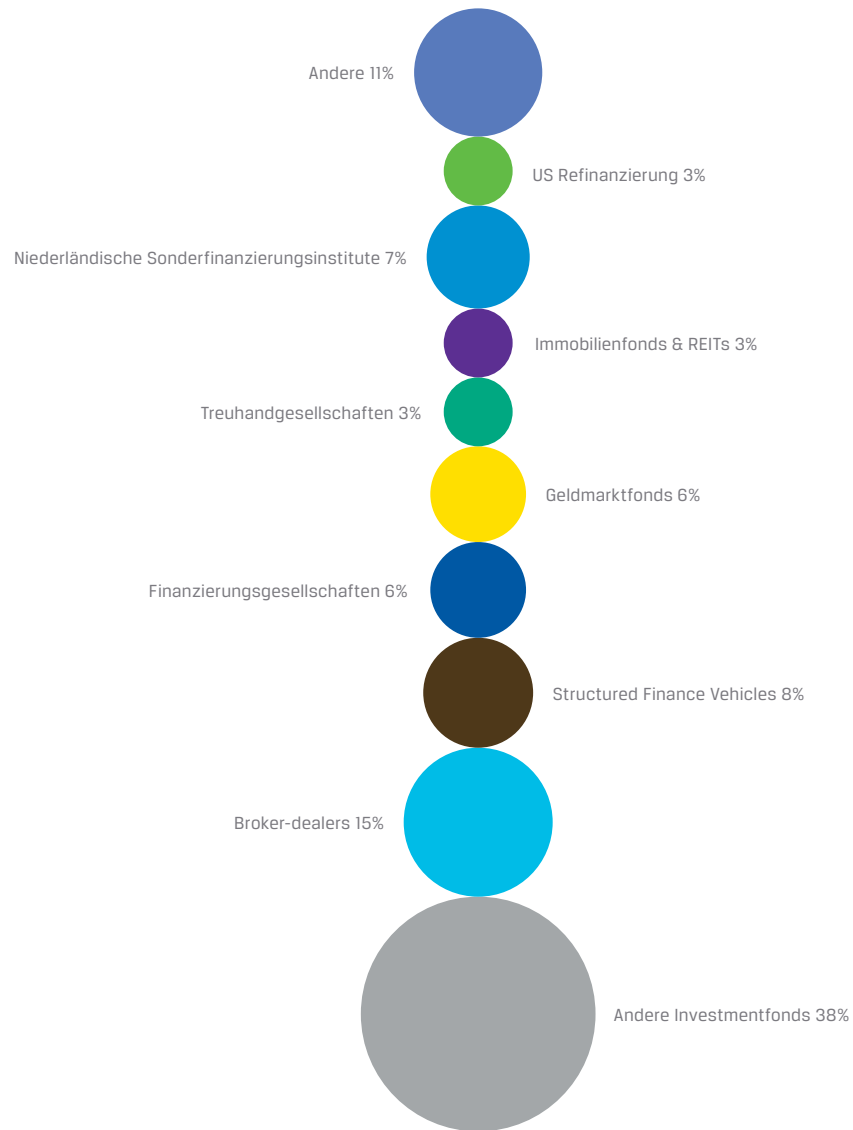
- ▶ Funktion 1: Management von kollektiven Anlageinstrumenten bei denen die Gefahr eines *Runs* besteht (z. B. Geldmarktfonds und andere Fonds).
- ▶ Funktion 2: Kreditvergabe, die von kurzfristiger Finanzierung abhängt (z. B. Leasing und Factoring, Konsumentenkredite).
- ▶ Funktion 3: Marktintermediation, die von kurzfristiger Finanzierung oder Sicherheiten abhängt (z. B. Broker-Dealer).
- ▶ Funktion 4: Förderung von Kreditgewährung (z. B. Kreditversicherung).
- ▶ Funktion 5: Verbriefung (z. B. Verbriefungsinstrumente).

Gemäß der engen Definition hatte der weltweite Schattenbankensektor zum Jahresende 2014 eine Größe von **USD 36 Billionen**. Dies entspricht 59 Prozent des BIP und 12 Prozent der Aktiva im Finanzsystem aller in der Analyse erfassten Länder.

Mehr als die Hälfte aller Aktiva im Schattenbankensektor entfallen auf die Funktion 1, das Management von kollektiven Anlageinstrumenten bei denen die Gefahr eines *Runs* besteht. 7 Prozent entfallen auf Funktion 2, Kreditvergabe, die von kurzfristiger Finanzierung abhängt und 11 Prozent auf Funktion 3, Marktintermediation, die von kurzfristiger Finanzierung oder Sicherheiten abhängt. Lediglich 0,3 Prozent aller Aktivitäten entfallen auf Funktion 4, Förderung von Kreditgewährung. Mit 8 Prozent trägt die Funktion 5, Verbriefung zu den Aktivitäten im Schattenbankensektor bei. Schließlich konnten 13 Prozent der Aktivitäten nicht eindeutig einer Funktion zugeordnet werden (siehe Schaubild 1).

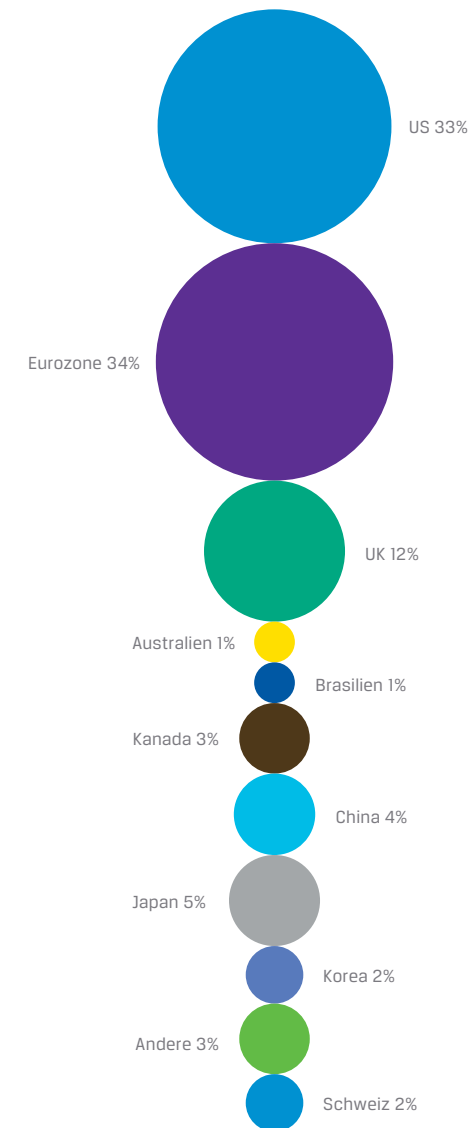
³ Siehe FSB, Global Shadow Banking Monitoring Report, 2015.

SB 1 ANTEIL DER VERMÖGENSWERTE VON FINANZINTERMEDIÄREN IM NICHTBANKENSEKTOR NACH UNTERNEHMENSTYP



QUELLE: FSB (2015)

SB 2 ANTEIL DER VERMÖGENSWERTE VON FINANZINTERMEDIÄREN IM NICHTBANKENSEKTOR NACH ZUSTÄNDIGKEIT



HINWEIS: Die Eurozone besteht aus fünf teilnehmenden Ländern in der FSB-Umfrage: Frankreich, Italien, Deutschland, Niederlande und Spanien.

QUELLE: basierend auf Daten der FSB (2014a)

Der größte Schattenbankensektor befindet sich in den USA, wo sich 40 Prozent aller Aktiva befinden. In den Ländern der Eurozone befinden sich 23 Prozent der Aktiva und in Großbritannien weitere 11 Prozent (siehe Schaubild 2).

Eine umfassendere Basis zur Abschätzung des Schattenbankensektors stellen die vom FSB abgebildeten anderen Finanzintermediäre (OFI = Other Financial Intermediaries) dar. Diese sind ein Teilbereich aller Finanzintermediäre im Nichtbankensektor (MUNFI = Monitoring Universe of Nonbank Financial Intermediation). Die gesamten Aktiva der OFI in Höhe von USD 80 Billionen entsprechen laut FSB etwa 128 Prozent des weltweiten BIP.

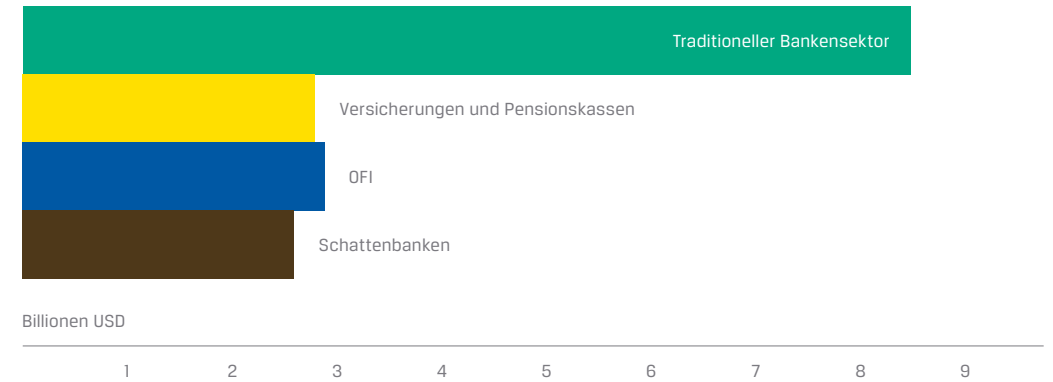
2.1.2 MARKTVOLUMEN IN EUROPA UND DEUTSCHLAND

Laut FSB repräsentiert der **Schattenbankensektor in Europa etwas mehr als ein Drittel der weltweiten Aktivitäten**. In der Eurozone befinden sich ungefähr USD 8 Billionen, dazu kommen noch einmal USD 4 Billionen aus dem Vereinigten Königreich sowie USD 0,6 Billionen aus der Schweiz. Ein etwas anderes Bild ergibt sich allerdings, wenn man die Schattenbankenaktivitäten ins Verhältnis zum traditionellen Bankengeschäft setzt. In Europa beträgt das Verhältnis der Aktiva im Schattenbankensektor zu den Aktiva des traditionellen Bankensektors weniger als ein Viertel, während es in den USA bei mehr als zwei Dritteln liegt.⁴ Somit ist der Schattenbankensektor relativ zum Bankensektor in Europa deutlich weniger relevant als in den USA.

Die Größe des Schattenbankensektors nach ökonomischer Funktion in **Deutschland** wird vom FSB auf **USD 2,6 Billionen** geschätzt während die umfassendere Größe der OFI mit USD 2,9 Billionen angegeben wird. Somit liegt der Anteil Deutschlands am Schattenbankensektor der Eurozone bei etwas über 30 Prozent gemäß ökonomischer Funktion und bei unter 10 Prozent gemäß OFI-Definition. Der traditionelle Bankensektor ist mit einer Größe von USD 8,5 Billionen ungefähr dreimal so groß. Damit liegt das Verhältnis von Schattenbanken zu traditionellem Bankensektor in Deutschland über dem europäischen Durchschnitt (siehe Schaubild 3).

⁴ Hierbei müssen allerdings die institutionellen Unterschiede zwischen den USA und Europa berücksichtigt werden. So argumentiert Deutsche Bundesbank (2014, S. 22): „Vor dem Hintergrund des Universalbankensystems im Euro-Raum werden dagegen viele Akteure, deren Aktivitäten zum Teil prinzipiell dem Schattenbankensystem zuzuordnen sind, nicht zu den SFI, sondern zu den Geschäftsbanken gerechnet.“

SB 3 GRÖSSE DES FINANZSEKTORS IN DEUTSCHLAND



QUELLE: FSB (2015)

2.2.0 DIE VERSCHIEDENEN MARKT- TEILNEHMER

Im Folgenden werden die wesentlichen Marktteilnehmer im Schattenbankensektor kurz beschrieben.

2.2.1 GELDMARKTFONDS

Geldmarktfonds investieren in kurzfristige Schuldverschreibungen und sind eine wichtige Finanzierungsquelle für Banken, Unternehmen und Staaten. Geldmarktfonds stellen eine Alternative zu klassischen Bankeinlagen dar, da sie bei ähnlicher Liquidität etwas höhere Erträge generieren und Diversifikation ermöglichen.

90 Prozent aller Geldmarktfonds sind in den USA und in Europa beheimatet. Sie verwalten Aktiva in Höhe von USD 2.7 Billionen beziehungsweise EUR 1.1 Billionen zum Jahresende 2013.⁵ Die Anteile von Geldmarktfonds werden entweder zu Marktpreisen bewertet, was zu einem variablen Nettovermögenswert führt, oder zu Anschaffungspreisen, was einen konstanten Nettovermögenswert impliziert. In den USA folgt die große Mehrzahl der Geldmarktfonds dem Prinzip des konstanten Nettovermögenswerts, während in Europa der Anteil von variablem und konstantem Nettovermögenswert bei jeweils ungefähr 50 Prozent liegt. Weltweit werden ungefähr 80 Prozent aller Geldmarktfonds nach dem Prinzip des konstanten Nettoanlagewerts bewertet.⁶

Geldmarktfonds sind Bankeinlagen sehr ähnlich, insbesondere wenn sie einen konstanten Nettoanlagewert haben. Wie auch Bankeinlagen sind Geldmarktfonds in aller Regel sofort fällig und erlauben in manchen Fällen (wie in den USA) sogar das Schreiben von Schecks. Typischerweise investieren Geldmarktfonds in kurzfristige festverzinsliche Wertpapiere wie Staatsanleihen und Commercial Paper, die bis zur Endfälligkeit gehalten werden. Daraus resultiert eine Laufzeitinkongruenz zwischen Aufnahme und Ausleihung der Mittel. Auch existiert ein Liquiditätsungleichgewicht, da Fonds mit konstantem Nettoanlagewert

⁵ Berechnungen von CFA Institute basierend auf Statistiken der European Fund and Asset Management Association bezüglich UCITS Geldmarktfonds (EUR 0,9 Billionen Ende 2013) und Schätzungen der Europäischen Kommission zum Verhältnis von UCITS Geldmarktfonds und AIFMD Geldmarktfonds (80 Prozent versus 20 Prozent der verwalteten Assets).

⁶ Die Zahlen basieren auf Schätzungen der Europäischen Kommission und der IOSCO (International Organization of Securities Commissions).

die Wertschwankungen nicht an die Investoren weiterreichen können. Aus der Kombination von einlagenähnlicher Finanzierung und Fristentransformation kann eine große Nähe zum klassischen Bankgeschäft abgeleitet werden.

Geldmarktfonds sind eine Schnittstelle zwischen dem Banken- und Nichtbankensektor, da sie in großem Umfang von Banken emittierte Commercial Papers halten. Damit sind sie für den Bankensektor eine wichtige Quelle der kurzfristigen Finanzierung. Zum Beispiel sind in Europa fast 85 Prozent aller Anlagen von Geldmarktfonds in Bankanleihen konzentriert. Dies entspricht ungefähr 38 Prozent aller von Banken emittierten kurzfristigen Schuldverschreibungen. Auch übernehmen Geldmarktfonds ungefähr 22 Prozent aller kurzfristigen Schuldverschreibungen von Unternehmen oder Staaten.⁷ Somit spielen Geldmarktfonds eine wesentliche Rolle bei der kurzfristigen Finanzierung der Wirtschaft.

2.2.2 INVESTMENT FONDS

Neben Geldmarktfonds zählen diejenigen Fonds zu den Schattenbanken, die in relativ illiquide Anlagen investieren und/oder ihre Investments über Kredite finanzieren. Generell werden Fonds für Privatkunden (aufgrund der regulatorischen Beschränkungen bezüglich Leverage und zulässiger Anlageobjekte) und Long-only Aktienfonds (aufgrund der leichten Liquidierbarkeit) nicht den Schattenbanken zugerechnet.

Investment Fonds die Leverage verwenden, zum Beispiel Hedge Fonds, finanzieren sich beim Aufbau der verschiedenen Handelsstrategien typischerweise über ihren Prime Broker. Prime Broker bieten unter Umständen auch direkte Kredite an, die entweder besichert oder unbesichert sein können. Damit entsteht Leverage und gegebenenfalls auch eine Liquiditätstransformation zwischen der Finanzierung durch den Prime Broker und den entsprechenden Handelspositionen. Zusätzlich sind die Kredite der Prime Broker typischerweise besichert und können erneut zur Besicherung weiterer Kredite verwendet werden. Damit werden die Prozesse der Kreditvergabe durch Nichtbanken und der Liquiditätstransformation weiter verstärkt.

Gemäß des „2014 Hedge Fund Survey“ der UK Financial Conduct Authority (FCA) verwalteten Hedge Fonds im Jahr 2013 Aktiva von insgesamt USD 2.5 Billionen weltweit,⁸ was weniger als 5 Prozent der globalen Asset Management Industrie entspricht. Insgesamt ist der Verschuldungsgrad der meisten Fonds

⁷ Europäische Kommission (2013)

⁸ Financial Conduct Authority (2014)

sowohl absolut als auch im Vergleich zu anderen Finanzintermediären niedrig. Allerdings gibt es eine Reihe von signifikanten Ausnahmen. Gemäß FCA ist die häufigste Quelle von Leverage in Hedge Fonds die Verwendung von Derivaten zum Aufbau von Marktpositionen. In geringerem Umfang wird Leverage über Kredite, einschließlich Wertpapierfinanzierungen und anderen Mitteln von Prime Brokern aufgebaut.

Andere Fonds, zum Beispiel Private Equity Fonds können ebenfalls als Kreditintermediäre auftreten. Einige Private Equity Firmen (ebenso wie einige Hedge Fonds) stellen direkt Kredite, sowohl besichert als auch unbesichert, an mittelständische Unternehmen bereit. Private Equity Firmen, die direkte Kredite vergeben, stellen eine Anlagemöglichkeit für Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften dar, die auf der Suche nach mittel- und langfristig prognostizierbaren und stabilen Zahlungsströmen sind. Dies ist insbesondere dann interessant, wenn diese Fonds im aktuellen Niedrigzinsumfeld relativ hohe Zinsen bieten. Eine solche Kreditvergabe durch Nichtbanken wie Investment Fonds steht im direkten Wettbewerb mit Bankkrediten und bietet für Unternehmen somit eine wertvolle Finanzierungsalternative.

2.2.3 WERTPAPIERHANDEL UND WERTPAPIERLEIHE

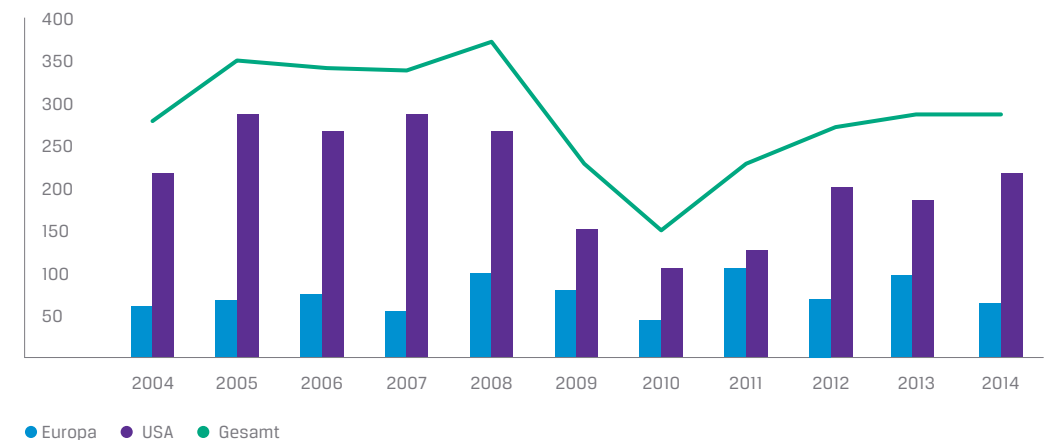
Wertpapierhandel und -leihe haben eine Intermediationsfunktion im Schattenbankensystem. Wertpapierhändler und -broker sind die wesentlichen Teilnehmer im Repo-Markt. **Da sie zur Finanzierung ihrer Handelsaktivitäten besicherte Kredite aufnehmen, zum Beispiel von liquiden Geldmarktfonds, kann es zu Fristen- und Liquiditätstransformation kommen.** Darüber hinaus können Broker-Dealer (zum Teil als Bank-Holdinggesellschaften organisiert) auch strukturierte Kreditprodukte emittieren, denen zum Beispiel Hypotheken und andere Immobilienkredite zugrunde liegen sowie außerbilanzielle Finanzierungsinstrumente unterstützen.

Wertpapierleihe wird von Prime Brokern und Depotbanken betrieben, die als Intermediär für Wertpapierdarlehen, zum Beispiel zwischen Investmentfonds agieren. Diese Kredite sind typischerweise besichert und die Sicherheiten können erneut verwendet werden. Die Wertpapierleihe (und die Finanzierung von Wertpapieren generell) wird in Abschnitt 2.3 behandelt.

2.2.4 VERBRIEFUNGSMITTEL

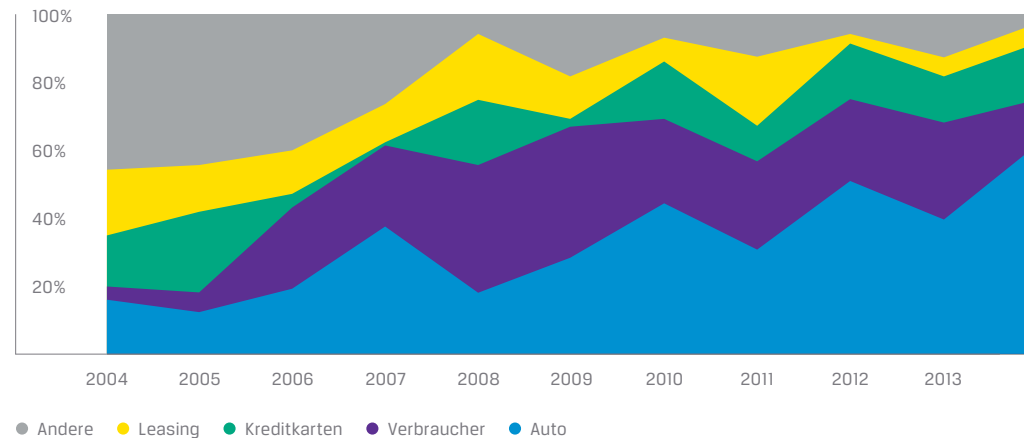
Im Zuge des Verbriefungsprozesses werden Kredite ausgegeben, zusammengefasst und in Wertpapieren gebündelt, die an Investoren verkauft werden. **Auf diese Weise werden Kreditpakete in handelbare Wertpapiere umgewandelt.** Durch die Schaffung von Wertpapieren mit einem Risikoprofil, das von dem der zugrunde liegenden Vermögenswerte abweicht, leisten Verbriefungen die nützliche Funktion der Kreditintermediation und sind eine wichtige Finanzierungsquelle außerhalb des Bankensektors.

SB 4 ABS – EMISSIONEN IN DEN USA UND IN EUROPA (2004 BIS 2014)



QUELLE: Preece (2015)

SB 5 EUROPA: ABS-EMISSIONEN NACH SICHERHEITEN (2004 BIS 2014)



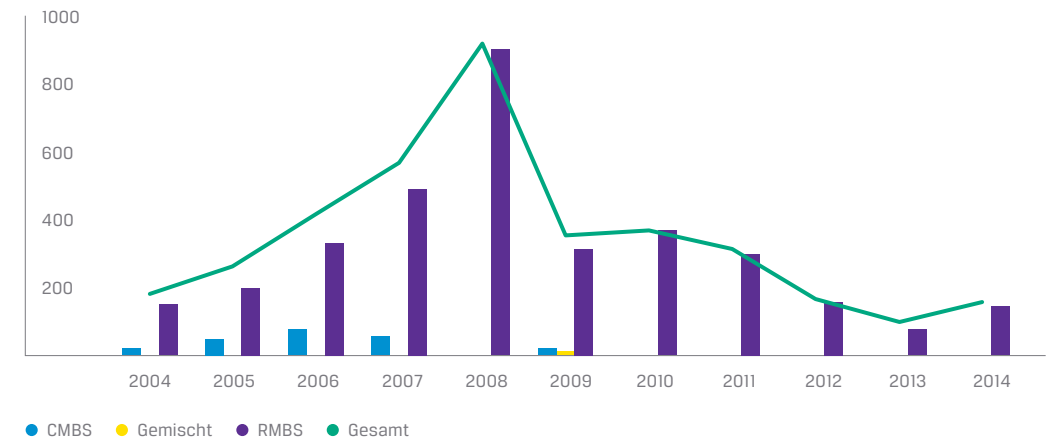
Am gängigsten ist die Hinterlegung von ABS durch Automobilkredite, Konsumentenkredite und Kreditkartenforderungen (siehe Schaubild 5).

QUELLE: Preece (2015)

Verbriefungen die mit Krediten und Forderungen hinterlegt sind, werden als Asset Backed Securities (ABS) bezeichnet. Schaubild 4 zeigt Daten zur Emission von ABS. Am gängigsten ist die Hinterlegung von ABS durch Automobilkredite und Kreditkartenforderungen (siehe Schaubild 5). Weniger verbreitet sind Leasing von Ausrüstungsgegenständen, Tantiemen aus dem Musik- oder Filmgeschäft und Parkgebühren.

Werden Hypotheken als Sicherheit verwendet, so spricht man von Mortgage Backed Securities (MBS). Daten zur Emission von MBS in Europa sind im Schaubild 6 zusammengefasst. Eine weitere Möglichkeit der Verbriefung stellen Asset Backed Commercial Paper (ABCP) dar. Dies sind typischerweise kurzlaufende Wertpapiere, die durch Finanzaktiva wie Forderungen aus Lieferungen und Leistungen hinterlegt werden. Ein ABCP wird typischerweise an Geldmarktfonds weitergegeben und stellt eine Quelle für kurzfristige Finanzierungen dar. Ebenfalls zur Kategorie der Verbriefungen zählen Collateralised Debt Obligations (CDOs). Diese Instrumente sind besichert durch Bündel von Kreditinstrumenten, einschließlich Verbriefungsinstrumenten, die wiederum durch Hypotheken, Anleihen oder Kredite hinterlegt sind. Der Prozess der Verbriefung umfasst somit mehrere Intermediationsschritte.

SB 6 EUROPA: MBS-EMISSIONEN (2004 BIS 2014)



QUELLE: Preece (2015)

UNSERE INTERVIEWPARTNER:

Dr. Hartmut Bechtold

Dr. Hartmut Bechtold ist seit ihrer Gründung Anfang 2004 Geschäftsführer der True Sale International GmbH.

Frank Bickel, CFA

Frank Bickel, CFA ist Head of Transaction Management bei der Commerzbank AG.

Oliver Piquardt, CFA

Oliver Piquardt, CFA ist Gruppenleiter Financials and Structured Credit im Bereich Research und Volkswirtschaft der DZ Bank AG.⁹

Deutsche Bundesbank¹⁰

EXPERTENFRAGE 1:

Die Teilnehmer an der Umfrage im März (siehe Abschnitt 3.5) waren optimistisch bezüglich der Wiederbelebung des Verbriefungsmarktes im Jahre 2015. Bestätigen die aktuellen Zahlen diesen Optimismus? Wie ist ihre persönliche Einschätzung für die weitere Emissionstätigkeit im Jahresverlauf?

Dr. Bechtold:

Der Verbriefungsmarkt braucht regulatorische Sicherheit. Diese ist noch nicht gegeben. Optimistisch stimmt jedoch, dass trotz der noch unsicheren regulatorischen Rahmenbedingungen und des fehlenden *level playing field* der Markt bei den öffentlichen Transaktionen sich etwa um die 100 Mrd. Euro in Europa bewegt, in manchen Ländern sogar schon wieder mit dem Covered Bond-Markt gleichgezogen hat.

Bickel:

Nach meiner Einschätzung dürften noch einige Transaktionen gemacht werden, um die Zeit bis zur Einführung der neuen regulatorischen Behandlung für ABS zu nutzen. Dies dürfte sich aber auf einem niedrigen Niveau abspielen.

⁹ Bei den Antworten handelt es sich um die Einschätzung aus Sicht des Research, dies ist nicht zwingend die Hausmeinung der DZ BANK.

¹⁰ Die Antworten reflektieren den Stand von Juni 2015.

Piquardt:

Ende Oktober 2015 beträgt das kumulierte Neuemissionsvolumen einbehaltener und bei Investoren platzierter Transaktionen ca. 160 Mrd. Euro für das Jahr 2015. Im Vergleich zum gesamten Neuemissionsvolumen für den gleichen Zeitraum 2014 bedeutet dies einen Anstieg um ca. 22 Mrd. Euro. Betrachtet man hingegen ausschließlich das bei Investoren platzierte Volumen so weist das Jahr 2015 mit 67,7 Mrd. Euro (Stand 31.10.2015) einen Rückgang um knapp 8 Prozentpunkte gegenüber dem Vorjahr auf. Im Hinblick auf das gesamte Neuemissionsvolumen kann also ein Anstieg beobachtet werden, dieser resultiert allerdings hauptsächlich aus der Emission weniger großvolumiger Transaktionen, die jedoch vollständig einbehalten wurden. Dementsprechend geringer fiel auch die Vermarktungsquote aus und liegt sogar hinter dem Vorjahr zurück. Obgleich sich das Primärmarktvolumen ausdehnte, hat sich das platzierte Volumen verringert, sprich es wurde weniger Material bei Investoren platziert als im Jahr 2014. Für 2015 taxieren wir das Emissionsvolumen auf 170 Mrd. Euro bis 190 Mrd. Euro (Vergleich 2014: 176 Mrd. Euro) bei einer Platzierungsquote von etwa 45 Prozent (Vergleich 2014: 48 Prozent).

Deutsche Bundesbank:

Bei Betrachtung der öffentlich verfügbaren Zahlen sowie der eigenen Schätzungen lag das Neuemissionsvolumen bei Verbriefungen im Jahr 2014 zumindest über dem Volumen in 2013 und der monatliche Vergleich zeigt, dass im Jahr 2015 (in den Monaten Januar bis April) das Neuemissionsvolumen leicht über dem Vorjahresvolumen in 2014 liegt. Absolut betrachtet befinden sich die Neuemissionsvolumina damit ungefähr auf dem Stand von 2003 und 2004. Wenn man bedenkt, dass die Jahre 2006/2007 von Übertreibungen, die Jahre 2007/2008 von der Finanzkrise gezeichnet waren, würden wir die derzeitige Entwicklung ebenfalls leicht optimistisch einschätzen.

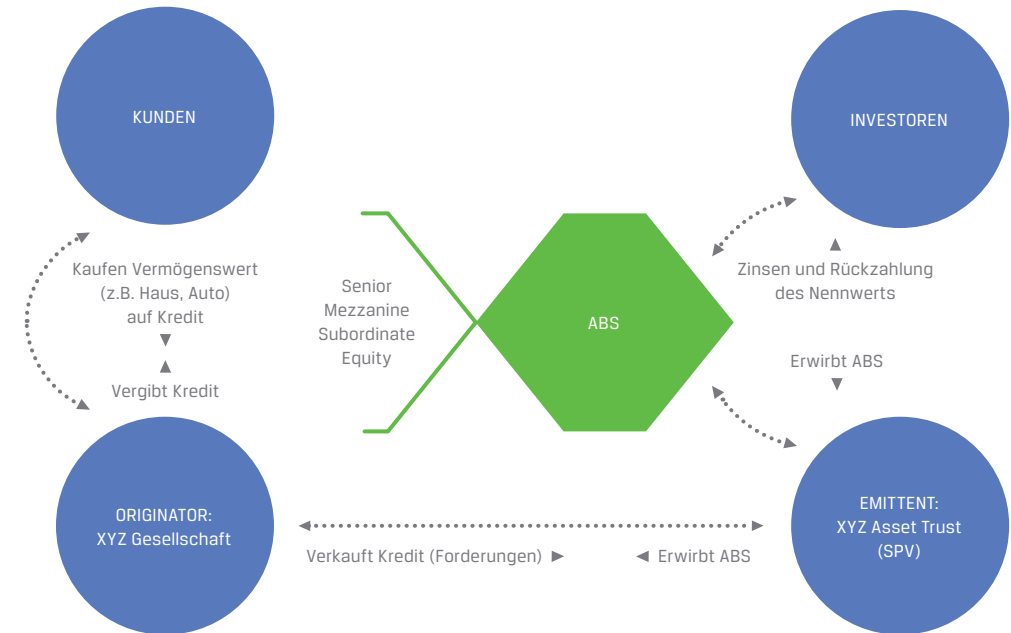
Asset Backed Securities transferieren Zahlungsströme aus den ursprünglichen Krediten an die Investoren in der Form von Zinszahlungen (Kuponzahlungen) und Rückzahlung des Nominalbetrages auf die begebenen Wertpapiere. Typischerweise werden ABS strukturiert und an Investoren in verschiedenen Tranchen mit unterschiedlichem Kreditrisiko emittiert. Folglich werden durch die Verbriefung auch Kreditrisiken an Investoren (die Käufer der verschiedenen Tranchen) transferiert.

An einer typischen Verbriefungstransaktion sind hauptsächlich drei Parteien beteiligt: der Originator der Kredite (zum Beispiel ein Unternehmen), der Emittent der Wertpapiere und der Administrator, welcher für die Abwicklung und Bedienung der Kredite sorgt.¹¹ In dieser Struktur werden die Kredite oder Forderungen (ursprünglich ein Aktivposten in der Bilanz des Originators) an den Emittenten verkauft, welcher in aller Regel eine Zweckgesellschaft ist. Die Zweckgesellschaft emittiert die Wertpapiere und verkauft sie an Investoren, wobei die Erträge zum Kauf der Kredite (die unterliegenden Vermögenswerte) vom Originator genutzt werden. Der Administrator, der entweder rechtlich zum Originator gehören oder ein Dritter sein kann, sorgt für die Abwicklung der Zahlungsströme aus den Vermögenswerten, erhält eine Bearbeitungsgebühr und stellt die Zahlung von Zinsen und Tilgung an die Besitzer der ABS sicher. Diese Struktur ist in Schaubild 7 dargestellt. Das Schaubild ist eine vereinfachte Darstellung und erhebt keinen Anspruch darauf, spezifische Strukturen präzise abzubilden.

Wie bereits oben ausgeführt, werden ABS in einer oder in mehreren Tranchen ausgegeben. Diese Zerlegung in verschiedene Tranchen dient der Umverteilung des Kreditrisikos der unterliegenden Vermögenswerte. Zuerst erhalten die Senior Tranchen, welche auch das beste Rating aufweisen, Rückzahlungen aus dem Pool der Vermögenswerte. Die nachrangigen Tranchen erhalten dagegen Zahlungen erst nachdem die Senior Tranchen vollständig bedient wurden. Das Risiko vorzeitiger Rückzahlungen oder von Kreditausfällen ist somit in den nachrangigen Tranchen konzentriert. In dieser Struktur haben die nachrangigen Tranchen die Funktion Verluste zugunsten der Senior Tranchen zu absorbieren. Sie tragen somit das höchste Kreditrisiko (und haben entsprechend das schlechteste Rating).

¹¹ Weitere Parteien wie Rechtsanwälte, Wirtschaftsprüfer, Versicherer und Rating Agenturen sind ebenfalls in den Prozess involviert. Unser Fokus liegt auf den zentralen Prozessschritten der Transaktion.

SB 7 TYPISCHE VERBRIEFUNGSSTRUKTUR



QUELLE: Preece (2015)

Wird dieser Prozess der Ausgabe und Verteilung von Krediten mit entsprechender Sorgfalt durchgeführt, so kann er Risiken im Finanzsystem diversifizieren und die Bereitstellung von Finanzmitteln an die Realwirtschaft unterstützen. Allerdings ist eine Abschätzung des Kreditrisikos in komplexen oder unklaren Strukturen oftmals schwierig. Dies wiederum erschwert die Überwachung des Gegenparteirisikos (das Risiko, dass eine Gegenpartei in einer Finanztransaktion ihren Verpflichtungen nicht nachkommt). Vorteile und Risiken der Verbriefung werden erneut in Kapitel 3 angesprochen.

2.2.5 TREUHANDGESELLSCHAFTEN

Treuhandgesellschaften wie Real Estate Investment Trusts (REITs) und ähnliche Anlagevehikel bündeln Investorengelder in Anlagen wie Wohn- und Gewerbeimmobilien oder Infrastrukturprojekten. Unter Umständen verwenden Treuhandgesellschaften auch Leverage. Insbesondere REITs machen von dieser Möglichkeit Gebrauch und gemäß FSB¹² beträgt das Verhältnis der Schulden zu den Gesamtaktiva typischerweise 40 bis 60 Prozent.

REITs genießen einen bevorzugten Steuerstatus und bieten Investoren eine vergleichsweise effiziente und liquide Anlagemöglichkeit in Immobilien. Bezüglich rechtlicher Rahmenbedingungen, Anlagemöglichkeiten, Leverage und Fristentransformation weisen REITs erhebliche regionale Unterschiede auf.

2.3.0 AKTIVITÄTEN

Die wesentlichen Schattenbankenaktivitäten von Investment Fonds, Geldmarktfonds und Broker-Dealer-Häusern beinhalten die Finanzierung von Wertpapiertransaktionen. Diese Aktivitäten finden innerhalb und zwischen dem Schattenbanken- und Bankensektor statt. Zusätzlich können die unterliegenden Sicherheiten von Wertpapierfinanzierungstransaktionen wiederverwendet oder erneut rehypothekariert werden.

¹² Siehe FSB, Global Shadow Banking Monitoring Report, 2014.

EXPERTENFRAGE 2

Welche Risiken gehen nach Ihrer Meinung von der Wiederverwendung von Sicherheiten im Zusammenhang mit Wertpapierfinanzierungstransaktionen aus? Inwieweit sollte eine solche Wiederverwendung eingeschränkt werden?

Dr. Bechtold:

Die generelle Gefahr sehe ich in der Asset Encumbrance, d.h. dass durch solche Transaktionen wegen der hohen Überbesicherung im Insolvenzfall Haftungsmasse entzogen wird, zu Lasten des Steuerzahlers. Asset Encumbrance gibt es in der Regel nicht bei Verbriefungen, wohl aber bei Covered Bonds und Repo-Geschäften.

Deutsche Bundesbank:

Systemische Risiken aus der Wiederverwendung von Sicherheiten im Rahmen von Wertpapierfinanzierungsgeschäften können durch Laufzeiten- und Fristentransformation sowie durch ihren Beitrag zu **Prozyklizität und Hebelfinanzierung** im Finanzsystem entstehen. Die Praxis der Wiederverwendung von Sicherheiten erhöht die Vernetzung zwischen Akteuren des Finanzsystems (Banken – Banken, Banken – Nichtbanken). Die Auflösung zum Beispiel von Repo-Kontrakten oder der Ausfall eines bedeutenden Marktteilnehmers können abwärts gerichtete Vermögenspreisspiralen und Notverkäufe (sogenannte *fire sales*) durch andere Akteure nach sich ziehen.

Da aus betriebswirtschaftlicher Sicht keine Anreize vorhanden sind, diese negativen externen Effekte zu berücksichtigen, besteht gegebenenfalls die Notwendigkeit regulatorischer Eingriffe. Erste Empfehlungen hierzu wurden durch das FSB bereits Mitte 2013 veröffentlicht.¹³ Diese beinhalten u. a., dass die Aufsichtsbehörden dafür Sorge tragen sollen, dass die Weiterverwendung von Kundenvermögen nur Instituten erlaubt ist, die einer Liquiditätsregulierung unterliegen. Weiterhin wird empfohlen, die Weiterverwendung von Sicherheiten einzuschränken – d. h. die Weiterverwendung soll nur im Rahmen von Kundengeschäften und nicht zur Finanzierung eigener Aktivitäten erlaubt sein. In Ergänzung dazu sollen für Institute entsprechende Transparenzanforderungen gegenüber ihren Kunden gelten, damit diese ihre eigene Position im Falle eines Ausfalls ihres Geschäftspartners besser einschätzen können.

Derzeit untersucht eine Unterarbeitsgruppe des Workstream on Securities Lending and Repos des FSB mit Beteiligung der Deutschen Bundesbank Risiken und erarbeitet ausgehend davon ggf. weitere mögliche Politikempfehlungen. Erste Ergebnisse werden voraussichtlich Anfang 2016 vorliegen.

Wertpapierfinanzierungstransaktionen umfassen Repos und Wertpapierleihe, welche beide die Ausleihe von Bargeld oder Wertpapieren gegen Sicherheiten beinhalten. Im Grunde genommen handelt es sich bei Wertpapierfinanzierungstransaktionen um kurzfristige und übersicherte Kredite. Die Sicherheiten hinter diesen kurzfristigen Transaktionen können nun rehypothekariert oder wiederverwendet werden, um weitere abgesicherte Kreditaufnahmen zu ermöglichen. Wertpapierfinanzierungstransaktionen und die Wiederverwendung von Sicherheiten können somit auch als Prozess der Weitergabe von Sicherheiten bezeichnet werden.

Ebenso wie andere Schattenbankenaktivitäten beinhaltet auch der Austausch von Sicherheiten für liquide Mittel oder andere Wertpapiere die **Transformation von Fristigkeit und Liquidität und erleichtert den Aufbau von Leverage**. Sicherheitenintermediation erhöht zusätzlich den Grad der Verflechtung zwischen Finanzinstituten, insbesondere wenn Sicherheiten in einer Kette von Transaktionen mehrere Male wiederverwendet werden.

2.3.1 REPO-GESCHÄFTE

Über Repo-Geschäfte kann ein kurzfristiger Liquiditätsbedarf abgedeckt werden. Im Austausch für Wertpapiere, die den Kredit besichern, wird den Kreditnehmern Liquidität bereitgestellt. Dabei wird ein Sicherheitsabschlag (*Haircut*) auf die Transaktion vorgenommen, so dass der Wert der Sicherheiten (die zurückgekauften Wertpapiere am Ende der Leihperiode) den Wert der ursprünglichen Liquiditätsaufnahme übersteigt.

Die Hauptteilnehmer im Repo-Markt sind Investoren, die über reichliche Liquidität verfügen, wie zum Beispiel Geldmarktfonds, Pensionskassen, Versicherungsgesellschaften und einige staatliche Unternehmen. Durch die Bereitstellung am Repo-Markt erzielen sie eine risikoarme Rendite auf ihre kurzfristigen Liquiditätsüberschüsse. Aufgenommen wird die Liquidität typischerweise von Banken und von Broker-Dealer-Häusern, die entweder auf eigene Rechnung oder im Namen von Kunden wie Hedge Fonds oder anderen Investmentfonds handeln.

13 http://www.financialstabilityboard.org/2013/08/r_130829b/

Gründe für eine Repo-Finanzierung sind Liquiditätsmanagement, Bilanzoptimierungen oder die Finanzierung von Wertpapieren und Finanzinstrumenten (zum Beispiel Transaktionen, die Leverage erfordern).

Repo-Transaktionen können entweder durch „allgemeine Sicherheiten“ oder durch genauer bezeichnete Wertpapiere (*Specials*) besichert sein. Allgemeine Sicherheiten sind liquide, breit akzeptierte Wertpapiere von hoher Qualität – überwiegend Staatsanleihen. *Specials* beziehen sich auf weniger liquide Sicherheiten (zum Beispiel Unternehmensanleihen). Folglich unterliegen Repo-Transaktionen die mit solchen Sicherheiten unterlegt sind einem höheren Abschlag.

Es gibt verschiedene Wege zur Durchführung von Repos: bilateral, trilateral oder durch Verwahrung. Die Unterscheidung ergibt sich aufgrund von Art und Verwahrung der Sicherheiten.

In einer bilateralen Transaktion sind die beiden Gegenparteien im direkten Kontakt. Der Besitz von Liquidität und Wertpapieren wird von der einen auf die andere Partei übertragen. Die Sicherheiten in einer bilateralen Repo-Transaktion sind in aller Regel spezifische Wertpapiere, die von den Gegenparteien festgelegt werden. Bilaterale Repo-Transaktionen werden oft von zwischen Broker-Dealern durchgeführt und ermöglichen die Ausleihe von spezifischen Wertpapieren zur Abdeckung von Short-Positionen, zur Positionierung entlang der Zinsstrukturkurve, für Market-Making Aktivitäten im Falle von Über- oder Unterangebot bei spezifischen Wertpapieren (Bestandsmanagement), zum Glättstellen von Positionen und für andere Finanzierungs- oder Absicherungsgeschäfte, wie zum Beispiel die Absicherung von Zinsrisiken.

Bei trilateralen Transaktionen wird eine Verrechnungsstelle zwischengeschaltet, die als zentrale Gegenpartei fungiert. Die zentrale Gegenpartei kann eine Nachschussmarge (Bewertung der Position zu Marktpreisen) und einen Sicherheitsabschlag festlegen. Die Rolle der zentralen Gegenpartei wird von Depotbanken oder zentralen Verwahrstellen übernommen. Die zentrale Verrechnung von Repo-Transaktionen bietet eine hohe Effizienz bei der Durchführung, da die Verrechnungsstelle das Sicherheiten-Management übernimmt und damit auch die Liquiditätsversorgung erleichtert. Trilaterale Repo-Transaktionen sind hochgradig standardisiert und stellen die am weitesten verbreitete Form von Repos dar.

Bei Repos mittels Verwahrung werden die Sicherheiten verpfändet, aber nicht geliefert (dies bedeutet, dass sich die Sicherheiten beim Ausleiher befinden). Da diese Transaktionsform somit das größte Kreditrisiko beinhaltet, ist der Reposatz am höchsten und Verwendung vergleichsweise selten.

Repos sind eine sehr liquide, standardisierte und abgesicherte Finanzierungsquelle, die eine Reihe von Investorenanforderungen bedient. (Im Falle eines Zahlungsausfalls kann die Gegenpartei die Sicherheiten ohne gerichtliche Zustimmung verwerten.) Somit stellen Repos ein wichtiges Element in einem funktionsfähigen Finanzsystem dar.

2.3.2 WERTPAPIERLEIHE

Ähnlich wie das Repo-Geschäft ist auch die Wertpapierleihe eine Form der besicherten Ausleihe. Während Repos überwiegend dazu benutzt werden, Liquidität im Austausch für festverzinsliche Wertpapiere mit hoher Bonität zu erhalten, wird die **Wertpapierleihe hauptsächlich eingesetzt um Leerverkäufe auf Aktien zu ermöglichen**. Wie bei Repos wird auch hier ein Sicherheitsabschlag vorgenommen.

Leerverkäufe werden typischerweise von Hedge Fonds vorgenommen, welche Zugang zu Wertpapieren bei Broker-Dealer Häusern haben. Der Broker-Dealer kann entweder die Wertpapiere direkt verleihen oder als Mittler im Namen anderer Kunden, zum Beispiel institutioneller Anleger auftreten.

Fondsmanager erzielen durch die Wertpapierleihe an Hedge Fonds und andere Investoren zusätzliche Erträge, da die Wertpapiere gegen eine Gebühr verliehen werden. Die Fondsmanager arbeiten bei der Transaktion mit einer Leihstelle als Intermediär, zum Beispiel einem Prime Broker, der die Wertpapiere an den Ausleiher vermittelt.

Sicherheiten in der Form von liquiden Mitteln, die der Verleiher (oder die Leihstelle) erhält, können in Geldmarktinstrumenten angelegt werden um zusätzliche Erträge entweder auf einem gesonderten oder einem vermischten Konto zu erzielen. Dies erweitert erneut den Prozess der Liquiditätstransformation. Sicherheiten in der Form von Wertpapieren können von der Leihstelle verwendet werden um weitere Ausleihen, einschließlich Repo-Geschäfte, zu ermöglichen. Somit verstärkt dieser Prozess die Vernetzung innerhalb der Märkte und Marktteilnehmer und erweitert die Kette der Sicherheiten hinter diesen Transaktionen.

Die Wertpapierleihe, wie auch die Repo-Geschäfte, spielt eine wichtige Rolle bei der Abwicklung von Transaktionen, bietet Zusatzerträge für die Verleiher und ermöglicht Leerverkäufe, was die Effizienz der Finanzmärkte erhöht.

2.4.0 RISIKEN UND FINANZMARKTSTABILITÄT

Die Risiken im Schattenbankensektor und ihre Bedeutung für die Finanzmarktstabilität ergeben sich durch die grundlegenden Prozesse der Fristen-, Liquiditäts- und Kredittransformation sowie den Aufbau von Leverage über Wertpapierfinanzierungen. In diesem Abschnitt werden mögliche Gefahren für die Finanzmarktstabilität analysiert, die sich aus diesen Prozessen ergeben. Vor diesem Hintergrund können im Folgenden mögliche wirtschaftspolitische Rahmenbedingungen und regulatorische Maßnahmen diskutiert werden.

EXPERTENFRAGE 3:

Gibt es bestimmte Bereiche des Schattenbankensektors, von denen im Moment – insbesondere aus einer Europäischen Perspektive – besondere systemische Risiken ausgehen?

Dr. Bechtold:

Wichtig erscheint mir die Bestimmung und Abgrenzung des Begriffs „Schattenbanken.“ Vorher kann ich es weder quantifizieren noch regulieren. Die Definition als Kreditintermediation außerhalb des regulären Bankensystems hilft hier leider nicht weiter. Unter diesen Begriff fällt schlichtweg alles, von dem Cash Management in der Realwirtschaft bis hin zu allen Kapitalmarktfinanzierungen. Sinnvoller erscheint es mir den Begriff so zu definieren: Schattenbanken sind bislang nicht-regulierte Akteure mit aktiver Geschäftstätigkeit am Markt der Kreditintermediation bei gleichzeitiger Refinanzierung über Einlagen. Bei dieser Formulierung wären Fonds, sofern sie über OGAW oder AIF reguliert sind, Verbriefungen, die von der CRR, Solvency II, AIFMD und Wertpapierprospektrecht erfasst werden können ebenso keine Schattenbanken sein und wären damit außen vor. Auch die konzerninternen Finanzierungsvorgänge fielen weg, da ihnen die Geschäftstätigkeit am Markt fehlt.

Deutsche Bundesbank:

Aus Sicht der Finanzstabilität sind die systemischen Risiken, die vom Schattenbankensystem ausgehen können, im Blickpunkt des Interesses. Diese resultieren grundsätzlich insbesondere aus Kreditintermediationsaktivitäten, die

mit Liquiditäts- und Fristentransformation, dem Aufbau von Leverage oder unvollständigen Kreditrisikotransfers verbunden sind. Des Weiteren können **über die Verbindungen mit dem Bankensystem Rückwirkungen entstehen, die ebenfalls das gesamte Finanzsystem gefährden können.** Derzeit gehen der Finanzstabilitätsrat und zahlreiche Aufsichtsbehörden zudem der Frage nach, ob von nicht-gehebelten Marktteilnehmern systemische Risiken ausgehen können.

Bezüglich Investment Fonds, die in diesem Zusammenhang unabhängig von den Geldmarktfonds betrachtet werden, muss betont werden, dass sich die Risiken für die Finanzmarktstabilität als Folge von Asset Management Aktivitäten deutlich von den Risiken aus dem Bank- und Versicherungsgeschäft unterscheiden. Investment Fonds geben keine Garantien auf das eingesetzte Kapital oder die erzielbare Rendite ab. Stattdessen tragen die Investoren das Marktrisiko. Ihnen gehört das Anlagekapital, das als Sondervermögen vom Vermögen der Investmentgesellschaft getrennt ist.

Aufgrund dieser Vermögenstrennung einerseits und der Weitergabe des Marktrisikos an die Investoren andererseits, ist ein Scheitern von Investment Fonds im Unterschied zu Einlagenkreditinstituten oder Lebensversicherungsgesellschaften ausgeschlossen. Gleichwohl unterliegt das Asset Management operativen Risiken im Tagesgeschäft und aus diesem Grund existieren weltweit zahlreiche regulatorische Rahmenwerke, die Minimalanforderungen an die Kapitalausstattung stellen. Operative Risiken bezüglich der Sondervermögen (also der verwalteten Aktiva) fallen normalerweise in den Verantwortungsbereich der Depotbank.

Somit sind die von Investment Fonds ausgehenden Risiken für die Finanzmarktstabilität eher indirekter Natur. Insbesondere sind sie bestimmt durch Abhängigkeiten der Finanzierung vom Geld- und Kapitalmarkt (Leverage) und Liquiditätstransformation. Extreme Marktverwerfungen können Instabilitäten in diesen Beziehungen bewirken. Im Fall der Geldmarktfonds spielt aufgrund der Kombination von jederzeit fälligen Einlagen und bis zur Endfälligkeit gehaltenen festverzinslichen Anleihen auch die Fristentransformation eine Rolle. Geldmarktfonds mit konstantem Vermögenswert bieten eine effektive Kapitalgarantie auf das eingesetzte Kapital und sind deshalb anfälliger für einen massiven Abzug von Einlagen.

2.4.1 RUNS, PANIKARTIGE LIQUIDIERUNG UND PROZYKLISCHES VERHALTEN

Jegliche Diskrepanz zwischen Rücknahmepolitik des Investment Fonds und Liquiditätsprofil der gehaltenen Vermögenswerte impliziert **Liquiditätstransformation und damit die Möglichkeit eines Runs auf die Einlagen.**

Auf der Aktivseite der Bilanz ist das Profil entscheidend durch die Liquidität der getätigten Investitionen bestimmt. Auf der Passivseite hängt es von der Rücknahmepolitik des Fonds unter normalen Marktbedingungen, von Anpassungsmöglichkeiten unter extremen Marktbedingungen, von möglichen Krediten (Leverage) und deren Bedingungen sowie der Auswirkung von Rücknahmen auf das Liquiditätsprofil der verbleibenden Aktiva ab. Grundsätzlich führt jedes Liquiditätsungleichgewicht zwischen Aktiva und Passiva zu Liquiditätsrisiken.

In einem normalen Marktumfeld sind solche Liquiditätsrisiken unproblematisch, da jeder Asset Manager in der Lage sein sollte, Rückzahlungswünsche – notfalls durch Lieferung der Aktiva, sollte eine kurzfristige Liquidierung unmöglich sein – zu erfüllen und gleichzeitig die Fonds weiterhin zu betreiben. Allerdings kann unter extremen Marktbedingungen der Anschein entstehen, dass ein Fonds nicht alle rückgabewilligen Investoren bedienen kann. In diesem Fall kann es zu einem Run kommen. Diese Gefahr ist bei Geldmarktfonds mit konstantem Vermögenswert besonders ausgeprägt, da derjenige Investor im Vorteil ist, der sein Vermögen am schnellsten abzieht. Damit sichert er seinen Nominalwert und erhöht gleichzeitig die Wahrscheinlichkeit, dass Verluste auf die verbleibenden Investoren verteilt werden.

Hat ein solcher Geldmarktfonds eine signifikante Größe, kann es zu einer prozyklischen und destabilisierenden Entwicklung im Gesamtmarkt kommen, da die zur Abdeckung von Kapitalabzügen notwendigen Notverkäufe einen Preisverfall auslösen können. Eine solche Abfolge der Ereignisse könnte zu einer Verschlechterung der Liquiditätsposition anderer Marktteilnehmer und Gegenparteien – einschließlich Banken und Versicherungen – führen und diese ebenfalls in eine Liquiditätskrise stürzen.

Wird Leverage eingesetzt, so erhöhen sich diese Risiken zusätzlich. Insbesondere werden Potenzial und Ausmaß von Liquiditätsinkongruenzen durch Leverage erhöht und damit können sich die erwähnten prozyklischen Risiken weiter verstärken. Finanzierungsquellen – etwa Prime-Broker oder andere Intermediäre – könnten im Falle unvorteilhafter Marktbedingungen ihre Geldleihe reduzieren. Dies kann in Konsequenz zu Panikverkäufen und heftigen Kursausschlägen führen.

In begrenztem Umfang sind Asset Manager, einschließlich Hedge Fonds und Geldmarktfonds, in der Lage, den Kapitalabfluss durch geeignete Maßnahmen zu limitieren und damit die Gefahren für die Finanzmarktstabilität zu reduzieren. Die Maßnahmen zielen darauf ab, die Abweichungen zwischen Liquidität der Fonds-Anteile und der zugrundeliegenden Aktiva möglichst gering zu halten.

Letztendlich werden mögliche Probleme der Asset Management Industrie über die Finanzmärkte auf die allgemeine Finanzmarktstabilität übertragen. Allerdings hängt ein mögliches Überschwappen von Problemen bei Investment- oder Geldmarktfonds auf andere Marktsegmente von zahlreichen Faktoren ab. Dazu gehören insbesondere das vorhandene regulatorische Kapital der Institutionen sowie die Berechnungsweise für den Inventarwert.

2.4.2 WECHSELSEITIGE ABHÄNGIGKEITEN, VERKETTUNG VON SICHERHEITEN UND GEGENPARTEIENRISIKEN

Die Bereitstellung von Krediten von Schattenbanken an andere Schattenbanken und das traditionelle Bankensystem erhöht die Wechselbeziehungen innerhalb des Finanzsystems. Durch Wertpapiere besicherte Finanzierungen sorgen für Verbindungen zwischen den verschiedenen Institutionen und je länger die Kette der Sicherheiten wird, umso höher werden die wechselseitigen Abhängigkeiten. Gleichzeitig erhöhen diese Abhängigkeiten die mögliche Anzahl an Gegenparteien von denen eine einzelne Institution (indirekt) abhängig ist, was wiederum das Gegenparteienrisiko vergrößert.

Somit führen Wertpapierfinanzierungen und die Wiederverwendung von Sicherheiten zu einer Erhöhung des Gegenparteienrisikos. Je höher das potenzielle Gegenparteienrisiko, umso größer ist die Gefahr für die Finanzmarktstabilität, da die Wechselbeziehungen mit anderen involvierten Unternehmen zunehmen. Zusätzlich erhöht die Wiederverwendung von Sicherheiten in einer Kette von Wertpapierfinanzierungsgeschäften auch den Verschuldungsgrad im Gesamtsystem.¹⁴

¹⁴ Gemäß FSB (2013a): „Auch unter relativ konservativen Annahmen führen gewisse Konstellationen bei Repo-Geschäften dazu, dass der Verschuldungsgrad im Gesamtsystem in einer Art und Weise ansteigt (...), die einen substantiellen Anstieg des systemischen Risikos mit sich bringt. Selbst wenn zum Beispiel ein relativ hoher Sicherheitsabschlag von 10 Prozent unterstellt wird, kann eine Kette von drei Investoren zu einer Multiplikation des Verschuldungsgrades von ungefähr 2 bis 4 kommen. Damit ist eine Größenordnung erreicht, die dem Verschuldungsgrad des gesamten Hedge Fonds Sektors entspricht.“ (Seite 35)

Finanzielle Verwerfungen können den Wert der Sicherheiten negativ beeinflussen und auch dazu führen, dass gewisse Sicherheiten am Markt nicht mehr akzeptiert werden. Zum Beispiel können Herabstufungen von festverzinslichen Anleihen durch Rating-Agenturen zu einem Preisrückgang führen. In der Folge könnten Kredite nicht mehr ausreichend besichert sein. Des Weiteren könnte es in Abhängigkeit vom Ausmaß der Herabstufung auch dazu kommen, dass diese Anleihen zukünftig nicht mehr als Sicherheiten akzeptiert werden.

In beiden Fällen müssten Kreditnehmer andere Vermögenswerte liquidieren um ihrer Nachschusspflicht nachzukommen (d.h. der Verpflichtung mehr Sicherheiten zu stellen). Damit steigt das Risiko von Notliquidationen und einem damit verbundenen weiteren Preisverfall. Falls die Wertpapierfinanzierung über eine Verkettung von Sicherheiten abgedeckt ist (die Sicherheiten also von verschiedenen Parteien mehrmals verwendet wurden), erhöht die daraus folgende wechselseitige Abhängigkeit die Wahrscheinlichkeit, dass eine der Gegenparteien in der Kette ihrer Nachschlusspflicht nicht nachkommen kann. Diese Effekte werden durch das Vorhandensein von Leverage innerhalb der Finanzierungskette weiter verstärkt und führen zu einer Erhöhung des systemischen Risikos.

Nimmt die Abneigung gegen Gegenparteienrisiken weiter zu, kann es zu einem Austrocknen der Märkte für Repo-Geschäfte und Wertpapierleihe kommen, was die Marktliquidität negativ beeinflussen kann. Im Ergebnis können Bedenken über Gegenparteienrisiken zu einer Kreditknappheit führen, was die Illiquidität an den Märkten weiter verstärkt und zu Instabilität an den Finanzmärkten führt.

Agieren Banken und Versicherungsgesellschaften als Sponsoren dieser Instrumente, können sie ebenfalls von den Risiken der Investmentfonds betroffen sein. Im Falle von Marktturbulenzen können Banken und Versicherungsgesellschaften dazu gezwungen sein, über die direkte Zuführung von Kapital und über Marktinterventionen den Nettokapitalwert durch Wertpapierkäufe oder -verkäufe zu stabilisieren.

Zur besseren Überwachung der Risiken für die Finanzmarktstabilität, die sich aus der gegenseitigen Abhängigkeit und dem Gegenparteienrisiko ergeben, haben die Regulierungsbehörden Regeln zur Begrenzung der Abhängigkeit von einzelnen Gegenparteien oder Emittenten eingeführt (regulatorische Maßnahmen werden ausführlich in Abschnitt 2.5 besprochen).

2.4.3 UN DURCHSICHTIGKEIT UND FEHLENDE DATENBASIS

Mangelnde Transparenz im Schattenbankensektor kann aufgrund **unzureichender Informationen über Handelsdaten und fehlender Daten über Kreditpools und -ströme** entstehen. Dieser Mangel an Klarheit kann mehrere Gründe haben: hohe Produktkomplexität (zum Beispiel in Verbriefungsstrukturen in denen Kredite mehrmals weitergegeben werden), Marktunvollkommenheiten, Schwächen im regulatorischen Berichtswesen oder auch das Fehlen beziehungsweise die Unzulänglichkeit geeigneter Datensammelstellen. Zusätzlich mögen die Offenlegungen von Banken und anderen Finanzinstituten zu ihren Schattenbank-Aktivitäten sowie den damit einhergehenden Risiken unzureichend sein.

Transparenz im Schattenbankensektor ist notwendig, um angemessene Anlageentscheidungen und Risikoeinschätzungen der Marktteilnehmer zu erleichtern. Dies schließt insbesondere die Bewertung von Aktiva, Krediten und Sicherheiten ein. Transparenz ist auch wichtig, um Investoren und Regulierungsbehörden die Überwachung von Kreditströmen, die Einschätzung von Marktentwicklungen und die Beobachtung von systemischen Risiken zu ermöglichen. Fehlende Transparenz stellt somit ein Risiko für die Finanzmarktstabilität dar, da sie letztendlich zu Fehlbewertungen, ungerechtfertigten Vermögensallokationen oder falschen wirtschaftspolitischen Entscheidungen führen kann.

Die unvollständige Offenlegung gegenüber Investoren durch Fonds oder Verbriefungsgesellschaften bezüglich Bewertung der Aktiva, unterliegende Sicherheiten, Portfoliobewegungen, Ausmaß an Wertpapierfinanzierungen oder Leverage kann zu einer Verzögerung oder Beeinträchtigung bei der Prüfung und Überwachung von Investmentpositionen führen.

Im Falle von Wertpapierfinanzierungen sind Daten über trilaterale Repos verfügbar, soweit zentrale Gegenparteien als Transaktionsregister fungieren. Aggregierte Daten über trilaterale Repos sind somit über Industrieverbände erhältlich, während die Datenlage bei bilateralen Repos, die nicht zentral verwaltet werden, schwieriger ist. Die Datenlage bezüglich Wertpapierfinanzierungen dürfte ebenso eingeschränkt sein, da Qualität und Ausmaß der Veröffentlichungen, sowie die Behandlung in den Bilanzunterlagen sich je nach Finanzinstitution oder Region unterscheiden können.

Risiken im Verbriefungsprozess können durch mangelnde Stringenz bei der Bewertung und Offenlegung von Sicherheiten entstehen. Mangelnde Granularität der Daten über zugrundeliegende Vermögenswerte von Verbriefungsinstrumenten kann die eingehende Prüfung und laufende Überwachung durch Investoren erschweren. Zwar sind Sammelstellen für Kreditdaten durch einige öffent-

liche und private Institutionen eingerichtet worden, doch bleibt die Datenbasis unvollständig.

Transparenz im Schattenbankensektor ist eine zentrale wirtschaftspolitische Forderung, insbesondere bezüglich Wertpapierfinanzierungen und Verbriefungen. Regulatorische Initiativen werden deshalb in folgenden Abschnitt 2.5 angesprochen.

EXPERTENFRAGE 4:

Nach wie vor sind wir bezüglich des Umfangs des Schattenbankensektors auf grobe Schätzungen angewiesen. Welche Möglichkeiten sehen sie zur Verbesserung der Datenbasis bezüglich Aktivitäten und Risiken im Schattenbankensektor?

Dr. Bechtold:

Was ich nicht richtig definieren kann ich nicht richtig messen.

Deutsche Bundesbank:

Die Deutsche Bundesbank arbeitet bei der Analyse des Schattenbankensystems unter anderem mit dem Financial Stability Board (FSB) zusammen und liefert diesem im Rahmen einer jährlichen Datensammlung Angaben zur Größe des Schattenbankensystems. Das FSB veröffentlicht diese Angaben als Zeitreihen in international vergleichbarer Form im Rahmen des jährlich erscheinenden „Global Shadow Banking Monitoring Report“. Das FSB verwendet als konservative Schätzgröße für das Schattenbankensystem ein weit definiertes Aggregat von Nichtbank-Finanzintermediären, das „Monitoring Universe of Non-Bank Financial Intermediaries“ (MUNFI) und arbeitet kontinuierlich an einer Verbesserung der Datenbasis und Schätzmethode. Gleichzeitig finden stetig Bemühungen statt, Schattenbankenaktivitäten stärker in das Monitoring zu integrieren.

Mit Bezug auf Schattenbankenaktivitäten unterstützt die Bundesbank zudem die Arbeiten des FSB zur globalen Erhebung aggregierter Daten zu Wertpapierfinanzierungsgeschäften. Auch die europäischen Arbeiten (vgl. vor allem den Verordnungsvorschlag der Europäischen Kommission vom 29. Januar 2014; sog. SFTR) zielen insbesondere auf eine **höhere Transparenz bei Wertpapierfinanzierungsgeschäften** ab, die auch die Datengrundlage im Bereich der Schattenbankenaktivitäten verbessern sollte.

2.5.0 REGULIERUNG UND WIRTSCHAFTSPOLITISCHE ENTWICKLUNGEN

Im Moment werden zahlreiche regulatorische und wirtschaftspolitische Regulierungsinitiativen zum Thema Schattenbanken vorangetrieben, die Breite, Ausmaß und Bedeutung des Sektors und seiner Aktivitäten innerhalb der Finanzmärkte widerspiegeln.¹⁵

Am weitesten vorangeschritten ist die Regulierung von Schattenbanken in den USA und in der EU. Gleichzeitig gibt es zahlreiche globale Initiativen unter der Führung des Finanzstabilitätsrats FSB. **Gesamthaft kann festgestellt werden, dass die Regulierung von Publikumsfonds sehr umfassend ist, während es für Hedge Fonds und Private Equity Fonds Registrierungsanforderungen und bestimmte Publikationspflichten gibt.** Regulatorische Anforderungen für Geldmarktfonds in Europa gemäß der UCITS Richtlinie (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) ähneln den Vorgaben in den USA. Beide Regulierungen befassen sich mit Risiken im Schattenbankensektor durch Begrenzung des Verschuldungsgrades und durch die Vorgabe von Richtlinien zum Liquiditätsmanagement. Auch bestehen präzise Vorgaben bezüglich Portfoliozusammensetzung und Klumpenrisiken.

In der Europäischen Union unterliegen Hedge Fonds und Private Equity Fonds ausführlichen regulatorischen Anforderungen gemäß AIFMD (Alternative Investment Fund Managers Directive) die Ähnlichkeiten mit den Inhalten der UCITS Richtlinie aufweisen. Kein ähnliches Regelwerk für Hedge Fonds und Private Equity Fonds existiert dagegen in den USA. Stattdessen müssen Private Equity Fonds eine Registrierung bei der SEC (Securities and Exchange Commission) vorweisen und Investitionsberatungsgesellschaften unterliegen spezifischen Vorgaben.

Die Regulierung von Geldmarktfonds wird sowohl in Europa als auch in den USA überarbeitet. Während das Regelwerk in den USA im Jahre 2014 verabschiedet wurde, sind die Regulierungsvorschläge in Europa noch in der Diskussion. In beiden Regionen liegt der Schwerpunkt auf Maßnahmen zur Überwachung der Fristentransformation durch Laufzeitbeschränkungen und Vorgaben zur Liquidität der Aktiva. Gleichzeitig wird die Problematik von Runs angegan-

¹⁵ Detailliert werden diese Regulierungen im Anhang zu Preece (2015) besprochen.

gen, indem die Möglichkeit zur Begrenzung von Rücknahmen eingeführt und das generelle Prinzip des variablen Nettovermögenswerts vorgeschlagen wird. Allerdings unterscheiden sich die Regulierungen in Europa und in den USA in einzelnen Punkten bezüglich Rücknahmebedingungen und Liquiditätsrisiken.

Regulatorische Maßnahmen im Bereich der Verbriefung behandeln mögliche Interessenkonflikte zwischen Originatoren und Investoren entlang der Kette zwischen Kreditvergabe und Verbriefung sowie mangelnde Transparenz bezüglich Verbriefungsstruktur und zugrundeliegender Vermögenswerte. Die wesentlichen Komponenten der Regulierung zum Thema Verbriefung sind (i) Risikselbstbehalt und Anforderungen an die Due Diligence, (ii) Aufsichtsregeln, (iii) Publikations- und Transparenzanforderungen und (iv) die Etablierung eines qualitativ hochwertiges Verbriefungssegments. In den USA und in Europa müssen Originatoren oder Sponsoren einen **Mindestanteil von 5 Prozent an der Verbriefung** halten. Internationale Aufsichtsnormen des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht enthalten Anforderungen bezüglich Eigenkapital und Liquidität, die bei einer Investition in Verbriefungen greifen. Damit soll sichergestellt werden, dass im Falle eines massiven Preisverfalls die Verluste verkraftet werden können und genügend Liquidität zur Verfügung steht. Prospektpflichten sind sowohl in Europa (*Prospectus Directive*) als auch in den USA weit entwickelt.

Ebenfalls in der aufsichtsrechtlichen Diskussion in Europa und in den USA befindet sich das Konzept der „**qualitativ hochwertigen Verbriefungen**.“ Mit der Erfüllung von bestimmten Kriterien, zum Beispiel im Bereich der Standardisierung oder Transparenz könnte eine Verringerung der Kapitalanforderungen einhergehen, welche diesen qualitativ hochwertigen Verbriefungen einen Vorteil gegenüber anderen Strukturen einräumen würde.

Im Moment sind die Regulierungsmaßnahmen bezüglich Wertpapierleihe, Repo-Märkte, die Wiederverwendung von Sicherheiten und Rehypothekarisierung weniger ausgeprägt als für andere Bereiche des Schattenbankensektors. Gleichwohl wurden einige globale Regulierungsinitiativen unter der Führung des Finanzstabilitätsrats FSB angestoßen. Diese Initiativen zielen auf eine Verbesserung der Transparenz bei Wertpapierfinanzierungen ab und sorgen für größere Einheitlichkeit bezüglich Behandlung sowie Art und Umfang von Sicherheiten für verschiedene Transaktionen.

Aufgrund der großen Anzahl von Initiativen für den Schattenbankensektor ist es eine der größten Herausforderungen für Regulierer, Einheitlichkeit bei der Einführung dieser Maßnahmen herzustellen und gleichzeitig regulatorische Lücken und Überlappungen zu vermeiden. Hinzu kommt der Bedarf nach einem einheitlichen regulatorischen Umgang mit funktional ähnlichen Aktivitäten

sowie nach möglichst großer Harmonisierung in der nationalen Umsetzungen grenzübergreifender Richtlinien. Eine starke Überwachung und das Durchsetzen bestehender Regulierungen sind zum Schutz der Investoren und zur Wahrung der Marktintegrität ebenfalls notwendig. Trotz des überwiegenden Blickwinkels auf die Risiken muss auch erneut deutlich gemacht werden, dass der Schattenbankensektor durchaus viele Vorteile für Finanzmärkte und Realwirtschaft bietet.

3.0.0 DER MARKT FÜR VERBRIEFUNGEN IN EUROPA UND DEUTSCHLAND

Wie in den vorhergehenden Abschnitten deutlich wurde, sind Verbriefungen ein zentrales Element des Schattenbankensektors. Obgleich Verbriefungsinstrumente durch die Weitergabe von Hypotheken niedriger Qualität (*sub-prime mortgages*) für die Entstehung systemischer Risiken während der Finanzkrise mitverantwortlich waren, existiert ein breiter Konsens unter Wirtschaftspolitikern und Regulierern, dass **sorgfältig gestaltete Verbriefungsmärkte einen wichtigen Beitrag zur Wiederbelebung des Wirtschaftswachstums leisten können**. Insbesondere in Europa ist das Thema aufgrund schwacher Wachstumsraten und Refinanzierungsproblemen für kleine und mittelständische Unternehmen besonders dringlich. In der Tat stellt die Entwicklung eines Marktes für einfache, transparente und standardisierte Verbriefungen einen Eckpfeiler der von der Europäischen Kommission angestrebten Kapitalmarktunion dar. Im aktuellen Vorschlag der europäischen Kommission zur Schaffung eines gemeinsamen Verbriefungsrahmens wird argumentiert: „Ein qualitativ hochwertiger Rahmen für Verbriefungen in der EU kann die Integration der EU-Finanzmärkte fördern, zur Diversifizierung der Finanzierungsquellen beitragen und Kapital erschließen, sodass Kreditinstitute und Kreditgeber leichter Kredite an Privathaushalte und Unternehmen vergeben können.“¹⁶

Auch in Deutschland werden von wirtschaftspolitischer und unternehmerischer Seite bereits seit längerem Maßnahmen zur Förderung des deutschen Verbie-

¹⁶ „Vorschlag für eine Verordnung des europäischen Parlaments und des Rates zur Festlegung gemeinsamer Vorschriften über die Verbriefung, zur Schaffung eines europäischen Rahmens für eine einfache, standardisierte und transparente Verbriefung und zur Änderung der Richtlinien 2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EU und der Verordnungen (EU) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 648/2012.“

fungsmarktes angestrebt. 2004 gründeten elf deutsche Banken die True Sale International GmbH (TSI)¹⁷, die darüber hinaus durch ein Netzwerk von Partnerunternehmen unterstützt wird. Eine der zentralen Aufgaben von TSI ist die Erarbeitung von Qualitätsstandards für den Verbriefungsmarkt und die Implementierung dieser Standards über ein Zertifizierungsverfahren. TSI vergibt das Zertifikat DEUTSCHER VERBRIEFUNGSSTANDARD. Dieses basiert auf Regeln für Transparenz, Offenlegung, Kreditvergabe und Kreditbearbeitung und stellt Investoren somit eine klar definierte Entscheidungsgrundlage zur Verfügung. Eine Selbstverpflichtungserklärung des Originators fixiert die Anwendung klarer Regeln bei der Vergabe und Bearbeitung von Krediten sowie bei den Vergütungssystemen für Vertrieb und Back-Office. Offering Circular, Selbstverpflichtungserklärung und Investorenreports werden auf den öffentlich zugänglichen Internetseiten von TSI frei verfügbar gemacht, um Anlegern die Einschätzung zu erleichtern. Bei der Zertifizierung wird einerseits nach verschiedenen Produkten und andererseits nach Herkunft der Assets sowie Domizil der Zweckgesellschaft unterschieden. Bewertet werden CLO/SME, RMBS, Consumer Loans, Auto Loans, Auto Leasing sowie Gewerbliches Leasing.

3.1.0 HISTORISCHE ENTWICKLUNGEN

Von den Auswirkungen der Finanzkrise konnten sich die europäischen Verbriefungsmärkte bislang noch nicht freimachen, obwohl die tatsächlich zu verkraftenden Ausfälle bei den in der EU begebenen Papieren sehr gering waren. Gemäß Europäischer Kommission (2015) und European Banking Authority (2015) lagen die Verluste in den USA ganz massiv über denjenigen in Europa. Im Bereich der europäischen RMBS mit AAA-Rating zum Beispiel stehen einer Ausfallquote von 0,1 Prozent in Europa Verluste von 16 Prozent (Sub-Prime) und 3 Prozent (Prime) in den USA entgegen. Noch ausgeprägter sind die Unterschiede im BBB-Segment, wo in den USA bis zu 62 Prozent der Sub-Prime Produkte und 46 Prozent der Prime-Produkte ausfielen, während die Ausfallraten in Europa bei höchstens 0,2 Prozent lagen. **Somit kann festgehalten werden, dass europäische Verbriefungen in keinem Zusammenhang mit der Finanzmarktkrise gestanden haben, sondern im Gegenteil eine gute Investmentperformance aufweisen.** Allerdings gibt es im europäischen Verbriefungsmarkt durchaus auch Schwachpunkte. Insbesondere die europäischen

¹⁷ <http://www.true-sale-international.de/home/>

Märkte für Asset Backed Securities sind extrem fragmentiert. Dies erschwert und verteuert Marktbeobachtung und Analyse. Auch sind einige Segmente zu klein und spezialisiert, um für eine breite Investorenbasis interessant zu werden.

Von der European Banking Authority (2015) werden die folgenden vier Elemente als wesentlich für die schlechte Performance von Verbriefungen in den USA verantwortlich gemacht: (1) fehlende Anreizkompatibilität zwischen Originatoren und Investoren mit der Folge von unzureichenden Standards bei der Ausgabe der Produkte; (2) übermäßiger Einsatz von Fremdkapital; (3) Fristentransformation; und (4) komplexe Strukturen.

Aus diesen Überlegungen lassen sich notwendige Eigenschaften von Verbriefungen ableiten, welche die Grundlage für einen funktionierenden Markt und einen angemessenen Regulierungsrahmen legen. Im Mittelpunkt müssen dabei stets die Bedürfnisse der Investoren stehen, denn ohne ausreichende Nachfrage kann kein Verbriefungsmarkt entstehen. Die Grundlage für stabile Verbriefungsmärkte bilden Standardisierung, Vereinfachung und Transparenz. Diese und andere Elemente werden nachfolgend weiter vertieft.¹⁸

3.2.0 OPERATIVE VORAUSSETZUNGEN

Standardisierung und Vereinfachung. Transparenz und Vergleichbarkeit von Verbriefungen können durch einen gewissen Grad an **Produktstandardisierung** erhöht werden. Insbesondere (a) die Struktur der Wertpapiere, einschließlich der Risikoverteilung auf unterschiedliche Tranchen, (b) die Struktur möglicher Kreditverbesserungen oder Garantien, (c) die für die Verträge geltenden Rechtsbegriffe und (d) die Bedingungen über zulässige Aktivposten, einschließlich einer Aussage darüber, ob reale oder synthetische Kredite enthalten sind, bieten sich für eine solche Standardisierung an. Eine vollständige Standardisierung scheint dagegen weder erreichbar (aufgrund der unterschiedlichen Vermögenswerte) noch sinnvoll (aufgrund der unterschiedlichen Ansprüche der Investoren). Letztendlich mündet das Thema der Standardisierung in der Suche nach „Verbriefungen hoher Qualität“ durch Industrievereinigungen (durch Kennzeichnungen) oder Regulierer (durch Festlegen der Eigenkapitalverpflichtungen).

¹⁸ Diese Punkte werden ausführlicher in Preece (2015) besprochen.

Strukturierung und angemessene Behandlung aller Investoren in allen Tranchen. Die Interessen der Investoren sollten deutlicher berücksichtigt werden. Der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht konstatiert einen Fokus auf „der Sichtweise von Originatoren, Emittenten oder Sponsoren, bei sehr geringen Anstrengungen, die Anreize von Investoren zu berücksichtigen.“¹⁹ Für Investoren sind die Wertpapiere attraktiv, wenn sie einen angemessenen Ertrag bei entsprechender Kreditqualität erwarten lassen. Abschreckend sind dagegen undurchsichtige und komplexe Strukturen. Ein funktionierender Verbriefungsmarkt braucht deshalb „vollständige und klare Informationen über die Art aller übertragenen Risiken, sowohl auf der Ebene der einzelnen Vermögenswerte als auch bezüglich der strukturellen Eigenschaften die sich aufgrund der Verbriefungsbedingungen ergeben.“²⁰

Standardisierte Offenlegung, Dokumentvorlagen und Prospekte. Die **Standardisierung der Offenlegung** wäre für Investoren vorteilhaft, da damit Due Diligence und die Einschätzung des Risiko-Rendite Profils erleichtert würde. IOSCO empfiehlt, dass eine standardisierte Offenlegung mindestens die wichtigsten Risikofaktoren und die Gebührenstruktur enthalten sollte, sowohl für die Verbriefung als auch die zugrundeliegenden Vermögenswerte.²¹

Fortlaufende Informationsübermittlung (Bestände und Bewegungen). Die fortlaufende Bereitstellung von Informationen an Investoren sollte die Verpflichtung der Emittenten zur angemessenen Due Diligence bezüglich der Kreditnehmer während der Laufzeit des Wertpapiers widerspiegeln. Investoren benötigen fortlaufende und ausreichend detaillierte Informationen auf Ebene der einzelnen Kredite und zwar sowohl statische Bestandsdaten als auch Daten über Veränderungen. Allerdings muss ein Ausgleich gefunden werden zwischen der Informationsfülle und deren Nützlichkeit für die Entscheidungsfindung. Im Sinne der Investoren müssen die Informationen leicht zugänglich und bearbeitbar sein. Regelmäßige Veröffentlichung sollten zusätzlich ergänzt werden um Veröffentlichungen im Falle relevanter Vorkommnisse, wie dies in den Prinzipien der IOSCO zur laufenden Veröffentlichung für Asset Backed Securities gefordert wird.²² Wichtig ist die Offenlegung über neutrale und von den Emittenten unabhängige Medien.

19 „Report on asset securitisation incentives“, Basel Committee on Banking Supervision, 2011.

20 „Securitisation: A Tool for European Growth“, BlackRock, 2014.

21 „Global Developments in Securitization Regulation Consultation Report“, International Organization of Securities Commissions (IOSCO), 2012b.

22 „Principles for Ongoing Disclosure for Asset-Backed Securities“, International Organization of Securities Commissions (IOSCO), 2012a.

Öffentliche Verfügbarkeit von Marktdaten. Die Vereinfachung der Datenanalyse und die zentrale Verfügbarkeit von historischen Daten über einzelne Kredite ist eine wesentliche Forderung von Investoren, da schlecht strukturierte und unvollständige Daten unnötige Informationskosten zur Folge haben. Eine wichtige Initiative in diesem Zusammenhang ist das „**European Data Warehouse**“ der **Europäischen Zentralbank**. Diese Datenbank ist eine der umfangreichsten zentralen Sammelstellen für Europäische Asset Backed Securities und enthält eine wachsende Zahl an Informationen auf Ebene des Einzelkredits für Residential Mortgage Backed Securities (RMBS), Kredite an kleine und mittelständische Unternehmen, Verbraucherkredite, Leasing, Automobil- und Kreditkarten-ABS. Durch Anwendungen für Benutzer zur Übermittlung, Bereitstellung und Analyse von Daten auf Ebene des einzelnen Kredits wird die Nutzung der Daten erleichtert.

EXPERTENFRAGE 5:

Wie schätzen sie die Verfügbarkeit von Daten zu Verbriefungen ein? Sind durch Initiativen wie das European Data Warehouse, True Sale International oder Prime Collateralized Securities die entsprechenden Datenbanken aufgebaut oder ist hier noch mehr Arbeit nötig?

Dr. Bechtold:

Es dürften inzwischen bei kaum einem anderen Kapitalmarktsegment mehr für jeden Investor frei zugängliche Daten vorliegen als bei Verbriefungen.

Bickel:

Ich würde vermuten, dass die o.g. Stellen **nur einen Bruchteil des Marktes abdecken**. Nahezu alle synthetischen bzw. nicht extern gerateten Transaktionen (also mittels SFA) sind dort nicht zu finden. Die Frage ist aber auch, ob solche in vielen Fällen bilaterale Transaktionen für alle verfügbar sein sollten. Ich würde dies nicht als notwendig erachten.

Piquardt:

Die Verfügbarkeit der Daten hat sich durch die oben erwähnten Initiativen **deutlich erhöht und liegt mit den Loan-Level-Datenerfordernissen merklich über anderen Assetklassen**, wie beispielsweise Covered Bonds. Weitere Initiativen auf diesem Gebiet sind zum aktuellen Zeitpunkt aus unserer Sicht nicht notwendig.

Deutsche Bundesbank:

Die öffentlich zugängliche Verfügbarkeit von Daten ist **weiterhin ausbaufähig**. Dennoch hat sich die Datenlage in den letzten Jahren substantiell verbessert, einerseits durch die angesprochenen Initiativen, andererseits auch durch viele neue regulatorische Anforderungen wie z.B. Offenlegungspflichten für Banken im Verbriefungsgeschäft, Anforderungen an Ratingagenturen (Veröffentlichung in CEREP) sowie zusätzliche private Anbieter wie Bloomberg, Intex und CPWare, die in den letzten Jahren ihre Datenbanken enorm verbessert haben. Diese Entwicklung ist sehr zu begrüßen.

Die Datenlage ähnlicher Investitionsmöglichkeiten wie bspw. Anleihen und Fonds stellt sich hier jedoch noch deutlich vorteilhafter dar. Es bleibt schwierig, den Verbriefungsmarkt in seiner Vollständigkeit zu erfassen, da einzelne Datenanbieter oft nur einen Ausschnitt abbilden. Außerdem sind die Daten bzgl. traditioneller Verbriefungen noch deutlich zugänglicher als die von ABCP Programm oder synthetischen Verbriefungen. Um die Datenverfügbarkeit zu verbessern, müssten noch mehr detaillierte realisierte Verluste und Unterstützungszahlungen von Originatoren und Liquiditätsfazilitäten veröffentlicht werden, des Weiteren müsste auch allgemein die Qualität und Standardisierung der Daten verbessert werden, um diese Menge an verfügbaren Daten für Vergleiche bzw. Analysen nutzen zu können.

3.3.0 MORAL HAZARD PROBLEMATIK

In der rückwirkenden Analyse der US-amerikanischen Sub-prime-Krise verbreitete sich zeitweilig die Einschätzung, dass Verbriefungen zu einem verstärkten „Moral Hazard“ – also der Bereitschaft zu höherem Risiko aufgrund der Annahme, dass etwaige Konsequenzen nicht selbst getragen werden müssen, oder durch Fehlanreize – führen können. Dies wurde als wesentliche Krisenursache identifiziert und hat dem Vertrauen in den Verbriefungsmarkt nachhaltig geschadet. Folgende Gestaltungselemente von Verbriefungen können zur Verringerung der Moral Hazard Problematik beitragen:

Risikoselbstbehalt einführen. Um Moral Hazard zu verringern, konservativere Geschäftspraktiken zu fördern und die Interessen von Investoren zu stärken, wurde anlässlich des G-20 Treffen in Pittsburgh im Jahr 2009 die Einführung von Selbsthalten für die Originatoren von Verbriefungen vereinbart. Sowohl die Europäische Union als auch die USA haben diese Anforderungen inzwischen eingeführt. **Der Selbstbehalt liegt momentan bei 5 Prozent**, allerdings gibt es weiterhin Diskussionen um die angemessene Höhe des Selbstbehaltes.

EXPERTENFRAGE 6:

Wie wichtig ist aus ihrer Sicht der Risikoselbstbehalt im Verbriefungsgeschäft? In welcher Größenordnung sollte der Selbstbehalt liegen?

Dr. Bechtold:

Die jetzige Höhe von 5 % ist meines Erachtens so in Ordnung. Genauso wichtig erscheint mir aber, dass das sogenannte *alignment of interest* sich nicht nur über den Selbstbehalt herstellt, sondern die Verhinderung von *Moral Hazard* auch über weitergehende Verbindungen von Originator und *Underlying* hergestellt wird.

Bickel:

Ich finde den Risikoselbstbehalt sehr wichtig um die Anreizthematik zu adressieren. Die aktuelle Höhe sehe ich als **ausreichend** an um auch noch eine effiziente Platzierung zu ermöglichen.

Piquardt:

Einer der größten Kritikpunkte an Verbriefungen im Zuge der Krise waren „originate to distribute“-Modelle. Um dem Gebrauch dieser Modelle einen Riegel vorzuschieben, wurde unter anderem auch die Risk Retention-Regelung eingeführt. Der europäische Verbriefungsmarkt befindet sich momentan noch immer im Stadium der Wiedergewinnung des Investorenvertrauens. Gerade beim Aufbau eines hochqualitativen Verbriefungssegments stellt unser Erachtens der Selbstbehalt durch den Originator ein wichtiges Kriterium mit Signalwirkung für Investoren dar. Darüber hinaus scheint sich in der Praxis **die aktuelle Risk Retention-Regelung (Minimum 5 Prozent) „eingebürgert“ zu haben** und auch auf Seite der Originatoren keine allzu großen Schwierigkeiten mit sich zu bringen.

Deutsche Bundesbank:

Der Risikoselbstbehalt im Verbriefungsgeschäft ist enorm wichtig, da er die Interessen des Originators und der Investoren austariert. Des Weiteren schränkt er das sogenannte „Originate-to-distribute“ Modell ein. Unter diesem Modell wird die Geschäftspraxis von Originatoren verstanden, Forderungen nur deshalb aufzunehmen, um sie anschließend direkt als Verbriefung weiterreichen zu können. Dieses, die Finanzkrise mitauslösende Modell, das zu verschlechterten Kreditvergabestandards führte, wird durch einen Selbstbehalt limitiert.

Die Höhe des Selbstbehalts liegt laut Art 405 CRR bei 5 Prozent, was in der delegierten Rechtsverordnung vom 13. März 2014 bestätigt wurde und **beibehalten werden sollte**.²³ Hier gilt es, eine Abwägung zu treffen zwischen den Anreizen

- a) der Solvenz des Originators einerseits (ein hoher Selbstbehalt limitiert die Aufnahme von Forderungen minderer Qualität) und der
- b) Attraktivität und Effizienz der Verbriefungen andererseits (ein niedriger Selbstbehalt fördert eine hohe Weitergabe der Kreditrisiken)

23 <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32014R0625> basierend auf dem Draft final RTS on securitisation retention rules der EBA vom 17 Dezember 2013.

Abhängigkeit von Rating-Agenturen vermeiden. Auf der Nachfrageseite kann **Moral Hazard** durch eine Verringerung der Abhängigkeit der Investoren von Kredit-Ratings reduziert werden. Wenngleich Ratings ein nützliches Instrument zur Evaluation von Kreditrisiken sein können, darf es nicht zu einer mechanischen Abhängigkeit von diesen Ratings kommen. Stattdessen sollten Ratings einer von vielen Faktoren sein, die bei der Prüfung der möglichen Investments eine Rolle spielen. Die Veröffentlichung von Ratingmethoden und Statistiken zur ex-post Treffsicherheit von Ratings kann ebenfalls die Transparenz erhöhen und gleichzeitig Wettbewerb zwischen den Agenturen auf Basis der Qualität ihrer Arbeit auslösen.²⁴ „Rating Shopping“, also der Versuch durch Anfragen bei verschiedenen Agenturen ein möglichst vorteilhaftes Rating zu erhalten, kann erschwert werden durch die Anforderung, dass Emittenten etwaige vorherige Einschätzungen durch andere Rating Agenturen anzeigen müssen.²⁵

Anforderungen an die Due Diligence der Investoren. Ein funktionierender Verbriefungsmarkt setzt eine angemessene Due Diligence durch Investoren voraus, welche wiederum auf die Bereitstellung von Informationen und die Fähigkeit zur Informationsverarbeitung angewiesen ist. Der Due Diligence sollten zurückhaltende Annahmen zugrunde liegen. Zum Beispiel waren zum Zeitpunkt der Finanzmarktkrise im Jahr 2008 die Annahmen, die in die Modelle der Investoren eingespeist wurden, zu optimistisch.²⁶

3.4.0 EIGENKAPITAL UND LIQUIDITÄTSANFORDERUNGEN

Mit der Überarbeitung des Verbriefungsrahmenwerkes im Jahr 2014 durch den Basler Ausschuss für Bankenaufsicht wurden Schwachpunkte aus Basel II ausgeräumt. Im neuen Rahmenwerk enthalten sind ein neuer Ansatz zur Berechnung von Kreditrisiko mittels Risikogewichten, zusätzliche Risikofaktoren zur Berücksichtigung der Fälligkeit von Verbriefungstranchen und eine Erhöhung des Mindestrisikogewichts für Verbriefungen auf 15 Prozent. Der **Liquiditätsrahmen von Basel III** erlaubt auch die Anwendung der Definition von erstklassigen liquiden Vermögenswerten (*high-quality liquid assets*) auf bestimmte Verbriefungen. Diese Vorgaben sollten von den verschiedenen nationalen Regula-

24 „Restarting Securitization Markets: Policy Proposals and Pitfalls“, International Monetary Fund, 2009.

25 „Securitization: Lessons Learned and the Road Ahead“, International Monetary Fund, 2013.

26 „Securitization: Lessons Learned and the Road Ahead“, International Monetary Fund, 2013.

toren einheitlich angewendet werden, um gleiche Voraussetzungen für alle Marktteilnehmer zu schaffen.

Standards zu Eigenkapital und Liquidität spielen auch in der Diskussion über „hochwertige“ Verbriefungen eine zentrale Rolle, da sie eine vorteilhafte Behandlung von entsprechend qualifizierten Wertpapieren erlauben. Allokationsentscheidungen von institutionellen Investoren, einschließlich Lebensversicherungsgesellschaften und Pensionsfonds, zum Teil bestimmt durch die Kapital- und Liquiditätsanforderungen der verschiedenen Anlageklassen.

3.5.0 EU RAHMENWERK FÜR EINFACHE, TRANSPARENTE UND STANDARDISIERTE VERBRIEFUNGEN

Ende September 2015 wurde von der Europäischen Kommission der Vorschlag für eine Verordnung über gemeinsame Regelungen im Verbriefungsmarkt sowie zur Schaffung eines Rahmenwerks für einfache, transparente und standardisierte Verbriefungen (*simple, transparent and standardized (STS) securitization*) vorgelegt. Mit dieser Initiative verfolgt die Europäische Kommission die folgenden Ziele:

- ▶ Schaffung einer solideren Grundlage für die Verbriefungsmärkte, so dass einfache, transparente und standardisierte Verbriefungen als Finanzierungsinstrument für die Wirtschaft zur Verfügung stehen.
- ▶ Ermöglichung von effizienter und wirksamer Risikoübertragung.
- ▶ Bereitstellung eines wirksamen Mechanismus zur Finanzierung für im langfristigen Geschäft aktive Anleger und Banken.
- ▶ Schutz der Anleger und Kontrolle des systemischen Risikos durch Vermeidung eines Rückgriffs auf „*originate-to-distribute*“-Modelle.²⁷

²⁷ „Vorschlag für eine Verordnung des europäischen Parlaments und des Rates zur Festlegung gemeinsamer Vorschriften über die Verbriefung, zur Schaffung eines europäischen Rahmens für eine einfache, standardisierte und transparente Verbriefung und zur Änderung der Richtlinien 2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EU und der Verordnungen (EU) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 648/2012,“ Seite 3.

Konkret geht es der Europäischen Kommission zunächst um die Findung solider Instrumente auf der Grundlage klarer Eignungskriterien und dann um die Anpassung des Rechtsrahmens, um einen risikogerechten Ansatz zu verfolgen.

Der Vorschlag der Kommission kann in drei Hauptteile unterteilt werden. Zunächst werden Regeln für alle Verbriefungen entwickelt, ehe im zweiten Teil die einfachen, transparenten und standardisierten Verbriefungen im Mittelpunkt stehen. Im abschließenden Teil werden regulatorische und rechtliche Rahmenbedingungen festgelegt. Es ist das Ziel des ersten Hauptteils, alle geltenden Regeln aus verschiedenen Rechtsakten zusammenzuziehen und in einem Rechtstext zu bündeln. Damit sollen sektorübergreifende Kohärenz und Konvergenz hergestellt werden und eine Straffung und Vereinfachung bestehender Vorschriften erreicht werden. Dies würde in der Folge eine Aufhebung von sektorspezifischen Vorschriften zum selben Thema erlauben. Insbesondere werden Sorgfaltspflicht für institutionelle Anleger (Artikel 3), Risikoselbstbehalt (Artikel 4) und Transparenzanforderungen (Artikel 5) behandelt.

Im zweiten Teil werden die Kriterien zur Definition von STS-Verbriefungen festgelegt. Das Ziel ist auch hier die Schaffung eines allgemeinen und sektorübergreifenden Systems, welches bereits bestehende Regelungen zusammenführt. In den Artikeln 8 bis 10 werden die Anforderungen an STS-Verbriefungen ausführlich dargelegt. Diese Regeln gelten für alle Verbriefungen mit Ausnahme von ABCP-Programmen, welche in den Artikeln 11 bis 14 gesondert behandelt werden.

In den Artikeln 15 bis 22 werden die aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen festgelegt und in den Artikeln 23 bis 31 die notwendigen rechtlichen Änderungen besprochen.

EXPERTENFRAGE 7:

Wie wahrscheinlich ist es, dass wir in Europa einen einheitlichen Verbriefungsrahmen schaffen können, der rechtliche Klarheit und Vergleichbarkeit schafft und auch die verschiedenen Regulierungen für Banken, Versicherer und Asset-Manager in einem übergeordneten Rechtstext zusammenfasst? Was sind die größten Hindernisse auf diesem Weg?

Dr. Bechtold:

Die größten Hemmnisse dazu liegen in der Struktur der aktuellen europäischen Regulierung, die die Kompetenzen nicht bündelt sondern verteilt. Die Bereitstellung von „Finanzmarktstabilität“ ist ein kollektives Gut und der Erfolg einer damit beauftragten Organisation lässt sich schwer messen. An sich wäre es also geboten, die Finanzmarktregulierung in eine Hand zu legen, so dass eine Behörde den Überblick hat, sinnvolle Abwägungen und eine eindeutige Regulierung und Überwachung ihrer Einhaltung vornehmen kann.

Leider ist der Gesetzgeber seit Ausbruch der Finanzkrise in Europa einen anderen Weg gegangen. Vor der Finanzkrise hatte der Finanzsektor es in Deutschland nur mit der Bundesbank und der BaFin zu tun. Doch zwischenzeitlich sind zu den bestehenden nationalen Aufsichtsbehörden diverse europäische Aufsichtsbehörden hinzugekommen, so EIOPA für Versicherungen, EBA für Banken, ESMA für Ratingagenturen und Wertpapiere, das European Systemic Risk Board (ESRB) und andere.

Bickel:

Ich denke die **nationalen Besonderheiten machen einen einheitlichen Verbriefungsrahmen recht schwierig**. Dies sieht man ja auch schon zum Teil bei der Loan Level Thematik. Die Regulierungen unter ein Dach zu bekommen wäre extrem wünschenswert. Aber solange sich alle Regulierer weiter munter auf ABS „einschießen“ bzw. diese Assetklasse als alleinigen Auslöser der Finanzkrise sehen, dürfte dies leider sehr unwahrscheinlich sein.

Piquardt:

Konformität und Standardisierung sind die Schlüsselworte, wenn es um die Etablierung des oben genannten einfachen, transparenten und standardisierten Verbriefungssegmentes geht. Je mehr Elemente standardisiert werden, umso leichter fällt Investoren die Vergleichbarkeit und umso transparenter

sollte der Verbriefungsmarkt werden. **Ein einheitliches paneuropäisches Verbriefungsregelwerk für den gesamten Finanzsektor wäre unter diesem Aspekt die ideale Lösung.** Am 30. September 2015 veröffentlichte die EU-Kommission ihre neuesten Vorschläge zum Thema STS („simple, transparent and standardised“)-Verbriefungen in zwei getrennten Regulierungsentwürfen. Der erste Vorschlag schafft quasi ein Rahmenwerk für Verbriefungen. Sehr positiv ist hier zu werten, dass der Entwurf generell und sektorenübergreifend Anwendung findet und somit ein „level playing field“ innerhalb der unterschiedlichen Investoren- und Emittentengruppen (Banken, Versicherungen und Fonds) gewährleisten soll. Allerdings beinhalten beide Vorschläge einige Punkte, die im Hinblick auf eine Wiederbelebung des Verbriefungsmarktes bzw. die Schaffung eines STS-Segments kontraproduktiv sein könnten. Ein wesentlicher Kritikpunkt an den Kommissionsvorschlägen ist die bereits angesprochene „Selbstzertifizierung“ sowie die Kontrolle der Kriterienkonformität durch den Originator bzw. Emittent. Zwar sind die Beweggründe hierfür nachvollziehbar, die Vermeidung der Abhängigkeit von Drittparteien, jedoch ist dies auf den ersten Blick dem „Vertrauens(rück)gewinn“ der Investoren nicht unbedingt zuträglich. Andererseits sanktioniert die EU-Kommission Originatorenverstöße gegen die STS-Kriterien beziehungsweise die unrechtmäßige Nutzung des STS-Standards mit enormen Geldbußen, die wohl manchen Originator von der Emission einer STS-Verbriefung abschrecken könnten. Ferner beschränkt sich der aktuelle Vorschlag lediglich auf „True-Sale-Verbriefungen“. Synthetische ABS sind in dieser Ausarbeitung noch nicht enthalten, ihre Aufnahme ist momentan aber auf dem Prüfstand. Das zweite Vorhaben befasst sich mit der Eigenkapitalunterlegung von Verbriefungen. Neben einer neuen Rangfolge der Ansätze zur Berechnung der Risikogewichte, soll nun grundsätzlich eine Risikogewichtsuntergrenze von 15 Prozent bei jeglicher Verbriefungsposition gelten. Für Seniortranchen einer STS-Verbriefung wurde diese Untergrenze nochmals um fünf Prozentpunkte auf 10 Prozent gesenkt. Zwar bedeutet dies eine gewisse regulatorische Erleichterung für STS-Verbriefungen, allerdings ist die vermeintliche Erleichterung mit einer Erhöhung gegenüber dem Status quo von 7 Prozent gleichzusetzen. Diese Änderungen würden dementsprechend nach wie vor in einer höheren Eigenkapitalbelastung für die Halter von Verbriefungen münden. Des Weiteren besteht die potenzielle Gefahr, dass Investoren das Gütesiegel „STS“ möglicherweise falsch interpretieren könnten und als Aussage bezüglich der Qualität der zugrundeliegenden Assets verstehen könnten. Dies ist allerdings nicht die Intention des STS-Standards. Wie der Name schon sagt werden hier lediglich Aussagen über den Grad der Simplizität, Transparenz und Standardisierung getroffen.

Deutsche Bundesbank:

Aufgrund der Initiativen der EU-Kommission insbesondere auch im Zusammenhang mit der angestrebten Kapitalmarktunion, ist davon auszugehen, dass ein solcher einheitlicher Rahmen für die Regulierung der unterschiedlichen Finanzsektoren in absehbarer Zukunft kommen wird. Dieser Rahmen wird dann aber sicherlich auch weiterhin um sektorspezifische und themenspezifische Aspekte ergänzt werden müssen, was auch der Einschätzung der Kommission entspricht. **Jenseits der regulatorischen Behandlung sehen wir kurz- bis mittelfristig keine Vereinheitlichung oder Harmonisierung der generellen rechtlichen Rahmenbedingungen.** Dies würde eine erhebliche Anpassung in den jeweiligen nationalen Rechtsgrundlagen (BGB, InsO, ...) erfordern und entsprechend umfangreiche Arbeiten voraussetzen.

Der Entwurf der Kommission weist allerdings nach Ansicht der Kritiker noch zahlreiche Schwachpunkte auf:²⁸

- ▶ Einige der 57 Kriterien für einfache, transparente und standardisierte Verbriefungen sind **unbestimmt und sollten präzisiert werden.** Ansonsten besteht die Gefahr, dass grundsätzlich hochwertige Verbriefungstransaktionen nicht unter das STS-Regime fallen.
- ▶ Die Regeln zur regulatorischen Kapitalunterlegung sind sehr restriktiv und stellen eine **Verschlechterung gegenüber der aktuellen Situation** dar.
- ▶ Der Prozess der regulatorischen Anerkennung sowie der laufenden Aufsicht über STS-Verbriefungen schafft vor dem Hintergrund der teilweise **unscharfen Definitionen und dem daraus folgenden Interpretationsspielraum der Regulierer** erhebliche Unsicherheit und rechtliche Risiken auf Seiten der Marktteilnehmer. Dadurch entsteht die Gefahr, dass das STS-Regelwerk nicht in Anspruch genommen wird.
- ▶ Nach wie vor sind **zahlreiche nationale Behörden am Regulierungsprozess beteiligt.** Damit besteht die Gefahr, dass die Kriterien je nach Regulierer unterschiedlich ausgelegt werden.
- ▶ Für **ABCP sind die Begrenzungen zur Laufzeit schädlich** und die Veröffentlichungspflichten unnötig streng.
- ▶ **Synthetische Transaktionen** werden in dem Kommissionsvorschlag nicht behandelt.

²⁸ Siehe zum Beispiel PCS (2015), True Sale International (2015), Duponcheele, Linden, Perraudin (2015)

EXPERTENFRAGE 8:

Ein wichtiges Element des Rahmenwerks für einfache, transparente und standardisierte Verbriefungen ist die Frage nach der Verantwortung für die Zertifizierung dieser Wertpapiere. Sollte dies durch die Emittenten geschehen oder besser durch eine unabhängige öffentliche oder private Institution?

Dr. Bechtold:

Es ist einerseits sicherlich sinnvoll, die staatlichen Einrichtungen nicht mit zu viel Detailarbeit zu überfrachten und andererseits sollte man sich auch nicht völlig auf Zertifizierungen der Emittenten oder die Due Diligence der Investoren verlassen. Zusätzlich wichtig erscheint das Urteil von unabhängigen Dritten, deren Reputation und Existenz direkt von der Qualität der Verbriefungsstandards abhängt.

Hier bei TSI – auch aufgrund unserer mehr als zehnjährigen Erfahrung im deutschen Verbriefungsmarkt – sehen wir die Notwendigkeit für eine private Einrichtung, die neben der Sicherstellung der Interessen aller vertretenen Marktteilnehmer – Banken, Investoren und Regulierer – auch die Aufgaben der Marktbeobachtung sowie der Entwicklung und Einführung von Qualitätsstandards im Verbriefungsgeschäft übernimmt.

Gesunde Märkte sind auf Vertrauen und Zusammenarbeit angewiesen. Ihre Qualität verschlechtert sich, wenn diese Eigenschaften verloren gehen. Deshalb sollte eine solche Institution nicht nur die Aufgabe haben, regulatorische Standards zu überwachen, sondern sich zusätzlich auch als zentrale Clearingstelle für alle Marktteilnehmer verstehen. Im Zusammenspiel zwischen Originatoren, Investoren und Regulatoren sollten die Qualitätsstandards stetig verbessert werden. Und selbstverständlich sollte eine solche Stelle auch die Möglichkeit haben sich mit der verantwortlichen Aufsicht über Interpretationen und konkrete Auslegungen einer Regulierung zu verständigen, ohne dass man gleich alle über 70 europäischen Aufsichtsbehörden involvieren muss.

Bickel:

Ob eine Zertifizierung eine große Rolle dabei spielen kann sehe ich eher skeptisch. Um ein solches Gütesiegel zu etablieren würde ich die Rolle nicht beim Emittenten sehen. Aufwand und Kosten sollten dann aber in einem vernünftigen Rahmen bleiben.

Piquardt:

Die EU-Kommission hat in ihrem aktuellen Entwurf vorgeschlagen, dass den Originatoren, Sponsoren oder den SPVs die Aufgabe der STS-Zertifizierung obliegen soll. Eine Zertifizierung der einfachen, transparenten und standardisierten Verbriefungen durch die Emittenten scheint im Hinblick auf die Historie bzw. den Missbrauch von Verbriefungsinstrumenten in der Vergangenheit nicht angebracht. Um das Vertrauen in diese Assetklasse wiederherzustellen sollten künftig vielmehr **unabhängige Institute die Einhaltung der Qualitätskriterien überprüfen** und gegebenenfalls für die Korrektheit der Angaben haften.

Deutsche Bundesbank:

Derzeit sind verschiedene Modelle einer Zertifizierung in der Diskussion. Alle haben bestimmte Vor- und Nachteile. Eine zentrale Zertifizierungsstelle würde sicherlich den Vorteil der Einheitlichkeit der Ergebnisse bringen, man würde damit aber die Verantwortung für einen wesentlichen Teil der Risikoeinschätzung an eine dritte Stelle abgeben – ein Konzept was sich insbesondere im Zusammenhang mit der mechanistischen Verwendung externer Ratings als problematisch herausgestellt hat. Eine Beurteilung durch den Originator wäre unter dem Gesichtspunkt der Unabhängigkeit und Objektivität der Einschätzung fragwürdig und würde auch der notwendigen Verantwortung des Investors nicht Rechnung tragen. Dem Investor wiederum werden häufig – trotz der zwischenzeitlich stark erhöhten Transparenz – nicht alle für die Einstufung als STC-Verbriefung notwendigen Informationen zur Verfügung stehen. **Insofern halten wir eine Kombination aus der Einschätzung von Originator und Investor für bedenkenswert.**

3.6.0 EINE UMFRAGE UNTER FINANZMARKTPROFIS IN DEUTSCHLAND

Aufbauend auf die globale Umfrage des CFA Institute vom Frühjahr 2014, welche ausführlich in Preece (2015) besprochen wird, wurde im März 2015 eine ergänzende Umfrage unter allen Mitgliedern der CFA Society Germany durchgeführt. Ziel war es, die Meinungen von professionellen Kapitalmarktteilnehmern zu den Themen Schattenbanken und Verbriefungen abzufragen. Insgesamt gingen 79 Antworten ein.²⁹

Frage 1: Wie wichtig ist die Regulierung des Schattenbankensektors?

Die Antworten auf Frage 1 ergeben, dass die **Regulierung des Schattenbankensektors von 85 Prozent der Befragten für wichtig oder sehr wichtig** gehalten wird. Dieses Ergebnis deckt sich mit den Aussagen aus der globalen Umfrage vom April 2014 in der ebenfalls 82 Prozent der Befragten diese Meinung vertraten. Insgesamt unterstreicht dieses Ergebnis erneut die große Bedeutung des Schattenbankensektors in der Finanzwirtschaft sowie auch die Notwendigkeit für Regulierungsinitiativen.

Frage 2: Von welchem Sektor der Schattenbanken geht das größte systemische Risiko aus?

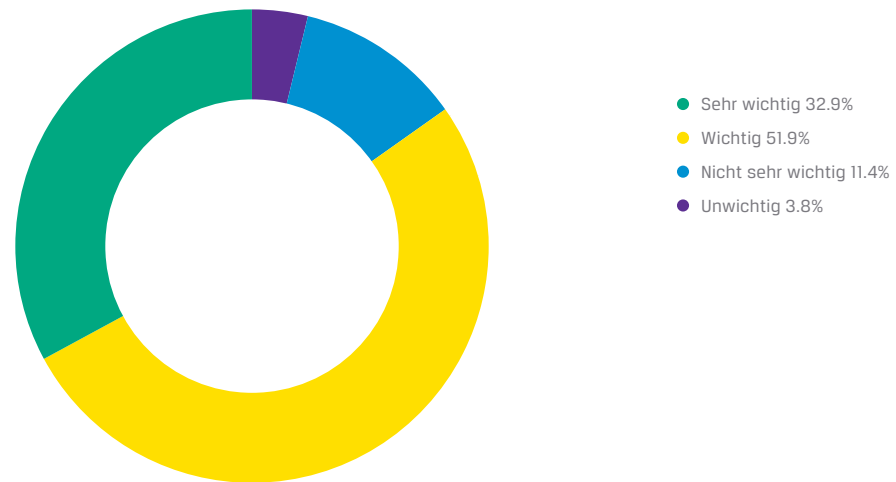
Mit ungefähr jeweils einem Viertel der Nennungen werden hier drei Themen als gleichermaßen relevant angesehen:

1. Zahlungsausfall bei Verbriefungsinstrumenten
2. Hedge Fonds Leverage
3. Innovationen bei der Stellung von Sicherheiten (zum Beispiel die Umwandlung oder Wiederverwendung von Sicherheiten)

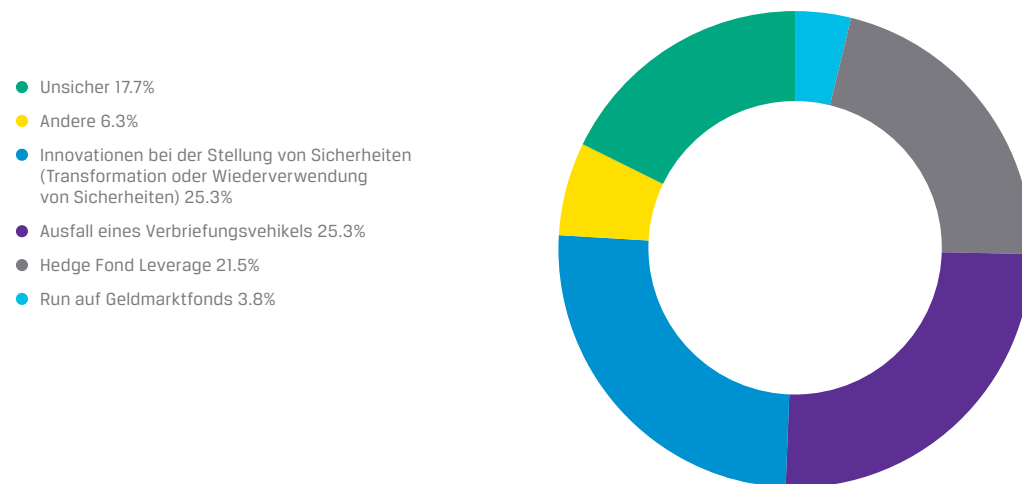
Als wenig wahrscheinlich wird die Möglichkeit eines Runs auf Geldmarktfonds angesehen (4 Prozent).

²⁹ Dies entspricht einer Rücklaufquote von knapp 4 Prozent. Die Umfrage erhebt keinen Anspruch auf Repräsentativität und stellt ein Stimmungsbild dar.

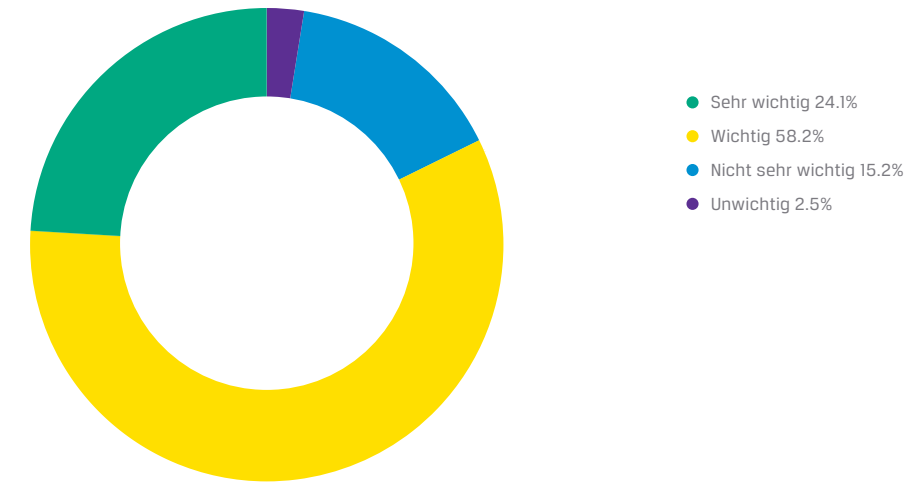
SB 8 FRAGE 1: Wie wichtig ist die Regulierung des Schattenbankensektors?



SB 9 FRAGE 2: Von welchem Sektor der Schattenbanken geht das größte systemische Risiko aus?



SB 10 FRAGE 3: Wie wichtig ist eine Standardisierung des Verbriefungsprozesses?



Frage 3: Wie wichtig ist eine Standardisierung des Verbriefungsprozesses?

82 Prozent der Befragten halten eine Standardisierung des Verbriefungsprozesses für wichtig oder sehr wichtig. Damit gibt es unter den Finanzmarktprofis in Deutschland eine breite Unterstützung für die aktuellen Regulierungsinitiativen wie zum Beispiel das „EU Rahmenwerk für einfache, transparente und standardisierte Verbriefungen.“

Frage 4: Im Vergleich zum Jahr 2014, welche Erwartungen haben Sie bezüglich der Emission von Verbriefungsinstrumenten?

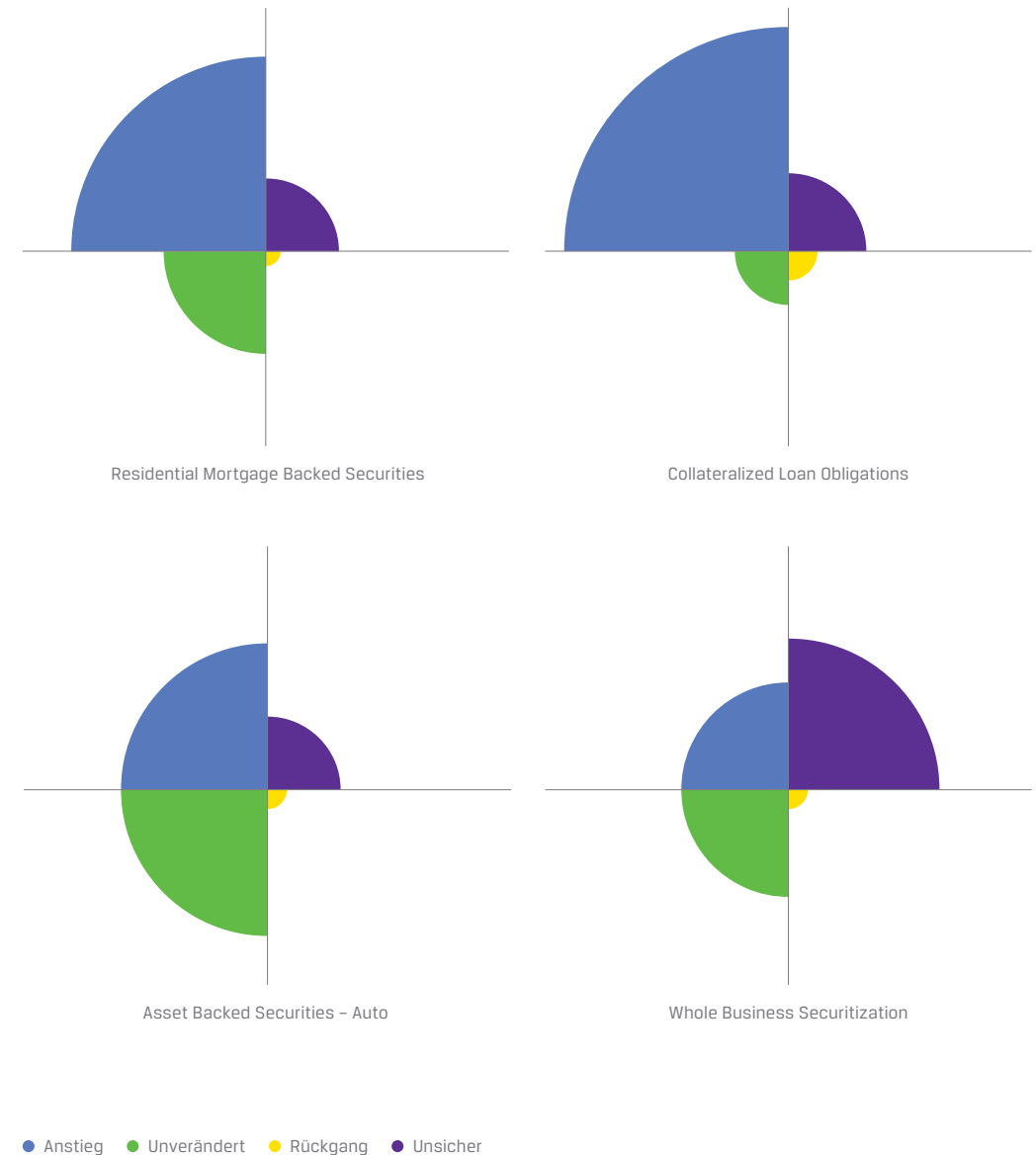
Insgesamt wird mit einer Belebung bei der Emissionstätigkeit gerechnet. Über 50 Prozent der Befragten gehen von einem **Anstieg der Emissionen** bei „Residential Mortgage Backed Securities“ und bei „Collateralized Loan Obligations“ aus. Bei „Asset Backed Securities – Auto“ und bei „Whole Business Securitization“ wird mit einem verbesserten bis gleichbleibenden Markt gerechnet. Für alle vier Kategorien erwarten weniger als 10 Prozent aller Befragten einen Rückgang.

Frage 5: Welche Regulierungsaktivitäten tragen am meisten zu einer Weiterentwicklung des Verbriefungsmarktes in Europa bei?

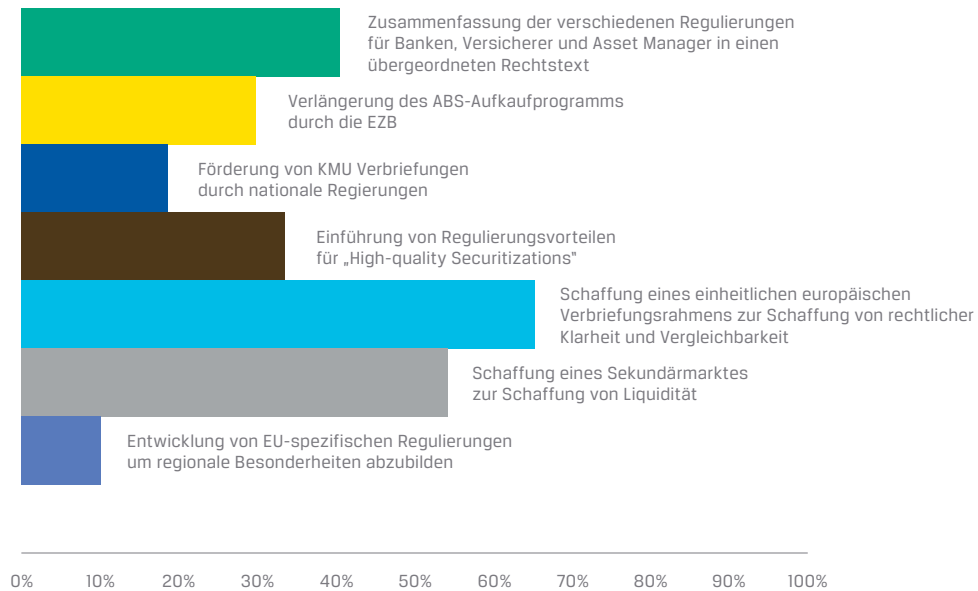
Bei dieser Frage konnten drei der sieben angebotenen Möglichkeiten ausgewählt werden. Deutlich an der Spitze mit 65 Prozent der Nennungen liegt der Vorschlag, einen **einheitlichen Europäischen Verbriefungsrahmen** zu schaffen, der rechtliche Klarheit und Vergleichbarkeit schafft. An zweiter Stelle mit 53 Prozent folgt die **Entwicklung eines Sekundärmarktes um Markttiefe und Liquidität sicherzustellen**. 42 Prozent entfallen auf den Vorschlag, die verschiedenen Regulierungen für Banken, Versicherer und Asset-Manager in einem **übergeordneten Rechtstext** zusammenzufassen. Mit 33 Prozent folgt die Gewährung von Regulierungsvorteilen für „High-Quality Securitizations“ an vierter Stelle. Die Fortsetzung der Aufkaufprogramme von Asset Backed Securities folgt mit 29 Prozent auf Rang fünf. Relativ wenig Zuspruch erfahren die verbleibenden Vorschläge von EU-spezifischer Regulierungen sowie spezieller Regierungsinitiativen zur Verbriefung durch mittelständische Unternehmen.

Insbesondere wird hier der Wunsch nach einem einheitlichen Rechtsrahmen für Europäische Verbriefungen deutlich, der für alle Anleger gilt und die aktuelle Regulierungsvielfalt wieder begrenzt und vereinfacht.

SB 11 FRAGE 4: Im Vergleich zum Jahr 2014, welche Erwartungen haben Sie bezüglich der Emission von Verbriefungsinstrumenten?



SB 12 **FRAGE 5: Welche Regulierungsaktivitäten tragen am meisten zu einer Weiterentwicklung des Verbriefungsmarkts in Europa bei?**



EXPERTENFRAGE 9:

Von einigen Marktteilnehmern wird das Fehlen eines liquiden Sekundärmarktes für Verbriefungen beklagt. Wie wichtig ist ein solcher Markt aus ihrer Sicht? Welche Möglichkeiten sehen sie zur Schaffung eines solchen Marktes?

Dr. Bechtold:

Wichtig aber nicht sehr wichtig. Verbriefungen waren immer eher Buy and Hold Produkte mit einem kleineren Investorenkreis als bei Staatsanleihen oder Covered Bonds. Allerdings ist es schon bedenklich, dass in den letzten Jahren der Aufschwung des Verbriefungsmarktes nur von einem kleinen Investorenkreis getragen wurde, während viele Banken und Versicherungen aus dem Geschäft ausgestiegen sind. Dies ist sicherlich eine Folge der bestehenden regulatorischen Unsicherheit. Eine Marktverbreiterung erscheint uns aber absolut wichtig. Hierzu muss die Regulierung beitragen.

Bickel:

Auch hier kommt es auf das Ziel der Verbriefung an. (Mezzanine) Tranchen zum Zweck des Risikotransfers waren noch nie liquide und dürften es auch nie werden. AAA geratete Fundingtranchen werden aktuell ja entweder gleich von Investoren (fest)gehalten oder von der EZB gekauft. **Der Markt hat also weder die Breite noch Tiefe um einen liquiden Markt zu etablieren.**

Piquardt:

Ein liquider Sekundärmarkt ist **zweifelloso ein wichtiger Faktor**, um den Verbriefungsmarkt wiederzubeleben. Während der Handel in etablierten Assetklassen, wie beispielsweise niederländischen und britischen Prime RMBS, aber auch deutschen Autoverbriefungen durchaus wieder als liquide bezeichnet werden kann, trifft dies auf große Teile des Gesamtmarktes hingegen nicht zu.

In absehbarer Zeit sehen wir wenig Möglichkeiten, dieses Manko zu beheben, zumal das Problem fehlender Liquidität nicht nur bei Verbriefungen, sondern in zunehmenden Maße bei fast allen Kreditprodukten, und sogar einst hochliquiden Staatsanleihen, zum Thema wird. Eine wichtige Ursache dabei ist die von Aufsichtsbehörden gewünschte Reduzierung von Handelsbuchrisiken bei Banken, die dazu geführt hat, dass sich die Handelsbestände der Banken – und damit die Bereitschaft, Positionen einzugehen – massiv verringert hat. Hier zeichnet sich keine Besserung ab, im Gegenteil, die lau-

fende Überprüfung der Eigenkapitalunterlegung von Handelsbuchrisiken durch den Basler Bankenausschuss und die zu erwartende Erhöhung der Risikogewichte dürfte diesen Trend eher noch verstärken.

Unabhängig davon würde eine von verschiedenen Institutionen geforderte geringere Eigenkapitalunterlegung von Verbriefungspositionen durch Banken (Basel Regelwerk) und Versicherungen (Solvency II) die Bereitschaft erhöhen, hier Positionen einzugehen beziehungsweise auszuweiten, was sich tendenziell positiv auf die Liquidität am Sekundärmarkt auswirken sollte.

Deutsche Bundesbank:

Ein liquider Sekundärmarkt ist unter den verschiedenen **Gesichtspunkten einer Zentralbank wie bspw. der Geldpolitik oder der Bankenaufsicht wichtig**, denn in einem gut funktionierenden Sekundärmarkt

- reduzieren sich die Liquiditätsrisiken aller Marktteilnehmer, da Positionen schneller und mit geringeren Preisabschlägen wieder verkauft werden können,
- können Marktpreisrisiken besser gehandhabt werden,
- sinkt die Unsicherheit der Bewertung, da Marktteilnehmer nicht nur auf modellbasierte Bewertung angewiesen sind, sondern auch echte Marktpreise beobachten können,
- profitieren Originatoren von geringeren Liquiditätsaufschlägen und geringerer Volatilität.

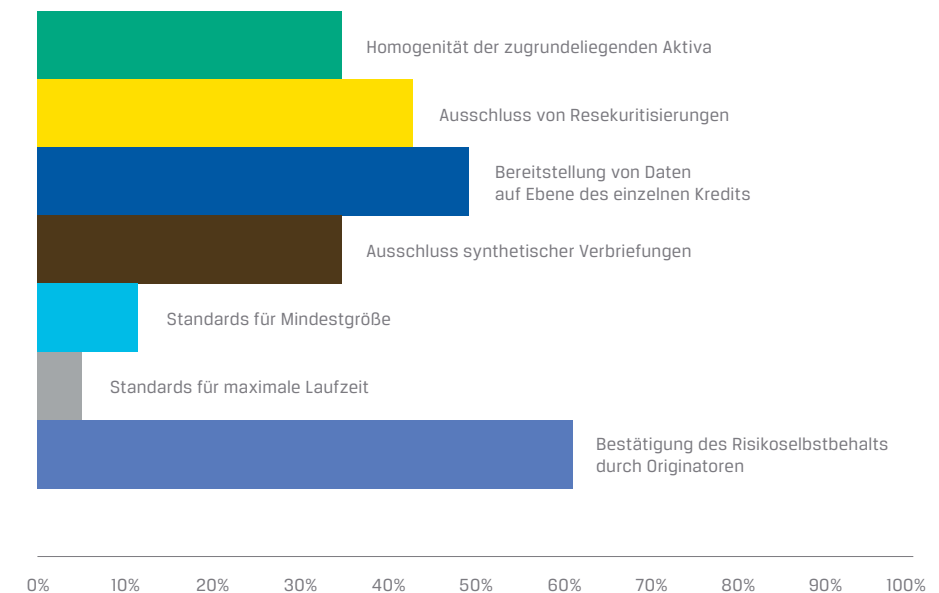
Frage 6: Wie lässt sich das Ziel von Verbriefungen mit hoher Qualität am besten erreichen?

Auch bei dieser Frage konnten drei Möglichkeiten ausgewählt werden. Erneut gibt es einen eindeutigen Spitzenreiter und zwar die **Verifizierung dass der Originator einen Teil des Risikos auf den eigenen Büchern behält**. Diese Möglichkeit wurde von 62 Prozent der Befragten ausgewählt. Hier zeigt sich die große Bedeutung von *Skin in the Game*, also dem glaubhaften Nachweis, an der Transaktion auch weiterhin beteiligt zu sein. Damit wird auch dem *Originate-to-Distribute* Modell eine klare Absage erteilt. Knapp die Hälfte aller Befragten betrachtet die **Bereitstellung von Daten auf Ebene der einzelnen Kredite** als wichtiges Element einer qualitativ hochwertigen Verbriefung. An dritter und vierter Stelle liegen Nennungen, die darauf hinweisen, dass sich Anleger einfach verständliche Strukturen wünschen. Resekuritisierungen und synthetische Verbriefungen sollen zu 43 Prozent beziehungsweise 35 Prozent ausgeschlossen

werden. Homogenität der unterliegenden Aktiva wünschen sich 34 Prozent der Befragten. Wenig Interesse besteht bezüglich Standards für Minimumgröße oder maximale Laufzeit (11 Prozent beziehungsweise 5 Prozent).

Das zweite große Thema neben dem Selbstbehalt ist somit Transparenz und die damit verbundene Fähigkeit von Investoren, die Qualität der Wertpapiere einschätzen zu können. Als eher unwichtig wird eine Standardisierung von Volumen oder Laufzeit der Verbriefungen angesehen.

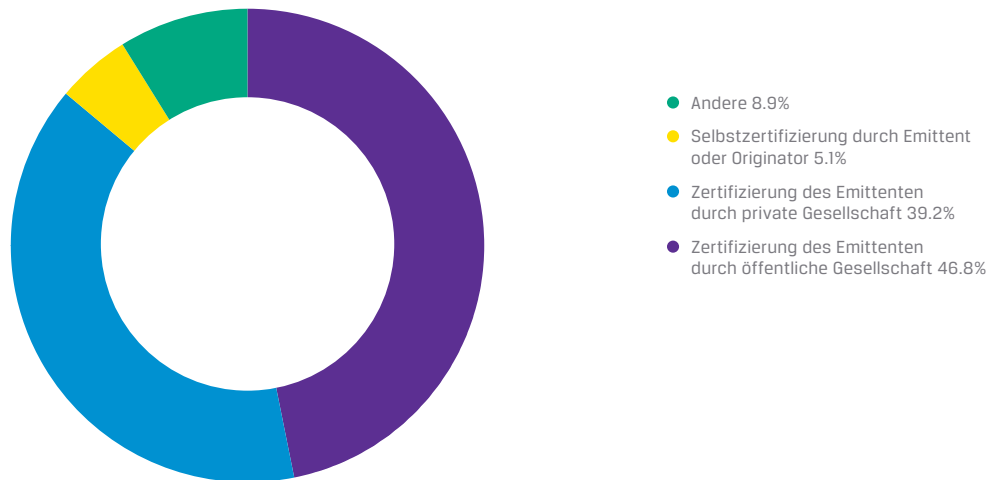
SB 13 FRAGE 6: Wie lässt sich das Ziel von Verbriefungen mit hoher Qualität am besten erreichen?



Frage 7: Wie können die Kriterien für High-quality Securities am besten verifiziert werden?

Knapp die Hälfte aller Befragten (47 Prozent) spricht sich für eine Verifikation durch eine öffentliche Zertifizierungsstelle aus, während 40 Prozent der Befragten eine private Organisation für diese Aufgabe bevorzugen. Andere Möglichkeiten die von einzelnen Umfrageteilnehmern erwähnt werden, betonen stark die Eigenverantwortung der Investoren und offenbaren eine gewisse Skepsis gegenüber jeder Art von externem Rating.

SB 14 FRAGE 7: Wie können die Kriterien für High-Quality Securities am besten verifiziert werden?



4.0.0 ZUSAMMENFASSUNG UND AUSBLICK

Schattenbanken sind ein zentraler Bestandteil des Finanzsystems. Sie stellen eine wichtige Finanzierungsalternative für realwirtschaftliche Aktivitäten dar und tragen zur Erhöhung der Finanzmarkteffizienz bei. Doch da die Aktivitäten der Schattenbanken Laufzeiten-, Liquiditäts- und Kredittransformation sowie den Einsatz von Leverage beinhalten, können von ihnen auch erhebliche Risiken für die wirtschaftliche Stabilität ausgehen, wenn der Sektor nicht angemessen strukturiert und überwacht wird.

Als Reaktion auf die die Finanzmarktkrise 2007/2008 entstanden zahlreiche globale Regulierungsinitiativen, die sich in unterschiedlichen Phasen der Umsetzung befinden. In diesem Zusammenhang ist die Verwendung des Sammelbegriffs Schattenbanken nicht unbedenklich, erfordern doch die verschiedenen unter diesem Begriff subsumierten Aktivitäten gänzlich unterschiedliche Regulierungsansätze. Zum Beispiel wäre eine einfache Übertragung der Eigenkapitalregeln des Bankensektors auf die Schattenbanken nicht sinnvoll, da die eingegangenen Risiken und die Höhe der Verbindlichkeiten sehr unterschiedlicher Natur sind.

Weite Teile des Schattenbankensektors sind bereits umfassend reguliert:

- ▶ Die Regulierung von Publikumsfonds ist sehr umfassend und auch Hedge Fonds unterliegen gemäß AIFMD (Alternative Investment Fund Managers Directive) ausführlichen regulatorischen Anforderungen.
- ▶ Mit der Überarbeitung der Regulierung von Geldmarktfonds wird das kritische Thema der Fristentransformation und der damit zusammenhängenden Runs über Laufzeitbeschränkungen, Vorgaben zur Liquidität der Aktiva und die Möglichkeit der Begrenzung von Rückgaben angegangen.
- ▶ Bezüglich der Wertpapierfinanzierungstransaktionen wird die Markttransparenz mit der Gesetzesinitiative der Europäischen Kommission zur Berichterstattung über bestehende Positionen verbessert. Es wird erwartet, dass die Gesetzgebung im Jahr 2016 nach Verabschiedung durch die einzelnen Mitgliedstaaten in Kraft treten kann.

Ein Fokus der aktuellen Diskussion ist der Markt für Verbriefungen. Im Zuge der Sub-Prime Krise verloren Verbriefungen als Asset-Klasse global stark an Vertrauen. Obwohl die Ausfälle bei den in der EU begebenen Papieren sehr gering waren, haben sich die europäischen Verbriefungsmärkte nach wie vor nicht von der Finanzkrise erholt. Diesem Effekt sollte durch angemessene Regulierungsinitiativen entgegen gewirkt werden. Europäische Verbriefungen weisen insgesamt eine sehr gute Investmentperformance auf und im Lichte schwachen Wachstums und erschwerter (Re-)Finanzierung von kleinen und mittelständischen Unternehmen innerhalb Europas ein sehr wichtiges Mittel sein können, um Wirtschaftswachstum anzukurbeln.

Mit der Vorlage eines Entwurfes Ende September 2015 durch die Europäische Kommission sind die Regulierungsinitiativen auch in diesem Marktsegment weit fortgeschritten. Allerdings ist die Ausgestaltung wichtiger Details noch offen. Die Teilnehmer an einer Umfrage unter professionellen Kapitalmarktteilnehmern in Deutschland betonten in diesem Zusammenhang insbesondere die große Bedeutung einer Standardisierung des Verbriefungsprozesses. **Aus Sicht der Umfrageteilnehmer sind die folgenden Regulierungsaktivitäten für Verbriefungen besonders wichtig:**

- ▶ Schaffung eines einheitlichen europäischen Verbriefungsrahmens,
- ▶ Entwicklung eines liquiden Sekundärmarktes sowie
- ▶ Zusammenfassung der verschiedenen Regulierungen in einem einheitlichen Rechtstext.
- ▶ Die aktuelle Höhe des Selbstbehaltes von 5 Prozent für Originatoren hat sich bewährt und sollte beibehalten werden. Eine Erhöhung ist nicht angemessen.

Bezüglich der Verifikation der Kriterien für Verbriefungen von hoher Qualität wünscht sich knapp die Hälfte der Befragten eine öffentliche Zertifizierungsstelle. Eine solche Zertifizierungsstelle kann allerdings nicht die alleinige Verantwortlichkeit für die Bewertung tragen, ansonsten droht erneut die Gefahr der mechanistischen Anwendung von externen Meinungen – ein Ansatz, das sich in der letzten Krise als verhängnisvoll herausgestellt hat. Die letztendlich treibende Kraft ist das Informationsbedürfnis der Investoren, welches gestillt wird durch das **Zusammenspiel zwischen Originatoren, Sponsoren, Investoren und externen Gutachtern**. Im Dialog zwischen diesen Marktteilnehmern unter der Federführung der externen Gutachter sollten Qualitätsstandards unter Beachtung der Kosten-Nutzen-Abwägung stetig weiterentwickelt und der Rahmen der notwendigen Informationen abgesteckt werden.

Der aktuelle Regulierungsentwurf der Europäischen Kommission stellt nach Ansicht vieler Marktkommentatoren noch nicht das letzte Wort dar und dürfte in den kommenden Monaten **weiter intensiv diskutiert werden**. Einige der Kriterien für einfache, transparente und standardisierte Verbriefungen müssen

präzisiert werden, da ansonsten das STS (*simple, transparent and standardized securitization*)-Regime nicht wahrgenommen werden kann. Auch die Regelungen zur Kapitalunterlegung für Verbriefungen sind unnötig restriktiv. Hier geht die Regulierung zu weit und benachteiligt die Asset-Klasse. Die Verantwortlichkeiten für den Regulierungsprozess sind nach wie vor auf verschiedene Institutionen verteilt und sollten stärker zentralisiert werden, auch um bestehende Unsicherheiten bezüglich der Interpretation von Rechtstexten durch unterschiedliche Behörden zu vermeiden.

Ein transparentes und angemessen reguliertes System der Schattenbanken kann einen wertvollen Beitrag zur Belebung des Wachstums in Europa leisten. Dies gilt insbesondere für Verbriefungen, die sowohl in Europa als auch in Deutschland im Zuge der Finanzkrise stark zurückgegangen sind. Entscheidend ist allerdings bei jeglichen Regulierungsvorhaben, dass sie maßgeblich und stärker als bisher die Interessen und Bedürfnisse der Investoren berücksichtigen. Ohne die ausreichende Transparenz, Standardisierung und Vereinfachung, bleibt der Schattenbankensektor abschreckend für Anleger. Die Schaffung eines angemessenen Regelungs- und Kontroll-Systems befördert hingegen die Nachfrage und kommt somit der gesamtwirtschaftlich gesehen notwendigen Stärkung des Verbriefungsmarkts zugute.

LITERATUR

Basel Committee on Banking Supervision, *Report on Asset Securitisation Incentives*, 2011

Blackrock, *Securitisation: A Tool for European Growth*, 2014

Duponcheele, G., A. Linden, W. Perraudin, *Comments on the Commission's Proposals for Reviving the European Securitization Market*, 2015

Deutsche Bundesbank, *Das Schattenbankensystem im Euro-Raum: Darstellung und geldpolitische Implikationen*, 2014 (März)

European Banking Authority, *EBA Report on Qualifying Securitisation*, 2015

Europäische Kommission, *Impact assessment accompanying the proposal for a regulation on money market funds*, SWD (2013) 315 final, 2013 (September)

Europäische Kommission, *Vorschlag für eine Verordnung des europäischen Parlaments und des Rates zur Festlegung gemeinsamer Vorschriften über die Verbriefung, zur Schaffung eines europäischen Rahmens für eine einfache, standardisierte und transparente Verbriefung und zur Änderung der Richtlinien 2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EU und der Verordnungen (EU) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 648/2012*, September 2015

Financial Conduct Authority, *Hedge Fund Survey*, 2014 (March)

FSB, *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation – Recommendations of the Financial Stability Board*, 2011

FSB, *Global Shadow Banking Monitoring Report 2013*, 2013a (November)

FSB, *Policy Frameworks for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos*, 2013b (August)

FSB, *Global Shadow Banking Monitoring Report 2014*, 2014 (October)

FSB, *Global Shadow Banking Monitoring Report 2015*, 2015 (November)

Hansson, D., L. Oscarius, J. Söderberg, *Shadow Banking from a Swedish Perspective*, Sveriges Riksbank Economic Review, 2014:3

IMF, *Restarting Securitization Markets: Policy Proposals and Pitfalls*, 2009

IMF, *Securitization: Lessons Learned and the Road Ahead*, 2013

IMF, *Global Financial Stability Report: Risk-Taking, Liquidity, and Shadow Banking – Curbing Excess While Promoting Growth*, chapter 2, 2014 (October)

IOSCO, *Principles for Ongoing Disclosure for Asset-Backed Securities*, 2012a

IOSCO, *Global Developments in Securitization Regulation Consultation Report*, 2012b

PCS, *Commission's Securitization Proposal is out*, 2015

Pozsar, Z., T. Adrian, A. Ashcraft, H. Boesky, *Shadow Banking*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report no.458, 2010 (July)

Preece, R. *Shadow Banking: Policy Frameworks and Investor Perspectives on Markets-based Finance*, CFA Institute, 2015

True Sale International, *Zusammenfassende Bewertung des Vorschlags der EU Kommission für ein europäisches STS Verbriefungsrahmenwerk*, 2015

Veron, N., *Bank versus Nonbank Credit in the United States, Europe and China*, Bruegel Policy Contribution, Issue 2013/07, 2013 (June)



CFA Society Germany e. V.
Kaiserstraße 23
60311 Frankfurt am Main

Tel.: +49 (0) 69 2444 58280
Fax: +49 (0) 69 2444 58266

info@cfa-germany.de
www.cfa-germany.de

