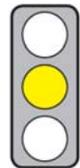


KERNPUNKTE

Ziel des Grünbuchs: Die Kommission definiert, welche Unternehmen und Tätigkeiten sie als „Schattenbankwesen“ ansieht, und stellt erste Überlegungen über deren Regulierung vor.

Betroffene: Banken, Versicherungen, Geldmarktfonds, Investmentfonds, Hedgefonds, Zweckgesellschaften, Exchange Traded Funds, Wertpapierfirmen, Finanzierungsgesellschaften, Aufsichtsbehörden.



Pro: (1) Das Grünbuch gilt zu Recht vorrangig den systemischen Risiken, denn Probleme bei Schattenbanken können Banken Krisen auslösen.

(2) Die Datenlage über die Tätigkeiten von Schattenbanken soll verbessert werden.

Contra: (1) Der Begriff „Schattenbanken“ ist irreführend: Denn viele Schattenbanken werden schon heute von verschiedenen Richtlinien und Verordnungen erfasst.

(2) Regeln zur Verhinderung von plötzlichen Mittelabzügen („Runs“) bei Geldmarktfonds sollten die Unterschiede zwischen CNAV-Fonds und VNAV-Fonds berücksichtigen.

(3) Der Gesetzgeber, nicht die Aufsichtsbehörden sollten das Aufsichtskonzept für das Schattenbankwesen festlegen.

INHALT

Titel

Grünbuch KOM(2012) 102 vom 19. März 2012: Schattenbankwesen

Kurzdarstellung

► Allgemeines und Hintergrund

- Der Finanzstabilitätsrat (Financial Stability Board, FSB) – eine internationale Organisation, die die Arbeit nationaler Finanzmarktaufsichtsbehörden koordiniert und Regulierungsempfehlungen ausspricht – erhielt beim G20-Gipfel in Seoul 2010 den Auftrag, Empfehlungen für eine verstärkte Regulierung und Kontrolle des Schattenbankwesens zu erarbeiten (S. 2). Das vorliegende Grünbuch der Europäischen Kommission greift wesentliche Aspekte des FSB-Berichts vom Oktober 2011 auf.
- Der FSB definiert das Schattenbanksystem als „System der Kreditvermittlung, an dem Unternehmen und Tätigkeiten außerhalb des regulären Bankensystems beteiligt sind“ (S. 3). Der FSB schätzt das Volumen für 2010 auf 46 Billionen Euro und damit auf etwa die „Hälfte aller Bankaktiva“ (S. 4).
- Schattenbanken standen in der EU laut Kommission bisher „nicht im Zentrum des Interesses von Regulierung und Aufsicht“, obwohl die Gefahr von „systemischen Risiken“ besteht und die verstärkte Bankenregulierung Geschäfte zu den Schattenbanken verlagert (S. 2).
- Die Kommission behandelt in dem Grünbuch im Wesentlichen vier Fragen:
 - Was sind Schattenbanken, und welche Tätigkeiten üben sie aus?
 - Welche Vorteile und Risiken sind mit Schattenbanken verbunden?
 - Wie gestaltet sich die bisherige Regulierung der Schattenbanken?
 - Wie sollte die künftige Regulierung aussehen?

► Arten und Tätigkeiten von Schattenbanken

- Die Kommission betrachtet „im jetzigen Stadium“ folgende Unternehmen als Schattenbanken (S. 4):
 - Geldmarktfonds (Money Market Funds, MMF). Das sind Investmentfonds, die in liquide Geldmarktpapiere (kurzfristige Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von in der Regel maximal einem Jahr) investieren.
 - Investmentfonds. Hierzu zählt die Kommission etwa
 - Hedgefonds, die mit Fremdmitteln arbeiten („Leverage“) und Kredite vergeben,
 - an der Börse gehandelte Fonds (Exchange Traded Funds, ETF), die einen bestimmten Markt abbilden (z.B. S&P 500, DAX).
 - Finanzierungsgesellschaften und Wertpapierhäuser, die langfristige Kredite vergeben und diese, statt mit Einlagen, über kurzfristige Kreditaufnahmen am Kapitalmarkt finanzieren.
 - Zweckgesellschaften. Das sind Gesellschaften von Banken, die Verbriefungen durchführen. Bei Verbriefungen werden mehrere Forderungen (z.B. Kredite) zusammengefasst und in handelbare Wertpapiere umgestaltet.
 - Versicherungen und Rückversicherungen, die „Kreditprodukte ausgeben und garantieren“.
- Zu den Haupttätigkeiten von Schattenbanken zählt die Kommission (S. 4)
 - Verbriefungsgeschäfte,
 - Pensionsgeschäfte (Repo-Geschäfte): Kauf oder Verkauf von Wertpapieren mit der Verpflichtung, diese zu einem späteren Zeitpunkt wieder zu verkaufen oder zu kaufen, sowie
 - Wertpapierleihgeschäfte: Verleih von Wertpapieren mit der Verpflichtung, diese oder gleichwertige Wertpapiere zu einem späteren Zeitpunkt wieder zurückzuerhalten.

► **Vorteile und Risiken von Schattenbanken**

- Vorteile: Schattenbanken können laut Kommission (S. 5)
 - für Investoren eine Alternative sein, ihre Gelder statt bei einer Bank bei einem Fonds anzulegen,
 - Finanzmittel zwischen verschiedenen Marktakteuren "wirkungsvoller" zusammenführen,
 - für die Realwirtschaft eine alternative Finanzierungsquelle zum Bankkredit darstellen und
 - Risiken diversifizieren.
- Risiken (S. 5 und 6):
 - Bei Schattenbanken mit „einlageähnlichen Finanzierungsstrukturen“ (z.B. Geldmarktfonds) besteht die Gefahr von plötzlichem Mittelabzug („Runs“) durch die Anleger.
 - Wenn Schattenbanken (z.B. Hedgefonds) mit einem hohen Fremdkapitalanteil arbeiten, entstehen systemische Risiken.
 - Banken können die strenge Bankenregulierung umgehen, indem sie typische Bankgeschäfte wie die Vermittlung von Krediten in Schattenbanken ausgliedern. Die Kommission sieht darin das Risiko einer „regulatorischen Abwärtsspirale“.
 - Da Schattenbanken eng mit den regulären Banken verbunden sein können, besteht insbesondere in Krisensituationen die Gefahr von wechselseitigen Ansteckungseffekten.

► **Vorhandene Rechtsvorschriften zur Regulierung der Schattenbanken**

– **„Direkte Regulierung“ der Schattenbanken**

Unter direkter Regulierung versteht die Kommission allein an Schattenbanken gerichtete Vorschriften (S. 7). Dazu zählt sie folgende Vorschriften:

- MMF und ETF werden „unter Umständen“ durch die Richtlinie über Organismen für gemeinsame Anlagen (OGAW, 2009/65/EG, s. [CEP-Analyse](#)) reguliert. Die Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) hat zudem für die Definition von MMF Leitlinien erlassen, die seit Juli 2011 gültig sind. (S. 11)
- Alternative Investmentfonds (AIF) – dazu zählen auch Hedgefonds - werden durch die Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM, 2011/61/EU, s. [CEP-Analyse](#)) reguliert. Darin wird geregelt, dass die Verwalter dieser Fonds ein System zur Steuerung von Liquiditätsrisiken einrichten müssen. Durch die dort vorgeschriebenen Berichtspflichten und Verfahren zur Berechnung des Fremdkapitalanteils können die Aufsichtsbehörden die Fonds besser überwachen. (S. 10)
- Versicherungen und Rückversicherungen werden durch die Solvabilität-II-Richtlinie (2009/138/EG, s. [CEP-Analyse](#)) reguliert. Danach müssen die Versicherungen Kreditrisiken bei den Eigenkapitalanforderungen berücksichtigen. Von ihnen errichtete Zweckgesellschaften müssen von den Mitgliedstaaten genehmigt werden. (S. 11)

– **„Indirekte Regulierung“ der Schattenbanken im Banken- und Versicherungsrecht**

Unter indirekter Regulierung versteht die Kommission eine Regulierung des regulären Bankensektors, die sich auf den Schattenbanksektors erstreckt (S.7). Dazu zählt sie folgende Vorschriften:

- Kreditinstitute, die Forderungen verbriefen („Originatoren“), und solche, die Verbriefungen verwalten („Sponsoren“), müssen nach der Eigenkapitalrichtlinie (CRD II, 2009/111/EG; s. [CEP-Analyse](#)) „einen erheblichen Teil“ gezeichneter Risiken zurückbehalten (S. 8).
- Banken unterliegen nach der Eigenkapitalrichtlinie (CRD III, 2010/76/EU; s. [CEP-Analyse](#)) bei „komplexen Wiederverbriefungen“ strengeren Eigenkapitalanforderungen (S. 9).
- Die Kommission will ab 2015 verbindliche Liquiditätsanforderungen für Banken einführen. Diese sollen auch für „Liquiditätsfazilitäten“ gelten, die sie ihren Zweckgesellschaften zu festgelegten Konditionen gewähren [CRD IV, KOM(2011) 452, s. [CEP-Analyse](#)] (S. 9).
- Originatoren und Sponsoren von Verbriefungen, in welche Versicherungen und Rückversicherungen investieren, sollen für diese Finanzprodukte in „ähnlichem Umfang“ Risiken einbehalten, wie es das Bankenrecht vorschreibt. Dies plant die Kommission im Rahmen der Umsetzung der Solvabilität-II-Richtlinie (2009/138/EG, s. [CEP-Analyse](#)). (S. 9 und 10)

– **Ausdehnung des Geltungsbereichs bestehender Aufsichtsvorschriften auf Schattenbanken**

Die MiFID-Richtlinie (2004/39/EG) bildet den rechtlichen Rahmen für die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen. Sie wird derzeit überarbeitet [KOM (2011) 652 und 656, s. [CEP-Analysen](#)]:

- Die Vorschriften sollen ausgeweitet werden auf (S.10)
 - Börsenhändler, die innerhalb von Millisekunden Kauf- und Verkaufsaufträge tätigen („Hochfrequenzhändler“) und
 - weitere, auf den Terminhandel spezialisierte Wertpapierfirmen.
- Eine Verschärfung der Transparenzanforderungen für Geschäfte mit „Nichteigenkapitalinstrumenten“ (z.B. Anleihen und Derivate) soll Risiken bei Schattenbankgeschäften leichter erkennbar machen. Durch neue Interventionsbefugnisse der Aufsichtsbehörden sollen die Risiken zudem leichter eingedämmt werden können. (S. 10)

► **Zukünftige neue Rechtsvorschriften zur Regulierung der Schattenbanken**

– **Datensammlung und -austausch**

- Die Kommission will alle Schattenbanken und deren Tätigkeiten „ermitteln und überwachen“ sowie „ständige Verfahren“ für die Datensammlung und deren Austausch zwischen den Aufsichtsbehörden, der EU-Kommission, der EZB und anderen Zentralbanken schaffen (S. 7).

- Die Kommission will die nationalen Aufsichtsbehörden über deren Befugnisse zur Erhebung von Daten über die Schattenbanken konsultieren, gegebenenfalls gefolgt von einem Gesetzentwurf auf EU-Ebene (S. 15).
- Laut FSB wäre es sinnvoll, den Aufsichtsbehörden die weltweite Erhebung von Daten zu erlauben und eine „globale Unternehmenskennung“ (Legal Entity Identifier, LEI) einzuführen (S. 15).
- **Aufsichtskonzept**
 - Die „Behörden“ sollen ein „Konzept“ für die Aufsicht von Schattenbanken entwickeln und darin „festlegen“, ob die Aufsicht auf nationaler oder auf EU-Ebene erfolgen soll (S. 7).
- **Regulierung der Banken**
 - Die Kommission will „zweifelhafte“ Risikotransfers von Banken auf Schattenbanken und deren Übertragungskanäle erfassen, die „Engagements“ von Banken mit Schattenbanken „begrenzen“ und die Berichtspflichten der Banken über diese Engagements ausweiten (S. 12).
 - Im Einzelnen will die Kommission (S. 12 und 13)
 - prüfen, ob von Banken „getragene“ Schattenbanken „angemessen“ konsolidiert werden,
 - die Bilanzierungsregeln für Fremdkapital („Leverage“) etwa bei Investmentfonds anpassen,
 - die Vorschriften für Großkredite von Banken an Schattenbanken aus der Bankenregulierung überprüfen,
 - prüfen, ob die Vorschriften der Eigenkapital-Richtlinie (CRD II) für Kredite und Liquiditätsfazilitäten von Banken an Zweckgesellschaften auch auf andere Schattenbanken ausdehnt werden sollen,
 - die nationalen Aufsichtsregeln für „implizite Kreditunterstützung“ – Gewährung von Hilfen über ein vertraglich vereinbartes Maß hinaus – der Banken für ihre Schattenbanken überprüfen sowie
 - prüfen, ob das EU-Bankenrecht auf Finanzunternehmen ausgeweitet werden soll, die ohne Einlagen arbeiten.
- **Regulierung von Geldmarktfonds (MMF) und anderen Investmentfonds**
 - Die Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) prüft derzeit die vollständige Einbeziehung von ETF in den OGAW-Rechtsrahmen (2009/65/EU, s. [CEP-Analyse](#)) und will dazu 2012 Leitlinien vorlegen. Risiken sieht die Kommission bei ETF und anderen Investmentfonds in der Liquiditätsversorgung der Investoren sowie der Qualität der gestellten Sicherheiten bei Wertpapierleih- und Derivatgeschäften. (S. 13)
 - Bei MMF sieht die Kommission das Risiko von Runs, die laut FSB wahrscheinlicher werden, wenn Fonds ihre Vermögenswerte trotz Schwankungen der Marktpreise zu Anschaffungskosten bewerten, um den Wert aller Fondsanlagen („Nettoinventarwert“) „stabil zu halten“ (sog. Constant Net Asset Value Funds oder CNAV-Funds). Anleger haben dann den Anreiz ihre Gelder abzuziehen, wenn Marktpreise unter Druck geraten. Im Gegensatz dazu bewerten Variable Net Asset Value Funds (VNAV) ihre Vermögenswerte zu Marktpreisen (S. 13).
- **Wertpapierleihgeschäfte, Pensionsgeschäfte (Repos) und Verbriefungen**
 - Wertpapierleih- und Pensionsgeschäfte sind für manche Schattenbanken eine wichtige Finanzierungsquelle und dienen der Renditesteigerung durch die Nutzung von Fremdkapital („Leverage“) (S. 14). Die Kommission will bei diesen Geschäften näher betrachten (S. 14):
 - die Verwaltung von Sicherheiten und deren Weiterverpfändung,
 - die Investition von Barmitteln, welche die Schattenbanken für besicherte Wertpapiere erhalten, sowie
 - die Steigerung der Transparenz für Marktteilnehmer und Aufsichtsbehörden.
 - Bei den Verbriefungsvorschriften will die Kommission insbesondere die „Transparenz-, Standardisierungs-, Selbstbehalt- und Rechnungslegungsanforderungen“ überprüfen (S. 14).

Subsidiaritätsbegründung der Kommission

Die Kommission geht auf Fragen der Subsidiarität nicht ein.

Politischer Kontext

Im Anschluss an den G20-Gipfel im November 2011 in Cannes stieß der FSB vertiefte Arbeiten zu fünf Themengebieten an: Der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS) soll sich verstärkt mit den Wechselwirkungen zwischen Banken und Schattenbanken befassen (Bericht im Juli 2012); die Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO) soll sich der Systemrisiken bei Geldmarktfonds (MMF) annehmen (Bericht im Juli 2012); die IOSCO und der BCBS sollen gemeinsam die Vorschriften für Verbriefungen analysieren (Bericht im Juli 2012); eine Untergruppe des FSB ist beauftragt, die Regulierung anderer Schattenbanken als MMF zu untersuchen (Bericht im September 2012); eine andere Untergruppe soll sich mit Wertpapierleih- und Pensionsgeschäften befassen (Bericht im Dezember 2012).

BEWERTUNG

Nachdem die Kommission im letzten Jahr ihre Vorschläge für eine verstärkte Bankenregulierung vorgelegt hat [neue Eigenkapitalvorschriften KOM (2011) 452 und 453, siehe [CEP-Analysen](#)], widmet sie sich nun dem Schattenbankwesen. Dies ist sachgerecht, da Banken klassische Bankgeschäfte auf diese verlagern, um der immer strengeren Bankenregulierung auszuweichen und daraus einen Wettbewerbsvorteil zu ziehen („Regulierungs-

arbitrage“). Dies gilt es zu verhindern. Denn mit der Regulierung des Bankensektors wurden wichtige Schritte eingeleitet, die die Haftung für eingegangene Risiken, die Eigenverantwortung für Verluste und die Stabilität der Finanzmärkte stärken. Diese Ziele müssen auch bei der Regulierung von Schattenbanken im Vordergrund stehen.

Das Grünbuch gilt zu Recht vorrangig den systemischen Risiken. Diese liegen dann vor, wenn Ansteckungseffekte bei anderen – systemrelevanten – Finanzmarktteilnehmern zu befürchten sind, die die Finanzmarktstabilität gefährden. **Zur Vermeidung solcher Risiken ist eine strikte Regulierung notwendig.** Im Übrigen gilt: Sofern die Anleger über die Risiken der Fonds und das Fehlen von Sicherungseinrichtungen aufgeklärt sind, besteht zumindest bei professionellen Anlegern keine Notwendigkeit des verstärkten Schutzes vor Ausfällen der Fonds.

Verbindungen zwischen dem Schattenbankwesen und den klassischen Banken können dazu führen, dass Probleme bei Schattenbanken eine systemische Bankenkrise verursachen. Auslöser solcher Krisen können plötzliche Mittelabzüge („Runs“) bei Geldmarktfonds oder Fehlinvestitionen von Hedgefonds mit hoher Fremdkapitalnutzung sein. Daher kann erwogen werden, die Kreditvergabe von Banken an Schattenbanken stärker als bisher zu begrenzen. Denkbar sind strikere Eigenkapitalhinterlegungspflichten oder Liquiditätsanforderungen. Wie von der Kommission erwogen, sollten Banken die Risiken von Schattenbanken, die direkt mit ihnen verbunden sind oder die sie finanziell unterstützen, in die eigene Bilanz aufnehmen müssen. Dies stärkt die Transparenz und das Risikomanagement.

Der Begriff „Schattenbankwesen“ ist allerdings irreführend. Denn er **suggeriert, dass alle** von der Kommission **darunter subsumierten Unternehmen und Tätigkeiten** „im Schatten“ operieren, also keiner oder **einer weniger strengen Regulierung unterliegen als „reguläre“ Banken** oder gar illegal sind. **Das ist nicht der Fall.**

So ist, wie die Kommission selbst feststellt, ein Großteil der Geldmarkt- und Investmentfonds einschließlich ETF der OGAW-Richtlinie (2009/65/EG, s. [CEP-Analyse](#)) oder der AIFM-Richtlinie (2011/61/EU, s. [CEP-Analyse](#)) unterworfen, die etlichen der von der Kommission angesprochenen Risiken Rechnung tragen. Der nun von der Kommission angemeldete Bedarf an zusätzlichen regulatorischen Maßnahmen für Geldmarkt- und andere Investmentfonds sollte kritisch geprüft werden. Schon heute bestehen für einen Großteil dieser Fonds Obergrenzen für die Aufnahme von Fremdmitteln („Leverage“), Kriterien für die Anlage der Investorengelder und Limits für die Vergabe von Krediten dieser Fonds an Banken. Zudem hat die ESMA 2011 Leitlinien für Geldmarktfonds erlassen, die darauf abzielen, die Laufzeit von Investments der Fonds zu reduzieren, um so die Gefahr von Liquiditätsengpässen beim plötzlichen Abzug von Mitteln („Runs“) zu reduzieren.

Etwaige **Regeln zur Verhinderung von plötzlichen Mittelabzügen („Runs“) bei Geldmarktfonds sollten die Unterschiede zwischen CNAV-Fonds und VNAV-Fonds berücksichtigen.** Anders als in den USA wird der Europäische Markt von VNAV-Fonds dominiert, bei denen die Wahrscheinlichkeit eines „Runs“ geringer ist.

Die vorhandenen Daten und Statistiken über die Tätigkeit von Schattenbanken sind, wie die Kommission zu Recht anmerkt, **unzureichend.** Risiken können nur dann angemessen durch Regulierung oder Aufsicht gesteuert werden, wenn diese den Behörden bekannt sind. **Daher ist es notwendig**, die Datensammlung und den Datenaustausch und damit auch **die Informationspflichten der Unternehmen** gegenüber den Aufsichtsbehörden **zu verschärfen.**

Die Aufsichtsbehörden sollten allerdings **nicht damit befasst werden, ein „Konzept“ für die Aufsicht von Schattenbanken „festzulegen“.** Zwar können die Behörden ein wichtiger Ratgeber für den Gesetzgeber sein. **Die Verantwortung für die Festlegung des Konzepts muss jedoch beim Gesetzgeber liegen.** Das gilt vor allem für die Frage, ob die Aufsicht auf nationaler oder auf EU-Ebene erfolgen soll. Denn mit systemischen Risiken können gewaltigen Kosten verbunden sein.

Mögliche zukünftige Folgemaßnahmen der EU

Das Grünbuch stellt eine erste Diskussionsgrundlage der Kommission dar und bleibt entsprechend vage. Entscheidend für mögliche künftige Regulierungen sind daher die Ergebnisse der eingesetzten FSB-Arbeitsgruppen, die bis Ende 2012 vorliegen sollen. Zudem plant die Kommission im Herbst 2012 einzelne Konsultationen zu den im Grünbuch angesprochenen Themen, Unternehmen und Tätigkeiten. Mit Legislativmaßnahmen zur Regulierung des Schattenbanksektors ist somit ab 2013 zu rechnen.

Zusammenfassung der Bewertung

Das Grünbuch gilt zu Recht vorrangig den systemischen Risiken. Zwischen dem Schattenbankwesen und den klassischen Banken bestehen Verbindungen, die dazu führen können, dass Probleme bei Schattenbanken eine Bankenkrise verursachen. Der sich daraus ergebenden Regulierungsnotwendigkeit wurde allerdings bereits teilweise Rechnung getragen. Viele sogenannte „Schattenbanken“ sind schon heute von verschiedenen Richtlinien und Verordnungen erfasst. Regeln zur Verhinderung von plötzlichen Mittelabzügen („Runs“) bei Geldmarktfonds sollten die Unterschiede zwischen CNAV-Fonds und VNAV-Fonds berücksichtigen. Die vorhandenen Daten und Statistiken über die Tätigkeit von Schattenbanken sind unzureichend; die Informationspflichten der Unternehmen sollten daher verschärft werden. Der Gesetzgeber, nicht die Aufsichtsbehörden sollten das Aufsichtskonzept für das Schattenbankwesen festlegen.