

Asset Management und Systemrelevanz



Von Markus Fuchs
Geschäftsführer Swiss Funds &
Asset Management Association Sfama

2011 beauftragte die Gruppe der 20 wichtigsten Industrie- und Schwellenländer (G20) das Financial Stability Board (FSB) und die International Organization of Securities Commissions (Iosco), eine Methodologie für die Identifikation von systemrelevanten Finanzinstitutionen (Systemically Important Financial Institutions, SIFIs) ausserhalb des Banken- und Versicherungsbereichs auszuarbeiten. Seit 2014 wurden diverse Konsultationspapiere zur Stellungnahme vorgelegt, welche im Januar 2017 in Empfehlungen «to address structural vulnerabilities from asset management activities» mündeten.

Es gibt eine Reihe von Gründen, welche die entsprechenden Behörden veranlassen, Asset Manager als systemisch relevant einzustufen. Denn allein schon die Grösse mancher Asset Manager suggeriert, dass sich an der einen oder anderen Stelle versteckte Risiken verbergen könnten. Es hat schon viele Banken Krisen gegeben, aber bis dato

noch keine einzige Asset-Management-Krise. Deshalb könnte man auch den Eindruck gewinnen, dass es am Ende gar in erster Linie das politische Mandat der G20 sei, durch das FSB Berichte zur möglichen Systemrelevanz des Asset Managements verfassen zu lassen. Oder anders ausgedrückt: Das FSB muss Ergebnisse erarbeiten und publizieren, um seine eigene Daseinsberechtigung zu untermauern. Unabhängig von der Würdigung dieser Frage ist aber entscheidender, dass bisher noch in keinem Bericht eine schlüssige Definition herausgearbeitet wurde, warum ein Asset Manager systemrelevant sein soll.

Kriterien für Systemrelevanz

Als systemrelevant gelten Finanzinstitutionen, deren Abwicklung bedingt durch Grösse, Komplexität und globale Vernetzung zu massiven Störungen im Finanzsystem führen würde. Als systemisch relevant gekennzeichnet wurden deshalb grössere Banken und Versicherungen, deren eventuelles wirtschaftliches Scheitern zu einer Systemkrise mit ernststen Konsequenzen für die Realwirtschaft führen könnte. Die Kriterien

wie die Grösse entsprechender Institute, deren Ersetzbarkeit durch andere und deren Verzahnung untereinander sind eine stark auf Banken- und Versicherungsrisiken fokussierte Definition, welche aber die Frage offen lässt, inwieweit sie tatsächlich auf sehr grosse Asset Manager übertragen werden kann. Offensichtlich war es auch für das FSB nicht möglich, diese Frage zu beantworten, weshalb bereits im Titel des neuesten Reports der Ausdruck systemisch gar nicht mehr vorkommt.

Auch geht der Report nicht darauf ein, wer von einer stärkeren Regulierung grosser Asset Manager letztlich profitieren würde. Dies lässt sich nur damit erklären, dass der wesentliche Unterschied zwischen Asset Managern und (systemrelevanten) Versicherungen und Banken eben darin besteht, dass erstere ihr Geschäft ausserhalb der Bilanz betreiben. Folglich sind die von Asset Managern verwalteten Vermögenswerte ihrer Kunden bei Liquidation bzw. Konkurs eines Asset Managers auch nicht Bestandteil der Liquidations- resp. Konkursmasse. Oder anders ausgedrückt, hat die Regulierung von Banken in aller Regel primär mit der Höhe des in Frage stehenden Eigen- oder Mindestkapitals zu tun, das im Bedarfsfall die Verluste abfedern muss. Die Erkenntnis, dass die «Bilanzproblematik» selbst für die grössten Asset Manager höchstens von untergeordneter Bedeutung und damit die Systemrelevanz nicht gegeben ist, scheint sich langsam aber sicher durchzusetzen.

Differenzierte Risikobeurteilung

Im Asset Management geht es vor allem um Anlage- und Liquiditätsrisiken, die strikt von den Systemrisiken unterschieden werden müssen. SIFIs sind stets dadurch in Schwierigkeiten geraten, dass in den Bank- und Versicherungsbilanzen Aktivpositionen eingegangen wurden, die sich als nicht nachhaltig erwiesen und abgeschrieben werden mussten.

Anlage- und Eigenkapitalvorschriften, d.h. Forderungen nach risikogewichtetem Kapital, sind deshalb für systemrelevante Institute folgerichtig. Da aber selbst die grössten Asset Manager und Fonds keine oder vernachlässigbar kleine Bücher führen, sind sie nicht direkt mit den Banken und Versicherungen vergleichbar. Sie können somit auch keine Quelle für Systemrisiken sein.

Generell muss bei der Risikobeurteilung zwischen einer makroprudenziellen und einer mikroprudenziellen Aufsicht unterschieden werden. Die Mikroseite arbeitet aus der Perspektive des Anlegers. Es geht dabei primär um notwendige Massnahmen zum Schutz des Investors. Makroprudenzielle Massnahmen sind dagegen darauf ausgerichtet, systemische Risiken zu erfassen und entsprechende Schutzmechanismen zu entwickeln. Die bisherige Regulierung von Asset Managern beschränkt sich praktisch ausschliesslich auf eine mikroprudenzielle Aufsicht der entsprechenden Institute und ihrer Produkte. Die Gründe, die für zusätzliche Regulierungsmassnahmen über die mikroprudenzielle Aufsicht von Asset Managern hinaus zu ergreifen sein könnten, blieben bisher diffus. Sie liegen wohl in der schiereren Grösse der Investmentindustrie. Zudem gibt es Finanzakteure ausserhalb des regulierten Bankenbereichs, die ebenfalls Off-Balance-Sheet-Transaktionen durchführen. Solche Institute werden gelegentlich unter dem negativ behafteten Sammelbegriff «Schattenbanken» subsumiert. Obwohl Asset Manager weder Banken sind, noch im Schatten arbeiten, dürften sie im Einzelfall mindestens wahrnehmungsmässig in dieses Segment eingeschlossen werden, was in entsprechende Überlegungen zur Notwendigkeit zusätzlicher Regulierungsmassnahmen einfließt.

LTCM – kein Asset Manager

Immer wieder wird in den FSB-Berichten der «Fall» Long-Term Capital Management (LTCM) genannt – übrigens der einzige Fonds, der bis dato staatliche Unterstützung erhielt (1998). LTCM war ein Fonds und kein Asset Manager, der sich auf wenige, illiquide und stark fremdfinanzierte Positionen konzentrierte, was in dieser ausgeprägten Form seither nicht mehr stattfand. Dies ist

jedoch nicht das entscheidende Argument für das grundsätzliche Absprechen der von Fonds ausgehenden Systemrisiken. Zentral ist vielmehr, dass die Banken enorme Kredite an LTCM ausstehend hatten, die durch den Verfall der Vermögenswerte von LTCM zusehends ungesichert wurden. Zudem investierten Banken selbst in den Fonds, was die (Bilanz-)Probleme verschärfte.

Es ist erstaunlich, wie dieses Beispiel immer noch zitiert wird und Eingang in die politische Agenda findet. Politik und Aufsichtsbehörden sind sich offenbar nicht sicher, ob Asset Manager wirklich ein systemisches Risiko darstellen. Aber sie sind eben auch nicht sicher, dass sie keines darstellen. Es hat zwar bereits viele Banken Krisen gegeben, aber, wie gesagt, noch keine Asset-Management-Krise. Das allein rechtfertigt gewisse Zweifel, führt jedoch auch zur Versuchung, die bekannte Bankenregulierung auf bisher weitgehend noch nicht verstandene Bereiche, in diesem Fall das Asset Management, zu übertragen, auch wenn es keine überzeugende Begründung dafür gibt.

Einzelne Aktivitäten im Fokus

Obige Ausführungen dürften ausschlaggebend dafür sein, dass das FSB in seinem neuesten Bericht nicht mehr primär Empfehlungen für die stärkere Regulierung der Asset Manager, sondern für einzelne Asset-Management-Aktivitäten ausspricht. Über die Hälfte der Empfehlungen adressieren einen vermeintlichen Liquiditäts-Mismatch zwischen den Assets, die ein Fonds hält, und den Rücknahmebedingungen für offene Investmentfonds. Ausdrücklich genannt werden Exchange-Traded Funds (ETFs), insbesondere solche, die wenig liquide Obligationen halten. Als bedeutendes Argument hervorgehoben wird auch die mögliche Hebelung oder der Leverage von im Fonds gehaltenen Assets, auch wenn dies für die meisten Fonds nicht zutrifft. Als weniger bedeutende Risiken eingestuft werden operative Risiken sowie Aktivitäten im Bereich der Wertpapierleihe.

Dagegen, dass das FSB Handlungsbedarf vor allem bei einer möglichen Anlegerflucht aus Fonds und daraus resultierenden Liquiditätsrisiken sieht, ist wenig einzuwenden. Es ist durchaus

sinnvoll, das bestehende Instrumentarium zur Liquiditätssteuerung zu diskutieren und allenfalls auch zu erweitern. Hier befinden wir uns aber im Bereich der mikroprudenziellen Aspekte und nicht der systemischen Risiken. Für die Abfederung dieser Risiken verfügen die Asset Manager bereits heute über verschiedene Instrumente und Möglichkeiten wie sogenannte Side-Pockets oder Gates. Damit können illiquide, schwer zu bewertende Assets von liquiden separiert bzw. maximal mögliche Einzahlungen limitiert sowie Rücknahmen temporär ausgesetzt werden.

Fazit

Die Evolution der Erkenntnisse in den FSB-Berichten ist positiv zu würdigen. Im Juni 2016 kam das FSB zum Schluss, dass sich das Asset Management und das bilanzwirksame Bankgeschäft unterscheiden und dass die Notlage eines Asset Managers kein systemisches Risiko darstellen kann. Das mag mit den notwendigen Erklärungen heute einleuchtend erscheinen, war aber in den bisherigen Berichten noch nicht der Fall. Jedoch gelingt das Herausarbeiten immer noch nicht, was einen Asset Manager systemisch relevant machen könnte, und es gelingt auch nicht, wirkliche Verwundbarkeiten und Gründe zu finden, warum man Asset Manager stärker regulieren und mit zusätzlichen Auflagen konfrontieren sollte.

Der neueste FSB-Report weist auf einige Unterschiede zwischen systemrelevanten Banken sowie grossen Asset Managern und Fonds hin. Primär ist hier nochmals die fehlende direkte Verbindung zur Bilanz des Asset Managers zu nennen. Das ist beruhigend, denn Asset Manager in der gleichen Art und Weise wie Banken zu regulieren, wäre prozyklisch und würde die Risiken gar erhöhen, denn es wäre für Asset Manager schwieriger, ihre stabilisierende Funktion zu erfüllen, indem sie Assets aufkaufen, die für den Bankensektor zu risikoreich geworden sind. Heterogenität innerhalb der Industrie, aber eben auch deren Regulierung ist ein Vorteil, der gerade aus Sicht Systemschutz nicht genügend betont werden kann.

markus.fuchs@sfama.ch
www.sfama.ch