

**Dr. Andreas Dombret**  
Mitglied des Vorstands  
der Deutschen Bundesbank

## **Private Equity und Basel III**

Keynote-Rede auf dem 12. Deutschen Eigenkapitaltag des BVK  
in Berlin  
12. Mai 2011

- Es gilt das gesprochene Wort -

## Inhalt

1	Einleitung .....	2
2	Zur Bedeutung von Private Equity .....	3
3	Reform des internationalen Finanzsystems: Auf dem Weg zu einer neuen Regulierung .....	5
4	Wo steht die Regulierung der Beteiligungskapitalbranche? .....	8
5	Über Basel III hinaus: Die neue Regulierung und das Schattenbankensystem .....	9
6	Zusammenfassung .....	13

## 1 Einleitung

Sehr geehrte Damen und Herren,

haben Sie vielen Dank für Ihre Einladung zum 12. Deutschen Eigenkapitaltag. Das Ambiente dieses wunderbar gestalteten Glashofs des Jüdischen Museums beeindruckt mich immer wieder aufs Neue. Das viele Licht und die Transparenz hat dieser Lichthof dem internationalen Finanzsystem gewiss voraus. Wie viele dunkle Ecken und schwer auszuleuchtende Bereiche des Finanzsektors es gibt, wird uns in dieser größten globalen Finanz- und Wirtschaftskrise seit Jahrzehnten schmerzlich vor Augen geführt.

Um ähnlichen Entwicklungen in der Zukunft vorzubeugen, sind einige bedeutende Reformschritte beschlossen worden, beispielsweise die als Basel III bekannten neuen Eigenkapital- und Liquiditätsvorschriften. Weitere wichtige Maßnahmen, unter anderem zur Überwachung des sogenannten Schattenbankensystems, wurden in Angriff genommen. Von den neuen Regelwerken steht für Beteiligungskapitalgesellschaften zweifellos die europäische Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds im Fokus der

Aufmerksamkeit. Sie wird voraussichtlich ab Mitte 2013 in der EU den regulatorischen Rahmen für alternative Investments bilden. Ich bin davon überzeugt, dass den Beteiligungskapitalgesellschaften hierdurch nicht nur neue Pflichten auferlegt werden. Denn eine größere Transparenz und bessere Vertriebsmöglichkeiten bieten gerade auch für Private Equity-Gesellschaften große Chancen.

Zu Beginn meines Vortrags möchte ich kurz auf die volkswirtschaftliche Bedeutung von Private Equity eingehen. Anschließend werde ich den aktuellen Stand der Finanzsektorreformen skizzieren, wobei ich vor allem auf diejenigen Regulierungsinitiativen abstellen werde, die für die Beteiligungskapitalbranche von besonderer Bedeutung sind. Zu guter Letzt werde ich versuchen, ein wenig Licht in das Thema „Schattenbankensystem“ zu bringen.

## **2 Zur Bedeutung von Private Equity**

Auf dem langen Weg in eine Nachkrisenwelt, in der Eigenkapital und Fremdkapital stärker differenziert und – berechtigterweise – unterschiedlich wahrgenommen werden, muss ich den volkswirtschaftlichen Nutzen von Private Equity sicherlich nicht gesondert betonen. Die positive Rolle von Beteiligungskapital als eine Form von Eigenkapital ist augenfällig. Wie Sie wissen, kann Beteiligungskapital in allen Phasen des Lebenszyklus eines Unternehmens bereitgestellt werden, von Venture Capital über die Wachstumsfinanzierung bis hin zu Buy-outs. In Deutschland profitieren vor allem die vielen kleinen und mittelgroßen Unternehmen, die das Rückgrat der hiesigen Wirtschaft darstellen, von der Bereitstellung von Eigenkapital durch Ihre Branche. Länder mit einem höheren Anteil von Private Equity-Investitionen

verfügen zudem im Durchschnitt über höhere Wachstumsraten.<sup>1</sup> Für den deutschen Arbeitsmarkt ist Private Equity eine wichtige Größe: Ende 2010 waren laut BVK-Statistik rund 1,2 Mio Arbeitnehmer in den deutschen Portfoliounternehmen beschäftigt, in die Beteiligungsgesellschaften investiert waren.<sup>2</sup>

Wie für den Finanzsektor waren die letzten Jahre auch für Beteiligungskapitalgesellschaften nicht gerade rosig. Nachdem Investitionen von Private Equity-Gesellschaften im Zuge der Krise stark zurückgegangen waren, zeichnet sich mittlerweile allerdings wieder eine Erholung ab. So stiegen in Deutschland die Neuinvestitionen von Beteiligungsgesellschaften im letzten Jahr um fast 60% gegenüber 2009 auf nun 4,4 Mrd €. Das investierte Kapital deutscher Private Equity-Gesellschaften summierte sich damit im vergangenen Jahr auf knapp 36 Mrd €. Mit einem Volumen von circa 0,1% des deutschen BIP im Jahr 2009 spielen die Investitionen allerdings nach wie vor nur eine vergleichsweise geringe Rolle. Sie liegen zudem unter dem europäischen Durchschnitt von knapp 0,2% des BIP.<sup>3</sup> Dies zeigt gleichzeitig aber auch das große Wachstumspotenzial des hiesigen Marktes für Beteiligungskapital auf. Wachstum - ganz generell - bedarf aber immer eines stabilen Umfelds, und damit komme ich nun zur Reform des internationalen Finanzsystems.

---

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

<sup>2</sup> Vgl. BVK Statistik – Das Jahr 2010 in Zahlen, März 2011.

<sup>3</sup> Vgl. EVCA/PEREP-Analytics,  
[http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge\\_Center/EVCA\\_Research/Statistics/4\\_3\\_Investment/YB10\\_Private\\_equity\\_investment\\_as\\_a\\_percentage\\_of\\_GDP.pdf](http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge_Center/EVCA_Research/Statistics/4_3_Investment/YB10_Private_equity_investment_as_a_percentage_of_GDP.pdf).

### **3 Reform des internationalen Finanzsystems: Auf dem Weg zu einer neuen Regulierung**

Es ist klar, dass wir alles in unserer Macht stehende tun müssen, um eine Wiederholung der uns seit mittlerweile vier Jahren in Atem haltenden globalen Finanz- und Wirtschaftskrise zu vermeiden. Die Reform des Ordnungs- und Regelungsrahmens des internationalen Finanzsystems ist deshalb in vollem Gange; er ist zweifelsohne an entscheidenden Stellen auch bereits deutlich verbessert worden.

Ein zentraler Aspekt der laufenden Reformen ist neben mehr Transparenz die Erhöhung der Qualität und der Quantität des Eigenkapitals von Finanzinstituten. Die neuen Eigenkapital- und Liquiditätsstandards für den Bankensektor wurden lange diskutiert; unter dem Namen „Basel III“ werden sie in die Nachkrisen-Lehrbücher eingehen. Die neuen Regeln werden dafür sorgen, dass die Anforderungen an die Eigenkapitalausstattung – quantitativ und qualitativ – merklich steigen. Damit Finanzinstitute künftig über bessere Liquiditätspolster verfügen und auch in Phasen von Stress weniger anfällig sind, wurde zudem die erstmalige Einführung global gültiger Liquiditätsstandards beschlossen.

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

Eng mit Basel III verbunden ist ein weiteres Thema, das bereits in Angriff genommen wurde, nämlich der richtige Umgang mit systemrelevanten Finanzinstituten. Diese sogenannten Systemically Important Financial Institutions, oder kurz SIFIs, zeichnen sich dadurch aus,

dass sie besonders groß, besonders komplex beziehungsweise besonders stark vernetzt sind oder aber spezifische Funktionen ausüben, die andere Marktteilnehmer nicht ohne weiteres übernehmen können. Somit gilt die Insolvenz von SIFIs als praktisch nicht hinnehmbar.

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

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

Kapitalkosten niederschlägt, aber insgesamt nur geringfügig auf das Wirtschaftswachstum auswirken dürfte.<sup>4</sup>

Es ist aber nicht von der Hand zu weisen, dass die Umsetzung von Basel III mit einem intensiveren Wettbewerb um Finanzmittel einhergehen wird. Damit das „Leverage“ im Bankensektor insgesamt sinkt, bedarf es sinnvollerweise generell mehr Eigenkapital. Gleichzeitig hat die Krise das Risikobewusstsein aller Marktteilnehmer geschärft. Obgleich eine erneute übertriebene „Suche nach Rendite“ auch künftig nicht generell auszuschließen sein wird, ist zunächst einmal von einer kritischeren Grundhaltung der Risikomanager auszugehen. Mein nächster Punkt hängt unmittelbar damit zusammen: Ich bin fest davon überzeugt, dass Investoren ihr Risiko prinzipiell noch stärker streuen werden als bisher; Investitionen werden also breiter verteilt und insgesamt auch kleiner ausfallen. Schließlich denke ich, dass die Blütezeit der sogenannten Covenant Lite-Strukturen vorüber ist. Zusammengefasst heißt dies gerade für Private Equity-Gesellschaften: mehr beteiligte Banken, kleinere Kreditvolumina und mehr Sicherheit! Keine volkswirtschaftlich völlig ungesunde neue Formel, wie ich meine.

Die Reform des Finanzsystems wird also insgesamt zu strukturellen Änderungen führen, die nicht nur, aber ganz besonders auch Private Equity-Gesellschaften betreffen werden. Hieraus entstehen – wie immer – Herausforderungen, gleichzeitig aber auch Chancen. Im Folgenden werde ich meinen Fokus insbesondere auf die sich aus meiner Sicht neu ergebenden Möglichkeiten im EU-Binnenmarkt richten.

---

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

#### 4 Wo steht die Regulierung der Beteiligungskapitalbranche?

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

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

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

Um es kurz zu fassen: Ich bin der Ansicht, dass die AIFM-Richtlinie einen wichtigen Beitrag zur Regulierung alternativer Investments in der EU darstellt. Der Nutzen der Richtlinie dürfte die Kosten der Regulierung für alle Beteiligten deutlich übersteigen. Ich bin mir sicher, dass Ihre Branche die Anpassungen an die neuen Regeln gut bewältigen und die sich ergebenden Chancen nutzen wird.

## **5 Über Basel III hinaus: Die neue Regulierung und das Schattenbankensystem**

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

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

Vielmehr geht es darum, dass die Finanzaufsicht hinreichend über sämtliche Aktivitäten informiert ist, von denen Risiken für die Stabilität des Finanzsystems ausgehen können. Nicht zuletzt wird eine striktere Regulierung von Banken diesen Anreiz setzen, Aktivitäten oder Aktiva in weniger regulierte Bereiche auszulagern. Dies darf nun nicht dazu führen, dass die Risiken aus dem Blickfeld der Aufsicht verschwinden. Deshalb ist neben der Überwachung des regulierten Bankensystems auch eine Überwachung des Schattenbankensystems unabdingbar. Ich möchte an dieser Stelle explizit für mehr Transparenz werben. Natürlich ist mir bewusst, dass umfangreichere Berichtspflichten mit höheren Kosten verbunden sind; angesichts der vom Schattenbankensystem ausgehenden potenziellen systemischen Risiken erscheint mir ein solcher Preis aber mehr als gerechtfertigt.

Insbesondere sind ein informatives Berichtswesen der beteiligten Akteure und aussagekräftige Statistiken notwendig. Bisher kann der Umfang nur näherungsweise mit Hilfe der volkswirtschaftlichen Finanzierungsrechnung bestimmt werden. Demnach entspräche der Umfang des Schattenbankensystems in Deutschland – Abgrenzungen sind

hier naturgemäß schwierig, ich will es aber dennoch einmal vorsichtig und mit den üblichen Vorbehalten versuchen – rund 17% der Aktiva des Bankensektors. Hier sind allerdings Investmentfonds generell mitgerechnet; ohne diese beliefe die Zahl sich auf weniger als 4%. In jedem Fall wäre sein Volumen deutlich geringer als in den USA, wo nach ersten Schätzungen der Fed New York das Schattenbankensystem größer ist als der Bankensektor selbst.

Auf Basis einer guten Überwachung kann auch die Angemessenheit von Regulierungsvorschriften besser überprüft werden. Die verantwortlichen Stellen werden sicherlich nicht in Aktionismus verfallen; Sinn und Zweck von Regulierung ist es aus meiner Sicht eben nicht, Aktivitäten in einem Markt, sondern Risiken für die Stabilität des Finanzsystems einzudämmen. Dazu gehört auch, dass wir ein Unterlaufen der durch Basel III und die geplanten Vorschriften für SIFIs verschärften Bankenregulierung unterbinden. Es gilt, gleiche Aktivitäten und gleiche Risiken auch vergleichbar zu regulieren. Von einer größeren Finanzstabilität profitieren schließlich alle Marktteilnehmer.

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

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

Um es auf den Punkt zu bringen: Für eine Zurechnung zum Schattenbankensystem ist nicht die Bezeichnung eines Unternehmens oder eines Fonds ausschlaggebend, sondern vielmehr seine Aktivitäten. Genau aus diesem Grund zählen auch Geldmarktfonds zum Schattenbankensystem. Gerade sie hatten vor der Krise zur Finanzierung von Immobilienkrediten in den USA beigetragen, indem sie in Asset Backed Commercial Papers investierten, die von Zweckgesellschaften zur Finanzierung von verbrieften Immobilienkrediten begeben wurden. Auch Hedgefonds sind zumindest Glieder in der Intermediationskette außerhalb des Bankensektors, schließlich sammeln sie finanzielle Mittel ein und investieren diese in Anleihen und andere Kreditinstrumente einschließlich zugehöriger Derivate. Folglich sind auch hybride Private Equity-Fonds, deren Grenzen zu Hedgefonds fließend und die teilweise unter dem Dach von Hedgefonds tätig sind, Bestandteil des Schattenbankensystems. Dies erfordert erhöhte Wachsamkeit, denn im Zuge erster Ausweichreaktionen scheinen sich derzeit die Anbauten untern deren Dächern zu mehren.

Bevor nun Unruhe ausbricht – ich plädiere generell und auch hier gegen kopflosen Aktionismus bei der Regulierung! Bei der Identifizierung, Überwachung und gegebenenfalls späteren Regulierung geht es primär um die mit der Kreditvergabe verbundenen

systemischen und damit für die Finanzstabilität relevanten Risiken. Eine künftige Regulierung sollte sich streng am Risikograd der Aktivitäten der jeweiligen Finanzgesellschaften orientieren.

## 6 Zusammenfassung

Und auch wenn es die breite Öffentlichkeit kaum wahrgenommen hat: Die für Regulierung zuständigen Akteure sind längst aktiv geworden. So sind Teile des Schattenbankensystems schon seit längerem reguliert. An anderer Stelle wurde seit Ausbruch der Krise nachgebessert. Ein Beispiel hierfür ist der auf EU-Ebene eingeführte Selbstbehalt bei Verbriefungen in Höhe von 5%.

Bereits jetzt ist aber ebenfalls klar, dass ein punktuelles Ausleuchten des Schattenbankensystems und eine einmalige Regulierungsanstrengung nicht ausreichen werden. Schließlich können wir zum jetzigen Zeitpunkt nicht alle künftigen Finanzinnovationen und Umgehungsstrategien voraussehen, die zum Beispiel als Reaktion auf Basel III erst noch erfolgen werden. Deshalb werden weitere Anpassungen notwendig sein – auch in einem Glashaus verschieben sich Licht und Schatten, da die Sonne sich weiter dreht.

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

\* \* \*