

EU Regulation von Investmentfonds: Backtesting konformer Risikokennzahlen

Masterarbeit

zur Erlangung des akademischen Grades „Master of Science (M. Sc.)“ im Studiengang Wirtschaftswissenschaft der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Leibniz Universität Hannover

vorgelegt von

Name: Kera

■■■■■■■■■■ ■■■■■■■■■■

Vorname: Vait

■ ■■■■■■■■■■

Prüfer: Prof. Dr. H.-J. von Mettenheim

Hannover, den 30.09.2016

Abstract

This paper elucidates the financial regulation and supervision in the European Union by looking especially at the fund industry. In the banking, insurance and fund sector legislation and supervision are separated. Within the fund sector, UCITS-funds and their counterpart, the AIF, are strongly regimented. Thereby, numerous provisions which are mostly of qualitative nature, affect the risk management. Assessment regulations as well as requirements of risk measurement are often general and not always legally binding. Empirical results show that the rules of calculating risk measures for market price risks are frequently too imprecise and give much scope to the fund management companies. Next to frameworks managing market price risks, the fund sector needs frameworks which will clarify the risk management of other types of risks.

Zusammenfassung

Diese Arbeit erläutert die Regulation und Aufsicht in der Finanzbranche und im Speziellen im Fondssektor in der Europäischen Union. Die Gesetzgebung und Aufsicht sind für den Banken-, Versicherungs- und Fondssektor getrennt. Im Fondssektor werden OGAW-Fonds und ihr Gegenstück, die AIF, stark reglementiert. Zahlreiche Vorgaben betreffen dabei das Risikomanagement, wobei der Großteil der Regelungen qualitativer Natur ist. Vorschriften zur Bewertung und zur Messung der Risiken sind meist sehr allgemein gehalten und sind nicht immer rechtlich verbindlich. Empirisch zeigt sich, dass die Vorschriften zur Berechnung von Risikokennzahlen für Marktpreisrisiken häufig unpräzise sind und den Verwaltungsunternehmen große Freiräume gelassen werden. Im Fondssektor sind mehr Rahmenbedingungen nötig, die klären wie, neben den Marktpreisrisiken, auch andere Risikoarten gemanagt werden sollen.

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis.....	IV
Abbildungsverzeichnis.....	VI
Tabellenverzeichnis.....	VI
1 Einleitung.....	1
2 Literaturüberblick und Motivation des Themas.....	2
3 Grundlagen.....	5
3.1 Beteiligte am Investmentgeschäft.....	6
3.2 Lamfalussy-Verfahren.....	7
4 Europäisches Finanzaufsichtssystem.....	10
4.1.1 Mikroprudenzielle Aufsicht.....	11
4.1.2 Makroprudenzielle Aufsicht.....	20
4.1.3 Weitere Institutionen mit Einfluss auf die Finanzaufsicht.....	22
4.1.4 Basler Ausschuss für Bankenaufsicht.....	23
5 Überblick der EU-Regulation.....	25
5.1 Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapiere.....	25
5.1.1 OGAW IV – UCITS IV.....	28
5.1.2 OGAW V – UCITS V.....	35
5.2 AIFM-Richtlinie.....	36
5.3 Implementierung in die nationalen Rechtsrahmen.....	39
5.4 Europäische Finanzmarktrichtlinie.....	42
5.5 European Market Infrastructure Regulation.....	44
5.6 Basel III.....	45
5.7 Solvency II.....	46
6 Risikokennzahlen gemäß den EU-Vorgaben.....	47
6.1 Prinzipien des Risikomanagements.....	48
6.2 Global Exposure.....	53
6.2.1 Commitment-Ansatz.....	53

6.2.2	Value-at-Risk-Ansatz	56
6.3	Liquiditätskennzahlen	62
6.4	Synthetischer Risiko- und Ertragsindikator	64
7	Kennzahlberechnung und Backtesting	66
7.1	Datengrundlage	67
7.2	Methoden zur Berechnung des Value-at-Risk	67
7.3	Backtesting-Methodik	73
7.4	Ergebnisse	74
7.4.1	Synthetischer Risiko- und Ertragsindikator	75
7.4.2	Value-at-Risk	77
7.5	Limitationen	86
8	Diskussion	87
9	Fazit	94
Anhang		96
Literaturverzeichnis		100

1 Einleitung

Die Regulierung der Finanzbranche hat enorm zugenommen und befindet sich momentan auf einem Stand, an dem das Volumen an Rechtsakten in Bezug auf die Finanzregulierung ihren bisherigen Hochpunkt erreicht hat. Europäische Gesetzgebung, nationale Gesetzgebung und weitere Anforderungen mit Gesetzescharakter vermengen sich zu einem unübersichtlichen Konglomerat an Regelungen, denen sich die Finanzbranche untergeben muss. Die Rechtstexte werden dabei von Gesetzgebern im Zusammenspiel mit Aufsichtsbehörden und Branchenverbänden entwickelt. Kontrolliert werden die Unternehmen dabei ebenfalls von nationalen und internationalen Behörden, die ein Netzwerk bilden und für zusätzliche Unübersichtlichkeit sorgen. Entscheidender Auslöser für diese Entwicklungen ist vor allem die Finanzkrise 2007 und die darauffolgenden Jahre. Ihre Entwicklung zu einer Staatsschuldenkrise und zur anschließenden Währungskrise zeigte welche Interdependenzen innerhalb der Finanzwelt, aber auch zwischen dem Finanzsektor und dem realen Sektor, vorliegen. Erst durch den Einsatz von Steuergeldern konnte die Krise eingedämmt werden. Um solch eine Situation nicht erneut entstehen zu lassen, ist die Europäische Union seither darauf aus die vorhandenen Regulierungslücken im Finanzbereich aufzudecken und zu schließen.¹ Ein wichtiges Instrument zur Stabilisierung der Finanzbranche ist dabei das Risikomanagement der Finanzinstitute.

Aus diesem Grund befasst sich ein nicht unerheblicher Teil der Regularien mit Anforderungen an die Funktion des Risikomanagements. Qualitative Vorgaben zum Aufbau und der Organisation, werden dabei von quantitativen ergänzt. Letztere betreffen die Quantifizierung von Risiken. Diese Arbeit widmet sich der Frage, inwiefern die Methoden zur Bewertung der Risiken angebracht sind. Da die vorgeschriebenen und erlaubten Methoden für den Versicherungs-, Banken- und Fondssektor verschieden sind, muss eine Bewertung für jeden einzelnen Sektor durchgeführt werden. Im Rahmen dieser Arbeit wird die Fondsindustrie untersucht. Dazu wird in Kapitel 2 zunächst ein Literaturüberblick zur Finanzregulierung und dem Risikomanagement gegeben und das Thema dieser Arbeit motiviert. Daraufhin werden die Teilnehmer am Investmentgeschäft und das europäische Gesetzgebungsverfahren für die Finanzregulation in einem Grundlagenkapitel erläutert. Kapitel 4 beschäftigt sich mit den Instanzen, die bei der Regulierung in der Europäischen Union mitwirken. Kapitel 5 gibt dann einen Überblick der Richtlinien, die im Besonderen in der Fondsindustrie gelten. Kernpunkt bilden dort die Richtlinien zu Organismen für

¹ Vgl. Europäische Kommission (2016a) URL: http://ec.europa.eu/finance/general-policy/index_de.htm.

gemeinsame Anlagen in Wertpapiere (OGAW, englisch: Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, UCITS)² und zu alternativen Investmentfonds. Kapitel 6 befasst sich dann mit den Vorgaben, die konkret für das Risikomanagement der Verwaltungsgesellschaften gelten und leitet die Risikokennzahlen ab, die verpflichtend berechnet werden müssen. Diese Kennzahlen werden empirisch getestet. Die genaue Methodik zur Berechnung und des Backtestings sowie die Ergebnisse der empirischen Analyse werden in Kapitel 7 dargestellt. Eine Diskussion über die Regulation, die Aufsichtspraxis und die inhaltliche Werthaltigkeit der vorgeschriebenen Risikokennzahlen findet in Kapitel 8 statt, bevor in Kapitel 9 schließlich ein Fazit gezogen wird.

2 Literaturüberblick und Motivation des Themas

Diese Arbeit umfasst im Wesentlichen drei Kernthemen, nämlich das Risikomanagement, die Finanzregulation in der Europäischen Union und schließlich die Investmentfondsindustrie. Diese drei Themenfelder sind für sich genommen bereits sehr umfangreich und werden wissenschaftlich ausgiebig untersucht. Folgende Tabelle vermittelt einen Eindruck über relevante Forschungsgebiete. Die Liste erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

In dem Buch vom Ladler (2014) wird die europäische Finanzaufsicht dahingehend analysiert, ob sie den gesamten Finanzmarkt umfassend und effizient beaufsichtigt. Dazu werden der Finanzmarkt selbst und seine wichtigsten Akteure aus ökonomischer und juristischer Sicht definiert. Daraufhin wird der Grad der europäischen Integration des Finanzmarkts bewertet. Dieses Vorgehen wird auch auf die Finanzaufsicht bezogen. Dazu werden die einzelnen Akteure der Finanzaufsicht vorgestellt, bevor eine Evaluierung der Finanzaufsicht erfolgt. Das Ergebnis der Untersuchung besagt, dass die Aufsichtsstruktur in der europäischen Union (EU) zu komplex und daher nicht effizient ist. Als Lösungsmöglichkeit wird eine klare Trennung der Aufsichtskompetenzen gefordert und eine höhere Zentralisierung der Aufsicht vorgeschlagen. Bei der Arbeit wird inhaltlich nicht auf die Finanzregulation der EU eingegangen, sondern nur die Aufsichtsinstanzen analysiert.

Höring (2013) geht in seinem Werk umfassend auf die Investmentbranche ein. Er behandelt die wesentlichen Akteure im Investmentgeschäft und beschreibt die Rechtslage zu den einzelnen Akteuren, insbesondere in Deutschland und in

² Da OGAW und UCITS zwei gängige Namen sind, werden im weiteren Verlauf der Arbeit beide Begriffe verwendet.

9 Fazit

Es zeigt sich, dass die Finanzindustrie nach der Finanzkrise stark reglementiert wird und die europäischen Gesetzgeber Reformen an mehreren Fronten durchführten. Es wurde nicht nur mit Erneuerungen der offensichtlich unzureichenden Regelungen, reagiert, sondern mit dem ESFS wurde das gesamte Aufsichtswesen der EU reformiert. Damit soll dem Fakt Rechnung getragen werden, dass die Finanzinstitute nicht nur national agieren, sondern auch international verflochten sind. Die drei ESAs bilden einen wichtigen Bestandteil des europäischen Finanzaufsichtssystems und widmen sich dem Ziel der Finanzmarktstabilisierung und des Anlegerschutzes. Jedoch wurde auf die Krise nicht nur mit einer Umstrukturierung der Finanzaufsicht reagiert. Die sektorale Aufsicht wurde beispielsweise durch stark erhöhte Anforderungen an das Banken-, Versicherungs- und Fondswesen ergänzt. In der Fondsindustrie zählen OGAW/UCITS-Fonds zu den verbreitetsten Produkten bei Privatpersonen. Insbesondere im Sinne des Anlegerschutzes, sollten hohe Anforderungen an diese Kategorie von Fonds oberste Priorität genießen. Der bürokratische Aufwand sollte jedoch nicht vernachlässigt werden, um die Wettbewerbsfähigkeit des europäischen Fondssektors mit dem amerikanischen Fondssektor zu gewährleisten. Für letztgenannten Aspekt wurden mit der OGAW/UCITS IV-Richtlinie der EU-weite Vertrieb und die Verschmelzungen von Fonds vereinfacht. Um den Anlegerschutz zu erhöhen, wurde u.a. das Key Investor Document eingeführt, das wesentliche Informationen für den Anleger enthält und dem Anleger vor Vertragsabschluss übermittelt werden muss. Neben diesen direkten Maßnahmen zur Verbesserung der Informationsbasis der Investoren werden auch Anforderungen an das Risikomanagement der Verwaltungsgesellschaften gemacht und Auslagerungsumstände klar geregelt. Die Arbeit des Risikomanagements unterliegt organisatorischen Anforderungen und einer umfassenden Governance, wozu etwa Dokumentationspflichten der Prozesse und Methoden zählen.

Auch die Erfassung, Bewertung und das eigentliche Management der Risiken unterliegen Vorgaben. Auffällig ist hierbei, dass die Vorgaben zu Marktpreisrisiken am konkretesten sind. Als hauptsächliches Instrument zur Bewertung des Risikos ist die Berechnung des Global Exposure vorgeschrieben, aber mit dem SRRI ist ebenso die Kalkulation einer einfachen Risikokennzahl vorgesehen. Für das Global Exposure wurde von der ESMA ein Framework erstellt, in dem der VaR eine zentrale Rolle spielt. Den Verwaltungsgesellschaften bleiben jedoch hohe Spielräume bei der Berechnungsmethodik des Global Exposure. So sind die historische Simulation, der parametrische Ansatz und die Monte-Carlo-Simulation allesamt zugelassen. Anhand einer beispielhaften empirischen Kalkulation wurden alle drei Ansätze in

unterschiedlichen Varianten auf ihre Validität getestet. Es zeigte sich, dass vor allem die historische Simulation das Risiko unterschätzt, während die parametrische Methode und die Monte-Carlo-Simulation, über einen Zeitraum von fünf Jahren, gut abschneiden. Jedoch zeigte sich auch, dass unterschiedliche Backtesting-Verfahren zu unterschiedlichen Ergebnissen führen können. Bei kürzeren Testzeiträumen offenbarten alle untersuchten Ansätze Schwächen in der Einschätzung des Verlustrisikos und müssten für den praktischen Einsatz angepasst werden. Am Status quo der Aufsicht zu bemängeln, dass es zu wenige quantitative Vorgaben gibt. So wird beispielsweise ein Backtesting vorgeschrieben, aber von der EMSA nur ein sehr simples Verfahren erläutert. Für anspruchsvollere Verfahren wird nicht näher auf methodische Anforderungen eingegangen. Ähnlich verhält es sich mit anderen Risikoarten, die grundsätzlich jeden OGAW/UCITS-Fonds betreffen. Die Erfassung und das Management von Liquiditätsrisiken sind zwar ausdrücklich vorgeschrieben, ohne dass hierzu ein Framework wie bei den Marktpreisrisiken vorliegt. Ziel der europäischen Aufsicht sollte es nicht sein, jede mögliche Situation mit einer konkreten Regelung zu hinterlegen, da die derzeitige Anzahl an Gesetzen und Verordnungen bereits beachtlich ist. Allerdings sind weitere Frameworks zwingend notwendig, die die wichtigsten Grundregeln zur Berechnung der Kennzahlen festhalten und die Unternehmen dazu auffordern, ihre Modelle und Methoden permanent zu hinterfragen und sich an neuen wissenschaftlichen Erkenntnissen in diesen Bereichen zu orientieren. Die wissenschaftliche Diskussion sollte sich im Gegenzug stärker auf die Validierung der Methoden, die von den Regulatoren vorgeschrieben werden, fokussieren.