

PAPERS

**NICOLA LIEBERT,
RAINALD ÖTSCH, AXEL TROOST**

DEALS IM DUNKELN
ZIELE UND WEGE DER REGULIERUNG
VON SCHATTENBANKEN

**NICOLA LIEBERT,
RAINALD ÖTSCH, AXEL TROOST**

DEALS IM DUNKELN

**ZIELE UND WEGE DER REGULIERUNG
VON SCHATTENBANKEN**

**REIHE PAPERS
ROSA LUXEMBURG STIFTUNG**

Mit der Finanzkrise geriet ein Begriff in die Gazetten, der gleichermaßen anschaulich wie verschwommen ist: Schattenbanken. Im Reich der Schattenbanken hat man es mit scheinbar finsternen Mächten zu tun, die ihr verächtliches Tagwerk im Dunkeln verrichten. Wer aber sind diese ominösen Schattenwesen und was treiben sie im undurchdringlichen Finanzdschungel? Wen bedrohen ihre Mächenschaften und was ist dagegen zu tun?

Zu den AutorInnen:

NICOLA LIEBERT arbeitet als Publizistin, gehört dem wissenschaftlichen Beirat von Attac an und ist Trägerin des Jörg-Huffschmid-Preises 2011. RAINALD ÖTSCH ist wissenschaftlicher Mitarbeiter von Axel Troost im Deutschen Bundestag. AXEL TROOST ist finanzpolitischer Sprecher der Linksfraktion im Deutschen Bundestag und Mitglied des wissenschaftlichen Beirats der Rosa-Luxemburg-Stiftung.

IMPRESSUM

PAPERS wird herausgegeben von der Rosa-Luxemburg-Stiftung und erscheint unregelmäßig
V. i. S . d. P.: Henning Heine
Franz-Mehring-Platz 1 10243 Berlin · www.rosalux.de
ISSN 2194-0916 · Redaktionsschluss: Februar 2013
Herstellung: MediaService GmbH Druck und Kommunikation
Gedruckt auf Circleoffset Premium White, 100 % Recycling

Inhalt

0. Politische Einordnung	5
1. Schattenbanken: Versuch einer Definition	6
2. Die Aktivitäten von Schattenbanken	8
3. Was gehört zum Schattenbanksektor	10
4. Das Volumen des Schattenbanksektors	15
5. Bisherige Regulierung	16
6. Laufende Regulierungsbemühungen	19
7. Forderungen zur gezielten Regulierung des Schattenbanksektors	24
Literaturverzeichnis	27
Glossar	29

0. Politische Einordnung

Die Finanzkrise hat die Aufsicht, die meisten Politiker und selbst direkt verantwortliche Bankvorstände kalt erwischt. Das Desaster lässt sich jedoch nicht allein mit schlampiger Aufsicht oder Missmanagement erklären. Der immer stärker deregulierte Finanzsektor ist zwar in den letzten Jahrzehnten sehr viel komplexer und größer geworden. Doch die Krise konnte nur derart eskalieren, weil Finanzmanager die gefährlichen Praktiken bewusst verschleiert hatten. Viele Konstruktionen hatten einzig und allein den Zweck, Aufsicht und Regulierung zu umgehen.

Die riskanten Machenschaften vieler Bankabteilungen sind inzwischen landläufig bekannt. Weniger bekannt ist, dass sich mittlerweile neben den Banken ein ganzer Industriezweig etabliert hat, der ganz ähnliche Funktionen ausübt wie Banken, aber dabei nicht der Bankenregulierung unterliegt. Diesen Industriezweig fasst man unter dem etwas diffusen Begriff «Schattenbanken» zusammen. Inzwischen kann man beim Schattenbankensektor von einem Paralleluniversum sprechen, dessen Wachstum von der Finanzkrise nur gebremst, aber nicht aufgehalten wurde. Dieser intransparente und wenig regulierte Sektor bildet den besten Nährboden für die nächste Krise. Das macht Schattenbanken so besonders gefährlich. Gerade für das angeschlagene Europa wäre eine weitere Finanzkrise fatal.

Die G 20 hatten sich nach Ausbruch der Finanzkrise vorgenommen, keinen Markt, keinen Akteur und kein Produkt unreguliert zu lassen. Über die Wirksamkeit der bisher ergriffenen und geplanten Maßnahmen lässt sich streiten (Rosa-Luxemburg-Stiftung 2011). In einem besteht jedoch Konsens: Banken können noch so hart reguliert werden – wenn ihre Geschäfte dann einfach in andere Rechtsformen oder -räume abwandern, wird die Regulierung einfach verpuffen. Konkrete Maßnahmen gegen dieses Problem sind die G 20 jedoch bislang schuldig geblieben. Inzwischen steht die Regulierung des Schattenbankenwesens aber auf der offiziellen Agenda der Industriestaaten. Eine maßgebliche Rolle kommt dabei dem Finanzstabilitätsrat (FSB) zu, der im Auftrag der G 20 Analyse und Regulierungsvorschläge ausarbeiten soll. Die Ergebnisse des FSB dürften großen Einfluss auf die europäische und nationale Gesetzgebung haben.

Mittlerweile ist aber abzusehen, dass das Vorhaben zerredet wird. Nach wie vor sitzen die meisten und bestbezahltesten Profis in der Finanzbranche und haben einen kurzen Draht in die Politik. Jede Schattenbank kann nach eigener Lesart belegen, dass sie selbst nützliche Funktionen erbringt und deswegen nicht «überreguliert» werden darf. Indem die Regulierer sich darauf einlassen, haben sie fast schon verloren. Sie werden vor der Komplexität kapitulieren, sich nicht einigen können und deswegen viel zu häufig auf die Selbstheilungskräfte der Märkte setzen. Für wirklich radikale Reformvorschläge fehlt den Experten das entspre-

chende Mandat. Sie müssen mit ihren Vorschlägen innerhalb den gesetzten Rahmenbedingungen bleiben. Den Politikern fehlt meist der Wille und Sachverstand. Die Weltwirtschaftsordnung ist nach Jahren neoliberaler Politik von Dogmen wie ungehindertem Wettbewerb und freiem Kapitalverkehr durchseucht. Das wird sich so schnell nicht ändern lassen, macht effektive Regulierung aber sehr schwer. Bislang fehlt der politische Wille, einschneidende Reformen im nationalen oder europäischen Alleingang durchzusetzen und sich dabei nicht von Regulierungsverweigerern oder Finanzkonzernen ausmanövrieren zu lassen. Umso wichtiger ist jedoch eine politische Vision, die von pragmatischen Maßnahmen flankiert wird und damit erreichbar erscheint. Außerhalb von Fachkreisen ist die Debatte um Schattenbanken kaum über Platitüden hinaus gekommen. Das Thema ist jedoch zu brisant, um es Experten zu überlassen. Deswegen hier der Versuch, etwas Licht ins Dunkel zu bringen.

1. Schattenbanken: Versuch einer Definition

So weit ist sich die Politik inzwischen einig: Schattenbanken stellen aufgrund ihres hohen Geschäftsvolumens und der Ansteckungsgefahr für das Bankwesen ein hohes Risiko dar – ein Risiko, das seit dem Ausbruch der Finanzkrise 2007 sogar noch gewachsen ist, weil immer mehr Banken sich den aktuellen Regulierungsbemühungen durch Auslagerung von Aktivitäten in den Schattenbanksektor zu entziehen versuchen. Dennoch herrscht bislang nicht einmal Einigkeit darüber, was genau eine Schattenbank ist.

Deshalb soll hier zunächst eine Abgrenzung versucht werden, was sinnvollerweise zum Schattenbanksektor zu zählen ist und woraus die darin verborgenen Risiken eigentlich bestehen, bevor im zweiten Schritt die bisherigen Regulierungsbemühungen und der darüber hinausgehende Regulierungsbedarf dargestellt werden. Es kann dabei nicht Sinn der Sache sein, die Definition möglichst weit zu fassen, auch wenn dann das Phänomen besonders groß und bedrohlich erscheinen mag – aber eben auch ziemlich vage. Viel wichtiger ist eine Präzisierung, die die Konzentration auf die größten Risiken ermöglicht, die im Schatten der bisherigen Aufsichts- und Regulierungssysteme gewachsen sind beziehungsweise ganz bewusst dort angesiedelt wurden. In diesem Zusammenhang ist es doch sehr erstaunlich, dass in den meisten offiziellen Initiativen gegen Schattenbanken das Problem der Schattenfinanzplätze nicht einmal Erwähnung findet.

Es lässt sich zeigen, dass zu den Akteuren und Aktivitäten mit dem größten Aufsichts- und Regulierungsrückstand insbesondere außerbilanzielle Zweckgesellschaften und Hedgefonds gehören. Andere Akteure dagegen, wie zum Beispiel die häufig zu den Schattenban-

ken gezählten → Geldmarktfonds¹, sind schon jetzt zumindest hierzulande (zunehmend aber auch in den USA) vergleichsweise gut beaufsichtigt und reguliert. Im Folgenden wird daher, je nach Grad der vorhandenen Regulierung, von Schattenbanken im engeren und im weiteren Sinn die Rede sein.

Schattenbanken: Bankähnliche Funktionen ohne bankähnliche Regulierung und Zugang zu Zentralbankgeld

Einer häufig anzutreffenden Definition von Schattenbanken zufolge sind jene «alle Akteure, die bankähnliche Funktionen wahrnehmen, aber nicht der Regulierung für Kreditinstitute unterliegen» (aus einer Rede von Bundesbankpräsident Jens Weidmann auf einem Kongress der CDU/CSU zur Finanzmarktregulierung, Frankfurt 29.6.2011). An dieser einfachen Faustregel soll hier festgehalten werden. Mit anderen Worten: Schattenbanken sind Unternehmen, die bankähnliche Geschäfte erledigen, ohne Banken zu sein. Sie haben weder eine → Banklizenz, noch sind sie wie Banken reguliert oder haben deren Zugang zu → Liquidität der Zentralbank. Zu den in diesem Zusammenhang zu betrachtenden bankähnlichen Geschäften gehören neben der Kreditvermittlung (Kreditintermediation) auch das → Investmentgeschäft, der → Eigenhandel und die Absicherung gegenüber Risiken aus diesen Geschäften. Als Schattenbanken im engeren Sinn sollen diejenigen dieser Akteure gelten, die sich zusätzlich der staatlichen Aufsicht und Regulierung praktisch komplett entziehen.

Das → Financial Stability Board (FSB), welches für die G20 das Schattenbankensystem untersuchen soll, will dagegen Schattenbanken auf «Kreditintermediation mithilfe von Unternehmen und Aktivitäten außerhalb des regulären Bankensystems» reduzieren (Financial Stability Board 2011b). Demzufolge wäre vor allem das Geschäft mit verbrieften Krediten (→ Verbriefung) gemeint, wie den verbrieften Immobilienkrediten, die in der Finanzkrise eine große Rolle spielten. Diese Lesart wird von den angelsächsischen Ländern bevorzugt, von denen aus zahlreiche Hedgefonds operieren. Die meisten derer Geschäfte fielen durch das so definierte Raster. Der frühere Chef der deutschen Finanzaufsicht → BaFin, Jochen Sanio, kritisierte diese Definition entsprechend: Sie würde lediglich im Interesse der Staaten liegen, die eine weitergehende Regulierung von Finanzaktivitäten vermeiden wollen (BaFin-Journal 11-12/2011).

Gelegentlich werden auch Unternehmen zu den Schattenbanken gefasst, die rechtswidrig Geldgeschäfte betreiben, meist zur Geldwäsche oder zu Betrugszwecken. Diese sind jedoch nicht Gegenstand dieser Untersuchung. Welche Akteure nach unserer Auffassung im Ein-

¹ Siehe Erläuterungen im «Glossar» ab Seite 19.

zelenen zu den Schattenbanken gehören, wird in den folgenden zwei Abschnitten nachgegangen.

2. Die Aktivitäten von Schattenbanken

Schattenbanken tun gemäß unserer Definition nichts, was reguläre Banken nicht auch tun oder tun könnten. Warum aber erledigen letztere es dann nicht selbst? Die Antwort ist einfach: Manche dieser Tätigkeiten lassen sich außerhalb des Banksektors beziehungsweise außerhalb der Bankbilanzen billiger und in größerem Umfang ausführen, etwa weil es keine Einschränkungen in Bezug auf das → Eigenkapital gibt. Der Reiz der Schattenbanken liegt darin, dass sie im Schatten von Aufsicht und Regulierung operieren. Dies – und nicht die Aktivitäten selbst – scheint der Grund für die Existenz von Schattenbanken zu sein. Darüber hinaus erledigen Schattenbanken mitunter auch Geschäfte, welche die regulären Banken vor ihren Anteilseignern nicht rechtfertigen könnten (zum Beispiel hoch spekulative, massiv auf Kredit finanzierte Geschäfte).

Hebelung und Umgehung von Regulierung und Aufsicht

Schattenbanken verfügen meist über nur minimales Eigenkapital und nutzen daher → Fremdkapital, um ihr Geschäftsvolumen zu steigern (Hebelung). Mit Hilfe des Fremdkapitals kann die Eigenkapitalrendite so beträchtlich gesteigert werden. Die für den regulären Bankensektor geltenden Eigenkapital- und Veröffentlichungsvorschriften müssen die Schattenbanken nicht bekümmern. In Reaktion auf die Eigenkapitalvorschriften → Basel II begannen deshalb Banken verstärkt damit, immer mehr Tätigkeiten außerhalb ihrer Bilanzen abzuwickeln. In den oft extrem spekulativen Anlagen ruhen hohe Ausfallrisiken, welche das niedrige Eigenkapital schnell aufzehren können. Sofern es sich bei den Schattenbanken um Ableger regulärer Banken handelt, sind auch die Mutterbanken aufgrund gegebener Kreditgarantien von den Risiken betroffen, wie die Beispiele der IKB und Sachsen LB zeigten. So war zum Beispiel die IKB-Zweckgesellschaft Rhineland Funding bewusst «kapitalschonend» ausgestaltet: Einem Eigenkapital von sage und schreibe nur 500 US-Dollar stand ein → Portfolio an verbrieften Krediten und Hypotheken im Wert von mindestens 13 Milliarden US-Dollar gegenüber. Um Rhineland Funding trotzdem eine gute Bonität zur Refinanzierung der verbrieften Kredite zu verschaffen, gab die IKB eine Liquiditätsgarantie, über die sie beim Platzen der Subprime-Blase stürzte.

Aber auch Schattenbanken ohne Muttergesellschaft sind hochproblematisch. Die Fehlspekulation einer Schattenbank kann durch die hohe Verflechtung mit anderen Finanzinstituten einen Dominoeffekt auf den Finanzmärkten auslösen, wie die legendäre Pleite des → Hed-

gefonds LTCM belegte. Bei vielen Hedgefonds gilt Hebelung als ein wesentlicher Bestandteil des Geschäftsmodells. Der LTCM-Hedgefonds etwa, der in Delaware registriert war und seine Geschäfte über eine Gesellschaft auf den Kaimaninseln abwickelte, hatte vor seinem Kollaps 1998 bei einer → Bilanzsumme von 125 Milliarden US-Dollar ein Eigenkapital von nur 4,8 Milliarden US-Dollar.

Schattenbanken sind fast immer in Regulierungsoasen wie Irland, Jersey, Delaware oder den Kaimaninseln angesiedelt, welche die angebotene Intransparenz auch auf Steuern ausdehnen. Die dadurch mögliche Steuervermeidung dürfte ein willkommener Nebeneffekt sein. Das Tax Justice Network spricht daher auch allgemein von Schattenfinanzplätzen oder von Verdunkelungsoasen². Rhineland Funding etwa war in der US-amerikanischen → Steueroase Delaware registriert und die von dieser Gesellschaft betriebenen Loreley-Fonds auf Jersey. Die Gewinnabführung an die IKB geschah steuerschonend in Form von «Beratungsgebühren».

Fristen-, Liquiditäts- und Risikotransformation

Zu den besonders häufig in Schattenbanken ausgelagerten Tätigkeiten gehört die Fristentransformation: Längerfristige → Aktiva (wie zum Beispiel Immobilienkredite) werden durch wiederholte Ausgabe von Verbindlichkeiten mit kurzer Laufzeit finanziert. Ähnlich funktioniert Liquiditätstransformation, also die Begebung von gut veräußerlichen Verbindlichkeiten zur Finanzierung schwer veräußerlicher Vermögenswerte, welche nicht oder nur unter Wertverlust zu Geld gemacht werden können, und Risikotransformation, wie die wunderbare Verwandlung von riskanten Subprime-Hypotheken in verbriefte Produkte mit AAA-Rating (→ Rating). So wurden mithilfe von Zweckgesellschaften US-Subprime-Hypotheken mit oftmals 30jähriger Laufzeit durch Commercial Papers mit einer Laufzeit von durchschnittlich nur 45 Tagen refinanziert. Auf diese Weise umgingen die Finanzinstitute die Aversion vieler Anleger gegen extrem langlaufende Anlagen. Der fatale Fehler lag in diesem Fall darin, dass die kurzfristigen Mittel bei Ausbruch der Krise extrem schnell austrockneten und damit die Refinanzierung der langfristigen Aktiva platzte.

² Siehe zum Beispiel «Der Schattenfinanzindex und die Schwarze Liste der OECD. Eine politisch unabhängige Bewertung von Verdunkelungsoasen», www.taxjustice.net.

3. Was gehört zum Schattenbanksektor

Mithilfe den beschriebenen charakteristischen Tätigkeiten von Schattenbanken lässt sich nun abgrenzen, welche der häufig in diesem Zusammenhang genannten Akteure tatsächlich zum Schattenbanksektor gezählt werden müssen. Dabei kristallisiert sich heraus, dass zwischen Schattenbanken im engeren und weiteren Sinne unterschieden werden sollte. Auf Schattenbanken im engeren Sinn treffen alle oder die meisten der eben genannten Charakteristiken zu. Schattenbanken im weiteren Sinn weisen nur einzelne Charakteristiken auf. Im Zuge der Krise wurde offensichtlich, dass Schattenbanken insbesondere durch ihre Verbindung zu systemrelevanten regulären Banken ein hohes Risiko für das weltweite Finanzsystem darstellen. Daher sollen auch die Verbindungen zwischen Banken und Schattenbanken hier näher beleuchtet werden. Dies ist umso wichtiger, da sich diese Verbindungen als Angriffspunkt zur Regulierung anbieten.

Außerbilanzielle Zweckgesellschaften

Besonders eindeutig ist der Fall bei vielen außerbilanziellen Zweckgesellschaften. «Die Funktion dieser Schattenbanken bestand darin, Geschäfte aus Bankbilanzen auszulagern, um bankaufsichtsrechtliche Regeln zur Risikostreuung und zur Absicherung durch Eigenkapital zu umgehen» (Sachverständigenrat 2008). Unter diese Rubrik fallen insbesondere Zweckgesellschaften, die im Geschäft mit Verbriefungen tätig sind.³ Auf der einen Seite werden Zweckgesellschaften von Banken gegründet, um ihnen ausstehende Forderungen – oft Hypotheken, aber auch andere Kredite bis hin zu Kreditkartenschulden – mitsamt den damit verbundenen Risiken und Eigenkapitalanforderungen poolweise abzunehmen, zu bündeln und als handelbare Wertpapiere (wie Mortgage Backed Securities, MBS, oder Collateralized Debt Obligations, CDOs) zu verwandeln (diesen Prozess nennt man Verbriefung). Daraus ergeben sich Risiken, weil diese Zweckgesellschaften oft diejenige Tranche, die als Erste bei Verlusten herhalten muss und entsprechend das höchste Ausfallrisiko trägt, selbst behalten. Das Risiko ist umso höher, weil sie selbst kein Eigenkapital haben.

Am anderen Ende der Verbriefungskette stehen neben Hedgefonds oft wieder andere außerbilanzielle Zweckgesellschaften von Banken. Dazu gehören zum einen → Conduits, welche als dauerhafte Abnehmer der verbrieften längerfristigen Kredite und Hypotheken diese ständig mit kurzfristigen Geldmarktpapieren refinanzieren. Zum anderen finden sich dort die so genannten → Structured Investment Vehicles (SIVs), die dabei das Instrument der Tranchierung nutzen, sodass die Inhaber der → Commercial Papers bei Forderungsausfällen

³ Andere Zweckgesellschaften etwa für Projektfinanzierungen, bei denen meist nicht die Fristen- oder Risikotransformation oder die Hebelung das Geschäftsmodell bestimmen und die deshalb auch nicht aus dem regulierten Sektor ausgelagert werden müssen, scheinen hingegen weniger in diese Kategorie zu passen.

über einen unterschiedlichen Gläubigerstatus verfügen (Sachverständigenrat 2007). Conduits und SIVs werden ebenfalls von regulären Banken gegründet und zumeist außerhalb ihrer Bilanzen geführt. Es sind vor allem die Conduits und SIVs, die den größten Anteil an der 2007 ausgebrochenen Finanzkrise hatten. Als die kurzfristige Refinanzierung längerfristiger Geschäfte im Zuge der Subprime-Krise ausblieb, zeigte sich, dass die außerbilanziellen Zweckgesellschaften keineswegs unabhängig von den Banken waren. Aus der Fehlspekulationen relativ kleiner Zweckgesellschaften wurde eine Vertrauenskrise und damit eine internationale Bankenkrise, weil wegen der fehlenden Konsolidierung und Aufsicht niemand wusste, bei wem die mittlerweile toxischen verbrieften Subprime-Hypotheken nun tatsächlich lagen und welche Bank dafür mit in der Haftung stand.

Nach Ausbruch der Finanzkrise dürfte wenigstens dieser Teil des Schattenbanksektors tatsächlich geschrumpft sein. Der Bankenverband (2011) geht in Bezug auf die SIVs sogar so weit zu behaupten: «wesentliche Teile des shadow-banking, das vor der Finanzkrise bestand, gibt es nicht mehr oder ist in den Bankbilanzen konsolidiert». Dennoch dürfte sich das Problem damit nicht erledigt haben, wie die Meldung belegt, dass allein europäische Banken 2012 riskante Vermögenswerte von bis zu einer Billion Euro zumeist an Zweckgesellschaften und Hedgefonds verkaufen wollen (FTD, Ans Licht gezerzt, 14.2.2012).

Hedgefonds

Gleichfalls zu den Schattenbanken im engeren Sinn müssen den zuvor genannten Charakteristiken zufolge Hedgefonds gezählt werden. In der → Fristentransformation engagieren sich vor allem Kredit-Hedgefonds, aber fast alle anderen Hedgefonds erfüllen zumindest zwei der oben genannten Aufgaben: Sie erledigen ihre Geschäfte im Regulierungsschatten (ganz besonders häufig auf dem Kaimaninseln) und sie arbeiten mit sehr hohem Fremdkapitaleinsatz.⁴ Zwischen Hedgefonds und Banken bestehen große Verbindungen: Erstens betreiben Banken ihre eigenen Hedgefonds. So gehörten zum Beispiel Bear Stearns zwei Fonds namens Enhanced Fund und High Grade Fund, deren Pleite den Beginn der Finanzkrise markiert und die den Kollaps der Investmentbank verursachte.

Zweitens vertrauen inzwischen zunehmend institutionelle Investoren wie Banken (oft mit Umweg über ihre Fondsgesellschaften), Versicherer und Pensionsfonds das Geld ihrer Kunden Hedgefonds an. Die britische Bank Barclays schätzt, dass die Hälfte der Nettozuflüsse der Hedgefonds von institutionellen Investoren stammt. Und drittens nutzen Hedgefonds Investmentbanken als sogenannte Prime Broker, das heißt als Finanzdienstleister zur

⁴ Nicht ganz eindeutig ist allenfalls die Rolle der nach den neuen EU-Regeln in Europa zugelassenen Hedgefonds, weil diese einerseits zwar stärker gehebelte Geschäfte als normale Publikumsfonds machen dürfen, andererseits aber nicht mehr ganz im Regulierungsschatten agieren.

Bereitstellung von Fremdkapital, Beschaffung und Verwahrung von Wertpapieren und Abrechnung von Wertpapiergeschäften. Banken geben dabei häufig den Hedgefonds direkt Kredite und ermöglichen so deren hohe Hebelung. 2010 waren die größten Prime Broker JP Morgan (22 Prozent Marktanteil), Goldman Sachs (18 Prozent) und Morgan Stanley (16 Prozent), gefolgt von der Deutschen Bank mit acht Prozent (Angaben nach TheCityUK.com).

Private-Equity Funds

Kapitalbeteiligungsgesellschaften werden seltener im Zusammenhang mit Schattenbanken genannt.⁵ Dabei sind ihre Geschäfte eindeutig bankähnlich, weil sie Unternehmensübernahmen finanzieren, doch weder ihre Regulierung noch die Verfügbarkeit von Zentralbankliquidität entsprechen der von Banken. Zudem arbeiten sie oft stark mit Hebeln für ihre Unternehmensaufkäufe und gedeihen gerade deshalb besser im unregulierten Sektor. Sie sollten sie daher mit in die Gruppe der Schattenbanken im engeren Sinn aufgenommen werden, auch wenn durchaus nicht alle Private-Equity Funds in Regulierungsasen angesiedelt sind.

Geldmarktfonds

Die meisten Institutionen zählen Geldmarktfonds zu den zentralen Akteuren des Schattenbanksystems, weil sie als Abnehmer von Wertpapieren mit kurzer Laufzeit Teil der Kreditintermediationskette sind, die das FSB zum Wesen des Schattenbanksektors erklärt. Sinn macht diese Einordnung insofern, als Geldmarktfonds wie Banken einlagenartige Mittel von Anlegern einsammeln, aber weder über Zugang zur → Einlagensicherung noch zu Zentralbankgeld verfügen. Vor allem in den USA stellen sie daher ein substanzielles Risiko dar: Die von Geldmarktfonds eingesammelten Gelder entsprechen mit zirka drei Billionen US-Dollar gut einem Drittel der gesamten Einlagen im Banksystem, ohne jedoch die gleiche Sicherheit im Krisenfall zu bieten.

Geldmarktfonds werden häufig von Banken selbst aufgelegt. Mit dem Geld, das sie von Anlegern einsammeln, kaufen die Fonds insbesondere den Banken wiederum → Geldmarktpapiere ab. Vor allem US-Geldmarktfonds stellen so wichtige Geldquellen auch für europäische Finanzinstitute dar. Beim Engagement von US-Geldmarktfonds entfiel im Februar 2011 ein Anteil von 44 Prozent auf europäische Banken (Wissenschaftliche Dienste des Deutschen Bundestags 2012). Risiken können sich daraus ergeben, dass Anleger im Krisenfall ihr Geld schnell aus den bislang für sicher gehaltenen Fonds abziehen - etwa wegen der

⁵ Daher liegen auch wenige Informationen über ihre Rolle als Schattenbanken vor, weshalb im Folgenden nicht mehr ausführlich auf sie eingegangen werden kann. Entsprechendes gilt auch für die weiter unten genannten Kreditversicherer.

Verluste, die manche Geldmarktfonds durch den Kauf von Lehman-Geldmarktpapieren gemacht hatten. Zur Vermeidung von Reputationsrisiken werden die Banken im Notfall die von ihnen selbst aufgelegten Fonds stützen und dadurch selbst Verluste erleiden. Im Fall der Lehman-Pleite, als Anleger fast ein Drittel der angelegten Mittel aus Geldmarktfonds abzogen, wurden auch europäische Banken in Mitleidenschaft gezogen, die sich auf die US-Fonds als Abnehmer ihrer kurzfristigen Dollar-Papiere verließen. Trotz allem können Geldmarktfonds nach der in diesem Aufsatz verfolgten Logik nur als Schattenbanken im weiteren Sinn gelten, denn sie arbeiten weder im regulierungsfreien Schattenbereich noch mit Hebeln. Geldmarktfonds wiesen in der Finanzkrise, als der Geldmarkt praktisch austrocknete, zwar eine negative Wertentwicklung auf. Ein Fonds, der vor allem in Lehman-Geldmarktpapieren investiert hatte, erlitt sogar einen bedrohlichen Mittelabfluss. Dennoch brachen Geldmarktfonds im Gegensatz zu anderen Schattenbankakteuren nicht zusammen beziehungsweise verursachten keinen Bankzusammenbruch.

Kreditausfallversicherer

Die Auslagerung und Transformation von Risiken geschieht nicht nur durch Verbriefung, sondern auch durch handelbare Kreditausfallversicherungen (CDS). Diese wurden allerdings auch nicht nur durch obskure in Regulierungsparadiesen angesiedelte Schattenbanken wie zum Beispiel die auf Bermuda registrierte Firma Primus Guaranty bereitgestellt, sondern auch durch ganz normale und voll regulierte Versicherungskonzerne wie AIG. Weil die wichtigsten Akteure eben nicht im Regulierungsschatten agieren, können Kreditausfallversicherer allerdings nur als Schattenbanken im weiteren Sinn gelten.⁶ Dies zeigt einmal mehr, dass nicht nur Akteure, sondern auch Produkte und Aktivitäten beim Schließen von Regulierungslücken berücksichtigt werden müssen.

Weitere Akteure?

Die EU-Kommission (2012) zählt in ihrem Konsultationspapier zur Regulierung von Schattenbanken auch Investmentfonds, Versicherungen und andere Nichtbanken, die Kredite vergeben oder mit Hebeln arbeiten, zu den Schattenbanken. Die New Yorker Fed führt neben allen institutionellen Investoren, also auch Fonds und Versicherungen, sogar superreiche Privatanleger (high net worth individuals) als Teil des Schattenbanksystems auf. Für den IWF wiederum gelten zusätzlich zu Hedgefonds, Geldmarktfonds und Versicherungen auch noch Investmentbanken als Schattenbanken (Panel zu «Casting Light on Shadow Banking» auf der Herbsttagung, 23.9.2011). Allerdings sollte davon abgesehen werden,

⁶ Nicht gemeint sind hier die klassischen Kreditversicherer wie Euler Hermes, die vor allem Lieferantenkredite versichern und keine handelbaren Derivate produzieren.

Investmentfonds, Versicherungen oder Investmentbanken als Schattenbanken zu definieren, denn ihnen allen ist eines gemeinsam: Sie agieren gerade nicht im Schatten, sondern gehören zu den bestregulierten Akteuren auf den globalen Finanzmärkten.⁷ Überdies basieren ihre Geschäftsmodelle im Allgemeinen weder auf Fristentransformation noch auf Hebelung. Reiche Privatanleger wiederum müssen gar nicht reguliert werden, sondern nur die Instrumente beziehungsweise Vehikel, die sie für die Geldanlage benutzen. Damit soll nicht angedeutet werden, dass eine strengere Regulierung von Investmentbanken und von Nichtbanken wie Fonds und Versicherungen überflüssig wäre. Es ist lediglich ein Plädoyer dafür, dies nicht mit den spezifischen Problemen des Schattenbanksektors zu vermengen, wo bislang mit der Aufsicht und Regulierung noch fast gar nicht begonnen wurde.

Schattenbankenbankbereiche innerhalb regulärer Banken

Im Fall der vom IWF genannten Investmentbanken kommt noch dazu, dass sie nicht einmal als Anbieter bankähnlicher Geschäfte gelten können, denn sie sind Banken und als solche reguliert. Sinnvoller wäre da schon die Frage, ob es innerhalb der Investmentbanken oder auch Versicherungen Geschäfte gibt, die im regulatorischen Schatten ausgeführt werden. Die New York Fed (2010) spricht in der Tat auch von einem «internen Schattenbanken-Subsystem» und einem «externen». So hatte sich zum Beispiel die Deutsche Bank bis 2007 mit einer eigenen Abteilung für Verbriefungen, der Securitized Products Group, zum drittgrößten Aussteller verbriefteter Hypothekensicherheiten aufgeschwungen, nach den beiden Pleitebanken Bear Stearns und Lehman Brothers. Noch 2006 stellte die Deutsche Bank laut Spiegel («USA against Deutsche Bank», 30.1.2012) ein CDO namens Gemstone VII zusammen, in dem 115 Wertpapiere mit Tausenden Hypotheken gebündelt waren, davon ein Drittel toxische Subprime-Kredite. Zumindest ein Teil der CDOs wurde und wird offenbar von den Kaimaninseln aus verwaltet, aber nicht von einer außerhalb der Deutschen Bank stehenden Schattenbank, sondern von der Deutschen Bank Cayman Ltd. (Zu treuen Händen, Spiegel, 7.6.2010). Es ist also gar nicht so abwegig, in den Investmentabteilungen großer Banken, die zum Teil in ausgesprochene Regulierungsasien ausgelagert wurden, Charakteristiken von Schattenbanken zu erkennen.⁸

⁷ In Europa sind Publikumsfonds zwar besonders häufig in der Steueroase Luxemburg ansässig, wo bewusst ein speziell für Fonds günstiges Steuer- und Regulierungsumfeld geschaffen wurde, doch ist Luxemburg allein schon durch die Existenz der EU-Fondsrichtlinie (OGAW) und der Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) keine ausgesprochene Regulierungsasie.

⁸ Die Deutsche Bank spekulierte selbst über Gesellschaften auf den Kaimaninseln mit den US-Hypothekensicherheiten, doch zugleich wettete ein Händler der Bank, Greg Lippman, mithilfe von Kreditausfallversicherungen mit großem Erfolg gegen die hauseigenen CDOs. Inzwischen sind viele der verbrieften Hypothekensicherheiten erneut bei Schattenbankakteuren gelandet, nämlich bei Hedgefonds wie dem von Greg Lippman nach seinem Ausscheiden bei der Deutschen Bank gegründeten Libremax Capital.

4. Das Volumen des Schattenbanksektors

Die Größe des Schattenbanksektors hängt natürlich davon ab, was man alles dazuzählt. Mitunter drängt sich der Eindruck auf, als spielten einzelne Organisationen ihre eigene Rolle hoch, indem sie die Zahlen besonders hoch ansetzen. Über den Umfang der tatsächlich im unter- oder unregulierten Schattenbereich stattfindenden Geschäfte sagen solche Zahlen allerdings wenig aus. Die am häufigsten genannte und zugleich höchste Zahl stammt vom FSB (2011b). Demnach wären in den größten Industriestaaten etwa 25 Prozent bis 30 Prozent der Vermögensbestände aller Finanzunternehmen im Volumen von 60 Billionen US-Dollar dem Schattenbankensektor zuzurechnen. Dem FSB zufolge hat sich das Schattenbankensystem in der Zeit von 2002 bis 2007 von zirka 27 auf 60 Billionen US-Dollar mehr als verdoppelt. Nach einem leichten Rückgang 2008 (auf 56 Billionen US-Dollar) lag das Volumen bis Ende 2010 wieder bei 60 Billionen US-Dollar.⁹ Nach neuesten Zahlen vom November 2012 beziffert das FSB das Gesamtvolumen inzwischen auf 67 Billionen US-Dollar. Dabei wurde die Untersuchung von elf auf 25 Jurisdiktionen ausgedehnt, die 86 Prozent des Welt-BIP und 90 Prozent der weltweiten Finanztitel abdecken.

Der Schätzung des FSB liegt dessen Definition zu Grunde, dass alle an der Kreditintermediationskette beteiligten Nichtbanken zum Schattenbankbereich gehören, darunter auch Geldmarkt- und Investmentfonds sowie Wertpapierhändler. Das FSB schätzt die Aktiva von «Structured Finance Vehicles», also den Zweckgesellschaften, die bei der Verbriefung und Tranchierung von Forderungen eine Rolle spielen, auf neun Prozent des mit 60 Billionen US-Dollar bezifferten Gesamtvolumens des Schattenbanksektors, das wären also 5,4 Billionen US-Dollar. Die in Geldmarktfonds angelegten Vermögen schätzt das FSB in den elf von ihm untersuchten Ländern auf 3,9 bis 4,8 Billionen US-Dollar. Die mit Abstand größte Rolle spielen dabei US-amerikanische Geldmarktfonds mit 3,0 Billionen US-Dollar. In Europa kommen sie dagegen nur auf 1,5 Billionen US-Dollar.

Für 2012 schätzt die Deutsche Bank das von Hedgefonds verwaltete Vermögen auf 2,26 Billionen US-Dollar, 13 Prozent mehr als im Vorjahr. Ähnlich wie bei Banken scheinen auch bei den Hedgefonds einige eine systembedrohliche Größe zu erreichen: 70 Prozent des Vermögens verteilen sich laut TheCityUK auf nur 100 Hedgefonds, also auf ein Prozent der weltweit rund 9.500 Fonds. Der größte Teil der Mittel stammt derselben Quelle zufolge von privaten und öffentlichen Pensionsfonds, von privaten Stiftungen sowie von Investmentfonds und anderen Hedgefonds. Laut FSB beträgt die durchschnittliche Hebelung (Fremdkapital im Verhältnis zu Nettovermögenswerten) bei britischen Hedgefonds 400 Prozent. Betrachtet man ausschließlich den Schattenbanksektor im engeren Sinn, soweit darüber

⁹ Laut Antwort der Bundesregierung auf die schriftliche Frage von Dr. Carsten Sieling (SPD) zum Transaktionsvolumen von Schattenbanken, Bundestags-Drucksache 17/9796, 21.5.2012.

Daten vorliegen, das heißt also Zweckgesellschaften und Hedgefonds, kommt man global mit den genannten Zahlen zu erheblich niedrigeren Ergebnissen als etwa das FSB. Die Schätzungen liegen in einer Größenordnung von 7,5 Billionen US-Dollar; das entspräche weniger als 3,5 Prozent des gesamten Finanzmarkts.¹⁰ Es lässt sich festhalten, dass nicht die schiere Größe die Gefahr des Schattenbanksektors ausmacht. Die Gefahr besteht vielmehr in der mangelnden Auf- und Übersicht über die Schattenbanken, die zur Häufung von ähnlich gelagerten Risiken an unbekanntem Stellen führt, woraus dann leicht Vertrauenskrisen entstehen, in denen die Geschäftstätigkeit zwischen den Banken kollabiert, und in den zahlreichen Vernetzungen zwischen Schattenbanksektor und regulärem Bankensektor. Beides zusammen führt dazu, dass sich die Probleme selbst kleiner Akteure in schneeballartiger Weise zu einer globalen Finanzkrise ausweiten können – so wie 2007/2008 geschehen.

5. Bisherige Regulierung

Die Regulierung von Finanzunternehmen findet bislang nur auf nationaler oder europäischer Ebene statt, in Deutschland insbesondere durch das Kreditwesengesetz (KWG). Laut § 32 ist für das Erbringen jeglicher Finanzdienstleistungen eine Zulassung der BaFin notwendig, wofür zum Beispiel der Nachweis der «zum Geschäftsbetrieb erforderlichen Mittel» und Angaben über Beteiligungen an dem Institut vorzulegen sind. Fonds werden darüber hinaus durch das Investmentgesetz¹¹ (InvG) erfasst, das die europäische OGAW-Richtlinie umsetzt. Das Problem besteht jedoch darin, dass die im engeren Sinn definierten Schattenbanken meist mit voller Absicht außerhalb der Reichweite der Aufsicht beziehungsweise Regulierer angesiedelt sind. Und eine Regulierung, welche die Kontakte zwischen regulierten Banken und Nichtbanken in Deutschland und den unregulierten Schattenbanken in Regulierungsstaaten erfassen würde, fehlt bislang weitgehend.

Zweckgesellschaften

Verbriefungen wurden von der Bundesregierung ausdrücklich gefördert in der Hoffnung, dass dadurch die Finanzierung des Mittelstandes verbessert würde. Vor allem aber zur Umgehung der Eigenkapitalvorschriften von Basel II lagerten Banken immer mehr Forderungen in Zweckgesellschaften aus. Das war nicht zuletzt auch deshalb so attraktiv, weil Kreditlinien der Banken an ihre außerbilanziellen Vehikel nicht mit Eigenkapital unterlegt werden

¹⁰ Die Größe des globalen Finanzmarkts (inklusive Zentralbanken und öffentliche Banken) als Bezugsgröße beziffern Spiegel («Schlussverkauf», Heft 50, 12.12.2011) und FTD («Ans Licht gezerrt», 14.2.2012) unter Bezug auf Angaben des FSB und der privaten Researchfirma Dealogic mit 222 Billionen US-Dollar.

¹¹ Wobei es sich hierbei eher um ein Gesetz zur Deregulierung als zur Regulierung eines Sektors handelt, zum Beispiel weil Fonds, die in einem Land zugelassen sind, beispielsweise in dem als besonders lax bekannten Irland, überall sonst in der EU ohne weitere Prüfung vertrieben werden können.

mussten, wenn die Laufzeit unter einem Jahr blieb. Im Mittelpunkt der bisherigen Regulierung von Verbriefungen und indirekt der damit betrauten Zweckgesellschaften stand die Wahrung des → Bankgeheimnisses von Kunden, deren Kredit oder Hypothek weiterverkauft werden sollten. Die 2007 in Kraft getretene Solvabilitätsverordnung (SolvV) enthält zudem mehrere Vorschriften unter anderem über Aufsicht und eine risikogewichtete Eigenkapitalunterlegung der Verbriefungspositionen einer Bank. Basierend auf der Verordnung über ein Refinanzierungsregister hat die Bundesbank 2009 eine Richtlinie zur Statistik über Verbriefungszweckgesellschaften erlassen, welche die vierteljährlichen Meldevorschriften über → Aktiva und → Passiva verschärft.

Nach Ausbruch der Finanzkrise wurden immerhin zwei Maßnahmen zur Regulierung von außerbilanziellen Zweckgesellschaften ergriffen: Erstens schreibt das Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz (BilMoG) von 2009 die Konsolidierung nicht nur dann vor, wenn die Muttergesellschaft über die Anteilsmehrheit verfügt, sondern auch wenn sie die Mehrheit der Chancen und vor allem Risiken trägt. Allerdings kann die Konsolidierungspflicht durch eine geeignete Konstruktion der Zweckgesellschaften umgangen werden, etwa wenn mehrere Initiatoren einer Zweckgesellschaft zusammenarbeiten, ohne dass einer von ihnen die Mehrheit der Anteile und/oder Risiken hält.¹² Zweitens sehen die 2010 geänderten Banken- und Kapitaladäquanzrichtlinien die Unterlegung von Verbriefungsrisiken mit mehr Eigenkapital vor. Mit einem zehnpromzentigen → Selbstbehalt bei Verbriefungen (KWG §18a) soll verhindert werden, dass Banken bei der Kreditvergabe hohe Risiken eingehen im Wissen, dass sie diese anschließend weiterreichen können. Erstmals wird damit in die Beziehung zwischen Banken und Schattenbanken regulierend eingegriffen. Sind schon die in Deutschland geltenden zehn Prozent Selbstbehalt nur ein bescheidener Beitrag zu einer Risikominderung, so können die auf EU-Ebene und in den USA geltenden fünf Prozent keinesfalls als ausreichend gelten, denn schon nach bisheriger Praxis verblieb solch ein geringer Anteil beim Originator, also der verbrieften Bank. Im Rahmen von Basel III sollen Banken zudem ihre Hebelung melden, also das Verhältnis von Eigenkapital zu Aktiva, in die auch Eventualverbindlichkeiten etwa gegenüber Zweckgesellschaften einfließen sollen.

¹² Siehe dazu Bericht der Abgeordneten Friedrich Merz, Klaus Uwe Benneter, Mechthild Dyckmans, Dr. Barbara Höll und Jerzy Montag in Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses zum Entwurf eines Gesetzes zur Modernisierung des Bilanzrechts, Bundestags-Drucksache 16/12407.

Hedgefonds

In Deutschland unterliegen Hedgefonds dem Investmentgesetz (Kap. 4, Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken) beziehungsweise in der EU der Fondsrichtlinie OGAW. Eine Zulassungspflicht gemäß dem Kreditwesengesetz gilt ab Juni 2012 im Übrigen auch für geschlossene → Dachfonds, die über Private-Equity-Fonds oder Zweitmarktfonds in Unternehmensbeteiligungen investieren. In Deutschland verfügen laut Kapitalmarktstatistik der Deutschen Bundesbank 18 Hedgefonds und sieben Dachhedgefonds zusammen über ein Fondsvermögen von 1,38 Milliarden Euro. In der EU soll es 2011 dagegen nach Angaben der BaFin 1181 Fonds mit einem verwalteten Vermögen von 88,64 Milliarden Euro gegeben haben – woran sich unschwer erkennen lässt, dass eine bessere direkte Regulierung auf nationaler Ebene zumindest im Fall der Hedgefonds keinen nennenswerten Unterschied machen würde¹³.

Jedoch ist auch der europäische Regulierungsrahmen für die Stabilität der Finanzmärkte nicht sonderlich wirkungsvoll, solange nur 5 Prozent aller Hedgefonds überhaupt in der EU registriert sind, die meisten davon in Irland und Luxemburg. Der Rest sitzt in Offshore-Finanzplätzen, vorzugsweise auf den Kaimaninseln (37 Prozent) und in Delaware (27 Prozent; Angaben nach TheCityUK.com). Notgedrungen halten sich die Regulierer daher an die Manager und nicht die Fonds selbst. Laut der Europäischen Richtlinie für Manager alternativer Investmentfonds (AIFM) von 2011, die bis Juli 2013 in nationales Recht umgesetzt werden muss, unterliegen Manager von Hedgefonds, Private-Equity-Fonds und geschlossenen Fonds künftig einer Zulassungspflicht in der EU und einer laufenden Aufsicht – aber erst ab 2018. Bis dahin genügt auf Druck Großbritanniens, wo 19 Prozent aller Hedgefonds weltweit gemanagt werden, auch die Zulassung nach oftmals laxerem nationalem Recht. Überdies sind nur Fonds betroffen, die mehr als 100 Millionen Euro verwalten, weil alles darunter nach Auffassung der EU nicht systemgefährdend ist. Um eine Zulassung zu erhalten, müssen die Manager unter anderem ein Minimum an Eigenkapital in Form von liquiden und kurzfristig zu mobilisierenden Mitteln¹⁴ und ein angemessenes Risikomanagement nachweisen und Berichtspflichten gegenüber ihren Investoren und den Aufsichtsbehörden erfüllen.

In den USA, wo mehr als zwei Drittel aller Fonds weltweit gemanagt werden (auch wenn sie dort meist nicht ansässig sind), sieht der Dodd-Frank Act ebenfalls eine Registrierungs-

¹³ Beides aus einer Antwort der Bundesregierung auf eine Kleine Anfrage der FDP vom 25.1.2012, DOK 2012/0100379.

¹⁴ Die Höhe der Eigenmittel muss einem Viertel der Gemeinkosten aus dem Vorjahr beziehungsweise der Unternehmensplanung entsprechen, mindestens jedoch 125.000 Euro (externer Manager) beziehungsweise 300.000 EUR (interner Manager) betragen. Zusätzliche Mittel sind erforderlich, wenn das verwaltete Vermögen einen Betrag von 250 Millionen Euro übersteigt.

pflicht für alle Manager von Hedgefonds über 150 Millionen US-Dollar bei der Börsenaufsicht → SEC vor. Sie unterliegen Berichtspflichten über ihre Anlagen, müssen einen firmeninternen Kontrolleur einstellen und sich regelmäßigen SEC-Überprüfungen unterziehen. Darüber hinaus gibt das Gesetz der SEC Spielraum zu einer späteren Verschärfung der Auflagen, zum Beispiel die Ausweitung auf kleinere Hedgefonds.

Geldmarktfonds

Geldmarktfonds werden in Deutschland durch das Investmentgesetz geregelt, das unter anderem festlegt, welche Wertpapiere beziehungsweise Geldmarktinstrumente erworben werden dürfen, und in Europa durch die Fondsrichtlinie OGAW. Anders als Hedgefonds sind Geldmarktfonds meistens nicht in obskuren Regulierungsasen ansässig, so dass hier die nationale beziehungsweise EU-weite Regulierung durchaus Wirkung zeigt. Bei Geldmarktfonds bestehen Regulierungslücken also eher in den USA als in Europa, wobei die US-Behörden mit der Schließung der Lücken bereits begonnen haben. Die US-amerikanische Börsenaufsicht SEC hat 2010 strengere Regeln für Geldmarktfonds beschlossen, unter anderem in Bezug auf Qualität der Anlagen, Veröffentlichungspflichten sowie Liquidität, die vorgehalten werden muss, um auch im Fall eines Runs auf einzelne Fonds Anleger auszahlen zu können. Nun will die SEC einen Schritt weitergehen und Eigenkapitalanforderungen stellen, ähnlich wie sie für Banken gelten. Für Banken, die eigene Geldmarktfonds betreiben, könnte das darauf hinauslaufen, die Fonds zu konsolidieren und selbst entsprechend mehr Eigenkapital vorzuhalten. Die Einstufung von Geldmarktfonds als Schattenbanken (im weiteren Sinn) würde damit zunehmend obsolet.

6. Laufende Regulierungsbemühungen

Nach Ausbruch der Finanzkrise konzentrierten sich die Bemühungen, den Finanzsektor zu re-regulieren, auf den Bankensektor – mit der Folge, dass immer mehr Geschäfte in den Schattenbanksektor abwanderten. So begannen Banken in den USA schon in Vorgriff auf den Dodd-Frank-Act damit, ihren Eigenhandel abzuspalten und auszulagern. Schattenbankartige Gebilde wie der auf Bermuda ansässige Anbieter von Kreditversicherungszertifikaten (CDS) Primus Guaranty verließen die einigermaßen gut überwachte New Yorker Börse unter anderem mit der Begründung, die Auflagen unter Dodd-Frank seien zu kostspielig. Auch aus diesem Grund richtet sich neuerdings das Interesse der Politik auf Schattenbanken.

G20 und FSB

Nicht zuletzt, um zu verhindern, dass Banken durch die strengeren Auflagen von Basel III Geschäfte in Schattenbankenbanken verschieben, hat die G20 das FSB mit der Ausarbeitung von Regulierungsvorschlägen für den Schattenbanksektor beauftragt. Das FSB propagiert dabei einen mehrgleisigen Ansatz:

- die direkte Regulierung von Schattenbanken,
- die Regulierung der im Schattenbanksektor ausgeführten Geschäfte und
- eine indirekte Regulierung, welche die Verbindungen zwischen regulären Banken und Schattenbanken ins Visier nimmt.

Auf dem Gipfel in Cannes im November 2011 verabschiedete die G20 ein Maßnahmenpaket, das im Wesentlichen aus dem Drei-Stufen-Plan des FSB besteht (siehe dazu Financial Stability Board 2011b). Allerdings handelt es sich hierbei weniger um eine Regulierung als vielmehr um den Versuch, das Problem überhaupt erst zu erfassen. Erster Schritt ist ein «Macro-Mapping» anhand statistischer und aufsichtlicher Informationen sowie der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung, speziell der Finanzierungsrechnung bezogen auf die «sonstigen Finanzinstitute», um einen Überblick über den Umfang des Schattenbanksektors zu bekommen. Im zweiten Schritt sollen einzelne Risikofaktoren genauer unter die Lupe genommen werden, etwa die Laufzeitstrukturen und Marktliquidität bei der Fristen- und Liquiditätstransformation, und Anhaltspunkten für Regulierungsarbitrage nachgegangen werden. Im dritten Schritt sollen basierend auf dem erhobenen Umfang einzelner Schattenbankenaktivitäten und den Verbindungen mit dem regulären Banksystem die Risiken bewertet werden.

Immerhin gab das FSB auch einige Empfehlungen für künftige regulatorische Ansätze ab, zu denen seit Mitte 2012 verschiedene Gremienkonkrete Vorschläge vorlegen:

- Vom Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht sollen bis Mitte 2013 Möglichkeiten der indirekten Regulierung erarbeitet werden. Diese sollen da greifen, wo Banken in Kontakt mit Schattenbanken (das heißt insbesondere Zweckgesellschaften) treten. Geprüft wird eine Erweiterung der bilanziellen Konsolidierung, das heißt die Wiedereingliederung der Geschäfte von Zweckgesellschaften in die Bankbilanzen, eine Risikogewichtung für das Engagement von Banken in Zweckgesellschaften und eine Begrenzung der Konzentration von Risiken beziehungsweise das finanzielle Engagement in einzelnen Gesellschaften. Ob es auch um Eigenkapitalregeln für Zweck-

gesellschaften oder deren Berücksichtigung bei der Berechnung der Eigenkapitalanforderungen für Banken gehen wird, ist nach Angaben der BaFin noch offen.

- Mehr Transparenz und ein höherer Selbstbehalt bei Verbriefungen – höher als die in EU und USA jetzt beschlossenen fünf Prozent – sollen von der «Internationalen Vereinigung der Wertpapieraufsichtsbehörden» IOSCO zusammen mit dem Baseler Ausschuss geprüft werden. Doch obwohl die IOSCO im November 2012 einen Bericht zur Regulierung der Verbriefungsmärkte vorgelegt hat, gibt sie keine Empfehlung für einen höheren Selbstbehalt. Weil die Regeln in den USA und der EU schlecht miteinander kompatibel sind und die Implementierung der neuen Vorschriften in den USA noch nicht abgeschlossen ist, will die IOSCO sich lieber um eine Harmonisierung kümmern.
- Regeln für Geldmarktfonds, um einen künftigen panikartigen Abzug von Mitteln aus diesen Fonds zu verhindern, sind ebenfalls Thema der IOSCO. Im Oktober 2012 legte die IOSCO dazu insgesamt 15 Politikempfehlungen vor. Insbesondere sollen Geldmarktfonds nicht mehr in alle Arten von Vermögentiteln investieren dürfen und ihr Portfolio grundsätzlich zu Marktpreisen bewerten. Sie sollen ihr Risiko- und Liquiditätsmanagement verbessern, etwa indem sie eine Reserve an flüssigen Mitteln vorhalten und regelmäßige Stresstests durchführen müssen. Besonderen Regelungsbedarf sieht die IOSCO bei Geldmarktfonds mit garantiertem Anteilswert, die vor allem in den USA existieren.
- Zum Thema «andere Schattenbanken» sowie zu → Repogeschäften und → Wertpapierleihe (etwa in Bezug auf die hinterlegten Sicherheiten) hat die FSB-Task Force zwei Arbeitsgruppen eingerichtet, um die Risiken und die Angemessenheit der bisherigen Aufsichtsregeln zu eruieren. Zwischenergebnisse dieser Arbeitsgruppen liegen seit November 2012 vor. Zu den «anderen Schattenbanken» gehören alle Nicht-Banken, die in die Kreditintermediation involviert sind – mit Ausnahme der separat betrachteten Geldmarktfonds. Welche Rechtsformen betroffen sind, könne sich je nach Jurisdiktion unterscheiden und erschließt sich aus fünf vom FSB benannten, mit der Kreditintermediation zusammenhängenden Funktionen. Immerhin werden hier Kredit-Hedgefonds, Kreditversicherer und Finanzierungsgesellschaften genannt – wenn auch noch nicht unbedingt reguliert. Interessant ist vor allem ein vorgeschlagener Instrumentenkasten mit einer ganzen Reihe möglicher Maßnahmen, darunter neue Kapital- und Liquiditätsanforderungen, die Beschränkung des Verschuldungsgrads, Einschränkungen für Laufzeiten und Kreditsicherheiten und Maßnahmen gegen panikartigen Abzug von Geldern. Insgesamt sind die Empfehlungen jedoch noch sehr wolkig, so dass sich ihre Reichweite schlecht abschätzen lässt. Dies

liegt auch daran, dass dem FSB weiterhin noch viele Daten fehlen, welche die Aufsichtsbehörden nacherheben sollen.

- Das FSB will im September 2013 detaillierte Empfehlungen zu den genannten fünf Themenfeldern vorlegen. Der G20-Gipfel im gleichen Monat könnte dann darüber beschließen.

EU

Binnenmarktkommissar Michel Barnier präsentierte im März 2012 ein Konsultationspapier zur besseren Kontrolle und Regulierung von Schattenbanken (EU-Kommission 2012). Wie die EU das Problem in den Griff bekommen will, etwa über neue Richtlinien oder Verordnungen, darüber herrscht in Brüssel jedoch offenbar noch keine Einigkeit. Das Papier definiert daher zunächst nur fünf Bereiche, für die mögliche Schritte zu prüfen seien:

- Bankenregulierung, wo es insbesondere um die Frage der Übertragung von Risiken an Schattenbanken gehen soll beziehungsweise um die Haftung von Banken für von Schattenbanken eingegangenen Risiken sowie um die Überprüfung, ob auch wirklich alle relevanten Bankgeschäfte von der bestehenden Regulierung erfasst werden;¹⁵
- die Regulierung von Vermögensverwaltungen, das heißt insbesondere Geldmarktfonds und börsengehandelte Fonds (→ Exchange Traded Funds, ETFs), wobei die Sorge unter anderem den weit verbreiteten → Swap-Geschäften der ETFs gilt;
- Wertpapierleihe und Pensionsgeschäfte, die zu einer besonders schnellen und hohen Hebelung genutzt werden können, mit dem Ziel, Mängel in der bisherigen Regulierung und Unstimmigkeiten zwischen den Regeln in verschiedenen Ländern zu beseitigen;
- Verbriefungen, insbesondere in Hinblick auf Transparenz, Standardisierung und die Höhe des Selbstbehalts, sowie
- «andere Schattenbanken», wobei sich die Kommission über die Arbeit des FSB hinaus auch für Insolvenz- beziehungsweise Abwicklungsregeln für Nicht-Banken interessiert und zweitens eine Überprüfung ankündigt, ob der → Solvency-II-Rahmen bankähnliche Geschäfte von Versicherungen ausreichend abdeckt.

Als erstes will die Kommission bestehende Datenlücken schließen, vor allem über die Verbindungen zwischen regulären Banken und Schattenbanken. Unter anderem will Barnier

¹⁵ Damit bezieht sich die Kommission auf das, was der IWF (2011) als «internes Schattenbank-Subsystem» beschrieben hat; siehe Abschnitt 3 dieses Papiers.

dazu die Erhebung und Weitergabe von Informationen über die Branche zwischen den EU-Aufsichtsbehörden, der Kommission, den nationalen Notenbanken und der EZB verbessern. Dafür könnten die Aufseher auch neue Befugnisse erhalten. Eine indirekte Regulierung, die die Schattenbankaktivitäten mit erfasst, und möglicherweise auch direkte Regeln für Schattenbankakteure sollen erst in einem zweiten oder dritten Schritt angegangen werden. In welche Richtung das Pendel ausschlägt, hängt nicht zuletzt vom Ergebnis der Konsultation ab. Obwohl die Konsultation seit Juni 2012 abgeschlossen ist, hat die Kommission noch keine Schlussfolgerungen vorgelegt. Dies dürfte auch daran liegen, dass sie derzeit mit anderen Regulierungsvorhaben (wie der europäischen Bankenunion) überlastet ist.

Bewertung der Regulierungsvorschläge

Wie erwähnt ist die bisherige Regulierung vor allem national (beziehungsweise im Fall der EU regional) orientiert, während die Schattenbanken global agieren und meist bewusst so ausgestaltet sind, dass sie den nationalen Aufsehern und Regulierern entgehen. Sie krankt zum anderen daran, dass sie sich zu stark auf Banken und zu wenig auf andere Unternehmensformen bezieht. Beides stellt geradezu eine Einladung zur → Regulierungsarbitrage dar. Insofern ist es sehr begrüßenswert, dass die G20 (mithilfe des FSB) und die EU-Kommission nun beide Probleme angehen wollen.

Richtig ist dabei die Grundannahme von FSB und Kommission, dass es nicht nur um eine bessere Kontrolle von Schattenbanken im engeren Sinn gehen sollte, sondern dass auch bei der Aufsicht und Regulierung von Finanzfirmen, die gar nicht im Schatten agieren, längst nicht alles zum Besten steht. Aus diesem Grund ist auch das Vorhaben begrüßenswert, nicht nur einzelne Unternehmensgattungen unter die Lupe zu nehmen, sondern auch bestimmte un- oder unterregulierte Geschäfte wie Verbriefungen oder Wertpapierleihe, unabhängig davon, ob sie innerhalb oder außerhalb regulärer Finanzinstitute stattfinden. Um das für Schattenbanken typische Versteckspiel in Regulierungsoasen obsolet zu machen, ist auch die angedachte indirekte Regulierung durchaus vernünftig, also ein Ansetzen an der Stelle, wo regulierte Banken mit unregulierten Schattenbanken in eine Geschäftsbeziehung treten und wo die Aufseher daher gut eingreifen können. Das FSB spricht zwar auch von direkter Regulierung von Schattenbanken, doch bleibt völlig unklar, wie das im Fall von in Schattenfinanzplätzen registrierten Gesellschaften erreicht werden soll. Der konsequente Schritt, die Schattenfinanzplätze (das heißt Steuer- und Regulierungsoasen) selbst als Problem zu sehen und als solches zu bekämpfen, bleibt jedoch aus.

Insgesamt aber können die bisherigen Ansätze kaum als ernsthafte Regulierungsvorhaben bewertet werden, sondern bestenfalls als eine vorbereitende Problemanalyse. Diese könnte im schlimmsten (aber leider erwartbaren) Fall darauf hinauslaufen, dass sich die Regierung

gen nur auf eine bessere Überwachung des Schattenbanksektors einigen – nicht aber auf neue Regeln. Das heißt, Risiken sollen früher erkannt werden, doch ihr Entstehen wird nicht verhindert.

Neben dem Unwillen der üblichen verdächtigen Regierungen (Großbritannien, Schweiz, Luxemburg und viele mehr), sich auf eine ernsthafte Regulierung von Schattenbankakteuren beziehungsweise -geschäften einzulassen, mit dem auch die EU-Kommission rechnet, dürfte ein weiterer Grund für das Fehlen konkreter Regulierungsvorschlägen in der mangelhaften Definition des FSB von Schattenbanken zu finden sein: Wer wahllos regulierte Finanzmarktakteure wie Investmentfonds und weitgehend unregulierte Akteure wie Hedgefonds zusammenwirft, wird es schwer haben, gezielte Maßnahmen zu formulieren.

Im Folgenden sollen daher einige gezieltere Vorschläge dargestellt werden, die besser geeignet sein dürften, das Problem der Schattenbanken und der Regulierungsarbitrage anzugehen.¹⁶

7. Zur gezielten Regulierung des Schattenbanksektors

Es darf keine Nichtbanken mit bankenähnlichen Tätigkeiten aber ohne bankenähnliche Regulierung geben, denn die Existenz eines so definierten Schattenbanksektors ist nichts anderes als eine Einladung zur Regulierungsvermeidung. Die Devise muss daher lauten: gleiche Regeln für gleiches Geschäft. Dieselben Anforderungen in Bezug auf Transparenz beziehungsweise Offenlegung, Risikomanagement, Liquidität und Eigenkapital sowie auf eine geordnete Abwicklung im Insolvenzfall, die für den regulären Sektor gelten (und die durchaus verschärft werden sollten), müssen für sämtliche Aktivitäten, Produkte und Akteure auf den Finanzmärkten Geltung besitzen, gleichgültig, ob mit oder ohne Banklizenz, ob zum Schattenbanksektor im engeren oder im weiteren Sinn gehörig, und egal in welchem Land.

Austrocknen der Schattenfinanzplätze

Zur Regulierung des Schattenbanksektors gehört daher auch, die Regulierungs- (gleichbedeutend mit Steueroasen) mit den bekannten Mitteln auszutrocknen: zum Beispiel durch → Abschlagsteuern auf Dividenden-, Zins- und sonstige Gewinnübertragungen aus Steueroasen, → Quellensteuern auf alle Überweisungen in Steueroasen bis hin zum Entzug der Banklizenz für alle Banken, die Niederlassungen in Steueroasen betreiben.¹⁷ Nur dann

¹⁶ Interessanterweise kommen einige der weitergehenden Vorschläge von unerwarteter Seite: von den ehemaligen Notenbankern Otmar Issing und Paul Volcker nämlich. Vermutlich können sie unabhängiger vom Druck von Regulierungsverweigerern wie Großbritannien ihre Meinung äußern als das FSB oder die EU-Kommission.

¹⁷ Siehe dazu auch Troost, Axel: Quo vadis Finanzreform. Die Vorhaben zur Regulierung der internationalen Finanzmärkte und was daraus geworden ist, Standpunkte der Rosa-Luxemburg-Stiftung 3/2011

wird es möglich sein, die Regulierungsarbitrage, die ein wesentlicher Reiz des Schattenbanksektors ist, zu unterbinden. Solange dies noch nicht gelungen ist, ist eine indirekte Regulierung das zweitbeste Mittel, das heißt Regeln für die Geschäfte von Banken mit Schattenbanken, gleichgültig wo diese angesiedelt sind, etwa in Bezug auf Konsolidierung und Eigenkapital.

Bankenabgabe für Schattenbanken

Die Issing-Kommission (Expertenkommission «Neue Finanzmarktarchitektur» 2011) hat den begrüßenswerten Vorschlag gemacht, Schattenbanken oder, wenn diese für die Steuerbehörden nicht greifbar sind, die Geschäfte mit diesen zu besteuern. Die Steuer sollte risikogewichtet gestaltet werden, wozu eine eigene Institution für die Überwachung des systemischen Risikos geschaffen werden müsste, analog zum Office of Financial Research, das in den USA schon aufgebaut wird. Statt ihre Geschäfte möglichst steuersparend zu gestalten – und das heißt, sie in Steuer- und zugleich Regulierungssoasen zu verlagern – hätten Banken damit einen Anreiz, sie möglichst risikoarm auszugestalten.

Auflagen für Geschäfte regulärer Banken mit Schattenbanken

Die Issing-Kommission spricht sich überdies zu Recht dafür aus, die indirekte Regulierung der Beziehungen zwischen Banken und Schattenbanken weiter auszulegen, als es das FSB tut: Demnach sollen Banken nur mit solchen Finanzfirmen in eine Geschäftsbeziehung treten dürfen, die sich selbst einer noch vorzuschreibenden Mindestregulierung unterwerfen.

Banklizenzen für Nichtbanken mit entsprechenden Eigenkapitalanforderungen

Noch weiter geht die Empfehlung des US-Regierungsberaters zu Finanzmarktregulierung Paul Volcker, dass sich alle Geldmarktfonds, die bankähnliche Dienstleistungen anbieten, auch als Banken registrieren müssen, inklusive der damit einhergehenden Eigenkapitalpflichten. Bei den Banken selbst sollten die → Geldmarktpapiere, die sie an bankeigene Geldmarktfonds abgetreten haben, trotzdem in die Berechnung ihrer Eigenkapitalquoten eingehen. In die richtige Richtung geht hier auch das Vorhaben der US-Börsenaufsicht SEC, an Geldmarktfonds ähnliche Eigenkapitalanforderungen zu stellen wie an Banken. Derartige Eigenkapitalanforderungen, die sich auch auf andere Schattenbankakteure, vor allem Hedgefonds oder Private-Equity-Fonds, erstrecken sollten, wären auch auf europäischer Ebene wünschenswerte Maßnahmen, nicht zuletzt weil sie die risikoreichen Kredithebel verkleinern würden.

Internationales Kreditregister

Die für ein effizientes Frühwarnsystem über die im Regulierungsschatten schlummernden Risiken erforderlichen Daten könnten unter anderem durch die Schaffung einer globalen Finanzdatenbank verfügbar gemacht werden, wie sie auf Deutschland begrenzt schon existiert. Diese Idee wurde bereits im Jahr 2000 vom FSB-Vorläufer → Financial Stability Forum (FSF) in die Diskussion eingebracht (wobei sich die Berichtspflichten nach dessen Vorstellung auf Hedgefonds beschränken sollten). Für ein solches globales Kreditregister hat sich der Sachverständigenrat auch in seinem Jahresgutachten 2007/08 ausgesprochen. Beispiel für die Ausgestaltung eines solchen Kreditregisters kann der § 14 des KWG sein, der alle Kreditinstitute mit Sitz in Deutschland, einschließlich ihrer Zweigstellen und Tochtergesellschaften im Ausland, sowie alle Zweigstellen ausländischer Kreditinstitute in Deutschland vierteljährlich zur Meldung über in- und ausländische Kredite über 1,5 Millionen Euro verpflichtet. Die Anzeigepflicht gilt auch für kurzfristige Kredite, welche Banken sich untereinander vergeben (Interbankenkredite), sowie für verbrieftete Forderungen und derivative bilanzunwirksame Geschäfte (Swapgeschäfte, Termingeschäfte, zum Teil → Optionsrechte).

Verbot von Credit Default Swaps

Unter der Annahme, dass es sich auch bei bestimmten Kreditversicherern um Schattenbanken im weiteren Sinn handelt, wäre ein Verbot von Credit Default Swaps zu erwägen. Es spricht nichts gegen die Möglichkeit, sich gegen Forderungsausfälle zu versichern, aber die Handelbarkeit der entsprechenden Derivate gehört nicht dazu. Die EU konnte sich immerhin schon zu einem Verbot ungedeckter Kreditausfallversicherungen durchringen, um Wetten etwa auf die Pleite eines Staates mithilfe von CDS zu verhindern.

Finanz-TÜV

Auffällig viele Schattenbanken, jedenfalls derer im engeren Sinn, nutzen hochkomplexe und hochriskante Wertpapiere für ihre Machenschaften. Hedgefonds stützen ihre Aktivitäten hauptsächlich auf → Derivate, während außerbilanzielle Zweckgesellschaften in der jüngsten Krise insbesondere über verbrieftete Produkte stürzten, deren Konstruktion sie nicht oder nur unzureichend verstanden hatten. Erst recht sind Aufseher oft allein schon aus personellen Gründen mit der Einschätzung der mit derartigen Papieren verbundenen Risiken überfordert. Diese Probleme könnten durch die Schaffung eines Finanz-TÜVs angegangen werden, wie er inzwischen von vielen politischen Lagern gefordert wird. Würden unverständliche und riskante Wetten nicht mehr zugelassen, wäre gerade den am wenigsten regulierten Schattenbanken eine wesentliche Geschäftsgrundlage entzogen und ihr Daseinszweck damit in Frage gestellt.

Literatur

Bankenverband (2011): Shadow-Banking – Ein Überblick, Präsentation von Siegfried Utzig, Berlin 2.9.2011

EU-Kommission (2010): An EU Framework for Crisis Management in the Financial Sector, COM(2010) 579 final, 20.10.2010

EU-Kommission (2012): Green Paper Shadow Banking, COM(2012) 102/2, 19.3.2012

Expertenkommission «Neue Finanzmarktarchitektur» (2011): Bericht der Issing-Kommission vor dem G20-Gipfel in Cannes, 01.11.2011

Federal Reserve Bank of New York (2010): Shadow Banking, von Zoltan Pozsar, Tobias Adrian, Adam Ashcraft, Hayley Boesky, Staff Report 458, Juli 2010, überarbeitet im Februar 2012

Financial Stability Board (2011a): Shadow Banking: Scoping the Issues. A Background Note of the Financial Stability Board, 12.4.2011

Financial Stability Board (2011b): Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation, Recommendations of the Financial Stability Board, 27.10.2011

IWF (2011): The Non-Bank-Bank Nexus and the Shadow Banking System, von Zoltan Pozsar und Manmohan Singh, IMF Working Paper WP/11/289, Dezember 2011

Rosa-Luxemburg-Stiftung (2011): «Quo vadis Finanzreform? Die Vorhaben zur Regulierung der internationalen Finanzmärkte und was daraus geworden ist», von Axel Troost, Standpunkte 3/2011 der Rosa-Luxemburg-Stiftung

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2007): Das Erreichte nicht verspielen, Jahresgutachten 2007/08, Wiesbaden

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2008): Die Finanzkrise meistern – Wachstumskräfte stärken, Jahresgutachten 2008/09, Wiesbaden

Tochtermann, Michael (2011): G20: Bessere Überwachung und Regulierung von Schattenbanken, in BaFin-Journal 11-12/11

Wissenschaftliche Dienste des Deutschen Bundestags (2012): Daten zu Zweckgesellschaften und Geldmarktfonds, Matthias Mock u. Marita Sauckel, Sachstand WD 4 – 3000 - 048/12

Glossar

Abschlagsteuer: Eine Quellensteuer auf Erträge, die nicht nach individuellen Verhältnissen bemessen wird, sondern pauschal mit einem Abschlag abgegolten wird (zum Beispiel Abgeltungsteuer).

Aktiva: In der Bilanz ausgewiesene Vermögenswerte. Gegensatz zu Passiva.

BaFin: Abkürzung für «Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht». Die deutsche Aufsichtsbehörde für Banken, Versicherungen und den Handel mit Wertpapieren.

Bankgeheimnis: Verpflichtung einer Bank, die Geschäftsbeziehungen und die Einkommens- und Vermögensverhältnisse ihrer Kunden gegenüber Dritten geheim zu halten, soweit sie nicht durch gesetzliche Regelungen zu deren Herausgabe verpflichtet ist.

Banklizenz: Behördliche Erlaubnis zum Betreiben eines Kreditinstituts. In Deutschland erteilt oder entzieht die BaFin die Banklizenz nach Maßgabe des Kreditwesengesetzes (KWG).

Basel II: Umfangreiches Regelwerk für Banken, beruhend auf Empfehlungen des «Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht». Es schreibt vor, wie viel Eigenkapital Banken mindestens vorhalten müssen, um ihr Geschäft betreiben zu dürfen. Daneben enthält Basel II auch Anforderungen für das Risikomanagement der Banken sowie Offenlegungspflichten. In der EU ist Basel II seit 2008 in Kraft. Aktuell werden die Vorschriften unter dem Namen Basel III weiterentwickelt.

Basel III: Nachfolgepaket zu Basel II. Die neuen Regelungen sollten Anfang 2013 international in Kraft treten. Die Gesetzgebung in der EU ist jedoch noch nicht abgeschlossen, die Einführung muss daher verschoben werden.

Bilanzsumme: Die Summe der Aktiva beziehungsweise Passiva einer Bilanz. Eine wichtige Größenkennzahl für Unternehmen.

Commercial Papers: Von großen Unternehmen emittierte Geldmarktpapiere, das heißt Schuldverschreibungen mit kurzer Laufzeit.

Conduit: Eine Zweckgesellschaft, die längerfristige Forderungen ankauft und durch die Emission von vermögensbesicherten Wertpapieren mit kürzerer Laufzeit (Asset Backed Commercial Papers) refinanziert.

Dachfonds: Ein Investmentfonds, der das Geld seiner Anleger wiederum in Investmentfonds anlegen. Dachfonds investieren also nicht in einzelne Aktien und andere Wertpapiere, sondern in andere Fonds.

Derivat: Finanzinstrumente, deren Preis von der Preisentwicklung einer zugrunde liegenden Bezugsgröße abhängt. Dies können Finanzinstrumente wie Aktien und Anleihen sein, aber auch Währungen, Rohstoffe oder andere Handelsgüter sowie Referenzgrößen wie Zinssätze oder Indices oder wiederum andere Derivate. Der Phantasie sind dabei (fast) keine Grenzen gesetzt.

Eigenhandel: Handel mit Finanzinstrumenten, den Banken im eigenen Namen und auf eigene Rechnung tätigen.

Eigenkapital: Das Eigenkapital besteht aus finanziellen Mitteln, die einem Unternehmen von seinen Eigentümern unbefristet zur Verfügung gestellt werden (im Gegensatz zum Fremdkapital). Eigenkapital kann einem Unternehmen von außen (Kapitalerhöhung) oder von innen (einbehaltene Gewinne) zugeführt werden. Für die Bilanz errechnet sich das Eigenkapital als Differenz zwischen Vermögen (Aktiva) und Verbindlichkeiten an einem Stichtag.

Einlagensicherung: Einrichtung zum Schutz der Bankkunden vor dem Verlust ihrer Einlagen beim Konkurs einer Bank. Bei den privaten Banken in Deutschland sichert deren Einlagensicherung die Einlagen unmittelbar ab. Die Systeme der Sparkassen und Genossenschaftsbanken sind hingegen darauf ausgerichtet, das jeweilige Kreditinstitut zu erhalten (Institutssicherung als indirekter Einlagenschutz).

Exchange Traded Funds: Börsengehandelte Fonds, die nicht aktiv von einer Gesellschaft verwaltet werden, sondern vornehmlich einen Index möglichst genau abbilden. Dies können Aktienindizes wie der DAX, aber auch Rohstoff- und Immobilienindizes sein. Damit erreicht man eine Diversifizierung über verschiedene Finanztitel (zum Beispiel Aktien sämtlicher DAX-Unternehmen) bei vergleichsweise geringen Verwaltungsgebühren.

Financial Stability Board (FSB): Globales Gremium aus Vertretern von Zentralbanken, Finanzministerien, Aufsichtsbehörden und internationalen Organisationen. Das FSB («Finanzstabilitätsrat») diskutiert Themen von grundlegender Bedeutung für die Finanzstabilität.

Fremdkapital: Finanzielle Mittel, die einem Unternehmen nur befristet zur Verfügung gestellt werden und demnach zurückbezahlt werden müssen (insbesondere Kredite). Zum Fremdkapital gehören neben Krediten aber auch Rückstellungen (zum Beispiel für Pensionszusagen).

Fristentransformation: Durch Fristentransformation werden unterschiedliche Interessen von Gläubigern und Schuldern zur Laufzeit von Anlagen und Krediten in Einklang gebracht. So nutzt eine Bank kurzfristig überlassene Einlagen, um langfristige Kredite zu gewähren. Fristentransformation ist eine der Hauptaufgaben von Banken.

Financial Stability Forum (FSF): Das «Forum für Finanzstabilität» war ein internationales Gremium, welches Fragen zur Stabilität der Finanzmärkte erörtern sollte. Es wurde 1998 nach der Asienkrise ins Leben gerufen. 2009 beschlossen die G 20, das FSF mit einem breiteren Mandat als Financial Stability Board (FSB) weiterzuführen.

Geldmarktfonds: Geldmarktfonds sind eine Alternative zu Bankeinlagen. Sie werden fast ausschließlich von Großinvestoren, häufig Unternehmen, genutzt, um darin ihre liquiden Mittel zu parken und jederzeit zurückrufen zu können. Geldmarktfonds investieren die ihnen anvertrauten Gelder in kurzfristige Anlageformen. Der Werterhalt bei gleichzeitig hoher Liquidität steht bei ihnen im Vordergrund.

Geldmarktpapier: Kurzfristige Schuldverschreibungen mit Laufzeiten von in der Regel bis zu einem Jahr. Dazu zählen in Deutschland traditionell Staatspapiere, aber auch von Banken verbriefte Einlagen oder Schuldverschreibungen großer Unternehmen (Commercial Papers). Letztere dienen der kurzfristigen Liquiditätsversorgung.

GeschlossenerFonds: Bei geschlossenen Fonds können Anteile nur in einem beschränkten Zeitraum oder bis zu einem begrenzten Gesamtvolumen erworben werden. Bei offenen Fonds legt die Fondsgesellschaft dagegen Anteile nach Bedarf neu auf oder nimmt sie zurück.

Hedgefonds: Investmentfonds mit hochspekulativer Anlagestrategie. Sie versprechen ihren Anlegern, unabhängig vom Marktumfeld eine hohe Rendite erwirtschaften zu können. Sie sind überwiegend in Offshore-Finanzzentren wie den Cayman Islands registriert, welche so gut wie keine Regulierung oder Steuern vorschreiben. Die Manager sitzen jedoch in Finanzzentren wie London oder New York.

Investmentgeschäft: Investmentgeschäfte umfassen (im Gegensatz zu Kreditgeschäften) die Verwaltung von Vermögen und damit zusammenhängende Dienstleistungen. Dazu gehört insbesondere die Anlage und der Handel mit Wertpapieren auf eigene und fremde Rechnung. Es umfasst aber auch die Beratung und Durchführung von Börsengängen und von Unternehmensaufkäufen und -fusionen.

Liquidität: Liquidität von Unternehmen bezeichnet die Ausstattung mit Zahlungsmitteln, die zum Bedienen von Zahlungsverpflichtungen zur Verfügung stehen. Liquidität von Vermögensgegenständen (zum Beispiel Wertpapieren) bezeichnet die Leichtigkeit, mit der diese in Zahlungsmittel wie beispielsweise Bargeld umgewandelt werden können.

Optionsrecht: Das durch Optionen gewährte Recht, den zugrunde liegenden Optionsgegenstand (zum Beispiel Wertpapiere oder Devisen) zu einem vereinbarten Preis in der Zukunft zu kaufen oder zu verkaufen. Der Verkäufer einer Option wird als Stillhalter bezeichnet.

Passiva: In der Bilanz ausgewiesene Mittelherkunft eines Unternehmens. Gegensatz zu Aktiva (Mittelverwendung). Zu den Passiva gehören das Eigenkapital, Rückstellungen und Verbindlichkeiten (zum Beispiel Kredite).

Portfolio: Bezeichnung für den Bestand an Vermögenspositionen (insbesondere Wertpapiere) eines Investors.

Quellensteuer: Eine Steuer, die unmittelbar am Ort und zur Zeit des Entstehens einer steuerpflichtigen Einnahme erhoben wird (zum Beispiel Lohnsteuer, Abgeltungsteuer).

Rating: Die in standardisierter Kurzform ausgedrückte Beurteilung von Unternehmen oder Wertpapieren hinsichtlich ihrer Fähigkeit, Zahlungsverpflichtungen nachzukommen. Das Rating wird durch Ratingagenturen mit Hilfe von kodierten Bonitätsstufen (AAA: beste Bo-

nität bis D: Zahlungsausfall) ausgedrückt, die je nach Ratingagentur leicht anders benannt werden.

Regulierungsarbitrage: Verlagerung von Geschäftsaktivitäten in Bereiche oder Rechtsräume mit dem Zweck, sich eine vorteilhaftere Regulierung zu verschaffen. Beispielsweise die Registrierung eines Unternehmens in Staaten, die keine oder nur laxen Vorschriften machen.

Repogeschäft: Vereinbarung über den Verkauf eines Vermögenswertes mit gleichzeitiger Verpflichtung des Verkäufers, diesen zu einem späteren Zeitpunkt wieder zurückzukaufen (Rückkaufvereinbarung). Der Begriff Repo leitet sich vom Begriff **Repurchase Operation** ab. Repos werden von Unternehmen zur Liquiditätsbeschaffung am Geldmarkt genutzt oder von Zentralbanken zur Steuerung der Geldmenge.

SEC: Abkürzung für «United States **S**ecurities and **E**xchange **C**ommission». Die US-amerikanische Aufsichtsbehörde für den Handel mit Wertpapieren.

Selbstbehalt (bei Verbriefungen): Bei Verbriefungstransaktionen werden vom Verkäufer Forderungen an einen Käufer übertragen. Ein Selbstbehalt stellt sicher, dass das verbriefende Finanzinstitut (Originator) einen bestimmten Prozentanteil im eigenen Risiko halten muss, das heißt nicht weiter verkaufen kann. Der Originator soll dadurch zu einer genaueren Kreditprüfung veranlasst werden.

Solvency II: Von der Europäischen Kommission geplante neue Vorschriften für den Versicherungssektor, insbesondere zur Höhe der Kapitalausstattung und zur Qualität des Risikomanagements.

Steueroase: Region, in der keine oder nur sehr niedrige Steuern auf Einkommen und Vermögen erhoben werden und die daher Ziel von Steuerflucht ist.

Structured Investment Vehicle (SIV): Zweckgesellschaften mit ähnlichem Geschäftsmodell wie Conduits, nur dass letztere von Banken selbst gemanagt werden und SIVs eigene Manager haben. SIVs wurden bis zur Finanzkrise genutzt, um Hypothekenkredite zu verbrieften und in Tranchen gebündelt weiter zu verkaufen. Bei Zahlungsausfällen wurden die Tranchen in einer bestimmten Reihenfolge bedient, wodurch sie sehr unterschiedliche Risikoprofile erhielten. Als sich deren Bewertung als fehlerhaft entpuppte, wurden die entspre-

chenden Papiere zu «Giftmüll» und spielten eine zentrale Rolle für die Ausweitung der Finanzkrise.

Swap: Sammelbegriff für eine breite Klasse von Finanzinstrumente, deren Gemeinsamkeit der Austausch von zukünftigen Zahlungsströmen ist. Sie können unter anderem zur Absicherung gegen Zins- und Währungsrisiken genutzt werden.

Verbriefung: Die Umwandlung von Krediten und anderen Forderungen in handelbare Wertpapiere.

Wertpapierleihe: Bei einer Wertpapiere werden Wertpapiere meist für nur wenige Tage gegen Gebühr verliehen. Die Verleiher nutzen dies für eine simple Verzinsung ihres Wertpapierbestandes. Die Leihnehmer nutzen dies häufig für Spekulationsgeschäfte, insbesondere bei Leerverkäufen.