

Schattenbankensysteme – am Limit der Finanzmarktregulierung

Diplomarbeit von Arnold Frehner

**LL.M.-Studiengang Internationales Wirtschaftsrecht Universität Zürich
2014 - 2016**



Während meiner beruflichen Tätigkeit bei der Eidgenössischen Bankenkommision (EBK) und der FINMA in den Jahren 2007 bis 2010, erlebte ich als Fachjurist der Börsen- und Marktaufsicht die Finanzkrise 2007/2008, ausgelöst durch den Zusammenbruch des US-Subprime-Hypotheken-Markts.

Dabei konnte ich irritiert beobachten, wie die UBS AG um ihr Überleben als global tätige Universalbank kämpfte. Dieser Beinahe-Konkurs eines weltweit etablierten, respektierten und im globalen Finanzsystem systemrelevant vernetzten schweizerischen Finanzinstituts rüttelte die Schweiz auf. Im Zuge einer gründlichen Aufarbeitung der Hintergründe durch die Behörden wurde indes offengelegt, dass die UBS AG weitgehend selber am Desaster schuld war. Die Bank musste letztlich in höchster Not vom Bund und der Nationalbank mit einem Notfallkonzept gerettet werden, dies unter Inkaufnahme eines kaum kalkulierbaren Risikos für die (steuerzahlende) Schweizerbevölkerung. Der unsägliche Begriff „to big to fail“ zirkulierte von nun an in der Politik wie in den Medien. Als Folge der Krise wurden national und international zahlreiche Regulierungs-Massnahmen ausgelöst.

Der zeitlich parallele Zusammenbruch der US-Investmentbank Lehman Brothers führte das weltweite Finanzsystem an den Rand des Abgrunds. Beinahe in Vergessenheit geraten ist auch der in dieser Zeit eskalierte Betrugsfall Bernhard L. Madoff. Der Mitbegründer der NASDAQ errichtete über Jahre hinweg ein intransparentes, kriminelles Fondskonstrukt und prellte damit tausende von gutgläubigen Anlegern um dutzende Milliarden USD.

Diese verwirrenden, ja unheimlichen anmutenden Finanzvorfälle und die unberechenbaren, kaum vorhersehbaren Finanzkrisen lassen viele Menschen zweifeln, ob das weltweite Finanzsystem überhaupt noch wirksam und effizient funktioniert und ob die Notenbanken und Finanzmarkt-Aufsichtsbehörden die auf dem Finanzmarkt agierenden Institute tatsächlich im Griff haben.

Die Teilnehmer im Schattenbankensystem hatten in diesen Fällen offensichtlich ihre Finger im Spiel, mit ihren Finanzwetten im globalen Finanzmarkt-Kasino. Wie relevant deren Einfluss auf das globale Finanzsystem tatsächlich ist und wie die Aufsichtsbehörden darauf reagieren, möchte ich mit dieser Arbeit beleuchten.

Inhalt

Abkürzungsverzeichnis	6
Literaturverzeichnis	8
Materialien	9
I. Einleitung anhand eines Praxisfalls	11
1. Die Schattenbanken-Tätigkeit der UBS AG	11
a) Die Finanzkrise 2007/2008, die UBS AG gerät unter Druck	11
b) Die Rettung durch den Bund	12
c) Der Transfer der Kundendaten und der Bericht der GPK	13
d) Die Analyse der FINMA	14
e) Auch die Schweiz liegt im Schatten	15
2. Absicht und Ziel der Diplomarbeit	16
II. Entstehung der Schattenbankensysteme	17
1. Licht ins Reich der Schattenbanken - die Finanzkrise 2007/2008	17
2. Der Immobilienmarkt in den USA – „Loan Bank System“	17
III. Das Wesen und die Bedeutung der Schattenbanken	19
1. Einleitende Bemerkungen	19
2. Der Versuch einer Definition	20
3. Die zwei Grundelemente	21
4. Volumen der verwalteten Vermögen	21
5. Länderanteil am globalen Volumen der Schattenbanken	23
6. Anteil der Schattenbanken am Bruttoinlandsprodukt	23
7. Schlussfolgerungen basierend auf den vom FSB eruierten Zahlen	25
IV. Institute und Unternehmen im Schatten der regulierten Banken	26
1. Vorbemerkung	26
2. Übersicht über die Institute und Instrumente	26
3. Die Fondsgesellschaften (Kategorie EF1)	28
a) Der Einfluss der Hedge Fonds im Schattenbankensystem	28
aa) Funktionsweise und Regulierung der Hedge Fonds	28
bb) Aufbau der Hedge-Fonds	29
cc) Schlussfolgerungen der EBK im „Hedge-Fonds“ Bericht vom September 2007	30

dd)	Der Einfluss der Hedge-Fonds auf die Systemstabilität.....	31
ee)	Die Regulierung der Hedge-Fonds in der Schweiz.....	32
ff)	Die Regulierung der Hedge-Fonds in der EU	33
b)	Der Einfluss der Geldmarktfonds.....	35
aa)	Die Regulierung der Geldmarktfonds in der Schweiz	35
bb)	Die Regulierung der Geldmarktfonds in der EU de lege ferenda	36
cc)	Die Negativ-Beispiele LTCM und Bear Stearns.....	38
c)	Zwischenergebnis und Schlussfolgerungen hinsichtlich der Fondsanbieter als Teilnehmer im Schattenbankensystem	40
4.	Zweckgesellschaften und Regulierungsoasen	41
a)	Die Funktionsweise der Zweckgesellschaften (SPV/SIV)	41
b)	Die Entstehung der Regulierungsoasen.....	42
c)	Der Problemfall Irland – Regulierungsoase für Offshore-Firmen	43
V.	Die Tätigkeiten der Schattenbanken.....	44
1.	Die Verbriefung (Asset Securitization).....	44
a)	Der Begriff der Verbriefung.....	44
b)	Gründe für die Verbriefung.....	44
c)	Funktionsweise und Rechtsverhältnisse	45
d)	Problematik Schutz der Kundendaten	46
e)	Die Kreditanleihen (Collateral Debt Obligations).....	46
f)	Die Super-Senior-Tranchen der UBS AG	47
g)	Bedeutung und Beurteilung der Verbriefung	49
2.	Das Wertpapierleih- und Repo-Geschäft	51
a)	Die Wertpapierleihe (SLB-Geschäft).....	51
b)	Der Nutzen des SLB für die Bank	52
c)	Das Repo-Geschäft.....	53
d)	Auswirkungen und Gefahren des SLB- sowie Repo-Geschäfts und der Bezug zum Schattenbankensektor.....	54
aa)	Allgemeine Anmerkungen	54
bb)	Die Schlussfolgerungen der FINMA	54
cc)	Beurteilung des SLB- und Repo-Geschäfts	55
dd)	Die Auswirkungen in Krisensituationen	56
3.	Im Halbschatten der Regulierung	56
a)	Die neue Rolle der Vermögensverwalter	57
aa)	Die Vermögensverwaltung in der Schweiz.....	57
bb)	Einfluss globaler Vermögensverwalter am Beispiel BlackRock.....	58
b)	Der Einfluss der strukturierten Produkte	60
aa)	Definition und rechtliche Bedeutung	60
bb)	Die Nähe zu den Fondsprodukten	61
cc)	Die Verstrickung mit dem Schattenbankensektor	61
c)	Missbrauchspotential der Stiftungen	63

aa) Panama-Papers und das Internationale Rote Kreuz	63
bb) Die schweizerische Stiftung als Umgehungsvehikel	64
VI. Würdigung und Ausblick.....	67
1. Die Schattenbanken als Teil des vernetzten Finanzsystems	67
a) Die Vernetzung der Finanzinstitute – „to interconnected to fail“	67
b) Das Problem der Regulierungsarbitrage.....	68
2. Eine Beurteilung zur Welt der Schattenbanken	69
a) Zusammenfassung	69
b) Vorschläge zur Missbrauchsprävention	71

Abkürzungsverzeichnis

ABS	Asset Backed Security
ABCP	Asset Backed Commercial Papers
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der europäischen Union
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
AIF	Alternative Investment Funds
AIFM	Alternative Investment Funds Managers
BankG	Bankengesetz
BEHG	Börsen- und Effektenhandelsgesetz
BEV	Börsen- und Effektenhandelsverordnung
betr.	betreffend
bzw.	beziehungsweise
BIP	Bruttoinlandsprodukt
ca.	circa
CDO	Collateral Debt Obligation
CDS	Collateral Debt Security
CEO	Chief Executive Officer
CHF	Schweizer Franken
EU	Europäische Union
EUR	Euro
Fed	Federal Reserve
ff.	fortfolgende
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
FSB	Financial Stability Board
GDP	Gross Domestic Product
GwG	Geldwäschereigesetz
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
KAG	Kollektivanlagengesetz
KKV	Kollektivanlagenverordnung
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
max.	maximal
min.	minimal

MMF	Money Market Funds
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OR	Obligationenrecht
OTC	Over-the Counter
SEC	US. Securities and Exchange Commission
SFAMA	Swiss Funds & Asset Management Association
SNB	Schweizerische Nationalbank
sog.	sogenannte
SPV	Special Purpose Vehicle
StGB	Strafgesetzbuch
u.a.	unter anderem
USD	US Dollar
VE-Finfrag	Vorentwurf zum Finanzmarkt-Infrastrukturgesetz
z.B.	zum Beispiel
ZGB	Zivilgesetzbuch

Literaturverzeichnis

BUCHTER HEIKE, Black Rock, Eine unheimliche Weltmacht greift nach unserem Geld, Campus 2015

COTTIER THOMAS/MATTEOTTI RENE, Der Grundsatzentscheid des Bundesverwaltungsgerichts zum UBS-Amtshilfeabkommen, in: Jusletter 8. März 2010

DEMARY MARKUS, Vernetzung der Banken und systemische Risiken: Wege zur Lösung des „To-Interconnected-to-Fail“-Problems, Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung, DIW Berlin, 82. Jahrgang, März 2013

FUCHS MTEBANA KATJA, „Regulatory Arbitrage“ oder was das Bankgeheimnis mit dem Lehman-Debakel zu tun hat, in: Jusletter Mai 2010

GLATTFELDER JAMES B., Ownership Networks and Corporate Control: Mapping Economic Power in a Globalized World, Diss. ETH No. 19274, Zürich 2010

GREGORIOU GREG N./LHABITANT FRANCOIS-SERGE, Madoff: A riot of red flags, EDHEC Risk and Asset Management Research Center, January 2009

HAFNER WOLFGANG, Im Schatten der Derivate, Das schmutzige Geschäft in der Finanzelite der Geldwäsche, Eichborn 2002

HASENBÖHLER FRANZ, Recht der kollektiven Kapitalanlagen unter Berücksichtigung steuerrechtlicher Aspekte, Schulthess 2007

HONSELL/VOGT/GEISER, Basler Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Zivilgesetzbuch I, Art. 1-456, 2. Auflage, Basel 2002

JURIUS, UBS Affäre: Datenherausgabe der FINMA war rechtmässig, in: Jusletter 18. Juli 2011

KUHN HANS: Die SNB und ausgewählte Aspekte der internationalen Zusammenarbeit, LL.M. Internationales Wirtschaftsrecht der Universität Zürich, Modul A 1.2

KUNZ PETER V., Eine etwas überraschende Wiederbelebung der Personengesellschaften durch die schweizerische Nationalbank, in: Jusletter 15. Dezember 2008

RÜD ANDREAS/PERUCCHI LEANDRO, Die Herausgabe von Kundendaten auf der Grundlage von Art. 25 und 26 BankG, in: Jusletter 8. November 2010

SCHMIDT MICHAELA, Steueroasen und Regulierungsoasen – Auswirkungen auf die Stabilität des Finanzmarkts und politische Implikationen, momentum Quarterly, Zeitschrift für Sozialen Fortschritt Vol. 1, Nr. 4, 203-217

SCHWEIZER RAINER J., Steuerbehörden benutzen UBS AG als Untersuchungshelfin, in: Jusletter 9. Februar 2009

Materialien

Abkommen zwischen der Schweizerischen Eidgenossenschaft und den Vereinigten Staaten von Amerika über ein Amtshilfegesuch des Internal Revenue Service der Vereinigten Staaten von Amerika betreffend die UBS AG, einer nach schweizerischem Recht errichteten Aktiengesellschaft vom 19. August 2009, SR 0.672.933.612

Bericht der Geschäftsprüfungskommissionen des Nationalrats und des Ständerats, Die Behörden unter dem Druck der Finanzkrise und die Herausgabe von UBS Kundendaten an die USA vom 30. Mai 2010, BBl 2010, 3099 ff.

Bericht FINMA, Madoff-Betrug und Vertrieb von Lehman-Produkten: Auswirkungen auf das Anlageberatungs- und Vermögensverwaltungsgeschäft vom 2. März 2010

Botschaft zum Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und zum Finanzinstitutsgesetz (FINIG) vom 4. November 2015, BBl 2005, 8901 ff.

Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen vom 8. November 1934, SR 952 (Bankengesetz, BankG)

Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung vom 3. Oktober 2003, SR 211.301 (Fusionsgesetz, FusG)

Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen vom 23. Juni 2003, SR 951.31 (Kollektivanlagengesetz, KAG)

Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches vom 30. März 1911, SR 220 (Obligationenrecht, OR)

EBK-UBS-Subprimebericht, Subprime-Krise: Untersuchung der EBK zu den Ursachen der Wertberichtigungen der UBS AG, 30. September 2008

Erläuterungsbericht zum Entwurf eines Rundschreibens der FINMA, Securities Lending and Borrowing unter dem Blickwinkel von aufsichtsrechtlichen Liquiditätsvorschriften und Anlegerschutz, Oktober 2009

Europäische Kommission, Grünbuch Schattenbankenwesen, Brüssel, 19. März 2012

FINMA-Aufsichtsbericht Finanzmarktkrise und Finanzmarktaufsicht vom 14. September 2009

FINMA Rundschreiben 2010/02, Repo/SLB, vom 30. Juni 2010

FINMA-Rundschreiben 2008/10, Selbstregulierung als Mindeststandard, Von der Eidg. Finanzmarktaufsicht als Mindeststandard anerkannte Selbstregulierung vom 1. Januar 2009

FINMA-Bericht, Madoff-Betrug und Vertrieb von Lehman-Produkten: Auswirkungen auf das Anlageberatungs- und Vermögensverwaltungsgeschäft vom 2. März 2010

- FINMA-RS 15/2 „Liquiditätsrisiken Banken“ vom 1. Januar 2015
- FINMA-RS 16/1 „Offenlegung – Banken“ vom 1. Januar 2016
- FSB, Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation, Recommendations of the Financial Stability Board, 27 October 2011
- FSB, Global Shadow Banking Monitoring Report 2015, 12 November 2015
- Parlamentarische Initiative Revision des Stiftungsrechts, Bericht der Kommission für Wirtschaft und Abgaben des Ständerats vom 23. Oktober 2003, BBl 2003, 8153 ff.
- Positionspapier der Eidgenössischen Bankenkommission (EBK), Hedge-Fonds Marktentwicklung, Risiken und Regulierung, September 2007 (EBK „Hedge Fonds“ Bericht 2007)
- Richtlinie 2009/65/EG über Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren, ABl L 257 vom 23. Juli 2009, 186 ff. (OGAW)
- Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds, ABl L 174 vom 8. Juni 2011, 1 ff. (AIFM)
- Richtlinie 2014/65/EU über die Märkte für Finanzinstrumente, ABl L 173 vom 15. Mai 2014, 349 ff. (MiFID II)
- Richtlinien der Schweizerischen Nationalbank über das geldpolitische Instrumentarium vom 25. März 2004 (Stand 1. Januar 2015)
- Schweizerisches Zivilgesetzbuch vom 10. Dezember 1907, SR 210 (Zivilgesetzbuch, ZGB)
- SFAMA-Richtlinien zu den „Wesentlichen Informationen für die Anlegerinnen und Anleger“ für Effektenfonds sowie für übrige Fonds für traditionelle Anlagen in der Form von Publikumsfonds vom 20. Januar 2012
- SFAMA-Richtlinien über die Information der Anlegerinnen und Anleger zu strukturierten Produkten, September 2014 (ab 1. März 2015)
- SFAMA-Richtlinien für den Vertrieb kollektiver Kapitalanlagen vom 22. Mai 2014
- UBS Non-paper vom 15.9.2008, DOJ, Dok. 71 des Führungsdossiers EFD
- Verordnung über die kollektiven Kapitalanlagen vom 22. November 2006, SR 951.311 (Kollektivanlagenverordnung, KKV)
- Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union, ABl Nr. C 326, 47, vom 25. März 1957 (AEUV)
- Vorschlag für eine Verordnung des europäischen Parlaments und des Rates über Geldmarktfonds vom 4. September 2013, 2013/0306 (COD) (zit. E-VO-MMF)

I. Einleitung anhand eines Praxisfalls

1. Die Schattenbanken-Tätigkeit der UBS AG

a) Die Finanzkrise 2007/2008, die UBS AG gerät unter Druck

Der unheilvolle Strudel der weltweiten Finanzmarktkrise 2007/2008¹, ausgelöst durch den Zusammenbruch des US-Hypothekenmarkts (Subprime-Markt)², riss auch die international tätige und global vernetzte schweizerische Grossbank UBS AG beinahe in den Abgrund der Zahlungsunfähigkeit wegen fehlender Liquidität im Rahmen der damals virulenten globalen Kreditklemme. Die UBS AG wurde von den US-Behörden³ wegen Umgehung der QI-Bestimmungen⁴ und der nach US-Recht widerrechtlichen grenzüberschreitenden Beratungs- und Geschäftspraktiken⁵ massiv in die Enge getrieben, dies insbesondere basierend auf Informationen des „whistleblower“ Bradley Birkenfeld. Dieser enthüllte den US-Behörden die illegalen Geschäftspraktiken der UBS AG in den USA und mit US-Kunden in der Schweiz. Das DOJ nutzte dessen Insiderwissen in der Folge rigoros, um die UBS AG

¹ Die Finanzkrise begann im Sommer 2007 zu eskalieren und kumulierte mit dem Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers am 15. September 2008. Es wird deshalb nachfolgend der Begriff „Finanzkrise 2007/2008“ verwendet.

² Als Subprimemarkt gilt der Markt in den USA für zweitklassige Hypothekendarlehen, also für Bankdarlehen mit ungenügender Hinterlegung von Vermögenssubstanz als Sicherheit.

³ Departement of Justice (DOJ), Internal Revenue Service (IRS).

⁴ Qualified-Intermediary-Agreement (QI) ist ein im Jahr 2001 in Kraft getretenes US-Quellensteuerabkommen zur Erfassung der weltweiten Erträge und Kapitalgewinne aus US-Wertschriften. Die schweizerischen Banken mussten sich vertraglich diesen (faktisch extraterritorial wirkenden) Bestimmungen unterwerfen. Der Foreign Account Tax Compliance Act (FATCA) ist die Weiterentwicklung des QI.

⁵ HÄSSIG LUKAS, „Natürlich wussten alle was wir tun“, TagesAnzeiger, vom 8. Juni 2010, S. 10 ff, Argus Ref. 39074885: Die Berater der UBS AG speicherten ihre Kundendaten auf einem geheimen Bereich ihres Reisecomputers. Dieser war mit einem Lösungsprogramm sog. „Secure Travel Acces Service (STAS)“ versehen und ermöglichte die Löschung aller Kundendaten in Sekunden mittels Tastendruck.

mittels einer Vollstreckungsklage⁶ und unter Androhung von periodisch wiederkehrenden, horrenden Bussenzahlungen erheblich unter Druck zu setzen.

b) Die Rettung durch den Bund

In dieser für die UBS AG existenzbedrohenden Situation, ersuchte deren Führungsspitze um staatliche Hilfe und wandte sich an die zuständigen Bundesbehörden. Die Schweizerische Eidgenossenschaft (Bund) erarbeitete in der Folge zusammen mit der schweizerischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) und der Schweizerischen Nationalbank (SNB) ein Rettungskonzept. Im Rahmen dieses Konzepts konnte die UBS AG schliesslich ihre illiquiden Aktiven („toxic legacy assets“) in der Höhe von USD 38.7 Milliarden in eine Zweckgesellschaft („bad bank“) ausgliedern.

Diese Gesellschaft, in der Rechtsform einer Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (KkK)⁷, firmierte als StabFund und wurde unter der Auflage gegründet, spätestens nach zwölf Jahren wieder aufgelöst zu werden. Der Bund gewährte der UBS AG eine Pflichtwandelanleihe von CHF 6 Milliarden für die kurzfristige Überbrückung ihres Liquiditätsengpasses. Am 7. November 2013 wurde der StabFund von der UBS AG mittels einer Calloption zurückgekauft⁸ und es resultierte für den Bund aus der Rückabwicklung der Anleihe (Verkauf der UBS-Aktien mit Coupon) sogar ein beträchtlicher Gewinn in der Höhe von CHF 1.2 Milliarden. Der Fall UBS AG wurde zum Parade- und Lehrbeispiel für die Rolle der SNB als „lender of the last resort“. Die generelle Abwicklung über den StabFund aber auch der Einsatz der Kommanditgesellschaft gestützt auf das KAG wurde im Übrigen in der Rechtslehre heftig diskutiert und auch kritisiert⁹. Das Verfahren mit dem DOJ mündete in einer Strafzahlung der UBS AG von USD 780 Millionen. Der „whistleblower“ Bradley Birkenfeld wurde zu einer Gefängnisstrafe von 40

⁶ John Doe Summons, Vollstreckungsklage des Department of Justice (DoJ).

⁷ Art. 98 ff. KAG.

⁸ KUHN HANS, Die SNB und ausgewählte Aspekte der internationalen Zusammenarbeit, LL.M. Internationales Wirtschaftsrecht der Universität Zürich, Modul A 1.2, 137 ff.

⁹ KUNZ PETER V., Eine etwas überraschende Wiederbelebung der Personengesellschaften durch die schweizerische Nationalbank, in: Jusletter 15. Dezember 2008.

Monaten verurteilt, weil er sich an den illegalen Geschäftspraktiken der UBS AG beteiligt hatte, erhielt aber im Gegenzug vom IRS eine Whistleblower-Prämie von USD 104 Millionen.

c) *Der Transfer der Kundendaten und der Bericht der GPK*

Während dieser spektakulären Rettungsaktion wurde die UBS AG vom IRS gezwungen, Kundendaten von 255 UBS-Kunden – kurzfristig und ohne vorgängiges rechtliches Gehör der betroffenen Bankkunden – zu übermitteln. Diese „Nacht- und Nebelaktion“ war rechtlich stark umstritten und wurde in juristischen Fachkreisen kontrovers diskutiert.¹⁰ Das Bundesgericht fällte letztlich ein salomonisches Verdikt (entgegen dem Urteil der Vorinstanz^{11/12}) und qualifizierte den Datentransfer als „Massnahme zur Abwehr eines drohenden volkswirtschaftlichen Desasters“¹³. Die Schweizerische Eidgenossenschaft und die USA beendeten den Konflikt um die UBS AG mittels eines Abkommens zur Übermittlung weiterer Kundendaten.¹⁴ Das Verhalten und die Rolle der involvierten schweizerischen Behörden wurden von den Geschäftsprüfungskommissionen der Eidgenössischen Räte (GPK) von März 2009 bis Ende Mai 2010 umfassend untersucht. Die Untersuchung der Ereignisse mündete im sehr detaillierten und aufschlussreichen Bericht der GPK vom 30. Mai 2010.¹⁵ Dem Bericht der GPK ist ferner zu entnehmen, dass das DOJ in einem

-
- ¹⁰ SCHWEIZER RAINER J., Steuerbehörden benutzen UBS AG als Untersuchungsgehilfin, in: Jusletter 9. Februar 2009.
- ¹¹ COTTIER THOMAS/MATTEOTTI RENE, Der Grundsatzentscheid des Bundesverwaltungsgerichts zum UBS-Amtshilfeabkommen, in: Jusletter 8. März 2010.
- ¹² RÜD ANDREAS/PERUCCHI LEANDRO, Die Herausgabe von Kundendaten auf der Grundlage von Art. 25 und 26 BankG, in: Jusletter 8. November 2010, 8.
- ¹³ JURIUS, UBS-Affäre: Datenherausgabe der FINMA war rechtmässig, in: Jusletter 18. Juli 2011.
- ¹⁴ Abkommen zwischen der Schweizerischen Eidgenossenschaft und den Vereinigten Staaten von Amerika über ein Amtshilfegesuch des Internal Revenue Service der Vereinigten Staaten von Amerika betreffend die UBS AG, einer nach schweizerischen Recht errichteten Aktiengesellschaft vom 19. August 2009, SR 0.672.933.612.
- ¹⁵ Bericht der Geschäftsprüfungskommissionen des Nationalrats und des Ständerats, Die Behörden unter dem Druck der Finanzkrise und der Herausgabe von UBS Kundendaten an die USA vom 30. Mai 2010, BBl 2010, 3099 ff.

UBS-Non-Paper¹⁶ verschiedene Verfehlungen der UBS AG im Zusammenhang mit dem QI-System explizit aufgelistet hat. Es wird eine Geschäftsmethode dargestellt, die auf ein systematisch von der UBS AG aufgebautes Schattensystem hindeutet: „Die UBS hat ihren reichsten Kunden geholfen, finanzielle Konstrukte zu errichten, insbesondere *Offshore-Strukturen in anderen Steuerparadiesen*...Für Kunden, die über finanzielle Montagen vom Typ Offshore verfügten, fälschte die UBS Meldeformulare an den IRS, indem sie diese amerikanischen als nicht-amerikanische ausgab.“¹⁷

d) *Die Analyse der FINMA*

Aus einem späteren Bericht der FINMA zur Finanzmarktkrise¹⁸ geht sodann hervor, dass die Banken während der Krise gezwungen waren, massive Abschreibungen auf den in den Handelsbüchern gehaltenen Positionen vorzunehmen. Zu einem wesentlichen Teil illiquide Handelspositionen mussten in die Buchhaltungen der Banken repatriiert werden. Das galt auch für die außerhalb der Bilanz gehaltenen „special purpose vehicles“ (SPV), die massgeblich in Finanzprodukte des US-Subprime-Marktes investiert hatten. Diese Vehikel mussten also von den Banken wieder in die eigenen Bücher integriert werden, was im gesamten Bankensektor den Bedarf an Kapital und Liquidität erhöhte, einen Liquiditätseinbruch auslöste und letztlich aufgrund des Konkurses der Investmentbank Lehman Brothers zur fast vollständigen Lähmung des Interbanken-Marktes führte. Es fehlte im Finanzmarkt in dieser Phase wegen des globalen Liquiditätsengpasses fast vollständig das Vertrauen der Geschäftsbanken untereinander in die gegenseitige Zahlungsfähigkeit. Der Bericht hält ferner fest, dass in den letzten Jahren eine zunehmende Verschiebung der Fristentransformation¹⁹ in Finanzvehikel stattgefunden

¹⁶ UBS Non-paper vom 15.9.2008, DOJ, Dok. 71 des Führungsdossiers EFD.

¹⁷ BBl 2010, S. 3288.

¹⁸ FINMA-Aufsichtsbericht Finanzmarktkrise und Finanzmarktaufsicht vom 14. September 2009, S. 11.

¹⁹ Unter Fristentransformation versteht man die Umwandlung von kurzfristigen in langfristige Kredite. Dabei unterscheidet man in zwei Arten: Die Transformation von Kapitalbindungsfristen und die Transformation von Zinsbindungsfristen. Dadurch entstehen Marktrisiken insbesondere aufgrund der Entwicklung der Zinskurve.

habe, die sich ausserhalb der Bankbilanzen befänden. Dadurch habe sich eine zentrale Funktion des Finanzmarktes zumindest teilweise in den nicht-regulierten Bereich verschoben.²⁰

e) *Auch die Schweiz liegt im Schatten*

Diese exemplarischen Auszüge aus den behördlichen Berichten in der Causa UBS AG während der turbulenten, dramatischen Phase der Finanzmarktkrise 2007/2008 lassen einige Problemkreise an der Oberfläche erscheinen und werfen zahlreiche Fragen über das Funktionieren des Finanzmarkts auf. Die behördlichen Untersuchungen förderten zu Tage, dass zahllose Bankgeschäfte in raffinierter und komplex verknüpfter Weise ausserhalb des Gesichtsfelds und des Einflussbereichs der Bankenaufsichtsbehörden abgewickelt wurden.

Der dubios klingende Begriff der *Schattenbanken* wurde in diesen Berichten explizit erwähnt. Die Aufsichtsbehörden wie auch die Medien stellten in der Folge fest, dass die UBS AG, viele andere schweizerische Geschäftsbanken, aber auch zahlreiche Auslandbanken über Jahre hinweg mit teilweise zweifelhaften Geschäftsmethoden, an der Grenze der Legalität operiert haben. Mit diesen Methoden wurden Kundengelder („new money“) in Milliardenhöhe generiert, zahlungskräftige Neukunden angeworben und beraten.

Sind die Schattenbankensystemen, diese „blinden Flecken“ des Finanzmarkts, verantwortlich für den Fast-Zusammenbruch des Finanzmarkts während der Finanzkrise 2007/2008? Weshalb ist es überhaupt möglich, solche Schatten-systeme zu betreiben und welche „player“ sind involviert? Was ist vorzukehren, damit diese Systeme wirkungsvoll kontrolliert werden können und es künftig zu keinen Marktschädigungen oder Marktverzerrungen mehr kommt?

²⁰ FINMA-Aufsichtsbericht Finanzmarktkrise und Finanzmarktaufsicht vom 14. September 2009, S. 13.

2. Absicht und Ziel der Diplomarbeit

Diesen vorstehend aufgeworfenen Fragen wird im Rahmen der vorliegenden Arbeit nachgespürt und es werden Antworten darauf gesucht. Dabei dienen der letzte Bericht des FSB über die Schattenbanken²¹ sowie die Untersuchungen, Massnahmen und Gesetzte der EU als Richtschnur. Die schweizerischen Bestimmungen werden ergänzend und vergleichend erwähnt. Der Einstieg in das Thema erfolgte anhand eines schweizerischen Fallbeispiels. Gleichwohl kann das Thema nicht ausschliesslich bezogen auf die Schattenbanken-Tätigkeiten der schweizerischen Finanzinstitute abgehandelt werden, zumal das FSB und die EU zum Thema der Schattenbanken federführend sind und die Schattenbankensysteme vom FSB als Kompetenzzentrum seit der Finanzkrise global analysiert werden. Zudem sind die hauptsächlich betroffenen Schweizer Grossbanken global tätig und vernetzt.

Die Schattenbanken-Transaktionen sind komplex, vielschichtig und mit denjenigen der regulierten Finanzinstitute verflochten, was die Analyse erschwert. Deshalb beschränkt sich diese Darstellung auf grundsätzliche Feststellungen, setzt Schwerpunkte und nimmt Bezug auf aktuelle Themen. Auf den Anlegerschutz wird nur am Rande hingewiesen. Es soll das Ziel dieser Arbeit sein, den ziemlich dubiosen und komplexen Schattenbankensektor im Sinne eines Überblicks partiell, bezüglich der wesentlichsten Aspekte zu erhellen und gewisse Zusammenhänge aufzuzeigen. Die Gründe und Auswirkungen der Finanzmarktkrise 2007/2008 sind immer wieder der Bezugspunkt der Ausführungen, zumal die Krise eine längst fällige Reflexion über die Einflüsse des Schattenbankensektors eingeleitet hat.

²¹ FSB, Global Shadow Banking Monitoring Report 2015, 12 November 2015 (nachfolgend FSB Schattenbanken-Bericht 2015), <<http://www.fsb.org/2015/11/global-shadow-banking-monitoring-report-2015>>.

II. Entstehung der Schattenbankensysteme

1. Licht ins Reich der Schattenbanken - die Finanzkrise 2007/2008

Seit der Finanzkrise 2007/2008 taucht der Begriff „Schattenbanken“ in den Medien immer häufiger auf. Allerdings wurde bereits im Vorfeld der Krise von einigen Finanzexperten auf das Phänomen hingewiesen. Der Ökonom und indische Zentralbankenchef Raghuram Rajan wies anlässlich der jährlichen Versammlung der Zentralbanker in Jackson Hole im Jahr 2005 auf die Vielfalt der Transaktionen in der Kapitalvermittlung mit den USA und die Verzerrungen im Finanzsystem durch zweifelhafte Anreizstrukturen hin.²²

Am 9. August 2007 gab die französische Geschäftsbank BNP Paribas bekannt, dass sie hypothekenbesicherte Wertpapiere, die ausserhalb der Bankbilanz in SPV gehalten wurden, nicht mehr bewerten könne und diese Strukturen, trotz höchsten Ratings, deshalb „einfrieren“ müsse. Diese, die Finanzwirtschaft schockierende Nachricht aus Frankreich manifestierte rückblickend betrachtet einen sog. „Minsky Moment“²³. In der Finanzbranche versteht man darunter ein unvermittelt eintretendes Ereignis, welches eine Finanzkrise auslöst, mit-hin den Tropfen, der das Fass zum Überlaufen bringt. Kurz darauf wurde erstmals, wiederum anlässlich der exklusiven Jackson-Hole-Konferenz im Jahre 2007, der Terminus „shadow banking“ von Paul McCulley, Ökonom der Vermögensverwaltungsgesellschaft Pimco²⁴, zementiert.

2. Der Immobilienmarkt in den USA – „Loan Bank System“

Allerdings liegt der Ursprung solcher Schattenbanken-Systeme viel weiter zurück. Im Jahr 1932 wurde nämlich in den USA das „Federal Home Loan

²² LANZ MARTIN, Ursprünge des Schattenbankenwesens, Wie die Parallelwelt entstand, NZZ online, 30. August 2013.

²³ Minsky Moment: Benannt nach dem Ökonom Dr. Hyman Minsky. Der Ausdruck beschreibt den plötzlichen Wertzerfall von Vermögenswerten im Kreditzyklus nach einer langen Phase der Prosperität, ausgelöst durch Spekulationen mit geliehenem Geld (Quelle: Wikipedia zum Begriff Minsky Moment).

²⁴ Pimco, gegründet 1971, Headquarters in Newport Beach USA, ca. 2'300 Mitarbeitende, USD 1'500 billions „asset under management“ (AUM).

Bank“-System implementiert. In diesem Zusammenhang wurden die vom US-Staat geförderten Unternehmen Federal National Mortgage Association (Fannie Mae im Jahr 1938), die Government National Mortgage Association (Ginnie Mae im Jahr 1968) sowie die Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac im Jahr 1970) gegründet. Diese von den USA faktisch mit einer Staatsgarantie ausgestatteten öffentlich-rechtlichen Unternehmen (ähnlich einer schweizerischen öffentlich-rechtlichen Anstalt) dienten der Förderung der privaten Wohnungsbau-Finanzierung. Basierend auf dem „originate-to-distribute“-Modell hielten diese halbstaatlichen Finanzierungs-Unternehmen die Hypotheken nicht, wie etwa in Europa üblich, bis zum Verfall in der Bankbilanz, sondern verbrieften sie zwecks Risikostreuung und Mobilisierung.²⁵ Die Aufsichtsbehörden in den USA duldeten einerseits dieses System der Verbriefung und förderten es andererseits, indem sie den Banken untersagten, für bestimmte Kundengelder Zinsen zu verlangen und für Sichtguthaben der Geschäftsbanken Zinsobergrenzen festzulegen.²⁶ Diese Tiefzinspolitik der Federal Reserve (Fed) sowie die damals geltenden strengen Eigenkapital-Vorschriften motivierten die Geschäftsbanken und die staatlich geförderten Hypotheken-Finanzierungsgesellschaften, nach alternativen Anlagemöglichkeiten zu suchen und ihre Aktiven aus den Bilanzen auszulagern.

Der von den Geschäftsbanken und den Hypotheken-Finanzierungsgesellschaften betriebene Verbriefungsprozess von Hypotheken (Securitization) war und ist bis heute das „Schmiermittel“ und Instrument, um die im Grunde rechtlich starren grundpfandgesicherten Darlehen dem Finanzmarkt zugänglich, sprich handelbar zu machen. Dies geschieht in der Regel über die Auslagerung der Darlehen in eine Zweckgesellschaft (SPV).

Vor diesem Hintergrund kann somit festgestellt werden, dass die Schattenbankensysteme, mit der Möglichkeit der Verbriefung von Hypotheken, nicht erst kurz vor der Finanzkrise 2007/2008 in Erscheinung getreten sind, sondern bereits in den frühen 1930-er Jahren ihre Wurzeln haben.

²⁵ LANZ MARTIN, 1ff.

²⁶ Regulation Q der Federal Reserve (Fed = Notenbank der USA) im Zuge des Glass-Steagall-Acts von 1933.

III. Das Wesen und die Bedeutung der Schattenbanken

1. Einleitende Bemerkungen

Der diffuse Terminus „Schattenbanken“ ist auf den ersten Blick kaum greifbar und der Leser ohne einschlägige Finanzmarktkenntnisse kann sich nur schwer vorstellen, was sich tatsächlich dahinter verbirgt, welche Institute oder Finanztransaktionen darunter subsummiert werden können. Handelt es sich dabei um legale und regulierte Finanzinstitute, welche möglicherweise in Graubereichen des Finanzmarktes tätig sind? Sind vielleicht ungenügend oder nicht regulierte Finanzprodukte, Finanzderivate damit gemeint, die von den Finanzinstituten feilgeboten, verkauft und vertrieben werden? Oder meint der Begriff sogar ausschliesslich verbotene, kriminelle Handlungen von dubiosen Teilnehmern auf den internationalen Finanzplätzen?

Der Anlagebetrugsfall Madoff hat während der Finanzkrise 2007/2008 den Finanzmarkt erschüttert. Der enorme Schaden für die Anleger der involvierten Madoff-Fonds, verursacht durch ein ausgeklügeltes und intransparentes Schneeballsystem (Ponzi-System) belief sich schätzungsweise auf USD 65 Milliarden^{27/28} und die Opfer des Betrugs wissen bis heute nicht, welchen Betrag ihres Investments sie im Rahmen der Liquidation dieses Feeder-Fonds-Konstrukts zurückerhalten werden. Ist die grundsätzliche Skepsis gegenüber den Schattenbankensystemen somit gerechtfertigt?

²⁷ Bericht FINMA, Madoff-Betrug und Vertrieb von Lehman-Produkten: Auswirkungen auf das Anlageberatungs- und Vermögensverwaltungsgeschäft vom 2. März 2010.

²⁸ GREGORIOU GREG N./LHABITANT FRANCOIS-SERGE, Madoff: A riot of red flags, EDHEC Risk and Assset Management Research Center, January 2009.

2. Der Versuch einer Definition

Das Financial Stability Board (FSB)²⁹ verfasste im Oktober 2011 erstmals einen Bericht³⁰, der das Thema der Schattenbanken auf internationaler Ebene gründlich analysierte und versuchte, es greifbar zu machen. Die Europäische Kommission veröffentlichte in der Folge und in Ergänzung zu den Schlussfolgerungen dieses Berichts das Grünbuch Schattenbankenwesen³¹ unter Bezugnahme auf die Begriffsdefinition des FSB.

Im aktuellsten FSB Schattenbanken-Bericht 2015³² wird „shadow banking“ definiert als „credit intermediation involving entities and activities outside of the regular banking system“, also die Kreditvermittlung durch Institute außerhalb des regulierten Bankensystems. Einige Behörden und Marktteilnehmer bezeichnen indessen die Transaktionen im Rahmen des „shadow banking“ weicher als „market-based financing“. Diese Bezeichnung lehnt das FSB ausdrücklich ab und verwendet offiziell den Begriff „shadow banking“, um eine Verharmlosung dieser noch weitgehend unkontrollierten Tätigkeiten zu vermeiden und auf das beträchtliche Missbrauchspotential hinzuweisen.

²⁹ Das Financial Stability Board (FSB) wurde im April 2009 am G20-Gipfel in London, als Nachfolgeorganisation des 1999 implementierten Financial Stability Forum (FSF), gegründet und ist ein Verein nach schweizerischem Recht mit Sitz in Basel. Das FSB schafft internationale Regulierungs-Standards für den Finanzsektor und sorgt für die Umsetzung und Einhaltung der Standards. Diese Standards sind zwar für die angeschlossenen Mitgliedsländer nicht bindend, aber das FSB hat gleichwohl die Möglichkeit Sanktionen auszusprechen (bspw. Ausschluss von Sitzungen, Beschränkungen von grenzüberschreitenden Finanztransaktionen). Das FSB gewährt zudem den Mitgliedsländern technische Hilfe, Zugangserleichterungen zu den internationalen Märkten, erstellt Listen von nicht kooperativen Ländern, gibt Empfehlungen ab und verfasst Studien, insbesondere mit Blick auf die Finanzmarktstabilität.

³⁰ FSB, Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation, Recommendations of the Financial Stability Board, 27 October 2011.

³¹ Europäische Kommission, Grünbuch Schattenbankenwesen, Brüssel, 19. März 2012.

³² FSB, Global Shadow Banking Monitoring Report 2015, 12 November 2015 (FSB Schattenbanken-Bericht 2015).

3. Die zwei Grundelemente

Die Umschreibung des „shadow banking“ enthält zwei Grundelemente, nämlich zum einen die Bezugnahme auf die *Unternehmen*, die ausserhalb des regulären Bankensystems operieren und zum anderen auf die *Tätigkeiten* und Handlungen, die für Nichtbanken bedeutende Finanzierungsquellen darstellen können. Die *Schattenbanken-Unternehmen* werden wie folgt unterteilt:

- Zweckgesellschaften, die Liquiditäts- und/oder Fristentransformation durchführen. Darunter fallen Verbriefungsgesellschaften wie ABCP, Special Investment Vehicles (SIV) und andere Zweckgesellschaften (SPV);
- Geldmarktfonds (Money Market Funds, MMF) und andere Arten von Investmentfonds;
- Investmentfonds, die Kredite zur Verfügung stellen oder mit Fremdmitteln arbeiten sowie die börsengehandelten Fonds (Exchange Traded Funds, ETF);
- Nicht oder nur teilweise regulierte Finanzierungsgesellschaften und Wertpapierhäuser, die Kredite oder Kreditgarantien vergeben;
- Versicherungsgesellschaften und Rückversicherer, welche Kreditprodukte ausgeben.

Das FSB unterscheidet zudem die *Schattenbanken-Tätigkeiten* einerseits in den Prozess der Verbriefung (Securitization) andererseits in das Wertpapierleih- und Repo-Geschäft.

4. Volumen der verwalteten Vermögen

Die Schattenbanken erreichten aufgrund der neusten Untersuchungsergebnisse im Jahr 2014 ein Volumen von USD 36'000'000'000'000.00 (sechsunddreissig Billionen USD).³³

³³ FSB Schattenbanken-Bericht 2015, 9. Der Bericht erfasst in 26 untersuchten Ländern ungefähr 80% des globalen Bruttoinlandsprodukts (GDP) und 90% der weltweiten Vermögen im Finanzsystem.

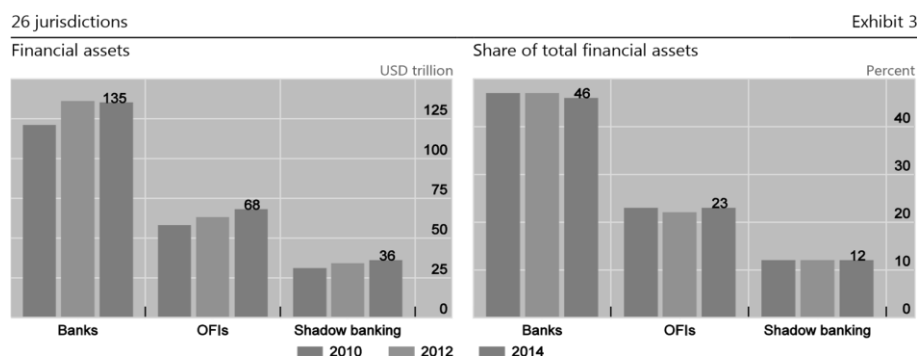
Grafik 1: Vermögen der Finanzintermediäre

	Volumen 2014 (Billionen \$)	Wachstum 2014 (unter Jahr in %)	Durchschnitt Wachstum (2011-2014 in %)
Banken	135	6.4	5.6
Andere Finanzinsti- tute	68	9.0	6.3
Schattenbanken	36	10.1	6.3

Quelle: FSB Schattenbanken-Bericht vom 12. November 2015, 9.

Dieses Volumen ist bemerkenswert, wenn man es mit demjenigen der regulierten Banken sowie den anderen Finanzinstituten (Other Financial Institutes, OFIs) in den berücksichtigten 26 Ländern³⁴ vergleicht. Es beträgt rund 27% des Vermögens das von den regulierten Banken verwaltet wird. Auffallend ist sodann das Wachstum der von Schattenbanken verwalteten Vermögen im Jahr 2014 von über 10 %.

Grafik 2: Schattenbankenvermögen unterteilt nach Finanzsektoren



Quelle: FSB Schattenbanken-Bericht vom 12. November 2015, 10.

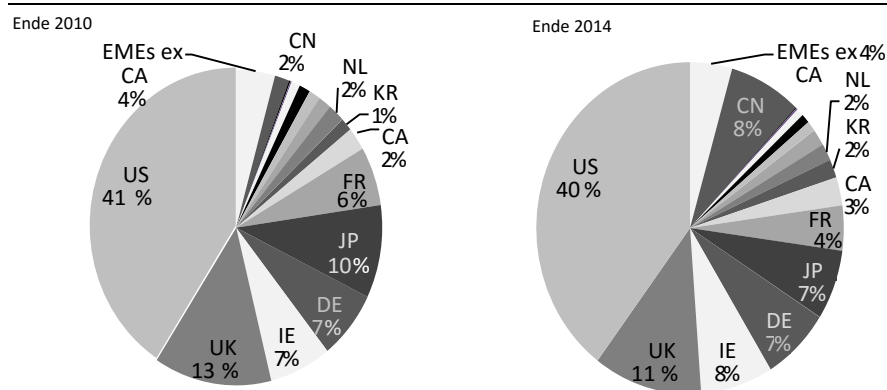
³⁴ Folgende Länder sind involviert: Argentinien, Australien, Brasilien, Chile, China, Deutschland, England, Frankreich, Hong Kong, Indien, Indonesien, Irland, Italien, Japan, Kanada, Korea, Mexiko, Niederlande, Russland, Saudi Arabien, Schweiz, Singapur, Spanien, Südafrika, Türkei, USA.

5. Länderanteil am globalen Volumen der Schattenbanken

Das FSB hat ferner untersucht, wie die Schattenbankenvermögen sich auf die untersuchten Länder aufteilen. Dabei fällt auf, dass die Schattenbankensysteme der USA Ende 2014 ein Volumen von 40% einnehmen. Dieser Wert hat seit der FSB-Untersuchung im Jahr 2010 zwar leicht abgenommen, ist aber immer noch beachtlich. Auffallend ist auch die Zunahme in China um 6 %, was vom FSB als Warnsignal empfunden wird und in Zukunft von den internationalen Organisationen noch verschärfter beobachtet werden wird.

Grafik 3: Aufteilung der Schattenbanken-Vermögen

Aufteilung der Schattenbanken-Vermögen in 26 Ländern der Jahre 2010 + 2014



Länder: CA = Kanada; CN = China; DE = Deutschland; EMEs (Emerging Market Entities) ex CN = Argentinien, Brasilien, Chile, Indien, Indonesien, Mexiko, Russland, Türkei, Saudi Arabien, Südafrika; FR = Frankreich; IE = Irland; JP = Japan; KR = Korea; NL = Niederlande; UK = England; US = USA.

Quelle: FSB Schattenbanken-Bericht vom 12. November 2015, 11.

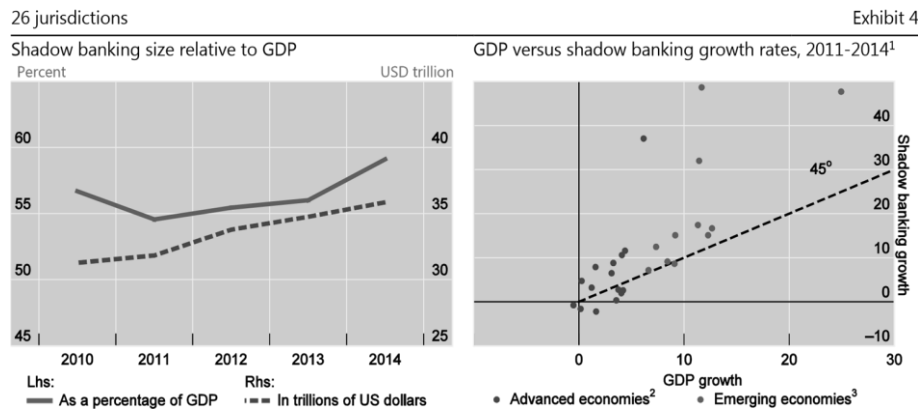
6. Anteil der Schattenbanken am Bruttoinlandsprodukt

Bemerkenswert ist insbesondere die Entwicklung des Volumens der von Schattenbanken verwalteten Vermögen im Vergleich mit dem Bruttoinlandsprodukt (BIP) aller 26 Länder. Die Zunahme des weltweit vom FSB eruierten Schattenbanken-Volumens im untersuchten Zeitraum der Jahre 2011 bis 2014 beträgt im Durchschnitt pro Jahr ungefähr USD 1'300'000'000'000.00 (1.3

Billionen USD). Das Gesamtvolumen der von Schattenbanken verwalteten Vermögen entspricht 59% des Bruttoinlandsprodukts aller 26 untersuchten Länder, eine Zunahme von 4% im Vergleich mit dem Anteil von 55% im Jahr 2012. Der Anteil der Schattenbankenvermögen beträgt per Ende 2014 12% am Vermögen im weltweiten Finanzsystem.³⁵

Diese Werte dokumentieren eindrücklich, dass die Schattenbanken volkswirtschaftlich einen bedeutenden Einfluss ausüben, signifikant und sukzessive an Bedeutung zunehmen.

Grafik 4: Schattenbanken und Bruttoinlandsprodukt



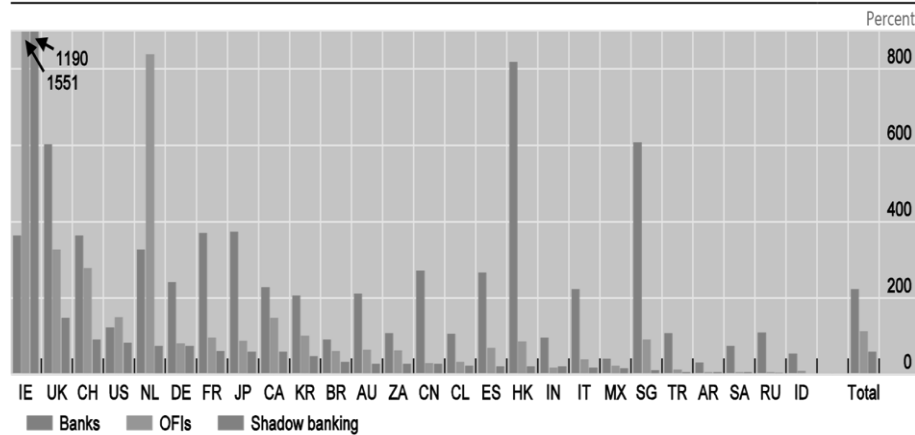
Quelle: FSB Schattenbanken-Bericht vom 12. November 2015, 10.

Die nachfolgende Grafik des FSB beleuchtet ergänzend, inwiefern sich der Anteil der Schattenbanken am jeweiligen Bruttoinlandsprodukt der untersuchten Länder verändert hat. Frappant ist die Entwicklung in Irland, wo der Anteil der anderen Finanzintermediäre (OFIs) am Bruttoinlandsprodukt 1'151% beträgt und derjenige der Schattenbanken sogar 1'190% ausmacht. Signifikant sind auch die markanten Ausschläge des Finanzmarktanteils in den Niederlanden (OFIs über 800 %), Hongkong (Banken über 800 %) und Singapur (Banken über 600%). Auch die Schweiz hat ein Übergewicht mit einem Anteil der Banken von nahezu 400%.

³⁵ FSB Schattenbanken-Bericht 2015, 9 ff.

Grafik 5: Schattenbanken, OFIs und Banken in % des BIP (GDP)

26 Länder Ende 2014



Quelle: FSB Schattenbanken-Bericht vom 12. November 2015, 12.

7. Schlussfolgerungen basierend auf den vom FSB eruierten Zahlen

Folgende Aspekte ragen hervor, wenn man die Zahlen und Grafiken zusammenfassend analysiert: In einigen Ländern besteht eine weit überdurchschnittliche Dominanz des Finanzmarktsektors gemessen am Bruttoinlandsprodukt, die auch als volkswirtschaftliches Klumpenrisiko bezeichnet werden kann. Diese Länder sind wesentlich anfälliger auf Einflüsse der Schattenbanken, auf Marktrisiken und auf die Auswirkungen einer Finanzmarktkrise. Zudem sticht die Dominanz des US-Finanzmarkts ins Auge. Dortige Krisen infizieren deshalb, wegen der weltweiten Vernetzung der Finanzmärkte und der Finanzinstitute, automatisch die anderen Finanzmärkte. Zudem sind China sowie Irland vom FSB offenkundig als neue Gefahrenherde identifiziert.

Die Tendenz der Vermögensverlagerung in Richtung Schattenbanken wird wahrscheinlich in den nächsten Jahren anhalten und sich noch verschärfen, was nicht zuletzt auch auf die zunehmende Regulierungsdichte im Bankenwesen zurückzuführen ist. Die Schattenbanken sind von Finanzmarkt-Regulierungen in der Regel nicht gleich stark betroffen und viele Finanzdienstleister weichen auf Dienstleistungen oder Sitzstandorte aus, die nicht oder nur ungenügend reguliert sind (sog. Regulierungsarbitrage).

IV. Institute und Unternehmen im Schatten der regulierten Banken

1. Vorbemerkung

In Anlehnung an die Begriffsumschreibung des FSB werden nachfolgend die Institute und Unternehmen, die im Schattenbankensystem aktiv und nicht reguliert sind, dargestellt. Die Versicherungsbranche sowie deren Versicherungsprodukte werden in dieser Arbeit ausgeklammert. Ziel ist es, die wichtigsten, nicht regulierten Schattenbanken-Institute und Schattenbanken-Instrumente zu erfassen und deren Einfluss auf den Finanzmarkt aufzuzeigen. Interessant sind insbesondere diejenigen Institute, die keiner prudenziellen Aufsicht³⁶ unterliegen.

2. Übersicht über die Institute und Instrumente

Das FSB hat im Schattenbanken-Bericht 2015 eine Einordnung von Schattenbanken-Geschäften nach deren ökonomischer Funktion³⁷ vorgenommen:

- EF1: Management von kollektiven Anlageinstrumenten mit spezifischen Eigenschaften (Geldmarktfonds, gemischte Fonds, Kredit-Hegde-Fonds, Immobilienfonds);
- EF2: Kurzfristige Kredit-, Darlehensgeschäfte (Finanzierungs-, Leasing-, Factoring-, Konsumkreditgesellschaften);

³⁶ Unter dem Begriff „prudenzielle Aufsicht“ ist ein präventives Regulierungskonzept zu verstehen, das ausreichende Solvenz und finanzielle Stabilität der Finanzinstitute und des Finanzsystems sowie die Risikoabgrenzung in den Vordergrund stellt. Dieses Regulierungs- und Aufsichtskonzept wird in der Schweiz von der FINMA verfolgt: Ein Finanzinstitut benötigt zunächst eine wirtschaftspolizeiliche Betriebsbewilligung (Bankenlizenz), muss laufend Transparenz-, Eigenkapital- und Liquiditätsvorschriften einhalten, ein adäquates Risikomanagement betreiben und mittels Prüfberichten Rechenschaft ablegen (sog. dualistische Aufsicht, ausgeübt durch FINMA und externe Prüfgesellschaft). Verstösse werden von der Aufsichtsbehörde sanktioniert, im „worst case“ mit dem Lizenzentzug

³⁷ FSB Schattenbanken-Bericht 2015, 8.

- EF3: Kurzfristige Vermittlung von Finanzmarktgeschäften oder besicherten Kundenvermögen (Makler und Händler);
- EF4: Erleichterung von Kreditaufnahmen, -vergaben (Kredit-Versicherungsgesellschaften, Finanzgaranten, Monoline-Gesellschaften³⁸);
- EF5: Auf Verbriefung spezialisierte Kreditvermittlung und die Gründung von Finanzgesellschaften (Verbriefungs-Vehikel, wie SPV, SIV)

Die nachstehende Grafik zu den ökonomischen Funktionen der Schattenbanken macht deutlich, dass die Kategorie EF1 (Kollektive Anlageformen) mit einem ökonomischen Anteil von 60% markant überwiegt. Diese Kategorie verdient deshalb ein besonderes Augenmerk und eine vertiefte Beurteilung.

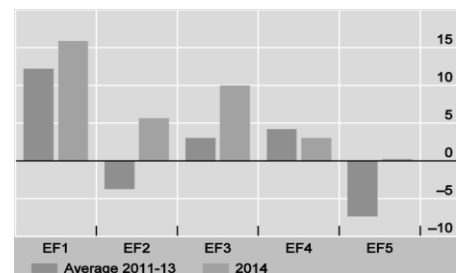
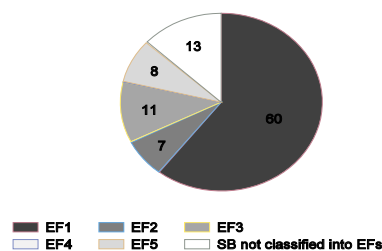
Grafik 6: Schattenbanken nach ihrer ökonomischen Funktion

Relative Grösse der ökonom. Funktion

Jährliches Wachstum der jeweiligen ökonomischen Funktion von 2011 bis 2014

Ende 2014

Prozent



Quelle: FSB Schattenbanken-Bericht vom 12. November 2015, 15.

Die anderen Kategorien EF2-EF5 halten sich mit 7 bis 11 % Anteil an der ökonomischen Funktion in etwa die Waage. Auffällig ist auch der Rückgang der Kategorie EF5 (SPV) von über minus 5% in den Jahren 2011-2013 und

³⁸ Gesellschaften, die nur ein einziges sehr spezifisches und spezialisiertes Finanzgeschäft betreiben (im Grunde das Gegenteil des Allfinanz-Geschäfts einer Universalbank). Im Zusammenhang mit der Finanzkrise 2007/2008 sind damit insbesondere die in den USA domizilierten Versicherungen gemeint, die den Ausfall von Wertpapierengeschäften (MBS, ABS CDO etc.) versichern. Beispiele aus der USA: Assured Guaranty, MBIA Insurance, Financial Guaranty Insurance Company, usw.

ein faktisches Nullwachstum im Jahre 2014. Diese Vehikel spielen eine zentrale Rolle im Verbriefungsprozess von vermögensbesicherten Wertschriften. Der Rückgang deutet auf eine verstärkte Regulierung und eine erhöhte Risikoaversion der Investmentbanken hin.

Die Einordnung durch das FSB in die ökonomischen Kategorien erweist sich als aufschlussreiche und anschauliche Übersicht und dient in dieser Arbeit als Richtschnur. Es wird nachfolgend aufgrund der Bedeutung im Schattenbankensystem (60% relative Grösse gemessen an der ökonomischen Funktion) ein Schwerpunkt auf die Kategorie EF1 gelegt.

3. Die Fondsgesellschaften (Kategorie EF1)

a) Der Einfluss der Hedge Fonds im Schattenbankensystem

aa) Funktionsweise und Regulierung der Hedge Fonds

Hedge-Fonds treten als Anlagevehikel im Finanzmarkt in vielen unterschiedlichen Ausprägungen auf. Die Bezeichnung ist diffus, weil diese Fonds nicht mehr in erster Linie eine Absicherungspolitik ("Hedging") betreiben. Im Vordergrund steht, mittels Hebelfinanzierung („leverage“)³⁹ und dem Einsatz von alternativen Anlageinstrumenten für den Anleger eine möglichst attraktive Rendite zu erzielen. Man unterscheide in zwei Kategorien, den Single-Hedge-Fonds und den Dach-Hedge Fonds („fond of fonds“). In der Schweiz spielen Hedge Fonds eine untergeordnete Rolle, denn es sind vor allem Dach-Hedge Fonds angesiedelt. Folgende Merkmale charakterisieren einen Hedge Fonds:⁴⁰

- Hedge-Fonds unterliegen in der Regel keinen oder kaum Beschränkungen hinsichtlich der eingesetzten Asset-Klassen, der Risikostreuung und

³⁹ Die Hebelung des Eigenkapitals (Leverage) erfolgt sowohl über Kreditaufnahmen bei einem Prime Broker (direkter Leverage) als auch über den Einsatz von Derivaten (finanzieller Leverage). Der effektive Leverage beträgt oft das Mehrfache des verwalteten Fonds-Vermögens, in Extremfällen im zweistelligen Bereich.

⁴⁰ Positionspapier der Eidgenössischen Bankenkommission (EBK), Hedge-Fonds Marktentwicklung, Risiken und Regulierung, September 2007 (nachfolgend EBK „Hedge-Fonds“ Bericht 2007).

den Anlagestrategien. Auch der Einsatz von Derivaten zu Spekulationszwecken ist möglich.

- Viele Hedge-Fonds nehmen in erheblichem Umfang zusätzliches Fremdkapital auf (direkter „leverage“).
- Hedge-Fonds verfolgen eine Vielzahl von Anlagestrategien.
- Hedge-Fonds setzen sich in der Regel zum Ziel, unabhängig von der allgemeinen Marktsituation einen positiven Ertrag zu erwirtschaften.
- Sie unterliegen im Vergleich zu anderen kollektiven Kapitalanlagen geringen Offenlegungspflichten.
- Die Hedge-Fonds-Manager sind oft selber mit einem Teil ihres Privatvermögens am Hedge-Fonds beteiligt.
- Zusätzlich zu den in der Regel hohen Ausgabe- und Verwaltungsgebühren erheben Hedge-Fonds häufig eine performanceabhängige Gebühr. Diese schwankt in der Regel zwischen 20% und 50%.
- Die meisten Hedge-Fonds schreiben eine Mindesteinlage von CHF 500'000.00 oder mehr vor.
- Es ist in der Regel nicht möglich jederzeit den Rückkauf der Anteile zu verlangen. Häufig gelten Sperrfristen („lock-in-periods“) von bis zu drei Jahren.

bb) Aufbau der Hedge-Fonds

Die ausländischen Hedge-Fonds haben häufig die Rechtsform einer „limited partnership“ nach angelsächsischem Recht (in der Schweiz vergleichbar mit einer Kommanditgesellschaft). Das Fondsvermögen befindet sich im Gemeinschaftsbesitz der Investoren und des unbeschränkt haftenden Gesellschafters (Komplementär, General Partner, Sponsor). Die meisten Hedge-Fonds sind an Offshore-Standorten angesiedelt (Cayman Islands, den British Virgin Islands, den Bermudas, usw.). Beliebte sind auch die USA (Delaware). Der Sponsor ist üblicherweise eine Aktiengesellschaft (Limited Liability Company, Ltd.). Die Investoren stellen nur Kapital zur Verfügung. Gewisse Länder verlangen, dass nur qualifizierte Investoren in einen Hedge-Fonds investieren dürfen. In der Regel übernimmt der Sponsor das Management des

Hedge-Fonds. Die USA und London sind dominant als Domizilländer für Hedge-Fonds Manager. Irland ist beliebt als Standort für die ausgelagerte Fondsadministration. Der Wertschriftenhandel (Kauf- und Verkaufsaufträge) werden über den Primebroker⁴¹ (meist eine Investmentbank) abgewickelt, der häufig auch als Depotbank fungiert.

cc) *Schlussfolgerungen der EBK im „Hedge-Fonds“ Bericht vom September 2007*

Die EBK erwähnt im Bericht⁴² zunächst einmal die positiven Aspekte der Hedge-Fonds-Aktivitäten im Finanzmarkt: Diese stellen Liquidität zur Verfügung, sorgen für Innovation, Effizienz und Effektivität. Sodann tragen sie wesentlich zu einer effizienten Kapital- und Risikoallokation bei, erhöhen die Marktliquidität und fördern eine effiziente Preisbildung. Der Einfluss der Hedge-Fonds ist, laut Bericht, aber noch weitgehend ungeklärt und das Scheitern eines potenten Hedge-Fonds kann die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems ernsthaft bedrohen, vor allem wenn die Schieflage des Fonds mit einer erheblichen Verschlechterung der Marktliquidität verbunden ist. Hinweise, wonach Hedge-Fonds für Marktmissbräuche anfälliger sind als andere Marktteilnehmer und aus diesem Grund einer besonderen Regelung bedürften, stellte die EBK nicht fest. Es wird im Bericht aber auch auf diverse Gefahren der Hedge-Fonds-Tätigkeiten hingewiesen, namentlich die Gefährdung der Marktintegrität (vor allem Insiderdelikte), die Einflussnahme auf die Unternehmenspolitik durch massgebliche Beteiligungen (Gefahr eines „unfriendly takeover“) sowie die Gefährdung des Anlegerschutzes (fehlende Transparenz, fehlende „suitability“). Spannend sind indessen die Ausführungen zum Einfluss der Hedge-Fonds auf die Systemstabilität.

⁴¹ Begriff „primebroker“ gemäss der Begriffsdefinition der EU (Richtlinie 2011/61/EU): „Ein Kreditinstitut, eine regulierte Wertpapierfirma oder eine andere Einheit, die einer Regulierungsaufsicht und ständigen Überwachung unterliegt und professionellen Anlegern Dienstleistungen anbietet, in erster Linie, um als Gegenpartei Geschäfte mit Finanzinstrumenten zu finanzieren oder durchzuführen, und die möglicherweise auch andere Dienstleistungen wie Clearing und Abwicklung von Geschäften, Verwahrungsdienstleistungen, Wertpapierleihe und individuell angepasste Technologien und Einrichtungen zur betrieblichen Unterstützung anbietet“.

⁴² EBK „Hedge-Fonds“ Bericht 2007, 34 ff.

dd) Der Einfluss der Hedge-Fonds auf die Systemstabilität

Hedge-Fonds können die Systemstabilität auf direkte und indirekte Weise gefährden. Die direkte Form der Gefährdung manifestiert sich durch die Tätigkeiten der Banken, welche für das Prime-Brokerage verantwortlich zeichnen und mit den Hedge-Fonds Kredite austauschen. Dadurch entstehen für die Banken Gegenparteirisiken, sofern ein Hedge-Fonds bei einem Ausfall seinen Verpflichtungen aus offenen Positionen mit den Banken nicht mehr erfüllen kann. In der Regel verlangen die Banken von den Hedge-Fonds Sicherheiten („collaterals“) zur Deckung der Forderungen. Falls indessen die Höhe oder die Qualität der hinterlegten Sicherheiten ungenügend ist, entsteht für die Bank das Risiko von Kreditverlusten. Diese Situation kann, aufgrund der Vernetzung der Banken und der Hedge-Fonds zu einer Rückkoppelung (Dominoeffekt) führen. Die EBK hält explizit fest, dass dieser Effekt eine Finanzkrise auslösen könne.⁴³

Indirekt können Hedge-Fonds mit ihren Handelsstrategien ein Risiko für die Finanzmärkte darstellen, insbesondere wenn einer oder mehrere auf den Markt dominante Hedge-Fonds erhebliche Verluste erleiden. Ein Rückkoppelungseffekt wird ausgelöst, sofern Anleger ihre Einlagen zurückziehen, zugleich die Kurse der Hedge-Fonds-Produkte fallen und die Hedge-Fonds ihren Verpflichtungen gegenüber den Banken nicht mehr erfüllen können. Hedge-Fonds, welche ähnliche Strategien verfolgen, können die Negativspirale in einer Krise noch verstärken („herding behaviour, crowded trades“), was letztlich zu einem Versiegen der Marktliquidität führen kann. Die fehlende Liquidität der Hedge-Fonds würde automatisch auch zu Ausfällen im Handelsbuch der Banken führen, sofern die hinterlegten Sicherheiten ungenügend sind. Die Berechnung dieser Sicherheiten ist angesichts der ausgeklügelten Anlagestrategien sowie der Investitionen in teilweise komplexe Finanzinstrumente sehr anspruchsvoll und hängt auch davon ab, welche Risikoberechnungsmethode zur Anwendung gelangt. Verlangt die Bank als Prime-Broker vom Hedge-Fonds – im Falle einer Krise und angesichts der Wertzerfalls bereits hinterlegter Sicherheiten – zusätzliche Sicherheiten („margin calls“), dann wird der Liquiditätsengpass des Hedge-Fonds noch grösser was die Krise beschleunigt und andere Hedge-Fonds infiziert. Durch den Wertzerfall der Hedge-Fonds-

⁴³ EBK „Hedge-Fonds“ Bericht 2007, 34 ff.

Anteile werden die Investoren ihr Kapital zurückziehen, was den Liquiditätsmangel beschleunigt und zu einer kaum aufhaltbaren Abwärtsspirale führt.⁴⁴

ee) Die Regulierung der Hedge-Fonds in der Schweiz

Zunächst gilt es festzuhalten, dass die schweizerische Fonds-Gesetzgebung (KKG, KKV) stark der EU-Regulierung angeglichen wurde. Zahlreiche Restriktionen und Vorgaben wurden aus der EU-Gesetzgebung⁴⁵ übernommen und der sog. „swiss finish“ (spezifische, in der Regel einschränkende schweizerische Sonderregeln) wurde weitgehend abgeschafft.

In der Schweiz fallen die Hedge-Fonds grundsätzlich unter die Fondskategorie der übrigen Fonds für alternative Anlagen gemäss Art. 71 KAG, zumal ihre Investitionen aufgrund des Einsatzes von Fremdkapital und/oder von Finanzderivaten meistens eine Hebelwirkung haben. Der Umfang der eingesetzten Hebelfinanzierung ist reguliert. Die Fonds der Kategorie „übrige Fonds für alternative Anlagen“ dürfen gestützt auf Art. 100 KKV Fremdmittel in der Höhe von höchstens 50 % des Nettofondsvermögens aufnehmen, höchstens 100 % des Nettofondsvermögens verpfänden und in Bezug auf den Einsatz von Hebelinstrumenten ein Gesamtengagement von maximal 600% eingehen.

Wer in der Schweiz Kapitalanlagen verwaltet, aufbewahrt oder an nicht qualifizierte Anleger vertreibt, benötigt basierend auf Art. 13 und 14 KAG eine Bewilligung der FINMA, welche an bestimmte Voraussetzungen gebunden ist (guter Ruf, Gewährserfordernis, fachliche Qualifikation). Als Vertrieb gilt laut Art. 3 KAG jedes Anbieten von Fondsprodukten und jedes Werben dafür, das sich nicht an qualifizierte Anbieter richtet. Privatpersonen können schriftlich erklären, dass sie als qualifizierte Anleger gelten wollen und beim Abschluss eines schriftlichen Vermögensverwaltungsvertrags erhalten sie diesen Status

⁴⁴ EBK „Hedge-Fonds“ Bericht 2007, 34 ff.

⁴⁵ Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren, ABl L 257, vom 17. September 2014, 186 ff. und Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds, ABl L 174 vom 8. Juni 2011, 1 ff.

automatisch.⁴⁶ In der KKV werden sodann Voraussetzungen aufgelistet⁴⁷, welche erfüllt sein müssen, damit ein Anleger als qualifizierter Anleger gilt und der Fondsanbieter demnach von gesetzlichen Erleichterungen profitiert⁴⁸. Diese schweizerischen Regelungen sind denjenigen in der EU angeglichen, wobei festzustellen ist, dass die EU-Regelungen noch etwas differenzierter ausgestaltet sind.⁴⁹

ff) Die Regulierung der Hedge-Fonds in der EU

In der EU sind das Anbieten, die Verwaltung und der Vertrieb von alternativen Fondsprodukten (AIF) wie auch die Manager (AIFM) reguliert.⁵⁰ AIFM dürfen nur dann AIF verwalten, wenn sie gestützt auf die EU-Richtlinie zugelassen wurden und die AIF über einen EU-Pass verfügen. Dabei werden die Mitgliedstaaten bzw. deren Aufsichtsbehörden angewiesen, Auskünfte über die Organe, die Identität der Anteilseigner oder Mitarbeiter des AIFM mit einer qualifizierten Beteiligung einzuholen. Zusätzlich wird für die Zulassung ein Geschäftsplan, Angaben über die Vergütungspolitik und die Weiterübertragung von Funktionen an Dritte verlangt.⁵¹ Es werden sodann Vorschriften zu

⁴⁶ Art. 10 Abs. 3^{bis} und 3^{ter} KAG.

⁴⁷ Art. 6 KKV verlangt eine qualifizierende Ausbildung oder Erfahrung des Anlegers oder Vermögen von mind. CHF 500'000.00 oder eine schriftliche Erklärung zum Vermögensbesitz von mind. CHF 5 Mio.

⁴⁸ Laut Art. 10 Abs. 5 KAG kann die FINMA den Fondsanbieter von bestimmten Vorschriften und Pflichten befreien, wie die Prospektpflicht, Erstellung Halbjahresbericht, Recht des Anlegers auf jederzeitige Kündigung, Ausgabe und Rückgabe in bar, Risikoverteilung.

⁴⁹ Richtlinie 2014/65/EU vom 15. Mai 2014 über die Märkte für Finanzinstrument, ABl L 173 vom 15. Mai 2014, 483, Anhang II betr. Professionelle Kunden: Folgende Voraussetzungen (mind. 2 Kriterien müssen erfüllt sein): Der Kunde hat am relevanten Markt während der vier vorangehenden Quartale durchschnittlich pro Quartal 10 Geschäfte von erheblichem Umfang abgeschlossen; das Finanzinstrument-Portfolio des Kunden, das definitionsgemäss Bardepots und Finanzinstrumente erfasst, übersteigt EUR 500'000.00; der Kunde ist oder war mindestens ein Jahr lang in einer beruflichen Position im Finanzsektor tätig, die Kenntnisse über die geplanten Geschäfte oder Dienstleistungen voraussetzt.

⁵⁰ ABl L 174 vom 8. Juni 2011, 1ff.

⁵¹ ABl L 174 vom 8. Juni 2011, 20.

Anfangskapital und Eigenmitteln statuiert und Vorgaben zur Liquiditätsmanagement, Vergütungspolitik, möglichen Interessenkonflikten und Risikomanagement festgehalten.⁵² Zudem bestehen umfassende Informationspflichten gegenüber den Anlegern wie auch gegenüber den Behörden.⁵³ Die Hebelfinanzierung des AIF kann von der zuständigen Behörde des Herkunftsmitgliedstaates beschränkt werden.⁵⁴ Der Erwerb bedeutender Beteiligungen und der Kontrolle über nicht börsennotierte Unternehmen ist bei Überschreiten bestimmter Schwellenwerte der zuständigen Behörde des Herkunftsmitgliedstaates durch den AIFM zu melden.⁵⁵ Übernimmt der AIFM die Kontrolle über ein Unternehmen, muss dies dem betreffenden Unternehmen, dessen Anteilseignern und der zuständigen Behörde gemeldet werden.⁵⁶

Das Recht der EU-AIFM und Nicht-EU-AIFM zum Vertrieb und zur Verwaltung⁵⁷ von EU-AIF und Nicht-EU-AIF ist detailliert vorgeschrieben und den zuständigen Behörden werden weitreichende Untersuchungs- und Sanktionsrechte⁵⁸ eingeräumt. AIFM, die unter Einsatz von Hebelfinanzierungen Vermögen bis zu EUR 100 Mio. verwalten sowie AIFM, die ohne Hebelfinanzierung Vermögen bis zu EUR 500 Mio. verwalten sind indessen von der EU-Regulierung nicht erfasst.

⁵² ABl L 174 vom 8. Juni 2011, 22+23.

⁵³ ABl L 174 vom 8. Juni 2011, 33-35.

⁵⁴ ABl L 174 vom 8. Juni 2011, 35.

⁵⁵ ABl L 174 vom 8. Juni 2011, 37.

⁵⁶ ABl L 174 vom 8. Juni 2011, 37+38.

⁵⁷ ABl L 174 vom 8. Juni 2011, 39 ff.

⁵⁸ ABl L 174 ff. vom 8. Juni 2011, 57-58: Folgende Mittel stehen den Behörden zur Verfügung: Auskunfts-, Einsichtsrecht, angekündigte und unangekündigte Ermittlungen vor Ort, Einfordern von Telefonaufzeichnungen und Datenübermittlungen, Unterlassen von ungesetzlichen Praktiken, Einfrieren und Beschlagnahme von Vermögenswerten, vorübergehendes Berufsverbot, Auskunftserteilung von Dritten (Depotbanken und Prüfstellen), Ausgabe/Rücknahme/Auszahlung von Anteilen verlangen, Zulassungsentzug, Einschaltung Strafbehörden, Einsatz von Untersuchungsbeauftragten.

b) Der Einfluss der Geldmarktfonds

Nebst den Hedge-Fonds üben auch die Geldmarktfonds einen erheblichen Einfluss aus, bezüglich der Finanztransaktionen die nicht im Rahmen des regulierten Bankensystems stattfinden. Geldmarktfonds sind im Grunde das letzte Glied der Schattenbank-Kette. Da die Geldmarkttitel von institutionellen Anlegern jederzeit eingelöst werden können, kommt es bei Geldmarktfonds trotz der kurzen Laufzeit ihrer Investments zu einer Fristentransformation. Sie transformieren längerfristige Vermögenswerte in kurzfristige Verbindlichkeiten und investieren in Finanzinstrumente mit einer Laufzeit von maximal einem Jahr, die auf dem Geldmarkt gehandelt werden, liquide sind und deren Wert jederzeit bestimmt werden kann. Während der Finanzkrise 2007/2008 brachen als Folge des Lehman Brothers Konkurses auch die Kurse einiger Geldmarktfonds massiv ein, weil Anleger befürchteten, die Geldmarktfonds hätten in illiquide Produkte von Lehman Brothers investiert⁵⁹ und sie daraufhin ihre Anteile zurückzogen.

aa) Die Regulierung der Geldmarktfonds in der Schweiz

Nach schweizerischer Gesetzgebung können Geldmarktfonds und Cash-Fonds als Effektenfonds laut Art. 53 ff. KAG aufgelegt werden.⁶⁰ Es sind in Anwendung von Art. 57 KAG die Grundsätze der Risikoverteilung (Diversifikation) einzuhalten. Der Einsatz von Geldmarktinstrumenten ist in Art. 74 KKV geregelt und die Fondsleitung darf diese unter der Voraussetzung erwerben, dass diese liquide und bewertbar sind und an einer Börse oder einem anderen geregelten, dem Publikum offenstehenden Markt gehandelt werden. Die nicht handelbaren Geldmarktinstrumente dürfen laut Art. 74 Abs. 2 KKV nur erworben werden, sofern spezifisch bezeichnete Institute diese begeben oder dafür garantieren (bspw. SNB, EZB, internationale Organisationen usw.).

⁵⁹ BUCHTER HEIKE, BlackRock, Eine unheimliche Weltmacht greift nach unserem Geld, Campus Verlag 2015, S. 112, „run for the exit“ am Beispiel des Geldmarktfonds „Reserve Fund“.

⁶⁰ Botschaft des Bundesrates vom 2. März 2012 über die Änderung des Kollektivanlagengesetzes (KAG), BBl 3639 ff.

bb) Die Regulierung der Geldmarktfonds in der EU de lege ferenda

Internationale Organisationen wie das FSB, IOSCO sowie der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (ESRB) stuften die Geldmarktfonds („money market funds“, MMF) im Bereich der Vermögensverwaltung als systemrelevant ein, dies gestützt auf die Vorkommnisse während der Finanzkrise (Gefahr eines „run for exit“) und der engen Verflechtungen der MMF mit der Realwirtschaft. In der Folge verabschiedete das Europäische Parlament den Entschluss, einen Vorschlag mit dem Schwerpunkt MMF vorzulegen. Das europäische Parlament und der europäische Rat haben schliesslich am 4. September 2013 einen detaillierten Entwurf einer Verordnung über MMF⁶¹ publiziert. Im europäischen Raum werden Vermögen von ungefähr EUR 1'000 Milliarden von MMF verwaltet. Die Mehrheit der MMF (60% die rund 80% Vermögen verwalten), fällt unter die OGAW-Richtlinie⁶², die meisten übrigen MMF sind seit Juli 2013 den Regulierungsbestimmungen der AIFM-Richtlinie⁶³ unterworfen. Bemerkenswert ist auch, dass 95% des MMF-Marktes von Frankreich, Irland und Luxemburg beherrscht wird. Nachfolgend wird stichwortartig auf die wichtigsten vorgeschlagenen Änderungen und Neuerungen hingewiesen.

Erlaubte Investitionen gemäss Art. 8 des E-MMF-VO:

- Kauf von Geldmarktinstrumenten;
- Einlagen bei Kreditinstituten;
- Einsatz von Finanzderivaten;
- umgekehrte Pensionsgeschäfte⁶⁴.

⁶¹ Vorschlag für eine Verordnung des europäischen Parlaments und des Rates über Geldmarktfonds, 2013/0306 (COD) vom 4. September 2013 (nachfolgend E-MMF-VO).

⁶² Richtlinie 2009/65/EG über Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren, ABl L 257 vom 23. Juli 2014, 186 ff. (OGAW).

⁶³ Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds, ABl L 174 vom 8. Juni 2011, 1 ff. (AIFM).

⁶⁴ In Art. 2 Ziffer 5. des E-MMF-VO wird das umgekehrte Pensionsgeschäft definiert als eine Vereinbarung, durch die eine Partei von einer Gegenpartei Wertpapiere oder

Nicht erlaubte Investitionen gemäss Art. 8 Abs. 2 des E-MMF-VO:

- Leerverkäufe;
- direktes oder indirektes Engagement in Aktien, Rohstoffen, auch über Derivate, Zertifikate, Indizes oder andere Geschäfte;
- Wertpapierverleih- oder Wertpapierleihgeschäft, Pensionsgeschäfte oder andere Geschäfte, die die Vermögenswerte des Geldmarktfonds belasten würden;
- Aufnahme und Vergabe von Barkrediten;
- Verbriefungen sind unter bestimmten Voraussetzungen⁶⁵ zulässig;
- Es bestehen ausführliche Diversifizierungs- und Bewertungsvorschriften⁶⁶;
- Es muss regelmässig ein internes Rating vorgenommen werden. Externe Ratings sind nicht erlaubt⁶⁷;
- Zum Schutz der Anleger gilt das „Know-your-Customer-Prinzip“ und es müssen regelmässig Stresstest durchgeführt und dokumentiert werden⁶⁸;
- Es gelten ausführliche Bewertungsvorschriften und Transparenzanforderungen⁶⁹ sowie Reporting-Pflichten gegenüber den Behörden.

Rechte in Bezug auf einen Titel oder ein Wertpapier in Verbindung mit der Verpflichtung erhält, diese zu einem festgelegten oder noch festzulegenden späteren Zeitpunkt zu einem festgelegten Preis zurück zu verkaufen. Die strengen Voraussetzungen sind in Art. 13 E-MMF-VO geregelt (bspw. jederzeitige Kündigung innert 2 Arbeitstagen, Marktwert der entgegengenommenen Geldmarktfonds mindestens gleich hoch wie ausgegebene Barmittel, usw.).

⁶⁵ E-MMF-VO, 10: Basiswert ist eine Unternehmensschuldverschreibung mit hoher Kreditqualität und die Restlaufzeit beträgt maximal 397 Tage. Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) arbeitet die technischen Regulierungsstandards aus.

⁶⁶ E-MMF-VO, 10.

⁶⁷ E-MMF-VO, 36 + 39.

⁶⁸ E-MMF-VO, 34 + 39.

⁶⁹ E-MMF-VO, 40 + 47.

cc) *Die Negativ-Beispiele LTCM und Bear Stearns*

Bereits im Jahr 1998 kam es zum Beinahe-Bankrott des Hedge-Fonds LTCM (Long Time Capital Management). Das Fonds-Management verfolgte eine Konvergenzstrategie und kaufte demnach Long-Positionen in Staatsanleihen mit hohen Renditen und Short-Positionen in Staatsanleihen mit tiefen Renditen. Die Käufe wurden massiv fremdfinanziert (Hebel-Faktor 25). Durch eine unvorhersehbare Marktveränderung, nämlich die Abwertung des Rubels in Russland (damals UDSSR) kam es zu einer Flucht der Anleger in sichere Währungen, was aufgrund des Risikoaufschlags zu einer Vergrößerung der Zinsdifferenzen führte. Das Eigenkapital von LTCM schrumpfte von USD 4.3 Mia. auf USD 600 Mio. LTCM musste in der Folge mit erheblichen Verlusten für die Investoren liquidiert werden.⁷⁰

Die EBK beschreibt sodann in ihrem „Hedge-Fonds“-Bericht 2007 einen markanten Problemfall vom Juni 2007, also im Anfangsstadium der Finanzkrise 2007/2008. Erwähnt werden mehrere auf den Cayman-Inseln ansässige Hedge-Fonds⁷¹ der Investmentbank Bear Stearns⁷², die sich mit der Verbriefung von "subprime loans", verspekuliert hatten⁷³. Das Volumen der Fonds betrug damals USD 900 Mio. (zwischenzeitlich betrug dieses über USD 20 Mia.). Infolge der Subprime-Krise in den USA zogen Investoren innerhalb kurzer Zeit USD 300 Mio. Kapital zurück, was zu einem massiven Kurseinbruch der Hedge-Fonds von 23% führte. Die Bank Bear Stearns musste sodann unverzüglich aus eigener Liquidität USD 3.2 Mia. investieren und sich

⁷⁰ HAFNER WOLFGANG, Im Schatten der Derivate, das schmutzige Geschäft der Finanzelite mit der Geldwäsche, Eichborn 2002, S. 178 ff. sowie EBK «Hedge-Fonds» Bericht 2007, S. 37, Textbox 5.1.

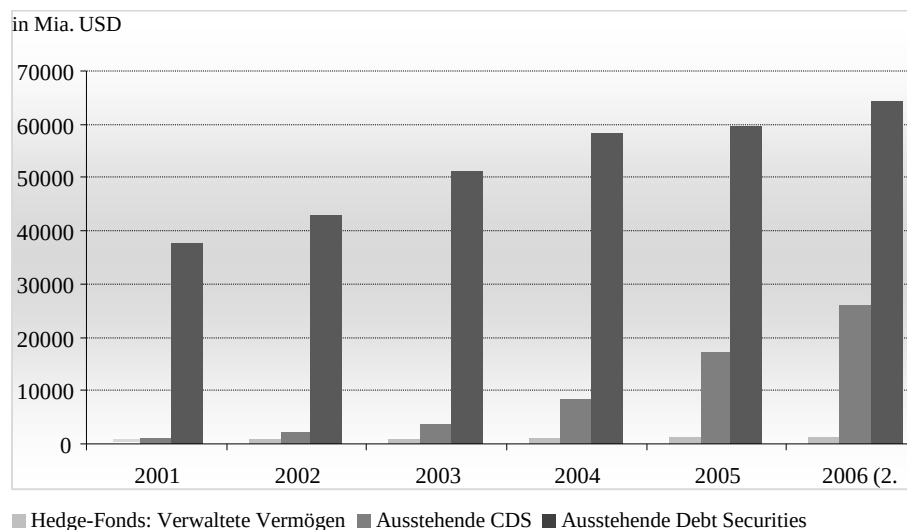
⁷¹ High Grade Structured Credit Strategies Enhancing Fund / High Grade Structured Credit Strategies Fund / Asset Backed Securities Fund (Quelle: Wikipedia zum Begriff Bear Stearns).

⁷² Die 1923 gegründete US-Investmentbank The Bear Stearns Companies, Inc. wurde im Zuge der Finanzkrise mit Unterstützung der Federal Reserve vom Konkurrenten JP Morgan Chase zu einem Preis von USD 236 Mio. (USD 10 pro Aktie) übernommen. Die Fed garantierte für Verlustrisiken im Umfang von USD 29 Mia. (Quelle: Wikipedia zum Begriff Bear Stearns).

⁷³ EBK „Hedge-Fonds“ Bericht, S. 39, Textbox 5.3.

zugleich auf dem Markt mittels Anleihen refinanzieren, um hinterlegte Sicherheiten zurückzukaufen. Letztlich wurden die Fonds praktisch wertlos. Eine unrühmliche Rolle spielten in diesem Zusammenhang einmal mehr die Rating-Agenturen, welche das verbriefte Hypothekenportfolio viel zu optimistisch bewertet hatten. In diesem Zusammenhang brisant ist auch die untenstehende Grafik, die im EBK „Hedge-Fonds“ Bericht aufgeführt ist und das Risikoexposure der Credit Default Swaps (CDS) und Debt-Securities eindrücklich illustriert. Das Volumen der ausstehenden Debt Securities und der CDS betrug aggregiert per Ende 2006 sagenhafte ca. USD 90 Billionen = 90'000'000'000'000.00. Aus der neusten Statistik der SEC⁷⁴ geht hervor, dass das Volumen der offenen Derivatepositionen der in den USA gemeldeten Hedge-Fonds per 30. September 2015 USD 14'033'000'000'000.00 betrug.

Grafik 7: Märkte für Hedge-Fonds, Credit Default Swaps (CDS) und Debt-Securities vor der Finanzkrise 2007/2008



■ Hedge-Fonds: Verwaltete Vermögen ■ Ausstehende CDS ■ Ausstehende Debt Securities

Quelle: BIS, HFR, ISDA, zitiert nach Hildebrand in Banque de France (2007)

⁷⁴ Division of Investment Management, Risk and Examinations Office, Private Funds Statistics, Third Calendar 2015, February 16, 2016, Table 8, p 16.

c) *Zwischenergebnis und Schlussfolgerungen hinsichtlich der
Fondsanbieter als Teilnehmer im Schattenbankensystem*

Anhand der beiden Beispiele Bear Stearns und LTCM sind das Risiko und der Einfluss der Hedge-Fonds eindrücklich dokumentiert. Die Gründe dafür sind vielfältig. Mitverantwortlich ist sicher die ungenügende Regulierung der Hedge-Fonds in vielen Ländern, insbesondere den „emerging-markets“. Der höhere Risikoappetit der qualifizierten Anleger mit einer Mindesteinlage von in der Regel min. CHF 500'000.00 ist wahrscheinlich auch ein Grund für die hohen „exposures“ in riskante Hebelprodukte. Die Hedge-Fonds rekrutieren ihre Investoren üblicherweise nicht durch öffentliche Werbung beim Publikum und den Kleinanlegern, sondern mit Direktanfragen oder mittels „road shows“ und entziehen sich dadurch in vielen Ländern, z.B. auch in der Schweiz, der Regulierung. Das Fehlen der Werbung für das Hedge-Fondsprodukt ist somit ein wesentliches Abgrenzungskriterium zu den in der Schweiz und auch im EU-Raum grundsätzlich streng regulierten kollektiven Kapitalanlagen.

Eine Gefahrenquelle ist ferner der Einsatz der Hebelfinanzierung. Nicht einkalkulierte Marktveränderungen können den Hedge-Fonds in einen akuten Liquiditätsengpass hinein steuern. Die Forderungen der Gläubiger, allfällige Margin-Verpflichtungen und der Rückzug der Investoren verschlimmern jeweils die wegen Kursstürzen negative Marktsituation. Sodann betreiben die Hedge-Fonds oftmals eine riskante Anlagestrategie, auch weil sie aufgrund der fehlenden Regulierung keinen Vorschriften zu den zulässigen Anlagen unterliegen und auch keine Verhaltensregeln zu befolgen haben. Hedge-Fonds sind oft Hochrisiko-Produkte mit erheblichem Verlustpotential.

Die Geldmarktfonds sind bezüglich Risiko im Vergleich zu den Hedge-Fonds besser zu überblicken. Allerdings sind auch bei Geldmarktfonds die Investmentstrategie und der Einsatz der Geldmarktinstrumente entscheidend für die Wertentwicklung im Falle einer Krise. Es hängt davon ab, in welche Finanzprodukte der Fonds das Kapital der Anleger im Markt investiert. Während der Finanzkrise waren die Repo-Geschäfte der Geldmarktfonds eine enorme Gefahrenquelle zur Vernichtung von Kapital, siehe unten, V. 2 c).

In der Schweiz fallen die Geldmarktfonds sowie die Fonds für alternative Anlagen unter das KAG. Allerdings werden nur diejenigen Fonds reguliert, welche im Publikum werben. Anders als in der EU sind deshalb nicht alle Fonds

von der Regulierung erfasst. Das ist sicher auch ein Grund, weshalb der Privatbanken-Standort Genf ein attraktiver Anziehungspunkt für Hedge-Fonds und deren Manager geworden ist. Nach wie vor sind allerdings die problematischen und riskanten Fonds mehrheitlich ausserhalb der Schweiz und der EU angesiedelt, insbesondere in Offshore-Jurisdiktionen und in den USA.

4. Zweckgesellschaften und Regulierungsoasen

a) Die Funktionsweise der Zweckgesellschaften (SPV/SIV)

Wie bereits in der Einleitung zum Fall UBS AG erwähnt, spielen Zweckgesellschaften eine zentrale Rolle bei der Verbriefung von Vermögenspositionen, insbesondere von besicherten Darlehen. Die Institute, das sind in der Regel Investmentbanken, gründen und nutzen eine Gesellschaft, hauptsächlich in der Rechtsform einer rechtlich von der Bank unabhängigen Aktiengesellschaft oder Kommanditgesellschaft (limited liability company, limited partnership), um die verbrieften Vermögenswerte zu vertreiben. Die Zweckgesellschaften verfügen selber üblicherweise über kein Eigenkapital, sondern werden durch offene Kreditlinien der Investmentbank mit Liquidität versorgt. Das Haftungsrisiko der Investmentbank wird in der Regel aufgrund der eigenständigen Rechtsform der Zweckgesellschaft nicht in der Bankbilanz ausgewiesen („off balance sheet“), deshalb ist die Investmentbank auch nicht verpflichtet, Eigenkapital für die offenen Kreditpools der Zweckgesellschaft zu hinterlegen. Dies ermöglicht es der Investmentbank, bei gleichbleibender Eigenkapitalausstattung ein höheres Kreditvolumen zu generieren.⁷⁵

Die Zweckgesellschaften waren demzufolge auch nicht Prüfgegenstand der jährlichen Revision durch die externe Prüfgesellschaft. Während der Finanzkrise waren zahlreiche Finanzinstitute, darunter auch die UBS AG, gezwungen, diese ausserhalb der Bankbilanz geführten Zweckgesellschaften nachträglich in der Bilanz aufzuführen und faktisch zu sanieren, d.h. mit Liquidität zu versorgen. Diese Transaktion der Rückführung der Zweckgesellschaften in

⁷⁵ SCHMIDT MICHAELA, Steueroasen und Regulierungsoasen – Auswirkungen auf die Stabilität des Finanzmarkts und politische Implikationen, Zeitschrift für Sozialen Fortschritt Vol. 1, No. 4, p. 203–217.

die Bankbilanzen hat wesentlich zum „Schneeballeffekt“ und zur Kreditklemme während der Finanzkrise beigetragen.

Eine Besonderheit der Zweckgesellschaften ist, dass diese meistens „off shore“, also in Regulierungs- und/oder Steueroasen angesiedelt sind. Damit sind diese Konstrukte der Überwachung der Aufsichtsbehörde im Sitzstaat der alimentierenden Investmentbank (Muttergesellschaft des SPV) entzogen.

b) Die Entstehung der Regulierungssoasen

Die Implementierung des Eurodollar-Marktes wird als Geburtsstunde der Entstehung von Regulierungssoasen angesehen. Als Folge der Finanz- und Wirtschaftskrise wurde in den 1930-er Jahren der Finanz- und Bankensektor streng reguliert. Damit schafften die Aufsichtsbehörden den Anreiz für die Finanzindustrie, diese Regulierungsvorgaben, insbesondere die Eigenmittelvorschriften, zu umgehen. Als die britische Regierung im Jahr 1957 als Reaktion auf einen spekulativen Angriff auf das Pfund (GBP) dessen Verwendung für internationale Handelskredite zwischen nichtansässigen Unternehmen untersagte, begannen britische und ausländische, international tätige Banken diese Finanztransaktionen in USD abzuwickeln. Die britische Notenbank (Bank of England) entschied in der Folge, dass Transaktionen der nicht-ansässigen Banken oder Unternehmen untereinander und in fremder Währung nicht Gegenstand britischer Regulierung und Aufsicht sein sollten, auch wenn diese Transaktionen physisch in England abgewickelt wurden. So entstand der erste Regulierungsfluchtort, in Gestalt des Eurodollar-Marktes.⁷⁶ Der nicht regulierte Eurodollar-Markt veranlasste die ausländischen Banken, allen voran die US-Banken, Tochtergesellschaften in London zu eröffnen. Mit dieser Strategie konnten Regulierungsvorschriften in Sitzstaat umgangen werden. Die englischen Banken reagierten auf diese neue Konkurrenz mit der Gründung von Tochtergesellschaften auf den Channel-Islands (Guernsey, Jersey).⁷⁷

⁷⁶ SCHMIDT MICHAELA, 208.

⁷⁷ SCHMIDT MICHAELA, 208

c) *Der Problemfall Irland – Regulierungsoase für Offshore-Firmen*

Im Jahr 1987 gründete Irland das Irish Financial Services Centre (IFSC) in Dublin. Das IFSC legte den Grundstein für eine Wirtschaftsförderungs-Politik mit dem primären Ziel, die Attraktivität des Standorts Irland für Unternehmen, insbesondere der Finanzindustrie, zu steigern. In der Folge wurden die Unternehmenssteuern erheblich gesenkt und die Finanzmarktregulierung gelockert. Der im Jahr 2010 errichtete Finance Act⁷⁸ erleichterte zudem den Transfer von Offshore-Fonds nach Irland. Irland wurde zu einem Anziehungsort für die Verwaltung von ausländischen Fonds. Es ist aus der Praxis hinlänglich bekannt, dass die Zulassung von neuen Fondsprodukten in Irland sehr effektiv und in kurzer Zeit möglich ist. Fraglich bleibt allerdings, ob die teilweise sehr komplex funktionierenden ausländischen Fondsprodukte von der Aufsichtsbehörde im Rahmen des Genehmigungsprozesses tatsächlich begriffen werden.

Die Finanzkrise 2007/2008 deckte die Auswirkungen dieser Wirtschaftsförderung schonungslos auf: Irland stand kurz vor dem Staatsbankrott. Die irländischen Staatsanleihen wurden von den Rating-Agenturen massiv abgewertet und erhielten den Status von „high-yield-bonds“ („junk-bonds“). Im Rahmen des Europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM) musste Irland von der EU unter den Schutz des „Euro-Rettungsschirms“ zur Sanierung des Staatshaushalts gestellt werden.⁷⁹ Irland erhielt über die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) Notkredite von insgesamt EUR 80 Mia.⁸⁰

⁷⁸ <<http://www.irishstatutebook.ie/eli/2010/act/5/enacted/en/pdf>>

⁷⁹ Die rechtliche Basis dafür ist in Art. 122 AEUV sowie in der Verordnung (EU) zur Einführung eines europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus, Nr. 407/2010, ABl L 118, 1ff. verankert. Art. 122 sieht unter dem Titel „gravierende Schwierigkeiten“ vor, dass der Rat auf Vorschlag der Kommission unbeschadet der sonstigen in den Verträgen vorgesehen Verfahren im Geist der Solidarität über die der Wirtschaftslage angemessene Massnahmen ergreifen kann. Der EU-Rettungsschirm steht indessen *im Widerspruch zu Art. 123 AEUV*, der ein „Verbot von Kreditfazilitäten für öffentliche Einrichtungen“ statuiert.

⁸⁰ Die EFSF ist eine Aktiengesellschaft nach luxemburgischem Recht, übernimmt Kreditbürgschaften bis zur Höhe von EUR 440 Mia. und wurde am 10. Mai 2010 von den EU-Staaten errichtet. Sie refinanziert sich am Markt mit der Ausgabe von Anleihen (Quelle: Wikipedia zum Begriff „Euro-Rettungsschirm“).

V. Die Tätigkeiten der Schattenbanken

1. Die Verbriefung (Asset Securitization)

a) *Der Begriff der Verbriefung*

Ziel der „asset securitization“ ist es in erster Linie, die im Unternehmen gebundene Aktiven handelbar zu machen. Dabei werden die Aktiven gegen Bezahlung eines Kaufpreises auf eine rechtlich selbständige Zweckgesellschaft (SPV, SIV) übertragen. Als Aktiven kommen alle Finanzaktiven in Betracht (grundpfandgesicherte Aktivdarlehen, Handelsforderungen, Leasingforderungen, Kreditkartenforderungen, Studentendarlehen usw.). Die Zweckgesellschaft refinanziert den Kauf dieser Aktiven über die Ausgabe von Forderungs- oder Beteiligungsrechte⁸¹ (ABS, MBS) am Kapitalmarkt. Die dem SPV verkauften Aktiven dienen dem Investor als Sicherheiten und Haftungsbasis für die von ihm erworbenen Beteiligungsrechte.⁸²

b) *Gründe für die Verbriefung*

Die Verbriefung dient primär der Liquiditätsbeschaffung. Nicht liquide Aktiven werden in liquide Aktiven transformiert, namentlich in Bargeld oder in kurzfristige Forderungspapiere. Zudem können die mit diesen Aktiven verknüpften Risiken in eine Zweckgesellschaft ausgelagert werden, dies in Konkurrenz zu Versicherungsprodukten, Bankgarantien und Finanzderivaten. Letztlich können durch den Verkauf der Aktiven an die Zweckgesellschaft die Eigenmittel optimiert, weil mit dem Erlös aus dem Verkauf der ansonsten gebundenen Aktiven andere Investitionen getätigt werden können.

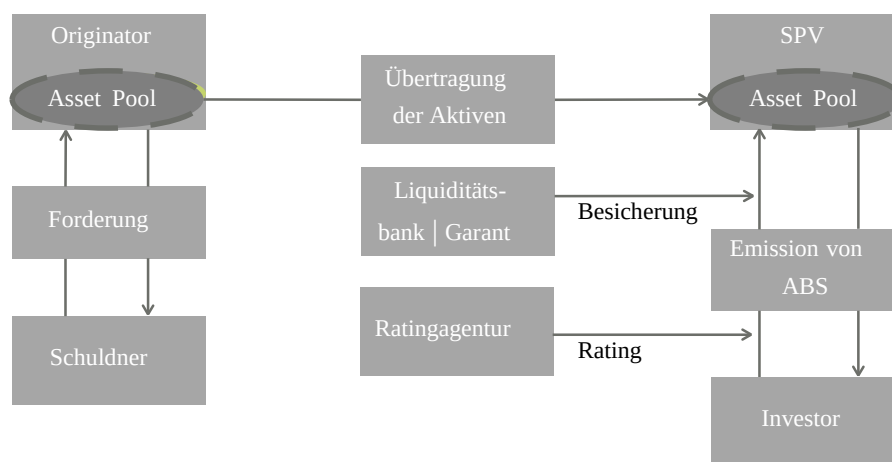
⁸¹ ABS = “asset backed securities”; MBS = “mortgage backed securities”.

⁸² Die Ausführungen zum Thema Securitization basieren auf den Kursunterlagen von Dr. René Bösch, LL.M.-Lehrgang Internationales Wirtschaftsrecht 2014/15, Besondere Finanzinstrumente und Finanzierungsformen, Kurs vom 4. Dezember 2015.

c) *Funktionsweise und Rechtsverhältnisse*

Der Ablauf des Verbriefungsprozesses ist nachfolgend vereinfacht und schematisch dargestellt.

Grafik 8: Schematische Darstellung der Securitization



Quelle: Zobl & Kramer, 2004, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, S. 40.

Zwischen dem Originator (in der Regel eine Geschäftsbank) und dem Schuldner (eine Privatperson oder eine Gesellschaft) besteht ein Forderungs- und Schuldverhältnis (z.B. eine grundpfandgesicherte Darlehensforderung, Leasingforderung, usw.). Der Originator verkauft⁸³ nun die gebündelten Aktiven (einen Aktivenpool) auf die Zweckgesellschaft (SPV, SIV), und zwar in Form einer definitiven Eigentumsübertragung („true sale“). Im Zuge der Risikoübertragung übernimmt die erwerbende Zweckgesellschaft sämtliche Risiken aus dem Grundgeschäft des Originators mit dem Schuldner. Der Originator haftet mithin nicht für Ausfallrisiken (keine Gewährleistungspflichten im Sinne des schweizerischen Obligationenrechts⁸⁴). Die Zweckgesellschaft wird neuer Gläubiger des Schuldners und emittiert über eine Investmentbank die

⁸³ Nach schweizerischem Recht: Art. 184 ff. OR, Art. 181 OR.

⁸⁴ Nach schweizerischem Recht: Art. 197 ff. OR.

verbrieften Aktiven in Form von ABS oder MBS. Die Investmentbank, eine Drittbank oder auch eine Versicherung übernehmen die Ausfallgarantie, sofern die Aktiven das investierte Kapital der Investoren aufgrund von Marktveränderungen nicht mehr decken würden. Eine Rating-Agentur bewertet vor der Emission das Risiko und den Wert der Aktiven und stuft im Auftrag der Zweckgesellschaft die Wertschriften ein. In der Folge werden Investoren zum Kauf der Wertschriften angeworben. Der Investor wird demzufolge beim oben dargestellten Modell Kapitalgeber. Denkbar sind auch Strukturen, bei welchen der Investor als Fremdkapitalgeber fungiert oder in analagefondsähnliche Konstrukte investieren kann.

d) Problematik Schutz der Kundendaten

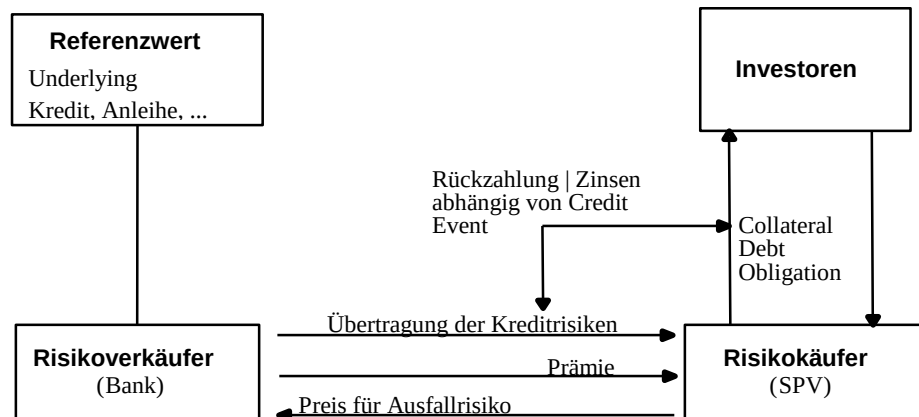
Gewisse rechtliche Aspekte der Verbriefung sind in der Bankpraxis teilweise umstritten und ergeben sich vor allem aus dem Schuldverhältnis zwischen dem Originator (dem Darlehens-Gläubiger) und dem Schuldner (Darlehens-Schuldner); denn mit der Übertragung der Aktiven in den Aktivenpool werden jeweils auch die Kundendaten der Zweckgesellschaft übertragen. Dies darf grundsätzlich nur im Einverständnis mit dem Schuldner geschehen, was zumindest in den AGB verankert und dem Schuldner bekannt sein muss. Im Weiteren bestehen rechtliche Konflikte mit dem Datenschutzrecht, weil die Kundendaten ins Ausland transferiert werden.⁸⁵

e) Die Kreditanleihen (Collateral Debt Obligations)

Diese Form der Verbriefung wirkte während der Finanzkrise 2007/2008 als Brandbeschleuniger und sorgte im Nachhinein für viel Gesprächsstoff und hitzige Köpfe insbesondere auf Seiten der Aufsichtsbehörden. Die Funktionsweise ist nachfolgend vereinfacht schematisch dargestellt:

⁸⁵ Art. 6 des schweizerischen Datenschutzgesetzes (DSG).

Grafik 9: Die Emission einer CDO



Quelle: Kursunterlagen Dr. René Bösch, LL.M.-Nachdiplomkurs 2014/15, 74.

Im Gegensatz zu den oben dargestellten ABS und MBS verkauft die Bank keine Aktiven (kein „true sale“ des „underlying“), sondern sie überträgt das Ausfall-Risiko auf die Zweckgesellschaft und erhält dafür eine Risiko-Prämie. Das SPV bezahlt demgegenüber der Bank einen Preis in der Höhe des Wertes der Referenzwerte („underlying“). Anschliessend wird das übernommene Risiko verbrieft und die CDO werden im Markt an Investoren verkauft. Das Ausfallrisiko wird mithin in bar abgegolten und anschliessend verbrieft (synthetische Verbriefung). Diese Form der Verbriefung nähert sich sehr stark einer Versicherung an, wird aber in der Finanzpraxis nicht als Versicherung qualifiziert.

f) Die Super-Senior-Tranchen der UBS AG

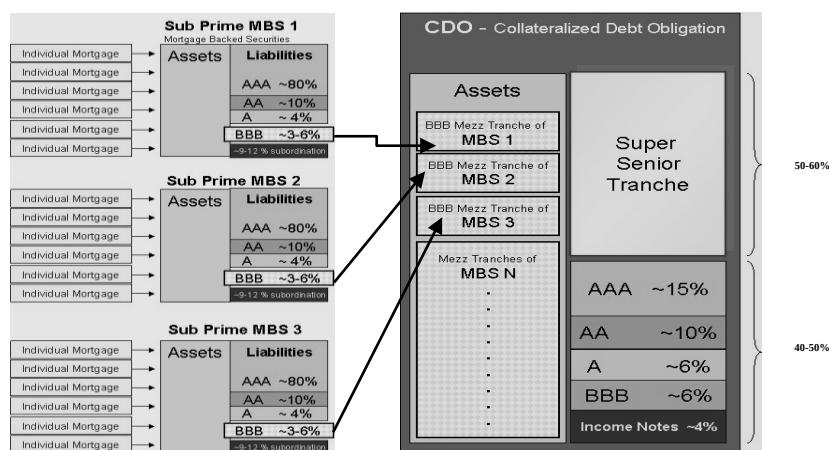
Die UBS AG investierte noch kurz vor Ausbruch der Finanzkrise 2007/2008 in Produkte des US-Subprimemarktes (CDO) und musste infolge dieser Investitionen massive Verluste gewärtigen und Wertberichtigungen vornehmen. Die EBK hat dies im EBK-UBS-Subprimebericht⁸⁶ analysiert.

⁸⁶ EBK-UBS-Subprimebericht, Subprime-Krise: Untersuchung der EBK zu den Ursachen der Wertberichtigung der UBS AG, 30. September 2009.

Demzufolge erwarb die UBS AG zahlreiche Tranchen von sog. Super-Senior-Papieren basierend auf einer CDO-Konstruktion. Diese Tranchen waren mit dem höchsten Rating (AAA) versehen und galten im Markt als risikolos. Die CDOs waren indessen bereits die zweite Stufe der Verbriefung und beruhten auf vorgängigen ABS-Verbriefungen, welche lediglich mit einem BBB-Rating ausgestattet waren. Also wurden ABS-Produkte mit BBB-Rating mittels einer zweiten Verbriefung in CDO-Produkte neu mit AAA-Rating umgemünzt.

Diesen beiden Produkten lagen dieselben Vermögenswerte (Subprime-Verpflichtungen mit BBB-Rating, also zweitklassige Hypothekendarlehen, Leasingverbindlichkeiten, Studentendarlehen, usw. zugrunde.⁸⁷ Nachfolgend wird dieser zweistufige Prozess der Verbriefung in Super-Senior-Tranchen bildlich dargestellt:

Grafik 10: Die Emission von Super-Senior-Tranchen



Quelle: „EBK-UBS-Subprimebericht“ vom 30. September 2009, S. 3.

Die Investitionen in diese verschachtelten, substanziell kaum mehr nachvollziehbaren Produkte löste bei der UBS AG schliesslich eine Wertberichtigung in der Höhe von USD 21'700'000'000.00 aus.

⁸⁷ EBK-UBS-Subprime-Bericht, S. 5, Textbox 2

Die EBK stellte zahlreiche, teilweise gravierende Nachlässigkeiten bei der UBS AG fest. Die wichtigsten werden nachfolgend stichwortartig aufgezählt: Ehrgeizige Wachstumsvorgaben, unzulängliche Infrastruktur, inkonsequente Anwendung von Prozessen, Fehleinschätzung bei der Risiken, überschätzte Bedeutung der AAA-Ratings, Versagen der Risikomessungs- und Risikosteuerungssysteme, unzulängliche Prüfung des Gegenparteirisikos bei Monoline-Versicherern, nicht Beachten der Hinweise des Group Internal Audit, nicht aufgenommene zur Vorsicht gemahnende Signale der hauseigenen Analysten, Verletzung der Gewährserfordernisse durch die Bank, usw.⁸⁸

Ungeachtet der festgestellten Verletzung der Gewährserfordernisse, attestierte die EBK der UBS AG keine absichtliche Schädigung durch Manager auf der Stufe der Investment Bank oder der Gruppe der Bank. Zitat: „...Die Ergebnisse ihrer Untersuchung veranlassen die EBK nicht, aktuelle Gewährsträger der UBS für fachlich oder charakterlich ungeeignet im Sinne des bankengesetzlichen „Gewährsartikels“ zu betrachten und gegen sie Massnahmen einzuleiten. Irritierend wirken jedoch die teils hohen Abgangsentschädigungen, in bar an ausgeschiedene Verantwortliche der Investmentbank, auch wenn sie klar vertraglich vereinbart und deshalb auch geschuldet waren.“⁸⁹

g) Bedeutung und Beurteilung der Verbriefung

Es wird aus heutiger Sicht nicht mehr angezweifelt, dass die oben dargestellten Verbriefungsformen, sprich insbesondere die Verbriefung von nicht werthaltigem Vermögen („subprime-loans“) der Nährboden und der Auslöser der Finanzkrise 2007/2008 waren. Dabei handelt es sich typischerweise um Tätigkeiten im Graubereich der Regulierung, also im Schatten des eigentlichen Kerngeschäfts der Banken. Rückblickend betrachtet ist kaum zu verstehen, wie es möglich war, dass die global tätigen und im Interbankenmarkt komplex vernetzten Banken ausserhalb ihrer Bücher SPV und SIV betreiben und mit Kapital versorgen konnten. Die notwendig gewordene nachträgliche Repatriierung dieser Zweckgesellschaften in die Bilanzen der Banken während der

⁸⁸ EBK-UBS-Subprimebericht, 5 ff.

⁸⁹ EBK-UBS-Subprimebericht, 15 + 16.

Finanzkrise ist ein Indiz, dass sie mit diesen Verbriefungs-Vehikeln Regulierungsbestimmungen gravierend verletzt haben. Weshalb hatte die UBS AG ihre Zweckgesellschaften, basierend auf dem Vorsichtsprinzip, nicht zumindest im Anhang der Bilanz⁹⁰ aufgeführt und weshalb haben angesichts dieser Mittelabflüsse an die SPV/SVI weder bei der FINMA noch bei den internen und externen Revisoren die Alarmglocken geläutet?

Es ist vor diesem Hintergrund kaum zu begreifen, weshalb noch heute diese rechtlichen Konstrukte von den Aufsichtsbehörden nicht grundsätzlich verboten oder zumindest rigoros reguliert und überwacht werden. Synthetische Hochrisiko-Finanzprodukte wie die CDO werden weiterhin im Finanzmarkt verkauft und gehandelt. Die oben unter Ziffer V. 1. f) dargestellten Finanzkonstruktionen mit Super-Senior-Tranchen (Umwandlung von BBB-Ratings in AAA-Ratings) erfüllen im Grunde den objektiven Straftatbestand des Betrugs⁹¹ nach schweizerischem Strafgesetzbuch.

Jede in der Öffentlichkeit bekannte globale Investmentbank, welche die Finanzkrise letztlich auch überlebt hat, wurde in den USA für diese Finanz-Machenschaften bestraft und musste schmerzhaft Bussen bezahlen. Die zehn grössten in den USA tätigen Banken⁹² mussten den US-Behörden insgesamt UDS 200 Mia. Bussen entrichten. Allerdings wurden bislang lediglich 47 Bankmanager angeklagt, darunter kein Manager der Führungsetage. Die Verfahren endeten in der Regel mit einem Vergleich und einer durchschnittlichen Busse in der Höhe von UDS 61'000.00. Lediglich vier Bankangestellte wurden rechtskräftig verurteilt.⁹³ Vor diesem Hintergrund macht es den Anschein, dass es die Finanzindustrie, damit sind in erster Linie die global tätigen Investmentbanken gemeint, in Kauf nimmt, mit dem Segen der Aufsichtsbehörden und Notenbanken eine weitere Finanzkrise heraufzubeschwören.

⁹⁰ Art. 959 Abs. 2 Ziffer 4, 8 und 12 OR.

⁹¹ Art. 146 StGB.

⁹² Bank of Amerika, JP Morgan Chase, UBS, Morgan Stanley, Citigroup, Wells Fargo, Barclays, Goldmann Sachs, CS, Deutsche Bank.

⁹³ NIEDERBERGER WALTER, Rückschlag für die Wallstreet-Ankläger, Bund vom 28. Mai 2016, 167. Jahrgang, Nr. 122.

2. Das Wertpapierleih- und Repo-Geschäft

In den Berichten des FSB wie auch im Grünbuch Schattenbankenwesen der europäischen Kommission werden die Wertpapierleihgeschäfte sowie die Repo-Geschäfte explizit als zentrale Tätigkeiten der Institute im Schattenbankensystem aufgeführt. Die Wertpapierleihe („securities lending and borrowing“, SLB) ermöglicht es den Banken, die in den Depots gebundenen Wertpapiere ihrer Kunden dem Markt zuzuführen, um damit Liquidität zu schöpfen. Die Repo-Geschäfte werden abgewickelt, um Wertpapiere gegen Liquidität zu tauschen. Die SNB nutzt die Repo-Geschäfte, um ihre geld- und währungspolitischen Ziele zu erreichen.⁹⁴ Mittels Repo-Geschäften mit den Geschäftsbanken steuert die SNB die kurzfristigen Zinsen und versorgt das Bankensystem mit Liquidität. Das Wertpapierleih- und Repo-Geschäft funktioniert global nach denselben Prinzipen (auch wenn die Regulierung in den jeweiligen Ländern unterschiedlich streng ausfällt). Deshalb wird nachfolgend die Funktionsweise dieser beiden Geschäftsmethoden auf der Grundlage des Erläuterungsberichts der FINMA über das „Securities Lending and Borrowing“ vom Oktober 2009⁹⁵ dargestellt.

a) Die Wertpapierleihe (SLB-Geschäft)

Bei diesem Geschäft leiht der Borger („borrower“) seine Wertschriften dem Darleiher („lender“) und erhält dafür eine mit dem Darleiher vereinbarte Gebühr („lending fee“). Diese „lending fee“ garantiert dem Kunden eine Zusatzrendite auf seinen bei der Bank hinterlegten Wertschriften. Die Leihe qualifiziert zivilrechtlich als Sachdarlehen (Art. 312 OR), wobei die „lending fee“ den Zins (OR 313) darstellt. Der Borger erwirbt das Eigentum an den geborgten Wertschriften und erhält das Recht, frei darüber zu verfügen. Mit der Eigentumsübertragung gehen auch die Rechte an den Wertschriftenerträgen auf

⁹⁴ Richtlinien der Schweizerischen Nationalbank über das geldpolitische Instrumentarium vom 25. März 2004 (Stand 1. Januar 2015).

⁹⁵ Erläuterungsbericht zum Entwurf eines Rundschreiben der FINMA, Securities Lending and Borrowing, unter dem Blickwinkel von aufsichtsrechtlichen Liquiditätsvorschriften und Anlegerschutz, vom Oktober 2009.

den Borger über, wobei dieser üblicherweise dem Darleiher eine Ersatzleistung dafür entrichtet. Ferner erhält der Borger auch die mit den geborgten Aktien verbundenen Stimmrechte. Das Marktpreisrisiko verbleibt hingegen beim Darleiher, dem nur ein Anspruch auf Realbeschaffung, nicht jedoch auf Werterhalt, zusteht. Eine Bank kann an einem SLB-Geschäft selber als Borgerin oder Darleiherin teilnehmen. In diesem Fall handelt sie als „principal“. Sie kann jedoch auch nur als Vermittlerin, d.h. als „Agent“ auftreten und durch ihre Vermittlungstätigkeit das Zustandekommen eines SLB-Geschäftes zwischen einem Borger und einem Darleiher erwirken. Für diese Vermittlungstätigkeit erhält sie eine Kommission als Entschädigung. Die Banken in der Schweiz sind im SLB-Markt üblicherweise selber Partei als Borger oder als Darleiher. Dadurch übernimmt ein Kunde nur das Gegenparteirisiko der jeweils involvierten Bank im Unterschied zum SLB-Vermittlungsgeschäft, bei welchem der Kunde das Gegenparteirisiko einer oder mehrerer ihm unbekannter Drittparteien übernimmt.

SLB-Geschäfte werden sowohl gedeckt als auch ungedeckt getätigt. Beim gedeckten SLB leistet der Borger dem Darleiher eine Sicherstellung („collateral“), üblicherweise in Form von Geld, Wertschriften oder Garantien von Dritten. Sinkt der Wert der Deckung oder steigt der Kurs der ausgeliehenen Wertschriften, hat der Borger bei einem „margin call“ des Darleihers eine Nachschusspflicht (Ausgleichspflicht).

b) Der Nutzen des SLB für die Bank

Die Bank leiht sich Wertschriften, um Erträge aus Arbitrage-Transaktionen⁹⁶ zu generieren oder um eingegangene Short-Positionen abzudecken. Die Fristen- und Risikotransformation bewirken, dass die Bank als Teilnehmerin im Interbankengeschäft sich Wertschriften borgen muss, um Lieferverpflichtungen erfüllen zu können. Sie kann sich Wertschriften aber auch ausleihen, um Handelsstrategien durchführen oder Kursunterschiede auszunützen. Letztlich borgen sich Banken Wertschriften, um damit ihre Liquidität zu steuern, indem sie diese Titel für Repo-Geschäfte einsetzen.

⁹⁶ Erträge aus dem Ausnützen von Kurs- und Zinsdifferenzen (sog. „spreads“).

c) *Das Repo-Geschäft*

Wie bereits eingangs erwähnt, gehört das Repo-Geschäft zum geldpolitischen Instrumentarium der SNB. Darauf wird in dieser Arbeit aber nicht vertieft eingegangen. Die Geschäftsbanken borgen sich bei ihren Kunden oder bei Finanzintermediären SNB-repofähige Wertschriften, liefern diese als Sicherheit der SNB und erhalten dafür Buchgeld. Je grösser mithin der Bestand an SNB-repofähigen Effekten ist, desto mehr liquide Mittel kann die Bank über Repo-geschäfte generieren. Dieses Buchgeld kann dann in der Folge im Markt investiert werden. Auch die unter den Geschäftsbanken abgewickelten Repogeschäfte am Interbankenmarkt werden in der Regel mit SNB-repofähigen Effekten unterlegt.

Im Rahmen eines Repogeschäfts verkauft eine Partei (Geldnehmer, „cash taker“) Wertpapiere oder Wertrechte (Effekten) einer anderen Partei (Geldgeber, „cash provider“), wobei sich der Geldnehmer gleichzeitig verpflichtet, Effekte gleicher Gattung und Menge zu einem späteren Zeitpunkt vom Geldgeber zurückzukaufen. Für die Dauer des Geschäfts wird vom Geldnehmer ein Zins (Repo-Satz) bezahlt. Zins- oder Dividendenzahlungen auf Effekten, die während der Laufzeit des Repo-Geschäfts fällig werden, gibt der Geldgeber dem Geldnehmer weiter. Aus wirtschaftlicher Sicht stellt das Repo-Geschäft ein gedecktes Kreditgeschäft dar. Aus rein transaktionstechnischer Sicht gibt es Übereinstimmungen zwischen gewissen Repo-Geschäften und dem Wertschriftendarlehen, wenn dieses durch Barsicherheiten („cash collateral“) gedeckt ist.⁹⁷

⁹⁷ Erläuterungsbericht zum Entwurf eines Rundschreiben der FINMA, Securities Lending and Borrowing, unter dem Blickwinkel von aufsichtsrechtlichen Liquiditätsvorschriften und Anlegerschutz, vom Oktober 2009.

d) *Auswirkungen und Gefahren des SLB- sowie Repo-Geschäfts und der Bezug zum Schattenbankensektor*

aa) *Allgemeine Anmerkungen*

Zu beachten ist generell, dass im Konkurs einer Bank dem Kunden infolge der Eigentumsübertragung kein Aussonderungsrecht⁹⁸ und auch keine Einlagensicherung⁹⁹ zusteht, sondern er lediglich einen Schadenersatzanspruch gegenüber der Bank geltend machen kann. Es besteht somit ein Ausfallrisiko beim Borger ähnlich eines Emittentenrisikos. Dieses Risiko kann der Kunde abfedern, indem er von der Bank Sicherheiten („collateral“) verlangt oder mit der Bank eine andere Form der Sicherstellung vereinbart wird. Diese Sicherheitsvorkehrungen schmälern natürlich die „lending fees“, weil der Bank durch die Sicherstellung Kosten entstehen. Auf die weiteren regulatorischen Anforderungen der SLB-Geschäfte zum Anlegerschutz (bspw. Zustimmung des Kunden, Risikoaufklärung, Besicherung der ausgeliehenen Wertschriften und transparente Abrechnung) wird hier nicht detailliert eingegangen. In der Bankbilanz werden diese Geschäfte nicht erfasst und damit unter den bestehenden Liquiditätsvorschriften nicht berücksichtigt oder erst dann, wenn mit Folgegeschäften ein Geldfluss einhergeht.

bb) *Die Schlussfolgerungen der FINMA*

Die Aufsichtsbehörde stellt in ihrem Bericht zunächst fest, dass ein generelles Verbot des SLB-Geschäfts den Finanzplatz Schweiz tendenziell schwächen würde, weil die inländischen Banken einem Wettbewerbsnachteil ausgesetzt wären. Die FINMA bemängelte in ihrem Bericht aber auch die teilweise fehlende Transparenz bezüglich Rückgriff auf Kundenbestände aus ungedeckten SLB und die ungenügende Einhaltung der bankengesetzlichen Liquiditätsanfordernisse bei ungedeckten SLB-Geschäften.¹⁰⁰ Eine Bank habe somit die

⁹⁸ Art. 37 d BankG.

⁹⁹ Art. 37 b BankG.

¹⁰⁰ Art. 16 Abs. 1 Bst. b-f BankV.

Möglichkeit, ihre Liquiditätsprobleme zu überspielen und auf Risiko der Kunden das Liquiditätspotential der Kundendepots vollständig auszuschöpfen, was für den Kunden und die Aufsichtsbehörde intransparent bleibe. Das ungedeckte SLB solle daher generell nur noch mit qualifizierten Anlegern abgeschlossen werden und es sei, eine Verpflichtung auf Rückgabe der ausgeliehenen Wertschriften zu erfassen. Die aufsichtsrechtlichen Instrumente seien indessen gesamthaft betrachtet ausreichend, um in Krisensituationen einzugreifen. Die FINMA publizierte in der Folge ein Rundschreiben Repo/SLB mit Regulierungsvorschriften.¹⁰¹

cc) Beurteilung des SLB- und Repo-Geschäfts

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die Banken von diesen beiden Liquiditätsschöpfungs-Instrumenten stark profitieren. Der Pool der von den Banken eingesetzten Wertschriften setzt sich einerseits aus dem Eigenbestand (Nostrobestand) und andererseits aus gedeckt sowie ungedeckt geborgten Wertschriften von Kunden zusammen. Mit diesen eigenen oder ausgeliehenen Wertschriften können sich die Banken bei ihren Notenbanken oder im Interbankenmarkt mittels Repo-Geschäften Liquidität beschaffen und dieses Kapital auch dazu einsetzen, in riskante Finanzprodukte (ABS, CDS, CDO, Hedge-Fonds-Produkte usw.) oder in die oben beschriebenen SPV zu investieren.

Die derart generierte Liquidität wird von der Finanzindustrie also auch für Hebelfinanzierungen eingesetzt und teilweise in das Schattenbankensystem weitergeleitet. Demnach dienen diese, dank ausgeliehenen Wertschriften generierten, liquiden Mittel auch als Finanzierungsquelle nicht regulierter Finanzinstitute und Finanzprodukte des Schattenbankensektors. Die daraus resultierenden Folgen wurden durch die Finanzkrise 2007/2008 in gravierender Weise offengelegt. Sofern eine Bank selber über keine oder nur noch ungenügende verwertbare liquide Aktiven verfügt und sich auf dem Markt nicht mehr mit Blankokrediten versorgen kann, besteht auch die Gefahr, dass sie ihr Liquiditätsmanko über den leichten Zugriff auf noch nicht benutzte Wertschriften in den Kundendepots ausgleicht.

¹⁰¹ FINMA Rundschreiben 2010/02 Repo/SLB, vom 17. Dezember 2009.

dd) Die Auswirkungen in Krisensituationen

In Krisensituationen können aufgrund von SLB- und Repo-Geschäften Nachschusspflichten („margin-calls“) ausgelöst werden. Dadurch geraten die bankengesetzlichen Liquiditäts- und Eigenmittelanforderungen¹⁰² der nachschusspflichtigen Banken unter Druck. Der Bedarf nach zusätzlicher Liquidität wird somit immer grösser. Wegen der komplexen Vernetzung der Geschäftsbanken im Interbankenmarkt kann dies einen Dominoeffekt zur Folge haben. Die Nachfrage nach Liquidität der Banken steigt, auch weil Kunden ihre Einlagen auf den Konten oder in den Fonds abziehen („bank run for exit“). Der massenhafte und kurzfristige Abzug von Kundengeldern ist der Albtraum jeder Bank und kann deren rasch eintretende Zahlungsunfähigkeit zur Folge haben, was volkswirtschaftliche Auswirkungen für ein Land haben kann, sofern eine Grossbank davon betroffen ist. Aus diesen Grund müssen die systemrelevanten Banken heute in der Schweiz besondere Anforderungen¹⁰³ erfüllen und kommen auch in Genuss einer faktischen Staatsgarantie (SNB als „lender of the last resort“).

3. Im Halbschatten der Regulierung

Nachfolgend wird, ohne einen Anspruch auf Vollständigkeit¹⁰⁴ zu erheben, auf eine Auswahl von Produkten, Instituten und Dienstleistungen hingewiesen, die im FSB Schattenbanken-Bericht 2015 nicht explizit erwähnt werden, aber sich aufgrund ihrer Auswirkungen gleichwohl der Finanzmarktaufsicht zumindest teilweise entziehen. Dies, weil nur eine partielle oder ungenügende Regulierung durch die Finanzmarktgesetze greift oder weil die Finanzmarkt-tätigkeit der Institute nicht im Vordergrund steht.

¹⁰² Nach schweizerischem Recht Art. 4 BankG.

¹⁰³ Nach schweizerischem Recht Art. 9 BankG.

¹⁰⁴ Auf die Darstellung der Finanzmarkt-Phänomene „algotrading“ (Hochfrequenzhandel), „dark pools“ (börslicher Blockhandel), die nicht regulierten bankinternen Sondervermögen (Art. 4 KAG), „bitcoin“ (virtuelle, digitale Währungen oder Kryptowährungen), Exchange Traded Funds (ETF) usw., wird verzichtet, weil es den inhaltlichen Rahmen dieser Arbeit sprengen würde; obwohl diese Instrumente durchaus Missbrauchs- und Betrugspotential beinhalten und nach Auffassung des Schreibenden situativ durchaus dem Schattenbankensektor zugeordnet werden können.

a) Die neue Rolle der Vermögensverwalter

Nach der Finanzkrise 2007/2008 wurden die Geschäftsbanken, zumindest in den Industriestaaten und an den wichtigsten globalen Finanzplätzen, von einer Regulierungswelle überrollt. Die Liquiditäts- und Eigenkapitalvorschriften wurden verschärft, systemrelevante Institute definiert und zahlreiche neue Gesetze eingeführt. Die Anlegerrechte in der Schweiz, wie auch im EU-Raum wurden gestärkt, die Regulierung erweitert und verschärft. Weitgehend von der verschärften Regulierung verschont wurden hingegen diejenigen Finanzinstitute, die sich einzig auf die Vermögensverwaltung konzentrieren.

aa) Die Vermögensverwaltung in der Schweiz

In der Schweiz unterliegen Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen unter bestimmten Voraussetzungen nicht dem KAG¹⁰⁵. Diese Bestimmung ist der europäischen Regelung angeglichen.¹⁰⁶ Die Vermögensverwalter können sich indessen laut Art. 2 Abs. 2^{bis} KAG freiwillig dem KAG unterstellen.

Ferner gilt gemäss Art. 3 Abs. 2 lit. c. KAG nicht als genehmigungspflichtiger Vertrieb von kollektiven Kapitalanlagen, wenn die Anteile im Rahmen eines schriftlichen Vermögensverwaltungsvertrags mit einem unabhängigen Vermögensverwalter erworben werden. Dieser muss sich jedoch als Finanzintermediär dem Geldwäschereigesetz (GwG) unterstellen, den Verhaltensregeln einer Branchenorganisation unterstehen, deren Mindeststandard¹⁰⁷ von der

¹⁰⁵ Art. 2 Abs. 2 lit. h. KAG: Vermögensverwaltung kollektiver Kapitalanlagen nur für qualifizierte Anleger; verwaltete Vermögen einschliesslich Hebelfinanzierungen höchstens CHF 100 Mio.; verwaltete Vermögen ohne Hebelfinanzierung und Rücknahmefrist von 5 Jahren beträgt höchstens CHF 500 Mio.; Anleger sind ausschliesslich Konzerngesellschaften der Unternehmensgruppe, zu welcher der Vermögensverwalter gehört.

¹⁰⁶ Amtsblatt der Europäischen Union: ABI L 174/14 vom 1. Juli 2011, 15.

¹⁰⁷ SFAMA-Richtlinie für den Vertrieb kollektiver Kapitalanlagen vom 22. Mai 2014.

FINMA anerkannt ist und der Vermögensverwaltungsvertrag muss den Richtlinien einer Branchenorganisation¹⁰⁸ entsprechen, die ebenfalls von der FINMA akzeptiert sind.¹⁰⁹

Die Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen, deren Kunden qualifizierte Anleger sind, unterliegen in der Schweiz also unterhalb gewisser verwalteter Vermögensvolumen keiner Regulierung. Der Erwerb von kollektiven Kapitalanlagen im Rahmen von Vermögensverwaltungsverträgen wird von den Vermögensverwaltern selber reguliert und die Mindeststandards werden von der FINMA abgesegnet. Die FINMA übt mithin gemäss Art. 7 Abs. 3 FINMAG eine indirekte Aufsicht über die Selbstregulierungsorganisationen (SRO) aus.

Die Vermögensverwalter sind in der Schweiz zwar nicht vollständig reguliert, aber immerhin einer funktionierenden Selbstregulierung unterworfen. Die bewilligungspflichtigen Vermögensverwalter, die ohne eine Bewilligung zu erlangen gleichwohl in der Schweiz tätig sind, werden von der FINMA in der Regel effizient aus dem Verkehr gezogen. Das Vermögensverwaltungsgeschäft in der Schweiz scheint unter regulatorischen Aspekten unter Kontrolle zu sein.

bb) Einfluss globaler Vermögensverwalter am Beispiel BlackRock

Auf die Darstellung der Regulierung in den USA wird verzichtet, weil es den Rahmen dieser Arbeit sprengen würde. Der Einfluss eines globalen Vermögensverwalters mit Bezug zum Schattenbankenwesen wird anhand eines Beispiels, nämlich des globalen Vermögensverwalters BlackRock illustriert.

¹⁰⁸ SFAMA-Richtlinien zu den „Wesentlichen Informationen für die Anlegerinnen und Anleger“ für Effektenfonds sowie für übrige Fonds für traditionelle Anlagen in der Form von Publikumsfonds vom 20. Januar 2012.

¹⁰⁹ Rundschreiben 2008/10 Selbstregulierung als Mindeststandard, Von der Eidg. Finanzmarktaufsicht als Mindeststandard anerkannte Selbstregulierung, 1. Januar 2009, Ziffer II, Selbstregulierung der Swiss Funds & Asset Management Association (SFAMA).

Das im Jahr 1988 gegründete, seit 1999 an der New York Stock Exchange kotierte Unternehmen ist heute der grösste und einflussreichste Vermögensverwalter der Welt mit Hauptsitz in New York City. BlackRock verwaltete per 1. Quartal 2016 weltweit Vermögen („asset under managment“) in der Höhe von USD 4'737'165'000'000.00¹¹⁰ (rund 5 Billionen USD) und beschäftigt rund 12'000 Angestellte. Der Gründer, Verwaltungsratspräsident und CEO in Personalunion, heisst Laurence D. Fink und ist eine schillernde Figur an der Wall Street und im globalen Finanzgeschäft. Er gilt als einer der Erfinder der „collateralized mortgage obligations“ (CMO)¹¹¹, also von strukturierten Hypothekenspapieren, Vorläuferprodukte der in der Finanzkrise so fatalen ABS und CDO. Während der Finanzkrise 2007/2008 erhielt BlackRock von US-Behörden verschiedene Beratungsmandate.

Das Unternehmen analysierte z.B. Wertpapiere im Auftrag des Fed im Rahmen des TALF-Programms („term asset backed securites loan facility“), ein Stützungsprogramm des Fed. Mit verbilligten Krediten des Fed konnten gewisse vom Fed ausgewählte Wertpapiere gekauft werden. BlackRock nutzte das TALF-Programm, parallel zum öffentlichen Beratungsmandat, um solche Wertpapiere selber zu erwerben.¹¹² In der Folge erhielt BlackRock einen weiteren Auftrag im Zusammenhang mit dem „public-private investment program“ (PPIP)¹¹³ zum Aufkauf von notleidenden Wertpapieren diverser Finanzinstitute, dies mit BlackRock-Geld und mit Steuergeldern. Damit wurden die Bilanzen der Banken von toxischen Wertpapieren entlastet (eine Art Stab-Fund nach US-Prägung). Es resultierte ein Gewinn von rund UDS 400 Mio. Auch die öffentlich-rechtlichen Institute Fannie Mae und Freddie Mac vergaben Analyseaufträge an BlackRock. Es folgten viele weitere lukrative Aufträge während der Krise u.a. von der Central Bank of Irland und der griechischen Zentralbank.¹¹⁴ BlackRock wurde von der EZB auch für die Beratung bezüglich der Staatsanlehenskäufe krisengeschüttelter EU-Staaten der EZB beigezogen („securities markets programm“, SMP) und war zugleich eine der

¹¹⁰ BlackRock (Homepage), Investor Relations, Financial Results Q1 2016.

¹¹¹ BUCHTER HEIKE, 37 ff.

¹¹² BUCHTER HEIKE, 63.

¹¹³ BUCHTER HEIKE, 65.

¹¹⁴ BUCHTER HEIKE, 72 ff.

grössten Investoren in europäische Bonds, investierte also auch in diejenigen Wertpapiere, die im Rahmen des SMP aufgekauft wurden.¹¹⁵

Die engen Kontakte von BlackRock zu den wichtigsten Führungspersonen von US-Finanzbehörden (Fed, Finanzministerium und nahestehende Institute) und auch zu den Notenbanken der EU verschafft BlackRock eine beträchtliche Machtfülle. Zudem gelangte BlackRock dank den zahlreichen Staatsaufträgen exklusiv zu wichtigen Informationen, Finanz-Know-how und erhielt Einblick in vertrauliche öffentlich-rechtliche Prozesse. Bedenklich ist auch die Marktmacht von BlackRock mit Blick auf das enorme Volumen an verwaltetem Kundenvermögen.¹¹⁶ Kritiker monieren vor allem den latenten Interessenkonflikt aufgrund der teilweise nicht konsequenten Trennung von BlackRocks Beratungs- und Vermögensverwaltungstätigkeit sowie die Gefahr der Vetternwirtschaft aufgrund der persönlichen Kontakte zwischen BlackRock-Kaderleuten und Politikern.

b) Der Einfluss der strukturierten Produkte

aa) Definition und rechtliche Bedeutung

Der Markt für strukturierte Produkte ist immens, unüberschaubar und es gibt zahllose Spielarten hinsichtlich der Konstruktion und der Auswirkungen eines „Struki“. Mit der Einführung der Swiss Derivative Map¹¹⁷ im Jahr 2006 wurde zum Vorteil der Anleger eine gewisse Übersicht geschaffen (Unterteilung in Kapitalschutz-, Renditeoptimierung-, Partizipations- und Hebelprodukte). Eine Legaldefinition des Begriffs „strukturierte Produkte“ sucht man in der Finanzmarktgesetzgebung vergeblich, anders als bei den Derivaten¹¹⁸. Die Schweizerische Bankier-Vereinigung (Swiss Banking) definiert die strukturierten Produkte als „Anlageinstrumente, deren Rückzahlungswert von der

¹¹⁵ BUCHTER HEIKE, 91.

¹¹⁶ BUCHTER HEIKE, 17 ff.: BlackRock ist der grösste Investor in Unternehmen des deutschen Dax (Aktienindex der 30 grössten an der deutschen Börse notierten Unternehmen).

¹¹⁷ SVSP Swiss Derivative Map 2016.

¹¹⁸ Art. 5 BEHV und Art. 2 lit.B VE-FinfraG.

Entwicklung eines oder mehrerer jeweiliger Basiswerte abgeleitet ist“.¹¹⁹ Zivilrechtlich gelten die strukturierten Produkte als Innominatkontrakte, sind also Verträge sui generis, je nach Ausgestaltung des Produkts mit Elementen des Kaufvertrags-, Darlehens- oder Auftragsrechts versehen.¹²⁰

bb) Die Nähe zu den Fondsprodukten

Die Produkte haben oft eine starke Ähnlichkeit mit Fondsprodukten und eine Abgrenzung ist je nach Vertragsausgestaltung kaum möglich. Es handelt sich aber nicht um Fondsprodukte im Sinne der Legaldefinition von Art. 7 KAG und sie sind auch nach schweizerischer Gesetzgebung nicht reguliert. Es fehlt mithin eine aufsichtsrechtliche Produktkontrolle¹²¹, dies im Gegensatz zu den Fondsprodukten, die einer Instituts- und Produktaufsicht basierend auf dem KAG unterstellt sind. Einzig Art. 5 KAG regelt, dass strukturierte Produkte in der Schweiz oder von der Schweiz aus nur von regulierten Finanzintermediären an nicht qualifizierte Anleger vertrieben werden dürfen (Art. 5 Abs. 1 KAG). Zusätzlich muss ein vereinfachter Prospekt mit einem gesetzlich definierten Mindestinhalt aufgelegt werden (Art. 5 Abs. 2 KAG). Die strukturierten Produkte beinhalten ein Emittentenrisiko¹²², dies im Gegensatz zum Sondervermögen der Anlagefonds, welche den Anlegern ein gesetzliches Aussonderungsrecht basierend auf Art. 35 KAG garantiert.

cc) Die Verstrickung mit dem Schattenbankensektor

Die strukturierten Produkte werden von den global tätigen Investmentbanken konstruiert, oft über SPVs an Offshore-Finanzplätzen emittiert und von dort

¹¹⁹ Richtlinien über die Information der Anlegerinnen und Anleger zu strukturierten Produkten, September 2014 (ab 1. März 2015).

¹²⁰ HASENBÖHLER FRANZ, Recht der kollektiven Kapitalanlagen unter Berücksichtigung steuerrechtlicher Aspekte, Schulthess 2007, 215 ff.

¹²¹ HASENBÖHLER FRANZ, 212.

¹²² An der Derivatbörse Scoach werden auch sog. Collateral Secured Instruments (COSI) gehandelt. Diese Produkte sind pfandbesichert, weshalb das Emittentenrisiko für den Anleger minimiert wird.

aus vertrieben, dies mit den bereits erwähnten regulatorischen Mängeln, insbesondere hinsichtlich der fehlenden Transparenz der Produkte.

Die Gefahr, die von diesen Produkten ausgehen kann, zeigte sich am Fall der Investmentbank Lehman Brothers vor deren Konkurs. Zahlreiche Partnerbanken, darunter auch die Credit Suisse, haben strukturierte Lehman Brothers-Produkte vertrieben. Für die Produkte- und Risikoauflärung wurden sog. „white label fact sheets“ verwendet, d.h. die Bank handelte als Vertriebsträger für den Verkauf eines bankfremden Lehman Brothers-Produkts. Beim Kauf war den Anlegern dieser Umstand, je nach Ausgestaltung des „fact-sheet“ und nach der Qualität der Anlageberatung, nicht bewusst. Viele Kleinanleger irrten sich auch über die Werthaltigkeit dieser Produkte, weil es sich um kapitalgeschützte Produkte handelte und die Anleger beim Kauf in guten Treuen davon ausgingen, das eingesetzte Kapital sei „geschützt“ und werde in jedem Fall zurückgezahlt. Nach dem Zusammenbruch von Lehman-Brothers stellte sich für die Kunden jedoch heraus, dass ihr Kapital, wegen des beim Vertragsabschluss akzeptierten Emittentenrisikos nicht gegen Insolvenz des Emittenten geschützt war. Sie verloren deswegen einen Teil oder ihr ganzes investiertes Kapital. Im Zuge der nachfolgenden Rechtsverfahren gegen die Vertriebsbanken blieb die Frage der genügenden Aufklärung des Kunden durch den Anlageberater aus Beweisgründen oft ungeklärt.

Das Verhalten der Banken beim Vertrieb der Lehman Brothers-Produkte wurde von der FINMA untersucht. Das gegen die Credit Suisse eröffnete aufsichtsrechtliche Verfahren wurde von der FINMA sanktionslos eingestellt, weil trotz Beratungsfehlern „kein flächendeckendes und systematisches Fehlverhalten der Credit Suisse bei Verkäufen von kapitalgeschützten strukturierten Produkten der Lehman-Gruppe an Retailkunden“ festgestellt wurde.¹²³

Eine weitere Gefahr besteht darin, dass strukturierte Produkte teilweise auf hochriskanten Basisprodukten basieren (oben dargestellte verbriefte Vermögen oder die Fälle Madoff /Lehman Brothers). Der Wertzerfall der Basisprodukte hat unmittelbar den Wertzerfall der strukturierten Produkte zur Folge.

¹²³ FINMA-Bericht, Madoff-Betrug und Vertrieb von Lehman-Produkten: Auswirkungen auf das Anlageberatungs- und Vermögensverwaltungsgeschäft, 2. März 2010, 17 ff.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass die nicht oder nur teilweise regulierten strukturierten Produkte, insbesondere in einer Krisensituation, einen signifikanten Beitrag leisten können, um eine Finanzkrise zu verstärken oder zu beschleunigen (Fall Lehman Brothers). Aufgrund der oben dargestellten Eigenschaften verkörpern die strukturierten Produkte attraktive Instrumente für Finanzgeschäfte der Schattenbanken.

c) *Missbrauchspotential der Stiftungen*

aa) *Panama-Papers und das Internationale Rote Kreuz*

Im Jahr 2015 gelangte die Süddeutsche Zeitung über einen anonymen „whistleblower“ in den Besitz von Kundendaten der Anwaltskanzlei Mossack Fonseca mit Sitz in Panama. Mossack Fonseca ist spezialisiert auf die Gründung von Briefkastenfirmen „off shore“ (Offshore-Firmen). In der Folge wertete das „International Consortium of Investigative Journalists (ICIJ)“ diese Daten aus, veranlasste koordinierte Recherchen und präsentierte die Ergebnisse am 3. April 2016 in den globalen Medien.¹²⁴ Zum Vorschein kamen zahlreiche illegale Finanz-Transaktionen, welche über diese Offshore-Firmen abgewickelt wurden. Verwickelt in diese undurchsichtigen Geschäfte waren auch hochrangige Politiker und Staatsoberhäupter.

Diese Publikationen legten offen, wie das grundsätzlich legale Geschäft mit dem Verkauf von Offshore-Firmen funktioniert. Der Anbieter, Mossack Fonseca gründet auf Offshore-Plätzen (Panama, British Virgin Islands, usw.) Gesellschaften und stattet sie, je nach Bedarf der Kunden, auch mit den Organen (Verwaltungsrat, Direktion, usw.) aus. Diese „auf Vorrat“ gegründeten Offshore-Firmen werden danach bei Banken, Treuhändern, Vermögensverwaltern und auch Anwaltskanzleien zum Verkauf gegen Gebühr angeboten (eine Gesellschaft kann ab USD 1‘000.00 erworben werden).¹²⁵

Diese Offshore-Firmen werden indessen auch dazu genutzt, komplexe Firmengeflechte, zur Verschleierung von Finanztransaktionen aus oft illegalen Quellen, zu konstruieren. Dazu wird auch das Instrument der gemeinnützigen

¹²⁴ Wikipedia zum Begriff „Panama Papers“.

¹²⁵ STRÄUBLE MARIO, Der Offshorepilot, Bund, 27. April 2015.

Stiftung (oder Trust nach anglikanischem Recht) eingesetzt. Zwei Beispiele dafür sind die von Mossack Fonseca gegründeten Stiftungen „Brotherhood Foundation“ sowie „Faith Foundation“. Beide Stiftungen begünstigten in ihrem Zweck pro-forma das Internationale Rote Kreuz und errichteten selber zum Schein mehrere hundert Briefkastenfirmen. Faktisch verfügten indessen andere Mossack Fonseca-Klienten über diese Firmen. Das vorgeschobene Internationale Rote Kreuz wusste davon nichts und erhielt auch keine Spenden. Die Konstruktion bezweckte, vom Ruf des Internationalen Roten Kreuzes zu profitieren, denn bei Nachfragen nach dem wirtschaftlich Berechtigten konnten die Organe von Mossack Fonseca, zur Verschleierung der Finanztransaktionen, auf die Tarnstiftungen und das Internationale Rote Kreuz als Begünstigte verweisen.¹²⁶

bb) Die schweizerische Stiftung als Umgehungsvehikel

Die klassische gemeinnützige Stiftung ist in Art. 80 bis 89a ZGB geregelt. In der Schweiz gilt der Grundsatz der Stifterfreiheit, d.h. der Stifter hat bezüglich der Zweckbestimmung und der Organisation der Stiftung weitgehende Autonomie, deshalb reguliert das ZGB die Stiftungen nur rudimentär. Ein Gründungskapital sowie eine Mindestanzahl an Stiftungsräten sind nicht vorgeschrieben.¹²⁷ Für die Überwachung der nationalen und international tätigen Stiftungen ist die Eidgenössische Stiftungsaufsicht (ESA) zuständig. Sie hat laut Art. 84 Abs. 3 ZGB dafür zu sorgen, dass das Stiftungsvermögen seinen Zwecken gemäss verwendet wird. Die Stiftungen sind buchführungs- und revisionspflichtig und in gewissen Fällen kann die ESA gestützt auf Art. 83b

¹²⁶ STROZYK JAN LUKAS, Den guten Namen anderer missbraucht, ARD, Tagesschau.de online, 13. April 2016.

¹²⁷ Die ESA verlangt in der Regel ein Mindestkapital von CHF 50'000.00. Es ist aber auch eine Gründung mit weniger Kapital möglich, sofern im Zuge des Aufsichts-Unterstellungsverfahrens eine schriftliche Bestätigung der künftigen Erhöhung erbracht wird. Stiftungen mit nur einem Stiftungsrat kommen der Praxis vor. Die Stiftungsaufsicht verlangt situativ eine Mindestanzahl von 3 Personen.

Abs. 4 ZGB anstelle einer eingeschränkten eine ordentliche Revision verlangen. Im Falle von festgestellten oder gemeldeten Organisationsmängeln hat die Aufsichtsbehörde laut Art. 83 a ZGB Sanktionsmöglichkeiten¹²⁸.

Die ESA betreut mit ca. 15 Angestellten über 4'000 Stiftungen. Darunter auch sehr komplexe international tätige Stiftungen und Unternehmensstiftungen¹²⁹, in Form von Unternehmensträger und Holdingstiftungen (z.B. Montres Rolex SA, Kuoni AG, Vontobel Holding AG, usw.)¹³⁰. Diese Unternehmensstiftungen sind zwar in der herrschenden Lehre wegen der Voraussetzung der Gemeinnützigkeit umstritten, aber vom Bundesgericht legitimiert.¹³¹ Unternehmensstiftungen verfügen nicht selten über ein Stiftungskapital von mehreren hundert Millionen oder gar von Milliarden CHF und funktionieren hoch professionell, ähnlich wie ein nationaler oder globaler Konzern in Form einer Kapitalgesellschaft. Je nach Ausgestaltung der Stiftungsdokumente (Stiftungsurkunde, Stiftungs-Reglemente) kann die Stiftung die Gründung von weiteren Stiftungen, Substiftungen und Tochterunternehmen vorsehen. Zusätzlich ist es möglich unter den Bestimmungen des Fusionsgesetzes laut Art. 87 in Verbindung mit Art. 78 FusG Vermögensübertragungen (auch grenzüberschreitend) vorzunehmen, wenn sie sachlich gerechtfertigt sind und der Wahrung und Durchführung des Stiftungszwecks dienen.

Die ESA prüft jährlich die sog. Rechenschaftsablage der Stiftungen mit Jahresrechnung, Tätigkeitsbericht und dem Beschlussprotokoll zur Genehmigung der Jahresrechnung. Diese Informationen erlauben der ESA gegebenenfalls Rückfragen zu stellen und weitere Dokumente einzufordern. Angesichts des knappen Personalbestands und der Masse der Rechenschaftsprüfungen kann es in gewissen Fällen Jahre dauern, bis ein Rechenschaftsbericht von der ESA

¹²⁸ Sie kann die Stiftung auffordern, den rechtmässigen Zustand wiederherzustellen, das fehlende Organ oder einen Sachwalter ernennen. Bei Vorliegen eines wichtigen Grundes kann die Aufsichtsbehörde die Abberufung von Personen (Organen) verlangen und als „ultima ratio“ das Vermögen einer anderen Stiftung mit gleichartigem Zweck zuwenden. Über weitere Sanktionsmittel verfügt die ESA nicht (keine Bussenkompetenz, keine sonstigen Zwangsmassnahmen).

¹²⁹ Stiftungen, die ein wirtschaftliches Unternehmen führen.

¹³⁰ Basler Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Honsell/Vogt/Geiser, Zivilgesetzbuch I, Art. 1-456, 2. Auflage, Basel 2002, 517.

¹³¹ BGE 127 III 337 ff.

exakt untersucht wird. Hinzu kommen immer kompliziertere Geschäftsvorfälle, die erwähnten komplex strukturierten Unternehmensstiftungen sowie die zusätzlichen regulatorischen Vorschriften, z.B. im Bereich der Geldwäschereibestimmungen¹³².

Dieser weite Rahmen des Stiftungsrechts unter der Prämisse der Stiftungsfreiheit, insbesondere bezüglich der Stiftungsorganisation, die Komplexität gewisser Stiftungen, die nur rudimentär vorhandenen Aufsichtsbestimmungen mit einer lückenhaften Praxis, die sukzessiv steigende Masse der klassischen Stiftungen und das herrschende Ungleichgewicht zwischen Aufsichtskompetenz und Stiftungskompetenz machen schweizerische Stiftungen anfällig für Missbrauch¹³³. Es besteht unter den heutigen gesetzlichen Voraussetzungen die latente Gefahr, dass Stiftungsvermögen für Schattenbankentätigkeiten zweckentfremdet wird oder finanziell potente Stiftungen mit teilweise enormer freier Liquidität den Schattenbankensektor alimentieren könnten. Zudem besteht nach der letzten, bereits liberalen Revision¹³⁴ die Tendenz, das Stiftungsrecht noch offener und stiftungsfreundlicher auszugestalten¹³⁵.

¹³² Stiftungen werden künftig verpflichtet, ein Formular S zum Nachweis des wirtschaftlich Berechtigten auszufüllen.

¹³³ ODEHNAL BERNHARD, Schweizer Stiftung im Visier der österreichischen Justiz, Sonntagszeitung vom 29. Mai 2016, Nr. 22, 28. Jahrgang, 13.

¹³⁴ Parlamentarische Initiative Revision des Stiftungsrechts, Bericht der Kommission für Wirtschaft und Abgaben des Ständerats vom 23 Oktober 2003, BBl 2003, 8153ff.

¹³⁵ Parlamentarische Initiative von Werner Luginbühl, 14.470, Schweizer Stiftungsstandort, Stärkung vom 9. Dezember 2014 (im Rat noch nicht behandelt).

VI. Würdigung und Ausblick

1. Die Schattenbanken als Teil des vernetzten Finanzsystems

a) Die Vernetzung der Finanzinstitute – „to interconnected to fail“

Forscher der ETH Zürich haben im Rahmen einer Studie¹³⁶ anhand der Methoden der modernen Systemtheorie und mithilfe der Datenbank Orbis die Vernetzung der globalen Wirtschaft durch wechselseitigen Aktienbesitz untersucht (37 Millionen Unternehmen und ca. 43'000 multinationale Konzerne). Die Systemtheoretiker eruierten einen Kern von 1'318 Firmen die aufgrund ihres Aktienbesitzes weite Teile der Wirtschaft kontrollieren. Innerhalb dieses Netzwerkes kristallisierten die Forscher einen weiteren Kern von 147 Konzernen heraus, die noch stärker vernetzt sind. Drei Viertel dieser Konzerne im engeren Kreis der weltweit am stärksten vernetzten Unternehmen sind solche der Finanzindustrie (die Bank Barclays damals als Nr. 1, die UBS als Nr. 9, die Credit Suisse als Nr. 14 und Lehman Brothers Holdings Inc. als Nr. 34 weltweit).¹³⁷ Aufgrund dieses Ergebnisses folgerten die Autoren der Studie, dass eine derartige Konzentration und gegenseitige Abhängigkeit zum einen die Systemstabilität gefährde und zum anderen den freien Wettbewerb beeinträchtige.¹³⁸

Die im Rahmen dieser Studie festgestellte Vernetzung der Finanzmarktteilnehmer aufgrund des wechselseitigen Aktienbesitzes lässt jedoch deren Vernetzung mit dem Schattenbankensektor ausser Acht. Auch die zahllosen Finanzgeschäfte (Kredit- und Derivattransaktionen, usw.) und deren „exposure“ in Billionen-Höhe wurden nicht von der Studie erfasst. Daraus kann gefolgert werden, dass die Machtfülle dieser global immens vernetzten Bankkonzerne

¹³⁶ GLATTFELDER JAMES B., Ownership Networks and Corporate Control: Mapping Economic Power in a Globalized World, Diss. ETH No. 19274, Zürich 2010.

¹³⁷ GLATTFELDER JAMES B., 200, List of the first 50 corporate power-holders with country, industrial sector and network position information.

¹³⁸ MEIERHANS DANIEL, 147 Finanzkonzerne regieren die Welt, Schweiz am Sonntag online, 22. Oktober 2011: <<http://www.schweizamsonntag.ch/ressort/aktuell/1921/>>

und die damit verknüpften Marktrisiken wahrscheinlich noch viel grösser sind, als in der Studie angenommen. Hinzu kommt ein weiterer Ungleichgewichts-Faktor, welcher diese Machtkonzentration wahrscheinlich noch verstärkt, nämlich der Marktvorteil einer systemrelevanten Bank, die sich, dank faktischer Staatsgarantie im Interbankenmarkt günstiger refinanzieren und auch höhere Risiken eingehen kann.¹³⁹

Zur Minderung der Systemrisiken gibt es verschiedene Lösungsansätze: Verbot jeglicher Handelstätigkeit für Geschäftsbanken mit Einlagengeschäft (Volker-Rule), die Abtrennung des Kundengeschäfts in eine rechtliche und operativ unabhängige Gesellschaft zum Schutz der Risiken des Handels (Vickers-Commission) und die Abtrennung des Handelsgeschäfts ab einer bestimmten Grösse in eine rechtlich, wirtschaftlich und operativ unabhängige Gesellschaft (Liikanen-Kommission).¹⁴⁰

b) Das Problem der Regulierungsarbitrage

Unter Regulierungsarbitrage versteht man die „Auslagerung von Geschäftstätigkeiten an nicht der Aufsicht unterworfenen Handlungsträger bzw. die Verlegung von aufsichtsrechtlich überwachten Transaktionen aus dem Inland zu eigenen Niederlassungen in Ländern mit weniger strenger Beaufsichtigung“. ¹⁴¹ Oft werden steuerbefreite oder steuergünstige Offshore-Standorte von Privatpersonen und Unternehmen ausgesucht, um Vermögen und Kapital steuerlich optimiert anzulegen. Aber nicht nur steuerliche Überlegungen und Planungen führen zu einer Sitzverlegung an einen Standort ausserhalb des Heimatstaates, auch eine laxere Finanzregulierung kann dazu motivieren.

Ein Beispiel dafür ist die „regular arbitrage“ im Zusammenhang mit dem Debakel der Investmentbank Lehman Brothers, deren Holding-Gesellschaft

¹³⁹ DEMARY MARKUS, Vernetzung der Banken und systemische Risiken: Wege zur Lösung des „To-Interconnected-to-Fail“-Problems, Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung, DIW Berlin, 82. Jahrgang, März 2013, 58.

¹⁴⁰ DEMARY MARKUS, 68 ff.

¹⁴¹ SCHMIDT MICHAELA, 206.

im US-Bundesstaat Delaware ansässig war und dank einer Regulierungsarbitrage ihren Nettoverschuldungsgrad verschleiern konnte.¹⁴² Zusätzlich praktizierte Lehman Brothers illegal sog. „Repo 105“-Geschäfte. Die als Sicherheit verkauften Wertschriften wurden nicht mehr in der Bilanz als Rückkaufverpflichtung aufgeführt, sondern als Verkauf gebucht. Das war nach US-Recht nicht erlaubt und wurde auch von keiner US-Anwaltskanzlei attestiert, weshalb sich Lehman Brothers über ihre britische Tochtergesellschaft in London von einer dort domizilierten Anwaltskanzlei eine „true sale opinion“ nach englischem Recht ausstellen liess. Die Tochtergesellschaft wickelte anschliessend für die ganze Gruppe diese Repo-Geschäfte ab. Unter Ausnützung einer unterschiedlichen Rechtsposition in London täuschte Lehman Brothers mithin die Aufsichtsbehörden in den USA, ihre Prüfgesellschaft, die Ratingagenturen und letztlich die Investoren über die tatsächliche Liquidität durch manipulierte Repo-Geschäfte. Dabei handelt es sich um einen klassischen Fall einer Regulierungsarbitrage.

Diese Offshore-Standorte mit dem Vorteil der laxen Regulierung sind also für Schattenbanken und ihre globalen Tätigkeiten besonders attraktiv.

2. Eine Beurteilung zur Welt der Schattenbanken

a) Zusammenfassung

Unbestritten ist, dass die Produkte und Institute des Schattenbankensektors mittels Vermögensverbriefung die Finanzkrise initialisiert, verstärkt und beschleunigt haben. Aufgrund der Komplexität der Finanzflüsse, der Finanzprodukte und der enormen Vernetzung der globalen Finanzinstitute waren offensichtlich die internationalen Finanzkonzerne, welche in toxische Wertschriften investiert oder dem Schattenbankensektor liquide Mittel zur Verfügung gestellt hatten, an der Malaise kollektiv beteiligt.

Die Skandale im Zuge der Finanzkrise 2007/2008 haben in brüskierender Weise zum Vorschein gebracht, dass schweizerische Finanzinstitute auch in den Schattenbereichen der globalen Finanzwelt eine zentrale Rolle spielen.

¹⁴² FUCHS MTEBANA KATJA, „Regulatory Arbitrage“ oder was das Bankgeheimnis mit dem Lehman-Debakel zu tun hat, in: Jusletter Mai 2010, 2 ff.

Die beiden Grossbanken, UBS AG und Credit Suisse, gehören zu den weltweit am engsten vernetzten Konzernen und haben mit der Produktion und dem Vertrieb von hochriskanten Subprime-Produkten, sogar in der letzten Phase vor dem Ausbruch der Finanzkrise, mitverdient und waren somit mitverantwortlich für deren Ursachen. Ein volkswirtschaftliches Fiasko, nämlich die Pleite der UBS AG, konnte nur dank staatlichen Eingriffen in höchster Not abgewendet werden.

Die Aufsichtsbehörden, insbesondere die FINMA, waren auf diese Notfallsituation nicht vorbereitet. Warnsignale wurden nicht beachtet, im Rahmen der direkten Aufsicht vertraute die Aufsichtsbehörde zu stark auf die Resultate der Risikoberechnungen und Stresstests der Banken. Auch die indirekte Aufsicht, über die Prüfgesellschaften, war nicht in der Lage, die Gefahren einer Krise zu antizipieren. Die FINMA hat in ihrem Bericht Hedge-Fonds 2007 auf viele Risiken prominent hingewiesen, die Risiken waren also bekannt.

Einige Schweizerische Finanzinstitute und die Finanzmarktinфраstruktur¹⁴³ wurden unterdessen von der FINMA und der SNB als systemrelevant („to big to fail“) qualifiziert. Die beiden Institute, UBS AG und Credit Suisse sind aber zusätzlich auch „to interconnectet to fail“, was deren Bedeutung und Risiken noch verstärkt. Neue Eigenkapital- und Liquiditätsvorschriften¹⁴⁴ und auch Gesetze¹⁴⁵ wurden implementiert. Diese Folgeerscheinung der Krise in Form einer Regulierungsschwemme produziert einen unglaublichen Verwaltungsaufwand bei den Banken und demzufolge enorme Kosten, auch weil gewaltige, nicht wertschöpfende Compliance-Organisationen aufgebaut werden müssen. Auf Behördenseite müssen zusätzliche Kontrollen durchgeführt und die komplizierte Regulierung muss behördlich umgesetzt werden. Diese Kosten tragen letztlich die Kunden, der Steuerzahler und auch der infolge der Finanzkrise ohnehin gebeutelte Anleger.

¹⁴³ UBS AG, Credit Suisse, ZKB, Raiffeisengruppe, Postfinance und die SIX Group.

¹⁴⁴ FINMA-RS 15/2 „Liquiditätsrisiken Banken“ vom 1. Januar 2015; FINMA-RS 16/1 „Offenlegung – Banken“ vom 1. Januar 2016, usw.

¹⁴⁵ Ergänzungen im BankG Art. 7ff.; Finanzmarktinфраstrukturgesetz (Finfrag); Entwurf zum Finanzmarktinstitutgesetz (FINIG); Entwurf zum Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG); usw.

Die Regulierung wurde auch im europäischen Raum massiv verschärft, die wichtigsten Richtlinien und Verordnungen wurden in dieser Arbeit erwähnt. Die europäischen Regelungen, insbesondere betreffend die Geldmarktfonds sowie die alternativen Anlagen sind im Vergleich zu den schweizerischen Regelungen tendenziell restriktiver und vorsichtiger ausgestaltet.

b) Vorschläge zur Missbrauchsprävention

Die Hedge-Fonds sind nach wie vor im Finanzmarkt sehr aktiv, auch wenn deren Anzahl in der letzten Zeit etwas zurückgegangen ist und die Verbriefung von Vermögen ist immer noch eine gängige Methode zur Umwandlung von gebundenem Vermögen in Cash. Deshalb ist es von zentraler Bedeutung, dass diese beiden Schattenbanken-Tätigkeiten effizient überwacht und reguliert werden. Insbesondere die CDO verkörpern derivative, synthetische Finanzinstrumente mit Hochrisiko-Charakter, die scharf kontrolliert, überwacht oder allenfalls sogar verboten werden sollten. Das weltweite Volumen von offenen Derivatepositionen ist enorm, deshalb ist die Einführung eines Clearings über einen zentralen Kontrahenten und die Meldepflicht für OTC-Derivate (European Market Infrastructure Regulation, EMIR) ein wichtiger regulatorischer Schritt. Der Handel mit Derivaten sorgt für eine starke bilaterale Vernetzung unter den Banken, was die gegenseitige Ansteckung im Falle einer Krise erhöht.¹⁴⁶ Das regulierte Finanzsystem sollte vom nicht regulierten Schattenbankensystem strikte getrennt werden, was allerdings aufgrund der gegenseitigen Vernetzung sehr schwierig umzusetzen ist.

Die Bekämpfung der Steueroasen und Regulierungsarbitrage zur Steuervermeidung, Steuerhinterziehung und vor allem zum Zwecke der Geldwäscherei von Geldern krimineller Herkunft sollte auf der internationalen Ebene noch stärker koordiniert werden. Die schwarzen Listen internationaler Organisationen (z.B. „black list“ der OECD) sowie der Automatische Informationsaustausch (AIA) sind probate regulatorische Instrumente, um die schädlichen Steueroasen unter Druck zu setzen, damit diese letztlich die internationalen Standards auch einführen und wirkungsvoll anwenden.

¹⁴⁶ DEMARY MARKUS, 69.

Nicht nur die vom FSB dargestellten Institute und Produkte des Schattenbankensektors sind eine Gefahr für die Stabilität der Finanzmärkte. Auch globale Vermögensverwalter, mit einem enormen Vermögensverwaltungsvolumen, starkem Einfluss auf die Politik und aufgrund ihrer Beratungstätigkeit inhärenten Interessenkonflikten sollten künftig stärker beobachtet und allenfalls noch schärfer an die regulatorische Kandare genommen werden. Faktisch verkörpern diese mächtigen Vermögensverwalter Oligopol-Unternehmen, die ihre marktbeherrschende Stellung missbrauchen könnten, was auch von den Wettbewerbsbehörden überwacht werden sollte.

Heikel sind auch finanziell potente internationale Stiftungen und Trusts, die grundsätzlich ausserhalb der Finanzmarktregulierung operieren und möglicherweise mit dem Schattenbankensektor über Finanz- und Kreditgeschäfte verknüpft sind. Hier sind die zuständigen Stiftungsaufsichtsbehörden gefordert. Diese sollten ihre Überwachungstätigkeit international koordinieren, was heute noch zu wenig der Fall ist. Das schweizerische Stiftungsrecht müsste adäquat angepasst werden, damit die Aufsichtsbehörden über die gesetzlichen Grundlagen verfügen, um wirksam überwachen und sanktionieren zu können.

Für die Finanzkrise 2007/2008 waren auch die dominanten Ratingagenturen (Moody's, Standard & Poor's, Fitch) mitverantwortlich, blieben im Zuge der Aufarbeitung der Krise aber praktisch unbehelligt. Dies, obwohl sie mit ihren Gutachten die Grundlage dafür lieferten, dass faktisch wertlose Finanzderivate im Markt überhaupt gehandelt und gekauft wurden. Der Einfluss der Ratingagenturen sollte massiv begrenzt werden, insbesondere bezüglich der Bewertung der Zahlungsfähigkeit von Nationalstaaten und deren Staatsanleihen.

Die Schattenbanken sind im Aufwind, trotz den bitteren Erfahrungen aus der vergangenen Krise. Die Gefahr ist erkannt, nun gilt es, mit geeigneten Aufsichtsmaßnahmen, international koordiniert und unter Einsatz verhältnismässiger Mittel das Reich der Schattenbanken auszuleuchten.