

Johannes Rehahn

Regulierung von
„Schattenbanken“:
Notwendigkeit und Inhalt

Heft 125

April 2013

Regulierung von „Schattenbanken“: Notwendigkeit und Inhalt

Von

Johannes Rehahn

Institut für Wirtschaftsrecht
Forschungsstelle für Transnationales Wirtschaftsrecht
Juristische und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg

Johannes Rehahn ist Promotionsstudent und Student des postgraduellen Studienganges „Business Law and Economic Law“ an der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg.

Christian Tietje/Gerhard Kraft/Matthias Lehmann (Hrsg.), Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht, Heft 125

Bibliografische Information der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet unter <http://www.dnb.ddb.de> abrufbar.

ISSN 1612-1368 (print)

ISSN 1868-1778 (elektr.)

ISBN 978-3-86829-587-0 (print)

ISBN 978-3-86829-588-7 (elektr.)

Schutzgebühr Euro 5

Die Hefte der Schriftenreihe „Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht“ finden sich zum Download auf der Website des Instituts bzw. der Forschungsstelle für Transnationales Wirtschaftsrecht unter den Adressen:

<http://institut.wirtschaftsrecht.uni-halle.de/de/node/23>

<http://telc.jura.uni-halle.de/de/node/23>

Institut für Wirtschaftsrecht
Forschungsstelle für Transnationales Wirtschaftsrecht
Juristische und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg
Universitätsplatz 5
D-06099 Halle (Saale)
Tel.: 0345-55-23149 / -55-23180
Fax: 0345-55-27201
E-Mail: ecohal@jura.uni-halle.de

INHALTSVERZEICHNIS

A. Einleitung	5
B. Transformationsleistungen, Liquiditätskrisen und Regulierung von Banken	6
I. Transformationsleistungen von Banken	6
II. Liquiditätskrisen von Banken und ihre Folgen.....	8
III. Regulierung von Banken	10
1. Ebenen und Ziele der Bankenregulierung.....	10
2. Erlaubnispflichtige Geschäfte.....	11
3. Voraussetzungen für die Erlaubniserteilung.....	12
4. Anforderungen an die laufende Tätigkeit und Einwirkungsmöglichkeiten	13
IV. Zwischenergebnis	16
C. „Schattenbanksystem“ – Konzept und bestehender Regulierungsrahmen	17
I. Bedeutung und Entwicklung von „Schattenbanken“	17
II. Erscheinungsformen und Risiken von „Schattenbanken“	18
III. Beispiele für „Schattenbanken“	20
1. ABCP-Programme	20
2. Repogeschäfte.....	22
3. Zwischenergebnis	24
IV. Reformschritte in der Europäischen Union und in Deutschland	26
1. Indirekte Regulierung von „Schattenbanken“	26
2. Direkte Regulierung von „Schattenbanken“	30
3. Aufgaben und Befugnisse der Europäischen Finanzmarktaufsichts-	
behörde	31
4. Zwischenergebnis	32
V. Zwischenergebnis	33
D. Weitere Überlegungen zum Regelungsrahmen für „Schattenbanken“	34
I. Vorschläge internationaler Gremien und der <i>Europäischen Kommission</i> zur	
Verschärfung der Regulierung	35
1. Beziehungen zwischen Kreditinstituten und „Schattenbanken“	35
2. Geldmarktfonds	36
3. „Andere Schattenbanken“	37
4. Securitisation.....	38
5. Wertpapierdarlehen und Repogeschäfte.....	39
6. Zwischenergebnis	40
II. Ausdehnung des „Sicherheitsnetzes“?	40
E. Ergebnis	42
Schrifttum	44

“If it looks like a bank and quacks like a bank, it has got to be subject to bank-like safeguards.”¹

A. Einleitung

Die Finanzkrise 2007-2009 löste eine breite Diskussion über eine Verschärfung der Regulierung und Beaufsichtigung² des Finanzsektors aus, in der die *Gruppe der 20 wichtigsten Industrie- und Schwellenländer* aufgrund der globalen Ausmaße der Krise, die nach Kooperation und Vereinheitlichung auf internationaler Ebene verlangten, schnell eine Führungsrolle übernahm.³ Auf ihrem Treffen in Washington 2008 kamen die Staats- und Regierungschefs der *G20* überein, künftig alle Finanzmärkte, Finanzprodukte und Finanzmarktteilnehmer einer angemessenen Regulierung zu unterwerfen.⁴ In der Abschlusserklärung des Treffens in London 2009 beschränkte sich die Gruppe zwar auf Regelungsadressaten mit systemischer Bedeutsamkeit, hielt im Übrigen aber an der Weite ihrer gewählten Perspektive fest.⁵ Sie strebt damit eine Regulungsdichte an, die den lückenhaft und unsystematisch erfassten Finanzmärkten bisher fremd war.⁶

Im Fokus der *G20* stehen neben „regulierten“ Banken und privaten Zusammenschlüssen von Kapital auch sogenannte „Schattenbanken“, die systemische Risiken schaffen können.⁷ Auf ihrem Treffen in Seoul 2010 beauftragte die Gruppe das *Financial Stability Board*, in Zusammenarbeit mit internationalen Standardsetzern Vorschläge zur Verbesserung der Regulierung und Überwachung des „Schattenbanksystems“ zu unterbreiten.⁸ Das *FSB* legte ein erstes Papier zur Charakterisierung von „Schattenbanken“ im April 2011⁹ und erste Überlegungen zu ihrer Regulierung im Oktober 2011 vor.¹⁰ Auf der Grundlage dieser Vorschläge erarbeitete die *Europäische Kommission* ein Grünbuch, mit welchem weitere Maßnahmen zur Regulierung dieser Phänomene in der Union vorbereitet werden sollen.¹¹ Im Oktober und November 2012 veröffentlichten das *FSB* und die *International Organization of Securities Com-*

¹ *Adair Turner*, zitiert nach *Masters*, *Financial Times* vom 19. November 2012, 1.

² Nachfolgend auch zusammen: Regulierung.

³ Zur wachsenden Bedeutung der *G20* für die Finanzmarktregulierung s. *Lehmann*, Grundstrukturen der Regulierung der Finanzmärkte, 4; *Tietje*, Architektur der Weltfinanzordnung, 24 f.

⁴ *G20*, Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy, Para. 9.

⁵ *G20*, Declaration on Strengthening the Financial System, 3.

⁶ Vgl. *Tietje/Lehmann*, *Journal of International Economic Law* 13 (3, 2010), 663, 664 f.

⁷ *G20*, Declaration on strengthening the financial system, 3.

⁸ *G20*, The Seoul Summit Document, Para. 41. Mit dem *FSB* beschäftigen sich ausführlich *Porter*, in: *Tietje/Brouder* (Hrsg.), *Handbook of Transnational Economic Governance Regimes*, 345-353; *Ruddigkeit*, Das Financial Stability Board in der internationalen Finanzarchitektur.

⁹ *FSB*, Shadow Banking: Scoping the Issues.

¹⁰ *FSB*, Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation.

¹¹ *Europäische Kommission*, Grünbuch Schattenbankwesen, COM(2012) 102 final.

*missions*¹² ausführliche Stellungnahmen zur regulatorischen Erfassung des „Schattenbanksystems“.¹³

Ziel der vorliegenden Arbeit ist es, die Tätigkeiten von „Schattenbanken“ und die damit verbundenen Gefahren zu erläutern und den Stand der Regulierung sowie die Reformvorschläge vorzustellen und zu bewerten. Hierbei ist zunächst an die Leistungen, Risiken und staatlichen Interventionen im Bankensektor, in dessen begrifflicher Nähe die „Schattenbanken“ stehen, zu erinnern. Sodann werden die „Schattenbanken“ und die bereits ergriffenen und weiter diskutierten Maßnahmen zu ihrer Regulierung beleuchtet, bevor der Frage nachgegangen werden soll, ob auch eine Ausweitung des staatlichen „Sicherheitsnetzes“ zur Stützung angeschlagener Kreditinstitute auf „Schattenbanken“ zu empfehlen ist.

B. Transformationsleistungen, Liquiditätskrisen und Regulierung von Banken

Um die Parallelen und Unterschiede zwischen Banken und „Schattenbanken“ erkennbar zu machen, sind im ersten Teil dieser Arbeit die Leistungen und die Gefahren, die mit der Stellung von Kreditinstituten als Finanzintermediäre verbunden sind, darzustellen. Sodann sind die Elemente ihrer Regulierung zu erläutern.

I. Transformationsleistungen von Banken

Die große Bedeutung des Finanzsystems für die Volkswirtschaft liegt unter anderem darin begründet, dass es Anbieter von Kapital, die freie Mittel zeitlich begrenzt und mit der Aussicht auf eine Gegenleistung bereitstellen wollen, und Nachfrager, die Gelder für Investitionen benötigen und hierfür einen Zins zu zahlen bereit sind, zusammenführt und die Realisierung nützlicher Vorhaben hierdurch oft erst ermöglicht.¹⁴ Ein Vertragsschluss unmittelbar zwischen dem Kapitalgeber und dem Kapital-suchenden wird aber insbesondere dadurch erschwert, dass die Erstgenannten zumeist nur kleine Beträge anbieten können und die jederzeitige Abrufbarkeit ihrer Mittel wünschen, während die Letztgenannten einen höheren und langfristigeren Kapitalbedarf haben.¹⁵ Auch wäre eine direkte Finanzierungsbeziehung mit hohen Transaktionskosten verbunden, weil die potentiellen Vertragspartner einander finden und einschätzen müssten und Kosten für das Führen der Verhandlungen und die Ausarbei-

¹² Ausführlich zur *IOSCO Alexander*, in: Tietje/Brouder (Hrsg.), *Handbook of Transnational Economic Governance Regimes*, 439-447.

¹³ *FSB*, *Integrated Overview of Policy Recommendations*; *dass.*, *Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos*; *dass.*, *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities*; *IOSCO*, *Global Developments in Securitisation Regulation*; *dies.*, *Policy Recommendations for Money Market Funds*.

¹⁴ *Hellwig*, in: *Obst/Hintner (Begr.)*, *Geld-, Bank- und Börsenwesen*, 4; *Spremann/Gantenbein*, *Kapitalmärkte*, 3.

¹⁵ *Langer/Weber*, in: *Obst/Hintner (Begr.)*, *Geld-, Bank- und Börsenwesen*, 205; *Spremann/Gantenbein*, *Kapitalmärkte*, 45.

tung einer Vereinbarung zu tragen hätten.¹⁶ Diese Schwierigkeiten können überwunden werden, indem ein Vertragsverhältnis nicht zwischen dem Erstkapitalgeber und dem Letztkapitalnehmer, sondern jeweils nur zwischen ihnen und einem Finanzintermediär begründet wird. Das wichtigste Beispiel sind Banken, die das Einlagen- und Kreditgeschäft, das sogenannte *commercial banking*, betreiben.¹⁷ Sie bündeln die Gelder einer Vielzahl von Einlegern und können den Darlehensnehmern daher höhere Summen anbieten. Auch können sie durch eine geschickte Auswahl der Kapitalgeber oder das ständige Erneuern oder Ersetzen der Einlagen längere Laufzeiten bei der Kapitalüberlassung gewähren. Da nur die Bank vertraglich mit den Darlehensnehmern verbunden ist, trägt allein sie das Risiko, dass die Rück- und Zinszahlungen für das Darlehen ausbleiben. Demgegenüber sind die Einleger nur dem Risiko einer Insolvenz der Bank ausgesetzt, welches aufgrund des weit gestreuten Engagements der Kreditinstitute regelmäßig geringer ist als bei einer unmittelbaren Finanzierungsbeziehung zwischen dem originären Kapitalgeber und dem Letztkapitalnehmer. Diese Funktionen werden als Losgrößen-, Fristen-, Liquiditäts- und Risikotransformation bezeichnet.¹⁸ Die Zwischenschaltung eines Kreditinstituts reduziert die Transaktionskosten, insbesondere da sich nicht jeder Kapitalgeber gesondert über die Bonität des möglichen Darlehensnehmers informieren muss und die Bank auf bereits erstellte Musterverträge zurückgreifen kann.¹⁹ Geringe Transaktionskosten wiederum wirken sich regelmäßig günstig auf die Kapitalkosten der Letztkapitalnehmer aus.²⁰

Da es sich bei den Einlagen der Sparer aus der Sicht der Bank um Fremdkapital handelt,²¹ kann sie durch die Weitergabe dieser Mittel als Darlehen von der sogenannten Hebelwirkung (*leverage*) profitieren.²² Mit dem Ausdruck ist gemeint, dass mit der Erhöhung des Fremdkapitalanteils bei einer Investition eine Verbesserung der Eigenkapitalrentabilität verbunden ist, sofern der Gesamtertrag der Anlage die Fremdkapitalkosten übersteigt.²³ Einlagen- und Kreditinstitute können den *leverage*-Effekt folglich erreichen, wenn der Zins, den sie von den Darlehensnehmern für die langfristige

¹⁶ Hellwig, in: Obst/Hintner (Begr.), Geld-, Bank- und Börsenwesen, 15 f.; Mishkin/Eakins, Financial Markets and Institutions, 62, 64.

¹⁷ Binder, Bankeninsolvenzen, 102; Langer/Weber, in: Obst/Hintner (Begr.), Geld-, Bank- und Börsenwesen, 205; Mishkin/Eakins, Financial Markets and Institutions, 67 f.; Ruzik, Finanzmarktintegration, 47. Den Banken kommt zudem eine wichtige Funktion bei der Abwicklung des Zahlungsverkehrs zu; s. Wittig, in: Kümpel/Wittig (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 1.16-1.19. Diese soll im Folgenden aber unberücksichtigt bleiben.

¹⁸ Häuser, in: Gerke/Steiner (Hrsg.), Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, Sp. 1125 f.; Langer/Weber, in: Obst/Hintner (Begr.), Geld-, Bank- und Börsenwesen, 203-205; Ruzik, Finanzmarktintegration, 47-49; Stasch, Lender of Last Resort, 64. S. ferner die Darstellung der Transformationsfunktionen bei Sethe, Anlegerschutz, 119-123. In einem weiteren Sinne steht Finanzintermediation auch für die Unterstützung eines Vertragsschlusses zwischen Kapitalgeber und -nehmer, beispielsweise durch die Zusammenführung der Parteien oder die Bewertung der Kreditwürdigkeit des Kapitalnachfragers; s. Langer/Weber, in: Obst/Hintner (Begr.), Geld-, Bank- und Börsenwesen, 202; Ruzik, Finanzmarktintegration, 49.

¹⁹ Hellwig, in: Obst/Hintner (Begr.), Geld-, Bank- und Börsenwesen, 16; Mishkin/Eakins, Financial Markets and Institutions, 64.

²⁰ Ruzik, Finanzmarktintegration, 50 f. mit Fn. 77.

²¹ Bösch, Finanzwirtschaft, 45.

²² FSB, Shadow Banking: Scoping the Issues, 4.

²³ Eling, Hedgefonds-Strategien, 24 f.; Schmies, Regulierung von Hedgefonds, 52 f.

Kapitalüberlassung verlangen, höher ist als der, den sie den Einlegern für ihre kurzfristig abrufbaren Gelder versprechen. Durch die Nutzung von Fremdkapital werden freilich auch die Misserfolge verstärkt:²⁴ Wird ein Darlehensnehmer zahlungsunfähig, ist nicht nur das von der Bank eingesetzte Eigenkapital verloren, sondern es müssen zusätzliche Mittel für die Erfüllung der Ansprüche der Einleger aufgewendet werden. Problematisch ist der Einsatz von *leverage* auch, weil er prozyklische Wirkungen mit sich bringen kann: Während in einem guten konjunkturellen Umfeld für alle Marktteilnehmer ein Anreiz zum „Hochhebeln“ besteht, kehrt sich dieser Effekt in der Abschwungphase um, da sich die Akteure zeitgleich zum Abbau von Risikopositionen gezwungen sehen (*deleveraging*). Dieses Verhalten kann zu Anspannungen auf den Märkten führen.²⁵

II. Liquiditätskrisen von Banken und ihre Folgen

Dem Einlagen- und Kreditgeschäft ist immanent, dass die Bank liquide Mittel nur vorhält, soweit diese erforderlich sind, um die normalen Rückzahlungswünsche der Einleger zu erfüllen (*fractional-reserve banking*).²⁶ Kreditinstitute sind daher anfällig für Liquiditätskrisen: Gehen die Einleger – beispielsweise infolge einer Zeitungsmeldung über hohe Verluste ihrer Bank – zu Recht oder zu Unrecht davon aus, dass andere Kapitalgeber in großem Umfang Gelder von der Bank abziehen wollen und dieser hierdurch eine Schieflage droht, werden sie zeitnah die Auszahlung ihrer Depositen verlangen, um noch vor der Zahlungsunfähigkeit befriedigt zu werden. Als Reaktion hierauf werden es ihnen weitere Anleger gleichtun, so dass es zur massenhaften Rückforderung von Einlagen (*bank run*) kommt.²⁷ Wird dem von einem solchen *run* betroffenen Kreditinstitut nicht auf andere Weise geholfen, muss es seine noch nicht fälligen Forderungen verkaufen, um die Ansprüche der Einleger zu erfüllen. Ein solcher Notverkauf (*fire sale*) ist in der Regel allenfalls mit hohen Abschlägen möglich.²⁸ Im ungünstigsten Falle gerät die Bank in die Insolvenz, mag sich später – um bei unserem Beispiel zu bleiben – auch herausstellen, dass die Zahlungsfähigkeit des Kreditinstituts durch die ursprünglich erlittenen Verluste gar nicht gefährdet war. Auf diese Weise kann die Furcht vor dem Ausfall einer Bank zur selbsterfüllenden Prophezeiung werden.²⁹ Der Umstand, dass die Stabilität eines Kreditinstituts, welches das Einlagen-

²⁴ Vgl. Eling, Hedgefonds-Strategien, 25; Schmies, Regulierung von Hedgefonds, 54.

²⁵ Rudolph, ZGR 2010, 1, 36; Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten 2008/09, 127.

²⁶ Benston/Kaufman, Journal of Financial Services Research 9 (3-4, 1995), 209, 212; Binder, Bankeninsolvenzen, 105; De Bandt/Hartmann, Systemic Risk, 13.

²⁷ Diamond/Dybvig, Journal of Political Economy 91 (3, 1983), 401, 409; Binder, Bankeninsolvenzen, 104 f.; Brunnermeier, Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-08, 26; Hsu/Moroz, in: Gregoriou (Hrsg.), Banking Crisis Handbook, 39, 42; Stasch, Lender of Last Resort, 67.

²⁸ Benston/Kaufman, Journal of Financial Services Research 9 (3-4, 1995), 209, 212; Stasch, Lender of Last Resort, 66.

²⁹ De Bandt/Hartmann, Systemic Risk, 15; Hsu/Moroz, in: Gregoriou (Hrsg.), Banking Crisis Handbook, 39, 42 f.; Stasch, Lender of Last Resort, 67. Krit. Benston/Kaufman, Journal of Financial Services Research 9 (3-4, 1995), 209, 227, wonach empirische Studien gezeigt hätten, dass der Zusammenbruch von Banken selten durch *runs* ausgelöst, sondern allenfalls durch diese beschleunigt werde.

und Kreditgeschäft betreibt, nicht nur von der Solvenz der Darlehensnehmer, sondern in hohem Maße auch vom Vertrauen der Einleger abhängt, wurde lange Zeit als Besonderheit bezeichnet, die diese Banken aus dem Kreise der anderen Finanzintermediäre heraushebt.³⁰

Von dem Zusammenbruch eines Kreditinstituts betroffen sind neben den Gesellschaftern zunächst die Einleger. Diese haben kein Recht auf Aussonderung oder auf bevorzugte Befriedigung aus der Masse, so dass ihre gesparten Mittel regelmäßig verloren sind.³¹ Berührt sind auch die Darlehensnehmer der Bank, denen ein häufig schwer zu ersetzender Geschäftspartner wegbricht.³² Die Probleme können sich aber auch auf die Wettbewerber der insolventen Bank übertragen, da die Kreditinstitute durch gegenseitige vertragliche Verpflichtungen – etwa durch die Gewährung von Darlehen auf dem Interbankenmarkt – häufig eng miteinander verwoben sind, so dass die Zahlungsunfähigkeit des einen Instituts den Ausfall eines bedeutenden Schuldners der anderen Banken zur Folge hat.³³ Zudem werden die Preise der von anderen Banken gehaltenen Vermögenswerte durch die von dem strauchelnden Konkurrenten getätigten Notverkäufe gedrückt.³⁴ Zuletzt besteht die Gefahr, dass auch die Kapitalgeber anderer, von der Krise zunächst nicht betroffener Kreditinstitute durch das Geschehen verunsichert werden und ihren Banken infolge eines allgemeinen Vertrauensverlusts Liquidität entziehen.³⁵ Über diese Ansteckungskanäle kann sich die Notlage eines Instituts zu einem Problem für den gesamten Finanzsektor ausweiten. Zugleich kann die Krise auch Unternehmen der Realwirtschaft erfassen, weil diese ihre bisherigen Kreditkanäle nicht mehr nutzen und neue kurzfristig nicht erschließen können. Hierdurch kann es zu einem Rückgang der Investitionen und zu einer Zunahme der Insolvenzen auch im realen Sektor kommen, die die Schwierigkeiten der Kreditinstitute weiter vergrößert. Zwischen diesen Teilen der Gesamtwirtschaft besteht folglich eine wechselseitige Abhängigkeit.³⁶ Eine Bank, deren Insolvenz den Finanzsektor als solchen (horizontale Betrachtungsweise) oder die Realwirtschaft (vertikale Betrachtungsweise) in Mitleidenschaft ziehen kann, wird als systemisch relevant, ihr Ausfall als systemisches Risiko bezeichnet.³⁷

³⁰ *De Bandt/Hartmann*, Systemic Risk, 13.

³¹ Vgl. *Sethe*, in: Assmann/Schütze (Hrsg.), Hdb. des Kapitalanlagerechts, § 25 Rn. 4.

³² *Binder*, Bankeninsolvenzen, 103; *Stasch*, Lender of Last Resort, 69.

³³ *Binder*, Bankeninsolvenzen, 106; *De Bandt/Hartmann*, Systemic Risk, 14; *Mülbert*, in: FS Schneider, 855, 861; *Stasch*, Lender of Last Resort, 62, 71-74.

³⁴ *Hsul/Moroz*, in: Gregoriou (Hrsg.), Banking Crisis Handbook, 39, 43.

³⁵ *Binder*, Bankeninsolvenzen, 104 f.; *Stasch*, Lender of Last Resort, 70 f. A.A. *Benston/Kaufman*, Journal of Financial Services Research 9 (3-4, 1995), 209, 227, die davon ausgehen, dass die Einleger nur den Instituten, die ebenfalls in wirtschaftliche Schwierigkeiten geraten seien, das Vertrauen entziehen würden.

³⁶ *Hellwig*, in: Obst/Hintner (Begr.), Geld-, Bank- und Börsenwesen, 20.

³⁷ *De Bandt/Hartmann*, Systemic Risk, 10-13; *Schneider*, ZRP 2009, 119, 120. Zu den Bezugspunkten für Systemrelevanz auch *Mülbert*, in: FS Schneider, 855, 861. Als Hauptkriterien, anhand derer zu ermitteln ist, ob eine Bank systemisch relevant ist, werden zumeist ihre Größe, Ersetzbarkeit und Vernetzung genannt; s. ErwGr. 9 der Verordnung (EU) Nr. 1092/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 über die Finanzaufsicht der Europäischen Union auf Makroebene und zur Errichtung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken, ABl. EU Nr. L 331 vom 15. Dezember 2010, 1; *IMF/BIS/FSB*, Guidance, 8-10.

III. Regulierung von Banken

Angesichts der großen Bedeutung eines stabilen Bankensystems, das zuweilen als öffentliches Gut bezeichnet wurde,³⁸ verwundert es nicht, dass Kreditinstitute „von der Wiege bis zur Bahre“ besonderen Regeln und einer staatlichen Aufsicht, die Störungen im Kreditgewerbe und Verluste der Institutsgläubiger verhindern soll, unterworfen sind.³⁹ Das hierdurch entstehende Gefüge aus Vorgaben, Einwirkungsmöglichkeiten und Hilfestellungen des Staates wurden von *Paul Tucker* auf einen Gesellschaftsvertrag (*social contract*) zurückgeführt, der wegen der Wichtigkeit der Banken zwischen ihnen und dem Staat geschlossen worden sei.⁴⁰ Nachfolgend sollen zunächst die Ebenen und Ziele der Bankenregulierung skizziert werden. Bei dem anschließenden Blick auf die Bestimmungen, mit denen das europäische und das deutsche Aufsichtsrecht den Lebenszyklus einer Bank begleiten, ist zu trennen zwischen dem Erfordernis einer staatlichen Erlaubnis, den Voraussetzungen für die Erlaubniserteilung und den Anforderungen und Einwirkungsmöglichkeiten, die sich auf die laufende Tätigkeit beziehen. Während das Erstgenannte unterschiedslos für Geschäfte mit ganz verschiedenen Risiken gilt, können die Letztgenannten von Geschäftstyp zu Geschäftstyp differenzieren.

1. Ebenen und Ziele der Bankenregulierung

Taktgeber der Bankenregulierung in den Mitgliedstaaten der EU ist seit längerem das europäische Recht. Seine Vorgaben zielten in der Vergangenheit vor allem darauf ab, die Unterschiede zwischen den einzelstaatlichen Rechts- und Verwaltungsvorschriften, die Hemmnisse für die Niederlassungs- und Dienstleistungsfreiheit darstellen, abzubauen und hierdurch einen gemeinsamen Banken- und Finanzmarkt zu schaffen.⁴¹ Der Erfolg bei der Integration dieser Märkte offenbarte in der Finanzkrise seine Kehrseite, da sich die Schwierigkeiten einzelner Kreditinstitute besonders schnell

³⁸ *Feldstein*, in: ders. (Hrsg.), *The Risk of Economic Crisis*, 1, 15.

³⁹ Nähere Ausführungen zu den Zielen der Bankenaufsicht finden sich bei *Brockner*, in: *Derleder/Knops/Bamberger* (Hrsg.), *Hdb. zum deutschen und europäischen Bankrecht*, § 65 Rn. 2; *Fischer*, in: *Schimansky/Bunte/Lwowski* (Hrsg.), *Bankrechts-Hdb.*, § 125 Rn. 19; *Röhl*, in: *Fehling/Ruffert* (Hrsg.), *Regulierungsrecht*, § 18 Rn. 18.

⁴⁰ *Tucker*, *Regimes for handling bank failures*, 1; *ders.*, *Shadow banking, financing markets and financial stability*, 1.

⁴¹ S. etwa die Begründung zur Ersten Richtlinie des Rates vom 12. Dezember 1977 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute (77/780/EWG), *ABl. EG* Nr. L 322 vom 17. Dezember 1977, 30; nachfolgend: 1. Bankrechtskoordinierungsrichtlinie. Die Richtlinie wurde ersetzt durch die Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. März 2000 über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute, *ABl. EG* Nr. L 126 vom 26. Mai 2000, 1. Diese Richtlinie wurde wiederum ersetzt durch die Richtlinie 2006/48/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2006 über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute (Neufassung), *ABl. EU* Nr. L 177 vom 30. Juni 2006, 1; nachfolgend: *Bankenrichtlinie*. Zu den Zielen der europäischen Bankrechtskoordinierung auch *Claussen*, in: *Claussen* (Hrsg.), *Bank- und Börsenrecht*, § 1 Rn. 96; *Hübner*, in: *Dausen* (Hrsg.), *EU-Wirtschaftsrecht*, E. IV. Rn. 2; *Kolassa*, in: *Schimansky/Bunte/Lwowski* (Hrsg.), *Bankrechts-Hdb.*, § 135 Rn. 3-9.

über alle Grenzen hinweg auf andere Marktteilnehmer übertragen konnten.⁴² Die jüngeren regulatorischen Maßnahmen auf Unionsebene wurden daher zumindest auch mit der Sorge um die Finanzmarktstabilität begründet.⁴³ Darüber hinaus hat gerade bei der Bankenregulierung die Koordinierung durch internationale Akteure an Gewicht gewonnen.⁴⁴ Mit ihr beschäftigen sich neben der *G20* insbesondere das *FSB* und das *Basel Committee on Banking Supervision*.⁴⁵

2. Erlaubnispflichtige Geschäfte

Der europäische Gesetzgeber verpflichtete die Mitgliedstaaten im Jahre 1977, eine Erlaubnispflicht für Kreditinstitute einzuführen.⁴⁶ Hierbei beschränkte er den Begriff auf Unternehmen, die Einlagen oder andere rückzahlbare Gelder des Publikums entgegennehmen und Kredite vergeben,⁴⁷ und hob damit die Bedeutung dieses Geschäftszweigs hervor. In Deutschland bedarf der Betrieb von Bankgeschäften, darunter das Einlagen- und Kreditgeschäft, bereits seit 1934 einer Erlaubnis,⁴⁸ welche nur denjenigen Unternehmen gewährt wird, die durch ihre personelle und finanzielle Ausstattung die ordnungsgemäße Durchführung dieser Geschäfte gewährleisten können.⁴⁹ Der Katalog dieser Geschäfte ist aber nicht auf die Hereinnahme von Einlagen und die Gewährung von Darlehen beschränkt, sondern umfasst ganz verschiedene Tätigkeiten und unterliegt einem steten Wandel. So zählte das KWG 1961⁵⁰ außer dem Einlagen- und Kreditgeschäft noch das Diskont-, Effekten-, Depot-, Investment-, Garantie- und Girogeschäft sowie die Begründung der Verpflichtung, Darlehensforderungen vor Fälligkeit zu erwerben, zu den erlaubnispflichtigen Geschäften.⁵¹ Im Zuge der Harmonisierung des Bankaufsichtsrechts in der Union wurde dieser Kreis mehrfach verändert und ausgedehnt, etwa durch die Erweiterung des Effektingeschäfts zum Finanzkommissionsgeschäft nach § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 4 KWG oder die

⁴² *Lehmann*, Grundstrukturen der Regulierung der Finanzmärkte, 3.

⁴³ S. insbesondere Art. 2 Abs. 1 S. 2 und ErwGr. 7 der Verordnung (EU) Nr. 1093/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Bankenaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/78/EG der Kommission, ABl. EU Nr. L 331 vom 15. Dezember 2010, 12. Zu den Zielen des Europäischen Finanzaufsichtssystems, zu dem u.a. auch die Europäische Bankenaufsichtsbehörde und der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (vgl. Fn. 37) gehören, s. *Lehmann/Manger-Nestler*, ZBB 2011, 2, 3.

⁴⁴ Zur wachsenden Bedeutung internationaler Akteure s. bereits oben, A.

⁴⁵ *Hübner*, in: Dausen (Hrsg.), EU-Wirtschaftsrecht, E. IV. Rn. 4. Ausführlich zum *BCBS Rost*, in: Tietje/Brouder (Hrsg.), Handbook of Transnational Economic Governance Regimes, 319-328.

⁴⁶ Art. 3 Abs. 1 S. 1 der 1. Bankrechtskoordinierungsrichtlinie (Fn. 41)

⁴⁷ Art. 1 erster Spiegelstrich der 1. Bankrechtskoordinierungsrichtlinie (Fn. 41). S. auch die Definition in Art. 4 Nr. 1 lit. a Bankenrichtlinie (Fn. 41).

⁴⁸ S. §§ 3 Abs. 1, 1 Abs. 1 des Reichsgesetzes über das Kreditwesen vom 5. Dezember 1934, RGBl. 1934 I, 1203. Nach geltendem Recht ist ferner erforderlich, dass die Geschäfte gewerbsmäßig oder in einem Umfang, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert, betrieben werden sollen; s. § 32 Abs. 1 S. 1 i.V.m. § 1 Abs. 1 S. 2 KWG.

⁴⁹ Reg.-Begr. zum KWG 1961, abgedruckt bei *Reischauer/Kleinhans*, KWG, Kza. 575, dort S. 14.

⁵⁰ Gesetz über das Kreditwesen vom 10. Juli 1961, BGBl. 1961 I, 881.

⁵¹ § 32 Abs. 1 i.V.m. § 1 Abs. 1 S. 2 KWG 1961 (Fn. 50).

Aufnahme des Emissionsgeschäfts in § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 10 KWG.⁵² Hierbei fällt auf, dass mit den erfassten Tätigkeiten höchst unterschiedliche Gefahren verbunden sind. Während beim Einlagen- und Kreditgeschäft das durch die Fristeninkongruenz hervorgerufene Liquiditätsrisiko im Mittelpunkt steht,⁵³ ergibt sich der Regulierungsbedarf beim Finanzkommissionsgeschäft in erster Linie daraus, dass sich der Kommittent bei der Beschaffung oder Veräußerung von Finanzinstrumenten eines im eigenen Namen handelnden Kommissionärs bedient, der selbst Vertragspartei des Ausführungsgeschäfts und in der Regel zunächst auch Eigentümer der gekauften Kommissionssache wird.⁵⁴ Daraus resultiert für den Kommittenten etwa die Gefahr, dass die Gläubiger des Kommissionärs auf das Kommissionsgut zugreifen.⁵⁵ Dieses Beispiel mag genügen, um zu zeigen, dass sich der Katalog der erlaubnispflichtigen Geschäfte, der für die Bestimmung der Adressaten der Bankaufsicht von entscheidender Bedeutung ist, nicht an Risiken orientiert.⁵⁶ Er erfasst vielmehr alle Geschäftszweige, die nach dem aktuellen Verständnis des Verkehrs⁵⁷ und der Legislative als banktypisch gelten. Die fehlende Differenzierung und die unermüdliche Reformtätigkeit des europäischen und deutschen Gesetzgebers lassen ihn in hohem Maße zufällig erscheinen.⁵⁸

3. Voraussetzungen für die Erlaubniserteilung

Im Unterschied zum Kreis der Tätigkeiten, deren Ausübung einer staatlichen Erlaubnis bedarf, differenzieren die Voraussetzungen für die Erlaubniserteilung vereinzelt zwischen den mit den Geschäften verbundenen Risiken. Zu den Erlaubnisvoraussetzungen, die ebenfalls größtenteils durch das europäische Recht – etwa durch die Bankenrichtlinie⁵⁹ und die Richtlinie 2006/49/EG⁶⁰ – geprägt wurden,⁶¹ gehören unter anderem das Vorhandensein der zum Geschäftsbetrieb erforderlichen Mittel, darunter ein ausreichendes Anfangskapital.⁶² Welche Mittel hierfür erforderlich sind, richtet sich nach den von dem Unternehmen konkret in den Blick genommenen Geschäft-

⁵² Die beispielhaft genannten Änderungen wurden eingeführt durch Art. 1 Nr. 3 a) des Gesetzes zur Umsetzung von EG-Richtlinien zur Harmonisierung bank- und wertpapieraufsichtsrechtlicher Vorschriften vom 22. Oktober 1997, BGBl. 1997 I, 2518. Zur Entwicklung des § 1 KWG s. *Samm*, in: Beck/Samm/Kokemoor (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 9-24.

⁵³ S. oben, B.II.

⁵⁴ BVerwGE 130, 262, 276 Rn. 47; *Dreher*, ZIP 2004, 2161, 2165. Ausführlich zum Finanzkommissionsgeschäft *Reschke*, in: Beck/Samm/Kokemoor (Hrsg.), KWG, § 1 Rn. 328-349.

⁵⁵ Vgl. *Martinek*, in: Oetker (Hrsg.), HGB, § 383 Rn. 38; *Roth*, in: Koller/Roth/Morck (Hrsg.), HGB, § 383 Rn. 20.

⁵⁶ S. bereits BVerwGE 130, 262, 270 Rn. 33; NVwZ-RR 2009, 980 Rn. 29.

⁵⁷ *Reischauer/Kleinhaus*, KWG, § 1 Rn. 5: „Die aufgezählten Geschäftsarten sind nach der heutigen Verkehrsauffassung die einzigen Bankgeschäfte.“

⁵⁸ So bereits *Schaffelhuber*, GWR 2011, 488, 490.

⁵⁹ S. Fn. 41.

⁶⁰ Richtlinie 2006/49/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2006 über die angemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten, ABl. EU Nr. L 177 vom 30. Juni 2006, 201; nachfolgend: Kapitaladäquanzrichtlinie.

⁶¹ Näher zur Entwicklung der Versagungsgründe *Fischer*, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler (Hrsg.), KWG, § 33 Rn. 1; *Samm*, in: Beck/Samm/Kokemoor (Hrsg.), KWG, § 33 Rn. 6-9c.

⁶² § 33 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 KWG.

ten.⁶³ Das mindestens nachzuweisende Anfangskapital beträgt bei Banken, die das Einlagen- und Kreditgeschäft betreiben, fünf Millionen Euro.⁶⁴ Für Kreditinstitute, die anderen Geschäften nachgehen, benennt das KWG keinen feststehenden Betrag.⁶⁵ Eine weitere Unterscheidung zwischen den Tätigkeitsgebieten betrifft die Geschäftsführung: Kreditinstitute, die sich Eigentum und Besitz an Geldern oder Wertpapieren ihrer Kunden verschaffen können, müssen mindestens zwei Geschäftsleiter haben,⁶⁶ um eine gegenseitige Kontrolle zu gewährleisten und auch bei Abwesenheit eines Geschäftsleiters handlungsfähig zu sein.⁶⁷ Dies trifft beispielsweise auf Banken zu, die Einlagen entgegennehmen. Sie erwerben Eigentum an den ihnen überlassenen Geldern und sind nur schuldrechtlich zur Rückzahlung verpflichtet.

4. Anforderungen an die laufende Tätigkeit und Einwirkungsmöglichkeiten

Wurde dem Kreditinstitut eine Erlaubnis erteilt, hat es zahlreiche Anforderungen an die laufende Tätigkeit zu beachten. Diese Vorgaben orientieren sich in hohem Maße an den Geschäften, denen die Bank nachgeht, und den mit ihnen korrespondierenden Risiken. Unterschiedlich stark beeinflusst durch die Empfehlungen internationaler Standardsetzer⁶⁸ und die darauf bezogenen Rechtsakte der Union, haben die Kreditinstitute laufend für eine angemessene Eigenmittelausstattung und eine ausreichende Zahlungsfähigkeit zu sorgen.⁶⁹ Was als angemessen oder ausreichend anzusehen ist, hängt ab von den konkret betriebenen Geschäften und den Gefahren bzw. den Zahlungsverpflichtungen, die sich daraus ergeben.⁷⁰ Zudem dürfen Banken, die Darlehen vergeben, anteils- oder betragsmäßig große Kredite oder Gelder an nahe

⁶³ *Fischer*, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler (Hrsg.), KWG, § 33 Rn. 6; *Samm*, in: Beck/Samm/Kokemoor (Hrsg.), KWG, § 33 Rn. 16; *Schwennicke*, in: Schwennicke/Auerbach (Hrsg.), KWG, § 33 Rn. 5.

⁶⁴ § 33 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 lit. d KWG.

⁶⁵ S. aber die Darstellung der Vorgaben anderer Gesetze und der Verwaltungspraxis bei *Fischer*, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler (Hrsg.), KWG, § 33 Rn. 11-18.

⁶⁶ § 33 Abs. 1 S. 1 Nr. 5 KWG.

⁶⁷ Reg.-Begr. zur KWG-Novelle 1976, abgedruckt bei Boos/Fischer/Schulte-Mattler (Hrsg.), KWG, M 13, dort S. 14.

⁶⁸ Zu nennen sind hierbei vor allem die Rahmenvereinbarungen „Basel I“ bis Basel „2.5“ des *BCBS*. Die Vereinbarung „Basel I“ wurde bereits im Jahre 1988, „Basel II“ 2004 verabschiedet. Die im Zuge der Finanzkrise veröffentlichten Empfehlungen des *BCBS* werden als „Basel 2.5“ bezeichnet. Im Dezember 2010 wurde „Basel III: Internationale Rahmenvereinbarung über Messung, Standards und Überwachung in Bezug auf das Liquiditätsrisiko“ erlassen. Die Dokumente sind auf der Homepage der *Bank for International Settlements* erhältlich: <http://www.bis.org/bcbs/basel3.htm> (besucht am 10. April 2013). Die europäischen Eigenmittelvorgaben sind niedergelegt in der Bankenrichtlinie (Fn. 41) und der Kapitaladäquanzrichtlinie (Fn. 60). Beide Richtlinien werden auch unter dem Begriff „Eigenkapitalrichtlinie“ (*Capital Requirements Directive* – CRD) zusammengefasst. Die Harmonisierung der Regeln über die Liquiditätsausstattung ist noch vergleichsweise wenig fortgeschritten, insbesondere da die Umsetzung von „Basel III“ in der Union durch das sogenannte *CRD IV package* noch aussteht. Näher zum internationalen und europäischen Zusammenhang der deutschen Eigenmittel- und Liquiditätsvorschriften *Kokemoor*, in: Beck/Samm/Kokemoor (Hrsg.), KWG, § 10 Rn. 12-15, § 11 Rn. 16-19.

⁶⁹ §§ 10 Abs. 1 S. 1, 11 Abs. 1 S. 1 KWG.

⁷⁰ *Fischer*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Hdb., § 129 Rn. 82.

stehende Personen oder Unternehmen nur in engen Grenzen ausreichen,⁷¹ um die Konzentration von Kreditrisiken und eine missbräuchliche Kreditvergabe zum Schaden des Instituts zu verhindern.⁷² Diese Vorgaben zur Überwachung, Abdeckung und Eindämmung von Risiken tragen zum Schutz der Gläubiger, der Stärkung ihres Vertrauens in das Bankensystem und zur Stabilität der einzelnen Banken bei. Damit dienen sie auch dem Erhalt der Funktions- und Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems in seiner Gesamtheit.⁷³ Die Schutzziele der Bankenaufsicht stehen also nicht im Widerspruch, sondern sind untrennbar miteinander verknüpft.⁷⁴

Bedeutsam für das Sicherheitsgefühl der Einleger ist ferner die in § 2 i.V.m. § 1 Abs. 1 Nr. 1 EAEG niedergelegte Verpflichtung der Banken, die das Einlagen- und Kreditgeschäft betreiben, sich einer gesetzlichen Entschädigungseinrichtung anzuschließen. Das EAEG wurde 1998 zur Umsetzung der Einlagensicherungs-⁷⁵ und der Anlegerentschädigungsrichtlinie⁷⁶ erlassen und setzt fest, dass die zur Kompensation verpflichtete Entschädigungseinrichtung bei Feststellung des Sicherungsfalls durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht⁷⁷ die Gläubiger des betroffenen Kreditinstituts bis zu einem maximalen Gegenwert von 100.000 Euro für den Verlust ihrer Einlagen zu entschädigen hat.⁷⁸ Dieses System dient dem Schutz der Einleger bei Eintritt der Zahlungsunfähigkeit ihrer Bank. Verfolgt werden aber auch präventive Zwecke, da der Entschädigungsanspruch den Anreiz für die Einleger, in der Krise des Kreditinstituts ihre Mittel möglichst schnell abzuziehen,⁷⁹ reduziert. Hierdurch wird der Entstehung von Gefahren für die Bank und den gesamten Finanzsektor durch *bank runs* vorgebeugt.⁸⁰ Eine vollständige Absicherung kann aber dazu führen, dass die Einleger ihre Gelder einem Kreditinstitut gegen einen höheren Zins auch dann zur Verfügung stellen, wenn sie positiv wissen, dass dieses in seinem Fortbestand bedroht ist (*moral hazard*).⁸¹

Einen wichtigen Beitrag zur Abwendung und Bewältigung von Liquiditätskrisen leisten ferner die Zentralbanken in ihrer Funktion als *lenders of last resort*. Sie versorgen das Bankensystem mit flüssigen Mitteln, indem sie Kreditinstituten, die objektiv kreditwürdig, aber kurzfristig illiquid sind, Darlehen gewähren oder Finanzinstrumen-

⁷¹ §§ 13-13b, 14-18 KWG.

⁷² Fischer, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Hdb., § 130 Rn. 1-5.

⁷³ S. etwa für die Anforderungen an die Eigenmittelausstattung und die Liquidität Kokemoor, in: Beck/Samm/Kokemoor (Hrsg.), KWG, § 10 Rn. 17, 19, § 11 Rn. 24-24c. Zur Gefahr einer Kettenreaktion durch den Ausfall einer Bank oder einen allgemeinen Vertrauensverlust s. oben, B.II.

⁷⁴ Vgl. bereits Hopt, Kapitalanlegerschutz, 51 f., 334-337; zust. Merkt, in: FS Hopt, 2207, 2224.

⁷⁵ Richtlinie 94/19/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 30. Mai 1994 über Einlagensicherungssysteme, ABl. EG Nr. L 135 vom 31. Mai 1994, 5.

⁷⁶ Richtlinie 97/9/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 3. März 1997 über Systeme für die Entschädigung der Anleger, ABl. EG Nr. L 84 vom 26. März 1997, 22.

⁷⁷ Nachfolgend: Bundesanstalt oder BaFin.

⁷⁸ §§ 3 Abs. 1, 4 Abs. 1, 2 S. 1 Nr. 1 i.V.m. § 1 Abs. 5 EAEG.

⁷⁹ S. hierzu oben, B.II.

⁸⁰ Brunnermeier, Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-08, 26; Sethe, in: Assmann/Schütze (Hrsg.), Hdb. des Kapitalanlagerechts, § 25 Rn. 4 f.

⁸¹ Ricks, Shadow Banking and Financial Regulation, 37 f.; Sethe, in: Assmann/Schütze (Hrsg.), Hdb. des Kapitalanlagerechts, § 25 Rn. 9.

te der Banken am offenen Markt kaufen.⁸² Damit können sie das von einem *bank run* betroffene Kreditinstitut vorübergehend stützen oder ein Übergreifen der Insolvenz desselben auf andere Banken verhindern. Die Ankündigung der Zentralbank, Liquidität bereitzustellen, kann bereits eine vertrauensbildende Wirkung entfalten und den Abzug von Einlagen verhindern. Auch hierbei besteht allerdings die Gefahr, dass die Gewissheit über die Intervention der Zentralbank die Manager des Kreditinstituts dazu verleitet, überhöhte Risiken einzugehen.⁸³

Für den Fall, dass ein Kreditinstitut erste Anzeichen einer Krise erkennen lässt oder eine Insolvenznähe oder das Vorliegen von Insolvenzgründen schon festgestellt werden kann, sieht das deutsche Recht darüber hinaus besondere Verfahren zur Krisenbewältigung sowie Eingriffsmöglichkeiten der BaFin oder der Bundesregierung vor, deren Intensität mit einer Zuspitzung der Lage ansteigt.⁸⁴ So ist die Bundesanstalt nach § 45 Abs. 1 KWG ermächtigt, Maßnahmen zur Verbesserung der Eigenmittelausstattung und der Liquidität einer Bank anzuordnen, wenn zu erwarten ist, dass diese den darauf bezogenen Anforderungen des Gesetzes nicht dauerhaft gerecht werden kann.⁸⁵ Verfügt das Kreditinstitut tatsächlich nicht mehr über angemessene Eigen- oder Zahlungsmittel, stehen der BaFin die schärferen Eingriffsinstrumente des § 45 Abs. 2 KWG zur Verfügung. Lässt die Lage der Bank befürchten, dass sie den Verpflichtungen gegenüber ihren Gläubigern nicht mehr nachzukommen vermag, kann die BaFin die Abberufung der Geschäftsleiter verlangen,⁸⁶ einen Sonderbeauftragten bestellen,⁸⁷ einstweilige Maßnahmen gemäß § 46 Abs. 1 KWG anordnen oder die Erlaubnis aufheben.⁸⁸ Können sich die wirtschaftlichen Schwierigkeiten von Kreditinstituten gar zu schwerwiegenden Gefahren für die Gesamtwirtschaft auswachsen, so ist die Bundesregierung ermächtigt, Maßnahmen nach §§ 47, 48 KWG, darunter die Anordnung eines Moratoriums für eine Bank,⁸⁹ zu treffen. Die §§ 48a-48s KWG regeln schließlich den Fall, dass die Gefahr des insolvenzbedingten Zusammenbruchs

⁸² Claussen, in: Claussen (Hrsg.), Bank- und Börsenrecht, § 1 Rn. 92-94; Hahn/Häde, Währungsrecht, § 17 Rn. 15-22; Stasch, Lender of Last Resort, 44. Zu den Offenmarktgeschäften auch Mankiw/Taylor, Grundzüge der Volkswirtschaftslehre, 721-723.

⁸³ Stasch, Lender of Last Resort, 98 f.

⁸⁴ Binder, Bankeninsolvenzen, 128; Bornemann, in: Beck/Samm/Kokemoor (Hrsg.), KWG, § 48a Rn. 34. Auch auf europäischer Ebene liegt mittlerweile ein Vorschlag zur inhaltlichen Regelung der Sanierung und Liquidation von Banken vor; s. Europäische Kommission, Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Festlegung eines Rahmens für die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Richtlinien 77/91/EWG und 82/891/EG des Rates, der Richtlinien 2001/24/EG, 2002/47/EG, 2004/25/EG, 2005/56/EG, 2007/36/EG und 2011/35/EG sowie der Verordnung (EU) Nr. 1093/2010, COM(2012) 280.

⁸⁵ Unter denselben Voraussetzungen kann das Kreditinstitut durch Anzeige bei der Bundesanstalt ein Sanierungsverfahren gemäß §§ 2-6 KredReorgG einleiten; s. § 2 Abs. 1 S. 1, 2 KredReorgG.

⁸⁶ § 36 Abs. 1 S. 1 KWG.

⁸⁷ § 45c Abs. 1 S. 1 i.V.m. Abs. 2 Nr. 8 KWG.

⁸⁸ § 35 Abs. 2 Nr. 4 KWG. Die Vorschrift setzt ferner voraus, dass die Gefahr nicht durch andere Maßnahmen abgewendet werden kann. Die Aufhebung der Erlaubnis kommt demnach nur als *ultima ratio* in Betracht.

⁸⁹ § 47 Abs. 1 Nr. 1 KWG.

einer Bank die Stabilität des Finanzsystems insgesamt gefährdet.⁹⁰ In einer solchen Situation kann die BaFin durch hoheitliche Anordnung das Vermögen und die Verbindlichkeiten eines Kreditinstituts auf einen anderen Rechtsträger übertragen, um auch gegen den Willen der Anteilseigner die systemrelevanten Bestandteile einer Bank, deren Insolvenz vorhersehbar ist, zu isolieren und deren Fortführung zu ermöglichen.⁹¹ Für die Finanzierung einer solchen Maßnahme kann auf Mittel des Restrukturierungsfonds zugegriffen werden.⁹² Für die bei der Bank verbleibenden, weniger bedeutsamen Unternehmensteile kommt gegebenenfalls das normale Insolvenzverfahren zur Anwendung.⁹³ Der Antrag auf Eröffnung eines Insolvenzverfahrens über das Vermögen eines Kreditinstituts kann nach § 46b Abs. 1 S. 4 KWG nur von der BaFin gestellt werden, um die Durchführung der Maßnahmen zur Vermeidung der Insolvenz nicht zu gefährden.⁹⁴

IV. Zwischenergebnis

Als Zwischenergebnis ist festzuhalten, dass Einlagen- und Kreditinstitute einem hohen Liquiditätsrisiko ausgesetzt sind und ihre Stabilität stark vom Vertrauen der Einleger abhängig ist. Wegen ihrer Wichtigkeit für die Kapitalversorgung der Realwirtschaft und den mit ihrer Insolvenz verbundenen Gefahren stehen sie unter besonderer Beobachtung des Gesetzgebers. Zwar sind vom Anwendungsbereich der aufsichtsrechtlichen Vorschriften Unternehmen aus ganz verschiedenen Geschäftsfeldern erfasst, doch nimmt mit dem Fortschreiten des Lebenszyklus des Kreditinstituts auch der Differenzierungsgrad dieser Normen zu. Hierbei fällt auf, dass das Netz aus staatlichen Anforderungen, Einwirkungsmöglichkeiten und Sicherungssystemen bei Banken, die Einlagen annehmen und/oder Darlehen vergeben, am dichtesten ist.

⁹⁰ §§ 48a Abs. 1, 2 S. 1 Nr. 1 KWG. Zuvor kann ein Reorganisationsverfahren eingeleitet werden; s. §§ 1 Abs. 1 S. 2, 7 Abs. 2 KredReorgG. Dieses erlaubt mit Zustimmung der Anteilseigner und der Gläubiger unter anderem die Ausgliederung von Unternehmensteilen oder die Kürzung oder Stundung von Forderungen. Eine Anordnung nach § 48a Abs. 1 KWG darf nur ergehen, wenn die Bank ein Reorganisationsverfahren nicht anstrengt oder ein solches Verfahren die Systemgefährdung nicht in gleich sicherer Weise abwenden kann; s. § 48a Abs. 2 S. 1 Nr. 2 KWG. Näher zum Verhältnis von Reorganisations- und Übertragungsverfahren *Bornemann*, in: Beck/Samm/Kokemoor (Hrsg.), KWG, § 48a Rn. 42-44; *Mülbert*, in: FS Schneider, 855, 868 f.

⁹¹ BT-Drucks. 17/3024, 62; *Bornemann*, in: Beck/Samm/Kokemoor (Hrsg.), KWG, § 48a Rn. 4; *Fridgen*, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler (Hrsg.), KWG, Vorbem. zu §§ 48a ff. Rn. 3; *Lorenz*, NZG 2010, 1046, 1050.

⁹² § 3 Abs. 2 Alt. 1 RStruktFG. Diese Möglichkeit besteht auch im Rahmen eines Reorganisationsverfahrens im Sinne der §§ 7-23 KredReorgG; vgl. § 3 Abs. 2 Alt. 2 RStruktFG.

⁹³ BT-Drucks. 17/3024, 62; *Bornemann*, in: Beck/Samm/Kokemoor (Hrsg.), KWG, § 48a Rn. 9; *Fridgen*, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler (Hrsg.), KWG, Vorbem. zu §§ 48a ff. Rn. 3; *Lorenz*, NZG 2010, 1046, 1050.

⁹⁴ *Haß/Herweg*, in: Schwennicke/Auerbach (Hrsg.), KWG, § 46b Rn. 1; *Lindemann*, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler (Hrsg.), KWG, § 46b Rn. 1.

C. „Schattenbanksystem“ – Konzept und bestehender Regulierungsrahmen

Mit dem Beginn der Finanzkrise flammte neben der Diskussion über Schwachstellen bei der Regulierung von Banken auch die Debatte über die fehlende oder unzureichende Erfassung anderer Finanzmarktphänomene, die systemische Risiken schaffen können, neu auf. *Paul McCulley*, ehemaliger *managing director* der Fondsgesellschaft *PIMCO*, prägte für diese Erscheinungen das Schlagwort „Schattenbanksystem“ und suchte hierunter „*the whole alphabet soup of leveraged up non-bank investment conduits, vehicles, and structures*“ zu fassen.⁹⁵ Der Begriff fand ebenso wie die gleichbedeutenden Formulierungen „Parallel-“⁹⁶ und „Quasi-Banken“⁹⁷ schnell Eingang in den politischen, wissenschaftlichen und gesellschaftlichen⁹⁸ Diskurs über die Ursachen und Lehren aus der Krise. Im zweiten Teil dieser Arbeit sollen nach einem kurzen Blick auf die Bedeutung und Entwicklung des „Schattenbankwesens“ die hinter dem Begriff und den Zahlen stehenden Phänomene vorgestellt werden. Zudem ist der Regulierungsrahmen für „Schattenbanken“ in der Europäischen Union und in Deutschland zu skizzieren. Zuletzt soll das Konzept der „Schattenbanken“ einer Kritik unterzogen werden.

I. Bedeutung und Entwicklung von „Schattenbanken“

Die Lebhaftigkeit der Debatte über „Schattenbanken“ wird nicht verständlich ohne einen Blick auf das bemerkenswerte weltweite Wachstum dieser Erscheinungen: Nach den Angaben des *FSB*, bei denen es sich freilich aufgrund der noch immer schlechten Datenlage nur um Näherungswerte handelt, stiegen die bei „Schattenbanken“ in den 20 wichtigsten Staaten und der Eurozone angesammelten Mittel zwischen 2002 und 2007 von 26 Bio. US-Dollar auf 62 Bio. US-Dollar an. Nach einem kurzen Rückgang in der Finanzkrise erhöhten sie sich im Jahre 2011 gar auf 67 Bio. US-Dollar, was circa der Hälfte der Vermögenswerte im Bankensektor entsprach.⁹⁹ Hierbei divergieren die Bedeutung und die Entwicklung des „parallelen Systems“ in den verschiedenen Ländern stark: So verfügten die „Schattenbanken“ in den Vereinigten Staaten im Jahre 2011 über 23 Bio. US-Dollar. Damit trugen sie mehr als 20% zum gesamten Finanzsystem der USA bei und übertrafen die von den Banken gehaltenen Mittel deutlich. In anderen Staaten wird der Finanzsektor demgegenüber klar von den Kreditinstituten geprägt. Auf diese entfielen etwa in Deutschland im selben Jahr über 60% des im Finanzsystem vorhandenen Vermögens, während der Anteil der „Schat-

⁹⁵ *McCulley*, Teton Reflections, 2.

⁹⁶ Diesen Begriff gebrauchte u.a. die von der *Europäischen Kommission* berufene *High-Level Group on Financial Supervision in the EU* in ihrem Abschlussbericht; s. *High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, Report, 23; ähnl. *Geithner*, Reducing systemic risk in a dynamic financial system, 1: „parallel system“; *Poschmann*, The Shadow Banking System, 3: „parallel banking system“.

⁹⁷ So der Begriff für *conduits* und *structured investment vehicles* des *Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*, Jahresgutachten 2007/08, 95.

⁹⁸ S. zuletzt *Braunberger*, FAZ vom 19. November 2012, 13; *Masters*, Financial Times vom 19. November 2012, 1, 19.

⁹⁹ *FSB*, Global Shadow Banking Monitoring Report 2012, 8 f.

tenbanken“ mit rund 15% relativ niedrig war.¹⁰⁰ Zugleich erreichte der „Schattenbankensektor“ in einigen Staaten mit Finanzsystemen von vergleichsweise geringer Größe, etwa in Russland und Argentinien, 2002-2007 jährliche Steigerungsraten von rund 100% p.a., wohingegen in hoch entwickelten Finanzzentren oft ein deutlich geringerer Zuwachs zu verzeichnen war. Seit 2007 kann in zahlreichen Ländern gar ein Rückgang dieser Finanzmarktphänomene beobachtet werden.¹⁰¹ Unterschiede bestehen auch bei einzelnen Erscheinungen, die dem „Schattenbanksystem“ zugerechnet werden. Ein Beispiel hierfür sind Geldmarktfonds. Diese sind hauptsächlich in den Vereinigten Staaten und in der Eurozone tätig. Andernorts sind sie nur von geringer Bedeutung.¹⁰²

II. Erscheinungsformen und Risiken von „Schattenbanken“

Als kennzeichnend für eine „Schattenbank“ gilt, dass sie Funktionen bei der Finanzintermediation übernommen hat, die nach traditionellem Verständnis den Einlagen- und Kreditinstituten vorbehalten waren.¹⁰³ Im Gegensatz zu einer Bank sei sie aber keiner äquivalenten Regulierung und Überwachung unterworfen und habe keinen Zugang zu einer staatlichen Entschädigungseinrichtung und den Liquiditätshilfen der Zentralbanken. Ein *run* ihrer Kapitalgeber könne daher zu einer existenzbedrohenden Krise der „Schattenbank“ und zu Gefahren für die Systemstabilität führen.¹⁰⁴ Eine allgemein anerkannte Definition des Ausdrucks „Schattenbank“ existiert aber nicht. Abweichend wird vor allem die Frage beurteilt, ob der Begriff auf Unternehmen beschränkt ist,¹⁰⁵ Unternehmen und Tätigkeiten meint¹⁰⁶ oder sogar Instrumente, Strukturen, Unternehmen und Märkte erfasst.¹⁰⁷ Unterschiede ergeben sich auch mit Blick auf die Finanzmarktphänomene, die konkret unter den Terminus fallen sollen: Während beispielsweise *Timothy F. Geithner*, seinerzeit Präsident und *chief executive officer* der *Federal Reserve Bank of New York*, neben Investmentbanken, Hedgefonds,

¹⁰⁰ FSB, Global Shadow Banking Monitoring Report 2012, 10, 12 f. Nach *Geithner*, Reducing systemic risk in a dynamic financial system, 1, waren die im Bank- und im „Schattenbanksystem“ der Vereinigten Staaten vorhandenen Vermögenswerte noch im Jahre 2007 etwa gleich groß.

¹⁰¹ FSB, Global Shadow Banking Monitoring Report 2012, 13 f.

¹⁰² FSB, Global Shadow Banking Monitoring Report 2012, 17.

¹⁰³ *Financial Crisis Inquiry Commission*, Financial Crisis Inquiry Report, 455; *dies.*, Shadow Banking and the Financial Crisis, 4; *Greenel/Broomfield*, Capital Markets Law Journal 8 (1, 2013), 6, 9; *Lo*, Hedge Funds, Systemic Risk, and the Financial Crisis of 2007-2008, 4; *Poschmann*, Approaches to Shadow Banking Regulation, 6; *dies.*, The Shadow Banking System, 21; *Pozsar/Adrian/Ashcraft/Boesky*, Revue d'économie financière 2012, 157, 158; *Utzig*, Die Bank 10/2012, 80, 81.

¹⁰⁴ *McCulley*, Teton Reflections, 2; *Financial Crisis Inquiry Commission*, Shadow Banking and the Financial Crisis, 4; *Geithner*, Reducing systemic risk in a dynamic financial system, 2; *Greenel/Broomfield*, Capital Markets Law Journal 8 (1, 2013), 6, 10, 12; *Hsu/Moroz*, in: Gregoriou (Hrsg.), Banking Crisis Handbook, 39, 45; *Poschmann*, Approaches to Shadow Banking Regulation, 6; *Pozsar/Adrian/Ashcraft/Boesky*, Revue d'économie financière 2012, 157, 158.

¹⁰⁵ Dieses Verständnis findet sich bei *Lo*, Hedge Funds, Systemic Risk, and the Financial Crisis of 2007-2008, 4; *Pozsar/Adrian/Ashcraft/Boesky*, Shadow Banking, 11.

¹⁰⁶ So *Europäische Kommission*, Grünbuch Schattenbankwesen (Fn. 11), 4; *Financial Crisis Inquiry Commission*, Financial Crisis Inquiry Report, 455; *dies.*, Shadow Banking and the Financial Crisis, 4; *Poschmann*, Approaches to Shadow Banking Regulation, 3.

¹⁰⁷ S. die Definition von *Tucker*, Shadow banking, financing markets and financial stability, 2.

asset-backed commercial paper conduits und *structured investment vehicles* auch Finanzinstrumente (zum Beispiel *auction-rate securities*) und Geschäftsformen (*tri-party*-Repogeschäfte) zum „Schattenbanksystem“ zählt,¹⁰⁸ nennt die *High-Level Group on Financial Supervision* Hedgefonds, Investmentbanken, „andere Fonds“, verschiedene außerbilanzielle Gesellschaften und gegebenenfalls auch Hypothekemakler.¹⁰⁹ Zahlreiche andere Aufstellungen verdeutlichen die im Detail bestehende Unsicherheit weiter.¹¹⁰

Das *Financial Stability Board* hebt hervor, dass die Annäherung an den Begriff „Schattenbank“ durch die unterschiedlichen Strukturen und Regelungen in den verschiedenen Rechtsordnungen, die Komplexität der Materie und die hohe Innovationskraft der Branche erschwert werde. Erforderlich sei daher eine flexible, wirtschaftliche Betrachtungsweise.¹¹¹ Hierbei verfolgt das Gremium einen zweistufigen Ansatz, indem es in einem ersten Schritt jede Kreditintermediation durch Unternehmen und Tätigkeiten außerhalb des Bankensektors als von dem Begriff umfasst ansieht, sich in einem zweiten Schritt aber nur auf diejenigen Phänomene, die Systemrisiken schaffen oder zu einer Umgehung von Regulierung und Aufsicht genutzt werden können, konzentriert.¹¹² Da auch eine „Schattenbank“ kurzfristige Verbindlichkeiten begründe, um die erhaltenen Mittel in langfristige oder wenig liquide Vermögensgegenstände zu investieren, führe sie eine Fristen- oder Liquiditätstransformation herbei und erzeuge eine Hebelwirkung. Daher könne sie durch einen „*modern bank-run*“ in eine Liquiditätskrise geraten, die sich alleine oder infolge der engen Verflechtung der „Schattenbanken“ mit Kreditinstituten zu einer systemischen Gefahr entwickeln könne.¹¹³ Auch die *Europäische Kommission* teilt in ihrem Grünbuch das „Schattenbankwesen“ in Unternehmen und Tätigkeiten ein und rekurriert auf die vom *FSB* bezeichneten Gefahren der „Schattenbankgeschäfte“ für die Stabilität des Finanzsystems und die Möglichkeit der Regulierungsarbitrage.¹¹⁴

Namentlich ordnet das *Financial Stability Board* in der Reihenfolge ihrer Wichtigkeit andere Investmentfonds als Geldmarktfonds, Vehikel für strukturierte Finanzierungen, *broker-dealers*, Finanzierungsgesellschaften, Finanzholdinggesellschaften, Geldmarktfonds, Hedgefonds, länderspezifische Erscheinungen und weitere, nicht klassifizierbare Nichtbanken, die als Finanzintermediäre fungierten, dem „Schattenbanksystem“ zu.¹¹⁵ Diese Akteure könnten mit dem Bankensektor durch die Einbindung von Kreditinstituten in die Intermediationskette oder durch Absicherungszusa-

¹⁰⁸ *Geithner*, Reducing systemic risk in a dynamic financial system, 1.

¹⁰⁹ *High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, Report, 23.

¹¹⁰ S. die Aufzählungen bei *Financial Crisis Inquiry Commission*, Shadow Banking and the Financial Crisis, 7; *Greenel/Broomfield*, Capital Markets Law Journal 8 (1, 2013), 6, 9; *Poschmann*, The Shadow Banking System, 7; *Pozsar*, Regional Financial Review, July 2008, 13, 17; *Ricks*, Shadow Banking and Financial Regulation, 3 f. S. auch den Text zu Fn. 115 und 117.

¹¹¹ *FSB*, Shadow Banking: Scoping the Issues, 2, 5; *dass.*, Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation, 3.

¹¹² *FSB*, Shadow Banking: Scoping the Issues, 2 f.

¹¹³ *FSB*, Shadow Banking: Scoping the Issues, 3 f.; *dass.*, Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation, 1 f.

¹¹⁴ *Europäische Kommission*, Grünbuch Schattenbankwesen (Fn. 11), 4-6.

¹¹⁵ *FSB*, Global Shadow Banking Monitoring Report 2012, 15-18.

gen, Finanzierungsbeziehungen oder Unternehmensverbindungen verwoben sein, weshalb die wirtschaftlichen Schwierigkeiten der einen Seite schnell auf das jeweils andere System übergreifen könnten. Zudem könne die Verzahnung zu einem Gleichlauf des Anlageverhaltens in beiden Sektoren führen, was einen starken Anstieg der Preise, die Anhäufung ähnlicher Risiken und letztlich eine Verstärkung der Marktreaktion im Krisenfall zur Folge haben könne.¹¹⁶ Die Aufstellung der Phänomene, die die *Europäische Kommission* in den Mittelpunkt ihrer weiteren Untersuchung stellt, liest sich ganz ähnlich. Auffällig ist allein die ausdrückliche Aufnahme von Versicherern und Rückversicherern, die Kreditprodukte ausgeben oder garantieren, in die Liste der näher zu beleuchtenden Unternehmen. Zu den Tätigkeiten von „Schattenbanken“ zählt die *Europäische Kommission* die Verbriefung, die Überlassung von Finanzinstrumenten im Wege eines Wertpapierdarlehens und Repogeschäfte.¹¹⁷

III. Beispiele für „Schattenbanken“

Nachfolgend soll genauer erläutert werden, wie sich die Fristentransformation „im Schatten“ vollzieht. Zur Veranschaulichung der Gemeinsamkeiten, Unterschiede und Berührungspunkte zwischen Banken und „Schattenbanken“ genügt es hierbei, sich auf zwei bereits benannte Beispiele zu konzentrieren: *asset-backed-commercial-paper*-Programme und Repogeschäfte.

1. ABCP-Programme

Bei einem ABCP-Programm veräußert ein Unternehmen (Originator) langfristige Forderungen, die sich etwa aus Darlehensverträgen oder langfristig strukturierten Finanzinstrumenten ergeben, an eine Zweckgesellschaft (*special purpose vehicle*), welche sich durch die Weiterveräußerung der Vermögenswerte an eine (Emissions-)Zweckgesellschaft (*conduit*) refinanziert.¹¹⁸ Das *conduit* wiederum, welches typischerweise mit nur geringen Eigenmitteln ausgestattet ist und daher mit einem großen Hebel arbeitet,¹¹⁹ wirbt das hierfür erforderliche Kapital durch die Emission von Schuldverschreibungen mit kurzer Laufzeit (*commercial papers*) ein.¹²⁰ Diese Finanzinstrumente sind mit den vom *conduit* erworbenen Forderungen unterlegt (*backed*). Sie werden daher auch als *asset-backed commercial papers* bezeichnet.¹²¹ Den Vorgang, bei

¹¹⁶ FSB, Shadow Banking: Scoping the Issues, 4; *dass.*, Global Shadow Banking Monitoring Report 2012, 20.

¹¹⁷ *Europäische Kommission*, Grünbuch Schattenbankwesen (Fn. 11), 4.

¹¹⁸ *Boukhal/Marxfeld/Wagner*, IRZ 2008, 497, 498; *Geiger*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung, § 18 Rn. 6; *Jahn*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Hdb., § 114a Rn. 10.

¹¹⁹ *Rudolph*, ZGR 2010, 1, 15 f.; *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*, Jahresgutachten 2007/08, 95. *Hellwig*, De Economist 157 (2009), 129, 170, spricht davon, dass „leverage ratios close to 100%“ der Regelfall gewesen seien.

¹²⁰ Die Laufzeit beträgt regelmäßig bis zu drei Monate, höchstens aber 364 Tage; s. *Oulds*, in: Kümpe/Wittig (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 14.52.

¹²¹ *Boukhal/Marxfeld/Wagner*, IRZ 2008, 497, 498; *Geiger*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung, § 18 Rn. 6; *Rudolph*, ZGR 2010, 1, 16; *Sachverständigenrat zur Be-*

dem illiquide Vermögenswerte zur Deckung einer Finanzierung auf dem Finanzmarkt verwendet werden, nennt man *securitisation*, in Deutsch auch missverständlich „Verbriefung“. ¹²² Für den Erfolg der Emission der ABCP ist deren Beurteilung durch Ratingagenturen von entscheidender Bedeutung. Das Rating orientiert sich unter anderem an der Werthaltigkeit der in das *conduit* eingebrachten Forderungen und der Absicherung gegen die mit dem Programm verbundenen Risiken. ¹²³ Fällige Zins- und Rückzahlungen an die Inhaber der Schuldverschreibungen werden durch die Ausgabe und Platzierung neuer ABCP finanziert. ¹²⁴ Aus Sicht der Unternehmen, die Kapital benötigen, stellen die Programme eine Möglichkeit zur indirekten Finanzierung über den Markt für kurzfristige Schuldverschreibungen dar, die neben die klassischen Formen der Kapitalbeschaffung tritt. ¹²⁵ Eine solche Transaktion führt eine Fristentransformation herbei, da der Erwerb von Forderungen, die erst später fällig werden, durch vergleichsweise kurzfristige Anlagen ermöglicht wird. Damit übernimmt das *conduit* nicht nur eine klassische Bankfunktion, sondern ist auch Liquiditätsrisiken, die mit denen einer Bank vergleichbar sind, ausgesetzt: Gelingt die Refinanzierung durch die ständige Emission neuer ABCP nicht, weil das Vertrauen der Investoren in die Wert-

gutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten 2007/08, 94. Statt die Vermögenswerte an ein *conduit* weiterzueräußern (*conduit deal*), kann die Zweckgesellschaft auch langfristige, ebenfalls durch das Forderungsportfolio gesicherte Schuldverschreibungen ausgeben und platzieren (*term deal*). Die auf diese Weise emittierten Finanzinstrumente bilden gemeinsam mit den ABCP die Familie der *asset-backed securities*. Ist das Forderungsportfolio durch Grundpfandrechte gesichert, spricht man von *mortgage-backed securities*. Bei *term deals* besteht das geschilderte Liquiditätsrisiko nicht, da die Fälligkeit der Rückzahlung an die Inhaber der Schuldverschreibungen mit der Fälligkeit der von der Zweckgesellschaft erworbenen Forderungen zusammenfällt; s. *Boulkab/Marxfeld/Wagner*, IRZ 2008, 497, 498; *May/Tenschert/Wichmann*, in: Achleitner/Thoma (Hrsg.), Hdb. Corporate Finance, 5.3.2., 11. Eingehend zu den ABS *Geiger*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung, § 18; *Jahn*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Hdb., § 114a; *Lehmann*, Finanzinstrumente, 125-132; *May/Tenschert/Wichmann*, in: Achleitner/Thoma (Hrsg.), Hdb. Corporate Finance, 5.3.2., 5-13; *Zeising*, BKR 2007, 311-317.

¹²² *Geiger*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung, § 18 Rn. 1; *Zeising*, BKR 2007, 311. Die deutsche Formulierung ist unglücklich, weil es keineswegs zur Ausstellung einer Urkunde kommen muss; s. *Lehmann*, Finanzinstrumente, 53, 128. Aufgrund der Gebräuchlichkeit des Ausdrucks soll er aber auch für die Zwecke dieser Arbeit weiter verwendet werden.

¹²³ *Boulkab/Marxfeld/Wagner*, IRZ 2008, 497, 498 f. Auch die Ratingagenturen sind in der Finanzkrise in die Kritik geraten. Da sie regelmäßig von denselben Emittenten mit der Bewertung von *asset-backed securities* betraut und nach dem *issuer-pays*-Modell von ihren Auftraggebern bezahlt wurden, entstand ein Anreiz, sich durch eine Zusammenarbeit mit dem Emittenten bei der Strukturierung der Finanzinstrumente oder durch eine (zu) wohlwollende Beurteilung Folgeaufträge zu sichern; näher hierzu und zu anderen Kritikpunkten *Coffee*, Journal of Corporate Law Studies 9 (1, 2009), 1, 7-10.

¹²⁴ *Boulkab/Marxfeld/Wagner*, IRZ 2008, 497, 498; *May/Tenschert/Wichmann*, in: Achleitner/Thoma (Hrsg.), Hdb. Corporate Finance, 5.3.2., 9.

¹²⁵ So können die Unternehmen zum Beispiel wählen, ob sie offene Forderungen als Sicherheit für das Darlehen einer Bank anbieten oder an eine Zweckgesellschaft verkaufen wollen. Zu den Vor- und Nachteilen von ABS gegenüber der Kreditfinanzierung *May/Tenschert/Wichmann*, in: Achleitner/Thoma (Hrsg.), Hdb. Corporate Finance, 5.3.2., 13.

haltigkeit des Forderungsportfolios gesunken ist, droht ein *fire sale* oder gar die Insolvenz.¹²⁶

Ungeachtet der mit ihrer Tätigkeit verbundenen Gefahren stehen die Emissionszweckgesellschaften nicht im Lichte strenger Regulierung und Aufsicht und profitieren nicht von den staatlichen Maßnahmen, die einem *bank run* vorbeugen sollen. Möglichen Schwierigkeiten des *conduits* bei der Refinanzierung wird vielmehr regelmäßig dadurch begegnet, dass die Kreditinstitute, die als Sponsoren und Administratoren des ABCP-Programms fungieren, Liquiditätslinien bereitstellen, die bei Marktstörungen in Anspruch genommen werden können.¹²⁷ Diese Verpflichtungen haben sich für die Banken in der Finanzkrise als folgenschwer erwiesen. So sicherte etwa die *IKB Deutsche Industriebank* die Liquidität ihrer Zweckgesellschaft *Rhineland Funding Capital*, welche nach dem Zusammenbruch des Markts für Verbriefungsprodukte keine Abnehmer für ihre Titel mehr fand, in Höhe von mindestens acht Mrd. Euro ab.¹²⁸ Dieser Zusage stand ein Kapital der *IKB* in Höhe von nur 1,4 Mrd. Euro gegenüber.¹²⁹ Aus Sorge vor dem Übergreifen der Krise auf andere Kreditinstitute trat die im Eigentum des Bundes und der Länder stehende *Kreditanstalt für Wiederaufbau* in die Liquiditätslinien der *IKB* ein.¹³⁰ Die Bedeutung der Refinanzierung über ABCP ist nach dem Abklingen der Finanzkrise weiter zurückgegangen. Sie können somit auch als Beispiel für den schnellen Wandel innerhalb des „Schattenbanksystems“ dienen.¹³¹

2. Repogeschäfte

Als *repurchase agreement* oder Repogeschäft bezeichnet man den Verkauf von Finanzinstrumenten, beispielsweise von Staatsanleihen oder *asset-backed commercial papers*, bei dem sich der Verkäufer zugleich verpflichtet, Finanzmarkttitel gleicher Art und Menge zu einem späteren Zeitpunkt und zu einem höheren Preis vom Käufer zurückzukaufen.¹³² Die Laufzeit des Geschäfts ist regelmäßig vergleichsweise kurz und

¹²⁶ *Boukhal/Marxfeld/Wagner*, IRZ 2008, 497, 500; *Hellwig*, De Economist 157 (2009), 129, 170; *Rudolph*, ZGR 2010, 1, 20; *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*, Jahresgutachten 2007/08, 94.

¹²⁷ *Boukhal/Marxfeld/Wagner*, IRZ 2008, 497, 500; *Financial Crisis Inquiry Commission*, Shadow Banking and the Financial Crisis, 19; *Geiger*, in: Habersack/Müllbert/Schlitt (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung, § 18 Rn. 6; *May/Tenschert/Wichmann*, in: Achleitner/Thoma (Hrsg.), Hdb. Corporate Finance, 5.3.2., 9; *Rudolph*, ZGR 2010, 1, 16; *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*, Jahresgutachten 2007/08, 94.

¹²⁸ *Financial Crisis Inquiry Commission*, Financial Crisis Inquiry Report, 247.

¹²⁹ *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*, Jahresgutachten 2007/08, 131.

¹³⁰ *Fehr*, FAZ vom 31. Juli 2007, 14; *Financial Crisis Inquiry Commission*, Financial Crisis Inquiry Report, 247 f.; *Rudolph*, ZGR 2010, 1, 20; *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*, Jahresgutachten 2007/08, 130 f.

¹³¹ *Utzig*, Die Bank 10/2012, 80, 83.

¹³² *Brunnermeier*, Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-08, 11; *Financial Crisis Inquiry Commission*, Shadow Banking and the Financial Crisis, 20; *Hördahl/King*, BIS Quarterly Review, December 2008, 37; *Kienle*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Hdb., § 105 Rn. 16; *Neuhaus/Böhm*, in: Hellnet/Steuer/Schröter u.a. (Hrsg.), Bankrecht und Bankpraxis, Rn. 7/1214.

beträgt nicht selten nur eine Nacht (*overnight repo*).¹³³ Aus wirtschaftlicher Sicht handelt es sich um ein Darlehen des Käufers an den Verkäufer, bei dem sich die Differenz zwischen den Kaufpreisen als Verzinsung darstellt und die Erfüllung der Ansprüche des Käufers aus der Rückkaufvereinbarung durch die Verschaffung des Eigentums an den betreffenden Finanzinstrumenten gesichert ist. Auf diese Weise kann der Verkäufer, etwa eine Bank, Vermögensgegenstände, die zum fraglichen Zeitpunkt nicht benötigt werden, zur Beschaffung von Fremdkapital nutzen.¹³⁴ Setzt er die erhaltenen Mittel zur Finanzierung von Anlageobjekten ein, kommt es zu einer Hebelwirkung.¹³⁵ Für den Käufer, bei dem es sich zum Beispiel um einen Geldmarkt- oder Pensionsfonds handelt, bietet das Repogeschäft die Möglichkeit, freies Kapital kurzfristig mit Gewinn anzulegen und die erhaltenen Titel gegebenenfalls für weitere Transaktionen zu nutzen.¹³⁶ Um das Risiko des Kapitalgebers weiter zu senken, wird regelmäßig vereinbart, dass der Wert der vom Kapitalnehmer zu übertragenden Instrumente die Höhe der Verbindlichkeiten um einen bestimmten Prozentsatz übersteigt. Dieser Aufschlag wird als *collateral margin* oder *haircut* bezeichnet und hängt von der Werthaltigkeit der Vermögensgegenstände ab.¹³⁷

Auch eine zu starke Abhängigkeit von *repurchase agreements* kann zu einem Zusammenbruch des Kapitalnehmers führen, da sich dieser als Inhaber von langfristigen oder illiquiden Werten kurzfristig auf dem Repomarkt refinanziert und laufend neue Vertragspartner finden muss. In der Finanzkrise sank das Vertrauen der Kapitalgeber in die Kreditwürdigkeit ihrer Geschäftsgegner und die Werthaltigkeit der überlassenen Finanzinstrumente schnell, so dass sie Liquidität nur noch für kurze Zeit und gegen höhere oder erstklassige Sicherheiten und/oder eine deutlich höhere Verzinsung zur Verfügung stellten oder sich ganz aus dem Markt zurückzogen.¹³⁸ Das Austrocknen der Refinanzierungsquellen, das Ansteigen der *haircuts* und der anhaltende Wertverlust der Vermögensgegenstände durch *fire sales* und Herabstufungen durch Ratingagenturen wurden für die Kapitalsuchenden zur „Falle“. Prominent wurde das Beispiel der Investmentbank *Bear Stearns*, die sich im Umfang von 50 bis 70 Mrd. US-Dollar durch *overnight repo* refinanzierte¹³⁹ und auf diesem Markt im März 2008 keine Mittel mehr erhielt. Die engen vertraglichen Beziehungen von *Bear Stearns* zu einer Vielzahl von anderen Marktteilnehmern ließen die Befürchtung aufkommen, dass eine Insol-

¹³³ *Financial Crisis Inquiry Commission*, Shadow Banking and the Financial Crisis, 20.

¹³⁴ *Financial Crisis Inquiry Commission*, Shadow Banking and the Financial Crisis, 20; *Hördahl/King*, BIS Quarterly Review, December 2008, 37, 38; *Kienle*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Hdb., § 105 Rn. 22; *Neuhaus/Böhm*, in: Hellner/Steuer/Schröter u.a. (Hrsg.), Bankrecht und Bankpraxis, Rn. 7/1216.

¹³⁵ *Adrian/Shin*, The Shadow Banking System, 8 f. Zum *leverage*-Effekt s. oben, B. I.

¹³⁶ *Financial Crisis Inquiry Commission*, Shadow Banking and the Financial Crisis, 20; *Hördahl/King*, BIS Quarterly Review, December 2008, 37, 38; *Kienle*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Hdb., § 105 Rn. 22; *Neuhaus/Böhm*, in: Hellner/Steuer/Schröter u.a. (Hrsg.), Bankrecht und Bankpraxis, Rn. 7/1216.

¹³⁷ *Financial Crisis Inquiry Commission*, Shadow Banking and the Financial Crisis, 20; *Hördahl/King*, BIS Quarterly Review, December 2008, 37, 40; *Mishkin/Eakins*, Financial Markets and Institutions, 214.

¹³⁸ *Hördahl/King*, BIS Quarterly Review, December 2008, 37, 42 f.; *Mishkin/Eakins*, Financial Markets and Institutions, 215.

¹³⁹ *Financial Crisis Inquiry Commission*, Financial Crisis Inquiry Report, 281.

venz des Instituts massive Auswirkungen auf den ohnehin fragilen Finanzmarkt und andere Unternehmen des Finanzsektors haben würde. Die *Federal Reserve* unterstützte die über das Wochenende beschlossene Übernahme von *Bear Stearns* durch *J.P. Morgan* daher mit einem Darlehen in Höhe von rund 29 Mrd. US-Dollar.¹⁴⁰ Auch aus heutiger Sicht ist der Repomarkt von großer Bedeutung: So belief sich der Wert der Vermögensgegenstände, die im Rahmen eines *repurchase agreements* in den USA bei einem Dritten hinterlegt wurden (auch *tri-party*-Repogeschäft genannt), am Anfang des Jahres 2007 auf circa 2,5 Bio. US-Dollar.¹⁴¹ Im November 2012 wurde bereits wieder eine Summe von etwa 1,96 Bio. US-Dollar erreicht.¹⁴²

3. Zwischenergebnis

Beide Finanzmarktphänomene, die stellvertretend für das gesamte „Schattenbanksystem“ vorgestellt wurden, weisen insofern Parallelen zum Einlagen- und Kreditgeschäft der Banken auf, als sie die Finanzierung von Investitionen durch Fremdkapital erlauben und mit einer Fristeninkongruenz verbunden sind, die zu Zahlungsschwierigkeiten der zwischen dem Erstkaptalgeber und dem Letztkapitalnehmer stehenden Gesellschaft führen kann. Zwar ist ein „klassischer“ *bank run* bei ABCP-Programmen und *repurchase agreements* nicht möglich, weil die Inhaber der Schuldverschreibungen des *conduits* und die Repo-Käufer regelmäßig eine feste, wenn auch vergleichsweise kurze Laufzeit zu beachten haben, doch ergeben sich dieselben Probleme für den Intermediär daraus, dass seine Vertragspartner nach dem Ablauf dieser Frist geschlossen die Erneuerung ihres Engagements verweigern.¹⁴³ Auch in diesem Zusammenhang wird daher häufig von einem *run* gesprochen.¹⁴⁴

Ein wichtiger Unterschied zwischen „Schattenbanken“ und Einlagenkreditinstituten besteht aber darin, dass sich die Erstgenannten beim Einwerben des Kapitals nicht an die privaten Haushalte, sondern zumeist an institutionelle Investoren wenden.¹⁴⁵ Diese Finanzmarktteilnehmer werden als weniger schutzwürdig angesehen, was ein Grund dafür ist, dass „Schattenbanken“ nicht an eine Entschädigungseinrichtung angeschlossen sind.¹⁴⁶ Folglich sind die „Schattenbanken“ mehr als die Kreditinstitute

¹⁴⁰ S. die eindrucksvolle Schilderung des Geschehens im März 2008 bei *Financial Crisis Inquiry Commission*, *Financial Crisis Inquiry Report*, 280-290; ferner *Brunnermeier*, *Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-08*, 16 f.; *Hsu/Moroz*, in: Gregoriou (Hrsg.), *Banking Crisis Handbook*, 39, 51.

¹⁴¹ *Geithner*, *Reducing systemic risk in a dynamic financial system*, 1.

¹⁴² *Federal Reserve Bank of New York*, *Tri-Party Repo Statistics as of 12/11/2012*.

¹⁴³ *Brunnermeier*, *Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-08*, 26.

¹⁴⁴ *McCulley*, *Teton Reflections*, 2; *Brunnermeier*, *Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-08*, 26; *Europäische Kommission*, *Grünbuch Schattenbankwesen* (Fn. 11), 5; *Financial Crisis Inquiry Commission*, *Shadow Banking and the Financial Crisis*, 4; *Geithner*, *Reducing systemic risk in a dynamic financial system*, 2; *Hsu/Moroz*, in: Gregoriou (Hrsg.), *Banking Crisis Handbook*, 39, 45; *Pozsar*, *Regional Financial Review*, July 2008, 13, 19.

¹⁴⁵ *Utzig*, *Die Bank 11/2012*, 18. *Adrian/Shin*, *The Shadow Banking System*, 11, weisen zu Recht darauf hin, dass die rege Beteiligung von Banken an Aktivitäten „im Schatten“ gerade auch darauf zurückzuführen ist, dass sich diese nicht auf die Einleger als Kapitalgeber beschränken wollten.

¹⁴⁶ Vgl. *Sethe*, in: Assmann/Schütze (Hrsg.), *Hdb. des Kapitalanlagerechts*, § 25 Rn. 4.

darauf angewiesen, dass das Vertrauen der Kapitalgeber in die Vermögenswerte, mit denen ihre Forderungen abgesichert sind, erhalten bleibt.¹⁴⁷ Wird dieses Vertrauen erschüttert, muss die daraus folgende Krise keineswegs auf einen vom Bankensektor getrennten Bereich „im Schatten“ beschränkt bleiben, sondern kann sich – wie die oben angeführten Beispiele gezeigt haben – unmittelbar oder durch Umwege bei den Kreditinstituten niederschlagen und sich über die bereits skizzierten Ansteckungskanäle¹⁴⁸ zu einem systemischen Risiko entwickeln.

Die vorgestellten Transaktionen im „Schattenbanksystem“ verdeutlichen zudem, dass die einzelnen Phänomene unterschiedlich ausgestaltet sind und die Beteiligung der Banken variiert. Die ABCP-Programme wurden von Kreditinstituten initiiert, strukturiert und abgesichert, um neue Finanzierungsmöglichkeiten zu schaffen, die nicht in den Konzernabschluss der Banken einbezogen und deren Risiken nicht mit angemessenen Eigenmitteln unterlegt werden mussten.¹⁴⁹ Die „Auslagerung“ der Vermögenswerte in *off-balance-sheet vehicles* diente den Instituten gerade auch zur Umgehung regulatorischer Vorgaben.¹⁵⁰ Außerdem wurden durch die Übertragung der langfristigen Forderungen des Originators auf die Zweckgesellschaften und die Weitergabe der Ausfallrisiken an den Markt Anreizprobleme geschaffen, da eine Bank, die beispielsweise eine Darlehensforderung nicht selbst halten, sondern in ein ABCP-Programm einbringen wollte, ein geringeres Interesse an der sorgfältigen Auswahl des Darlehensschuldners hatte.¹⁵¹ Durch die Bereitstellung der Liquiditätslinien fand aber das Refinanzierungsrisiko seinen Weg zurück in den Bankensektor, ohne dass dort ein entsprechender Puffer vorhanden war.¹⁵² Demgegenüber wurden *repurchase agreements* von den Kreditinstituten offen zur Beschaffung liquider Mittel genutzt. Auch findet wegen der Rückkaufvereinbarung ein Transfer der Gefahr, dass sich die Investition in die Finanzinstrumente als Verlustgeschäft erweist, von dem Verkäufer auf den Käufer regelmäßig nicht statt. Zuletzt bestehen Unterschiede bei der Absicherung der Gläubiger durch die Übertragung der Finanzinstrumente im Rahmen eines Repogeschäfts einerseits und die Liquiditätszusagen für das *asset-backed commercial paper conduit* andererseits. Während die Repo-Käufer bei Zahlungsunfähigkeit ihres Vertragspartners das Risiko tragen, dass sich der Wert der Vermögensgegenstände nicht realisieren lässt, müssen die Inhaber der Schuldverschreibungen darauf hoffen, dass das Entstehen der Bank einen Ausfall verhindert. Neben allen übergeordneten Gemeinsamkeiten finden sich folglich auch Besonderheiten, die es fraglich erscheinen lassen, ob die Zusammenfassung der Finanzmarktphänomene unter dem Begriff „Schattenbankge-

¹⁴⁷ *Pozsar*, Regional Financial Review, July 2008, 13, 19; *Utzig*, Die Bank 11/2012, 18, 20.

¹⁴⁸ S. oben, B.II.

¹⁴⁹ Zur vorgeschriebenen Eigenmittelausstattung s. oben, B.III.4.

¹⁵⁰ *Brunnermeier*, Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-08, 6; *Financial Crisis Inquiry Commission*, Shadow Banking and the Financial Crisis, 11 f.; *GreenelBroomfield*, Capital Markets Law Journal 8 (1, 2013), 6, 13; *Poschmann*, Approaches to Shadow Banking Regulation, 6; *Pozsar*, Regional Financial Review, July 2008, 13, 16; *Rudolph*, ZGR 2010, 1, 35; *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*, Jahresgutachten 2008/09, 120.

¹⁵¹ S. zu diesem Problem nur *Hellwig*, De Economist 157 (2009), 129, 143-145.

¹⁵² *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*, Jahresgutachten 2007/08, 126.

schäfte“ eine ausreichende Differenzierung erlaubt und in der Reformdiskussion weiterführt.¹⁵³

IV. Reformschritte in der Europäischen Union und in Deutschland

Als kennzeichnend für „Schattenbanken“ gilt, dass sie nicht oder nur unzureichend reguliert und beaufsichtigt werden.¹⁵⁴ Im Zuge der Finanzkrise wurden aber zahlreiche neue Vorschriften in der Europäischen Union und in Deutschland geschaffen, die direkt oder indirekt Erscheinungen betreffen, welche dem „parallelen System“ zugeordnet werden. Bevor eine Auseinandersetzung mit den weiter gehenden Vorschlägen der internationalen Gremien und der *Europäischen Kommission* erfolgen kann, ist daher zunächst in Erinnerung zu rufen, welche Schritte zur Regulierung von „Schattenbanken“ bereits unternommen wurden.

1. Indirekte Regulierung von „Schattenbanken“

Zahlreiche dieser Maßnahmen können als Beitrag zur indirekten Regulierung von „Schattenbanken“ verstanden werden, da sie zwar zuvörderst an Unternehmen gerichtet sind, die das „parallele System“ mit Kapital versorgen oder auf andere Weise unterstützen, mittelbar aber auch Auswirkungen haben auf das Volumen und die Ausgestaltung der in diesem „Sektor“ getätigten Geschäfte. Verschärft wurden auch die Regeln für bestimmte Geschäfte, die nicht nur, aber auch von „Schattenbanken“ getätigt werden.

Nachdem die Möglichkeiten der Banken, Eigenmittelvorschriften durch Verbriefungstransaktionen auszuhebeln, bereits durch die Umsetzung der Rahmenvereinbarung „Basel II“ eingeschränkt wurden,¹⁵⁵ forderte die *G20* ihre Mitglieder in der Finanzkrise auf, diese Bestimmungen mit Blick auf *off-balance-sheet*-Risiken und den hohen Verschuldungsgrad im Bankensektor erneut zu überarbeiten.¹⁵⁶ Als Reaktion hierauf wurde die Richtlinie 2009/111/EG¹⁵⁷ erlassen. Sie sieht unter anderem eine

¹⁵³ Vgl. auch *Hennessey/Holtz-Eakin/Thomas* in ihrem abweichenden Statement zum Abschlussbericht der *Financial Crisis Inquiry Commission*, Financial Crisis Inquiry Report, 427.

¹⁵⁴ S. oben, C.II.

¹⁵⁵ So wurde beispielsweise festgesetzt, dass Liquiditätsfazilitäten grundsätzlich wie andere Verbrieferpositionen zu behandeln sind. Auch dürfen verbrieftete Forderungen nicht von der Eigenmittelunterlegung ausgenommen werden, wenn die Bank die Verbriefungstransaktion implizit, das heißt außervertraglich, weiter unterstützt; s. *BCBS*, Internationale Konvergenz der Eigenkapitalmessung und der Eigenkapitalanforderungen, dort Rn. 637, 564.

¹⁵⁶ *G20*, Declaration on Strengthening the Financial System, 2.

¹⁵⁷ Richtlinie 2009/111/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 zur Änderung der Richtlinien 2006/48/EG, 2006/49/EG und 2007/64/EG hinsichtlich Zentralorganisationen zugeordneter Banken, bestimmter Eigenmittelbestandteile, Großkredite, Aufsichtsregelungen und Krisenmanagement, ABl. EU Nr. L 302 vom 17. November 2009, 97. Die Richtlinie bildet zusammen mit der Richtlinie 2009/27/EG der Kommission vom 7. April 2009 zur Änderung bestimmter Anhänge der Richtlinie 2006/49/EG des Europäischen Parlaments und des Rates hinsichtlich technischer Vorschriften für das Risikomanagement, ABl. EU Nr. L 94 vom 8. April 2009, 97, und der Richtlinie 2009/83/EG der Kommission vom 27. Juli 2009 zur Änderung bestimmter Anhänge der Richtlinie 2006/48/EG des Europäischen Parlaments und des Rates

Änderung der Bankenrichtlinie vor, wonach Kreditinstitute im Sinne des europäischen Rechts¹⁵⁸ Ausfallrisiken im Zusammenhang mit Verbriefungsprodukten grundsätzlich nur eingehen dürfen, wenn auch der Originator, Sponsor oder ursprüngliche Kreditgeber mit mindestens fünf Prozent an diesem Risiko beteiligt ist.¹⁵⁹ Auf diese Weise soll *moral hazard* entgegengewirkt werden.¹⁶⁰ Das deutsche Recht geht über diese Vorgaben noch hinaus und fordert einen Selbstbehalt von mindestens zehn Prozent.¹⁶¹ Zudem müssen die Banken, die derartige Positionen halten, ihre Kenntnis von den damit verbundenen Gefahren nachweisen, die Entwicklung der verbrieften Forderungen verfolgen und Stresstests durchführen.¹⁶² Auch dürfen Originatoren und Sponsoren bei den Maßstäben für die Darlehensvergabe nicht zwischen Forderungen, die für eine *securitisation* vorgesehen sind, und solchen, die nicht weitergereicht werden sollen, unterscheiden.¹⁶³ Für die Investitionen von Versicherern, Rückversicherern und alternativen Investmentfonds in Verbriefungsprodukte ist die Festsetzung ähnlicher Voraussetzungen geplant.¹⁶⁴ Durch die Richtlinie 2010/76/EU¹⁶⁵ wurden die Eigenmittel- und Offenlegungsanforderungen für Verbriefungspositionen verschärft.¹⁶⁶ In Umsetzung von „Basel III“ sind künftig zudem europarechtliche Mindestvorgaben für die Liquidität von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen vorgesehen.¹⁶⁷ Von der

mit technischen Bestimmungen über das Risikomanagement, ABl. EU Nr. L 196 vom 28. Juli 2009, 14, das sogenannte *CRD II package*.

¹⁵⁸ S. oben, B.III.2.

¹⁵⁹ S. Art. 122a Abs. 1 der Bankenrichtlinie (Fn. 41), eingefügt durch Art. 1 Nr. 30 der Richtlinie 2009/111/EG (Fn. 157).

¹⁶⁰ ErwGr. 24 der Richtlinie 2009/111/EG (Fn. 157).

¹⁶¹ § 18a Abs. 1 KWG. S. aber die Übergangsvorschrift des § 64m Abs. 4 S. 2 KWG. Ausführlich zu Art. 122a Abs. 1 Bankenrichtlinie und den §§ 18a, 18b KWG *Kreppel/Baierlein*, BKR 2011, 228-235.

¹⁶² Art. 122a Abs. 4, 5 Bankenrichtlinie (Fn. 41), eingefügt durch Art. 1 Nr. 30 Richtlinie 2009/111/EG (Fn. 157), bzw. §§ 18a Abs. 4, 18b Abs. 1-3 KWG.

¹⁶³ Art. 122a Abs. 6 Bankenrichtlinie (Fn. 41), eingefügt durch Art. 1 Nr. 30 Richtlinie 2009/111/EG (Fn. 157), bzw. § 18b Abs. 4 KWG.

¹⁶⁴ Art. 135 Abs. 2 der Richtlinie 2009/138/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. November 2009 betreffend die Aufnahme und Ausübung der Versicherungs- und Rückversicherungstätigkeit (Solvabilität II), ABl. EU Nr. L 335 vom 17. Dezember 2009, 1, sieht eine entsprechende Ermächtigung der Kommission zum Erlass von Durchführungsmaßnahmen vor. Eine solche findet sich auch in Art. 17 der Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010, ABl. EU Nr. L 174 vom 1. Juli 2011, 1; nachfolgend: AIFM-Richtlinie.

¹⁶⁵ Richtlinie 2010/76/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Änderung der Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG im Hinblick auf die Eigenkapitalanforderungen für Handelsbuch und Wiederverbriefungen und im Hinblick auf die aufsichtliche Überprüfung der Vergütungspolitik, ABl. EU Nr. L 329 vom 14. Dezember 2010, 3. Die Richtlinie wird auch als CRD III bezeichnet.

¹⁶⁶ S. etwa Anhang I Nr. 16a Kapitaladäquanzrichtlinie (Fn. 60), eingefügt durch Anhang II Nr. 1 lit. d Richtlinie 2010/76/EU (Fn. 165), bzw. § 303 Abs. 5a SolvV und Anhang XII Teil 2 Nr. 14 Bankenrichtlinie (Fn. 41), geändert durch Anhang I Nr. 5 lit. b Richtlinie 2010/76/EU (Fn. 165), bzw. § 334 SolvV.

¹⁶⁷ S. insbesondere Art. 401 Abs. 1 des Vorschlags für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen, Teil 3, KOM(2011) 452 endgültig. Zum derzeitigen Stand der Harmonisierung s. Text zu und Fn. 68.

Festsetzung einer allgemein verbindlichen Höchstverschuldungsquote wurde indes vorerst Abstand genommen. Ziel ist es aber, eine solche im Jahre 2018 einzuführen.¹⁶⁸

Im Zusammenhang mit der indirekten Regulierung von „Schattenbanken“ sind zudem die Verordnungen über Ratingagenturen¹⁶⁹ zu nennen, die ebenfalls auf dem G20-Gipfel in London 2009 angestoßen wurden.¹⁷⁰ Zwar fungieren diese Unternehmen selbst nicht als Finanzintermediäre, doch spielen ihre Bewertungen für die Planung und Durchführung von „Schattenbankgeschäften“ eine bedeutende Rolle.¹⁷¹ Nach der Ratingverordnung kann ihre Einschätzung nur dann für regulatorische Zwecke, zum Beispiel zur Berechnung der angemessenen Eigenmittel der Banken, genutzt werden, wenn die Ratingagentur ihren Sitz in der Europäischen Union hat und bei der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde registriert ist.¹⁷² Letzteres setzt insbesondere voraus, dass das Unternehmen die von der Ratingverordnung geforderten Maßnahmen zur Sicherstellung seiner Unabhängigkeit und zur Vermeidung von Interessenkonflikten ergriffen hat.¹⁷³

Einen weiteren Schwerpunkt legte die G20 auf Derivate, die außerhalb eines geregelten Markts (*over the counter*) gehandelt werden.¹⁷⁴ Mit diesen Finanzinstrumenten, die auch von „Schattenbanken“ zur Risikoabsicherung oder Spekulation genutzt wurden und mit deren Einsatz eine Hebelwirkung verbunden ist,¹⁷⁵ beschäftigt sich die Verordnung über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister.¹⁷⁶

¹⁶⁸ S. die Begründung des Kommissionsvorschlags (Fn. 167), Teil 1, Nr. 5.6.

¹⁶⁹ Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über Ratingagenturen, ABl. EU Nr. L 302 vom 17. November 2009, 1, und Verordnung (EU) Nr. 513/2011 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. Mai 2011 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen, ABl. EU Nr. L 145 vom 31. Mai 2011, 30; nachfolgend auch zusammen: Ratingverordnung. Näheres zur Ratingverordnung und den offenen Fragen bei *Möllers/Wecker*, ZRP 2012, 106-110.

¹⁷⁰ G20, Declaration on Strengthening the Financial System, 6.

¹⁷¹ S. oben, C.III.1.

¹⁷² Art. 4 Abs. 1, 15-21 der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 (Fn. 169), geändert durch Art. 1 Nr. 2, 9 der Verordnung (EU) Nr. 513/2011 (Fn. 169). Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde wurde geschaffen durch die Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission, ABl. EU Nr. L 331 vom 15. Dezember 2010, 84. Sie gehört zum Europäischen Finanzaufsichtssystem (Fn. 43).

¹⁷³ Art. 16 Abs. 1 i.V.m. Art. 6, 7 Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 (Fn. 169), geändert durch Art. 1 Nr. 4, 9 der Verordnung (EU) Nr. 513/2011 (Fn. 169). Zu den Interessenkonflikten im Zusammenhang mit dem *issuer-pays*-Modell s. Fn. 123.

¹⁷⁴ G20, Leaders' Statement, Pittsburgh Summit, 9. S. auch die Papiere des FSB zur Reform des OTC-Derivatemarkts unter http://www.financialstabilityboard.org/list/fsb_publications/tid_149/index.htm (besucht am 10. April 2013).

¹⁷⁵ Eingehende Erläuterungen der Zwecke und Wirkungen des Einsatzes von Derivaten finden sich bei *v. Dryander/Apfelbacher*, in: Habersack/Mülberr/Schlitt (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung, § 22 Rn. 13-16; *Lehmann*, Finanzinstrumente, 337-343.

¹⁷⁶ Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister, ABl. EU Nr. L 201 vom 27. Juli 2012, 1; nachfolgend: EU-Derivateverordnung. Die Verordnung wird auch als *European Market Infrastructure Regulation* (EMIR) bezeichnet. Ausführlich zum Verordnungsvorschlag und den Reformschritten in den Vereinigten Staaten *Lehmann*, RdF 2011, 300-309.

Sie begründet unter anderem eine Pflicht für die Unternehmen des Finanzsektors, bestimmte OTC-Derivategeschäfte nur mit zugelassenen zentralen Kontrahenten abzuschließen,¹⁷⁷ um die Erfüllung der Verträge sicherzustellen und die Transparenz des Markts zu erhöhen.¹⁷⁸ Auch soll die Erfassung der Kontrakte in einem Transaktionsregister eine Bewertung des systemischen Risikos erlauben.¹⁷⁹ Ferner wurde eine Verordnung über Leerverkäufe und *credit default swaps* erlassen.¹⁸⁰ Hierdurch wird ein Transparenzregime für näher bezeichnete Leerverkaufs- bzw. Absicherungspositionen geschaffen,¹⁸¹ ein Verbot ungedeckter Leerverkäufe von Aktien und öffentlichen Schuldtiteln ausgesprochen und mit Blick auf Letztere auch der Abschluss ungedeckter *credit default swaps* untersagt.¹⁸² Ähnliche Regelungen sah das deutsche Recht bereits über Allgemeinverfügungen und später in den §§ 30h-j WpHG a.F. vor.¹⁸³

Zuletzt sind die Vorschläge für eine Neufassung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente¹⁸⁴ und die sie begleitende Verordnung¹⁸⁵ zu nennen. Sie zählen künftig auch sogenannte *organised trading facilities* zu den regulierungsrelevanten Marktformen, um insbesondere die Transparenz auf dem Finanzmarkt zu erhöhen.¹⁸⁶ OTF sind definiert als multilaterale Systeme oder multilaterale Fazilitäten, bei denen es sich nicht um geregelte Märkte, multilaterale Handelssysteme oder zentrale Gegenparteien handelt und welche die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Schuldverschreibungen, strukturierten Finanzprodukten, Emissionszertifikaten oder Derivaten zusammenführen.¹⁸⁷ Damit wird jeder organisierte Handel mit den

¹⁷⁷ Art. 4 Abs. 1 EU-Derivateverordnung (Fn. 176).

¹⁷⁸ ErwGr. 4, 19 EU-Derivateverordnung (Fn. 176); *Lehmann*, RdF 2011, 300, 301.

¹⁷⁹ Art. 9 Abs. 1 i.V.m. ErwGr. 43 EU-Derivateverordnung (Fn. 176).

¹⁸⁰ Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps, ABl. EU Nr. L 86 vom 24. März 2012, 1. Einen Überblick über die Verordnung geben *Krüger/Ludewig*, WM 2012, 1942, 1945-1950. Zum Ablauf und zu den Zwecken eines Leerverkaufs s. *Mittermeier*, ZBB 2010, 139, 139 f.; *Zimmer/Beisken*, WM 2010, 485, 485 f. Zu *credit default swaps* s. *Beck*, in: Langenbucher/Bliesener/Spindler (Hrsg.), Bankrechts-Kommentar, Kap. 23 Rn. 2 f.; *Lehmann*, Finanzinstrumente, 136-141.

¹⁸¹ Art. 5-8 Verordnung (EU) Nr. 236/2012 (Fn. 180).

¹⁸² Art. 12-14 Verordnung (EU) Nr. 236/2012 (Fn. 180).

¹⁸³ Vgl. *Krüger/Ludewig*, WM 2012, 1942, 1942-1945.

¹⁸⁴ Die Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Märkte für Finanzinstrumente und zur Aufhebung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates wurde am 26. Oktober 2012 vom Europäischen Parlament in geänderter Fassung angenommen. Der Text ist erhältlich im Internet: <<http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&reference=P7-TA-2012-0406&language=DE&ring=A7-2012-0306>> (besucht am 10. April 2013). Die Richtlinie wird auch *Markets in Financial Instruments Directive II* und nachfolgend MiFID II genannt.

¹⁸⁵ Die Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister wurde am 26. Oktober 2012 vom Europäischen Parlament in geänderter Fassung angenommen. Der Text ist erhältlich im Internet: <<http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&reference=P7-TA-2012-0407&language=DE&ring=A7-2012-0303>> (besucht am 10. April 2013). Die Verordnung wird auch als *Markets in Financial Instruments Regulation* und nachfolgend als MiFIR bezeichnet.

¹⁸⁶ ErwGr. 4 MiFID II-E (Fn. 184).

¹⁸⁷ Art. 4 Abs. 1 MiFID II-E (Fn. 184) i.V.m. Art. 2 Abs. 1 UAbs. 7 MiFIR-E (Fn. 185).

genannten Finanzinstrumenten von einer staatlichen Regulierung erfasst. Für den Betrieb eines OTF wird eine Erlaubnispflicht geschaffen.¹⁸⁸ Der Handel auf diesen Marktplätzen wird den allgemeinen Anforderungen unterworfen, die für multilaterale Handelssysteme gelten, was auch die laufende Information der nationalen Aufsichtsbehörden über die Funktionsweise des OTF und seine Mitglieder und/oder Nutzer einschließt.¹⁸⁹

2. Direkte Regulierung von „Schattenbanken“

Als Adressaten der von ihren Mitgliedern zu ergreifenden Maßnahmen zur Verbesserung der Regulierung des „Schattenbankensektors“ benannte die G20 auch Hedgefonds oder ihre Manager.¹⁹⁰ Die europäische Antwort auf diese Forderung gibt die am 21. Juli 2011 in Kraft getretene Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds,¹⁹¹ welche in Deutschland im neuen Kapitalanlagegesetzbuch umgesetzt werden soll.¹⁹² Die AIFM-Richtlinie fasst unter der Figur der AIF „äußerst unterschiedliche Arten“¹⁹³ von Investmentvehikeln mit „unterschiedliche Anlagetechniken“, „verschiedene[n] Anlagemärkten“ und „unterschiedliche[n] Zielgruppen“¹⁹⁴ zusammen, darunter Hedgefonds und Private-Equity-Fonds. Verwalter, die alternative Investmentfonds betreuen und ihre Anteile mit einem „europäischen Pass“ vertreiben wollen, benötigen eine Zulassung durch die zuständigen Behörden ihres Herkunftsmitgliedstaats,¹⁹⁵ die unter anderem das Vorhandensein eines bestimmten Anfangskapitals und ausreichender Eigenmittel erfordert.¹⁹⁶ Bei ihrer Tätigkeit haben die Manager ferner insbesondere geeignete Systeme zur Überwachung und Steuerung der Risiken einzusetzen und eine unabhängige Bewertung der Vermögenswerte sicherzustellen.¹⁹⁷ Handelt es sich nicht um einen geschlossenen Fonds, der keine *leverage*-Effekte nutzt, so hat der AIFM darüber hinaus für ein adäquates Liquiditätsmanagement zu sorgen.¹⁹⁸ Die Verwalter hebelfinanzierter Anlagevehikel müssen zudem eine angemessene

¹⁸⁸ Art. 5 Abs. 2 MiFID II-E (Fn. 184).

¹⁸⁹ Art. 18 MiFID II-E (Fn. 184), dort insbesondere Abs. 7.

¹⁹⁰ G20, Declaration on Strengthening the Financial System, 3.

¹⁹¹ S. Fn. 164. Ausführlich zur AIFM-Richtlinie *Kammel*, ÖBA 2011, 18-29; *Möllers/Harrer/Krüger*, WM 2011, 1537-1544; *Spindler/Tancredi*, WM 2011, 1393-1405, 1441-1451.

¹⁹² *Bundesregierung*, Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds, erhältlich im Internet: <http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetzentwuerfe/Arbeitsfassungen/2012-12-12-aifml-Gesetzentwurf.pdf?__blob=publicationFile&cv=2> (besucht am 10. April 2013).

¹⁹³ ErwGr. 10 S. 3 Hs. 2 AIFM-Richtlinie (Fn. 164).

¹⁹⁴ *Europäische Kommission*, Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2004/39/EG und 2009/.../EG, KOM(2009) 207 endgültig.

¹⁹⁵ Art. 6 Abs. 1 i.V.m. Art. 31-33 AIFM-Richtlinie (Fn. 164).

¹⁹⁶ Art. 8 Abs. 1 lit. b, 9 AIFM-Richtlinie (Fn. 164).

¹⁹⁷ Art. 15 Abs. 2, 19 Abs. 1 AIFM-Richtlinie (Fn. 164).

¹⁹⁸ Art. 16 Abs. 1 UAbs. 1 AIFM-Richtlinie (Fn. 164).

sene Begrenzung des *leverage* vornehmen.¹⁹⁹ Für die Manager von Private-Equity-Fonds gelten Sondervorschriften.²⁰⁰

Ausweislich der Erwägungsgründe soll eine Regulierung der Anlagevehikel selbst durch die Richtlinie nicht erfolgen, sondern den nationalen Rechten überlassen bleiben.²⁰¹ In Deutschland ist die Verwaltung von inländischen Investmentgesellschaften nach §§ 7 Abs. 1, 97 Abs. 1 InvG erlaubnispflichtig.²⁰² Besondere Regelungen für den Betrieb und die Vermarktung von Hedgefonds finden sich seit 2004 in den §§ 112-120, 135 Abs. 1 S. 2 InvG. Die verbreitete Annahme, dass insbesondere Hedgefonds und Private-Equity-Fonds in Deutschland keiner Regulierung unterstehen, war daher schon vor der Finanzkrise unzutreffend.²⁰³ Die Herausforderung für die Regelung und Überwachung von Hedgefonds besteht vielmehr darin, dass etwa die Hälfte von ihnen – aus regulatorischen oder steuerlichen Gründen – in *offshore*-Finanzzentren, beispielsweise auf den Cayman Islands oder auf Bermuda, gegründet wurden. Nur zehn Prozent der Gründungen erfolgten in einem Staat der Europäischen Union. Demgegenüber sind ihre Manager zumeist in Metropolen wie New York oder London ansässig.²⁰⁴ Als Ansatzpunkt für eine wirksame direkte Regulierung durch die Mitglieder der G20 im Allgemeinen und die EU im Besonderen kommen folglich nur die zweitgenannten Akteure in Betracht.²⁰⁵ Mittelbar sind von der AIFM-Richtlinie gleichwohl auch die Anlagevehikel selbst betroffen: So zielt etwa die Verpflichtung des Verwalters, die Hebelfinanzierung aller von ihm betreuten AIF angemessen einzuschränken, auf eine Senkung der Verschuldungsgrade der Fonds selbst und damit auf eine Reduktion der Systemrisiken, die von ihrem Anlageverhalten ausgehen können.²⁰⁶

3. Aufgaben und Befugnisse der Europäischen Finanzmarktaufsichtsbehörde

Institutionell sind die neuen EU-Vorschriften durch die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde²⁰⁷ verbunden. Die ESMA konkretisiert die Vorgaben der Richtlinien und Verordnungen über den Finanzmarkt durch Entwürfe für technische Standards, die von der Europäischen Kommission verabschiedet werden müssen.²⁰⁸ Hierdurch erhält sie einen großen Einfluss auf zum Teil ganz wesentliche Fragen wie die Bestimmung der Arten von Verwaltern alternativer Investmentfonds²⁰⁹ oder die

¹⁹⁹ Art. 15 Abs. 4, 25 Abs. 3 S. 1 AIFM-Richtlinie (Fn. 164).

²⁰⁰ Art. 26-30 AIFM-Richtlinie (Fn. 164).

²⁰¹ ErwGr. 10 AIFM-Richtlinie (Fn. 164).

²⁰² Das InvG wird mit der Einführung des Kapitalanlagegesetzbuchs aufgehoben; s. S. 2 des Regierungsentwurfs (Fn. 192).

²⁰³ So bereits *Lehmann*, in: Leible/Lehmann (Hrsg.), Hedgefonds und Private Equity, 17, 21.

²⁰⁴ *Athanassiou*, Hedge Fund Regulation, 32 f.; *Garbaravicius/Dierick*, Hedge Funds and their Implications for Financial Stability, 11, 14.

²⁰⁵ Vgl. *Lehmann*, ZIP 2007, 1889, 1889 f., 1892.

²⁰⁶ Vgl. ErwGr. 49 AIFM-Richtlinie (Fn. 164). Mit der Frage, ob Hedgefonds zur Entstehung von systemischen Risiken beitragen, beschäftigt sich ausführlich *Schmies*, Regulierung von Hedgefonds, 119-146.

²⁰⁷ S. Fn. 172; nachfolgend: ESMA.

²⁰⁸ Art. 8 Abs. 1 lit a, 10 Abs. 1, 15 Abs. 1 Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 (Fn. 172).

²⁰⁹ Art. 4 Abs. 4 UAbs. 1 AIFM-Richtlinie (Fn. 164).

Anforderungen an eine ausreichende Eindeckung mit leer verkauften Finanzinstrumenten.²¹⁰ Besondere Aufgaben und Befugnisse der Behörde bestehen beispielsweise für die Registrierung und Beaufsichtigung von Ratingagenturen,²¹¹ die Führung des zentralen Registers über die zugelassenen AIFM und die von ihnen betreuten Anlagevehikel²¹² sowie die Koordination der behördlichen Maßnahmen zur Abwehr von Gefahren für die Finanzmarktstabilität durch hebel-finanzierte AIF.²¹³

4. Zwischenergebnis

Dieser Überblick mag genügen, um zu konstatieren, dass die regulatorische Durchdringung der Bereiche des Finanzmarkts, die vermeintlich oder tatsächlich unregelt und unbeaufsichtigt waren, in der Europäischen Union und in Deutschland weit fortgeschritten ist. Anders als bei der Regulierung der Banken nach dem deutschen KWG²¹⁴ wurde hierfür nicht ein einziger Rahmen, der sich über alle als regelungsbedürftig erkannten Erscheinungen wölbt und erst durch die Ausdifferenzierung der von ihm getragenen Vorschriften der Unterschiedlichkeit der Phänomene Rechnung trägt, gewählt. Stattdessen wurden überwiegend kleine Schritte zur maßgeschneiderten Lösung von Einzelproblemen unternommen,²¹⁵ die – zum Teil nachträglich – durch die Schaffung der ESMA eine institutionelle Verknüpfung erfahren haben. Eine Ausnahme stellt die AIFM-Richtlinie dar, deren Anwendungsbereich die Manager ganz verschiedener Arten von AIF erfasst. Die Passgenauigkeit ihrer Vorgaben soll durch zahlreiche Sondervorschriften gewährleistet werden.²¹⁶

In Bezug auf „Schattenbanken“ fällt auf, dass sie von den Reformen zumeist nur indirekt, etwa durch die Beeinflussung des Anlageverhaltens der Kreditinstitute und Versicherer, betroffen sind. Der Grund liegt darin, dass es sich bei den Akteuren und Tätigkeiten des „Schattenbankensektors“ um sehr bewegliche Phänomene handelt, die – wie das Beispiel der Hedgefonds zeigt²¹⁷ – durch eine Verlagerung der Organisationsstrukturen oder des Handels in andere Staaten faktisch dem Zugriff der Aufsichtsbehörden entzogen werden können, während die von ihnen geschaffenen Risiken nicht an den Landesgrenzen stehen bleiben. Zur Lösung des Problems kommt neben der Koordinierung der Regulierungsbemühungen in internationalen Foren nur eine Anknüpfung an die innerhalb der Rechtsordnung verbliebenen Bezugspunkte, etwa an die Manager oder an die Kapitalgeber, in Betracht.²¹⁸ Soweit eine direkte Regulierung erfolgt, orientieren sich deren Elemente zum Teil an den Regeln, die für Kredit-

²¹⁰ Art. 12 Abs. 2 UAbs. 1, 13 Abs. 5 UAbs. 1 Verordnung (EU) Nr. 236/2012 (Fn. 180).

²¹¹ S. den Nachweis in Fn. 172 sowie Art. 21 Abs. 1 der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 (Fn. 169), geändert durch Art. 1 Nr. 9 der Verordnung (EU) Nr. 513/2011 (Fn. 169).

²¹² Art. 7 Abs. 5 UAbs. 2 AIFM-Richtlinie (Fn. 164).

²¹³ Art. 25 Abs. 5-8 AIFM-Richtlinie (Fn. 164).

²¹⁴ S. oben, B. III. 2.

²¹⁵ S. auch die Darstellung bei *Lehmann*, Grundstrukturen der Regulierung der Finanzmärkte, 8 f.

²¹⁶ Vgl. S. 6 des Kommissionsvorschlags (Fn. 194).

²¹⁷ S. oben, C.IV.2.

²¹⁸ Zu den Anknüpfungspunkten für die Regulierung von Hedgefonds s. *Lehmann*, ZIP 2007, 1889, 1889-1894, 1897 f.

institute gelten.²¹⁹ So sind die Bestimmungen der AIFM-Richtlinie über das Tätigkeitsverbot mit Erlaubnisvorbehalt, das Anfangskapital, die Eigenmittel und die Liquiditätssteuerung strukturell mit den Vorschriften für Banken vergleichbar. Der Überblick über die ergriffenen Maßnahmen zeigt zugleich, dass einige Erscheinungen, die zum „Schattenbanksystem“ gezählt werden, noch vergleichsweise wenig Aufmerksamkeit des europäischen und des deutschen Gesetzgebers erfahren haben. Dies gilt beispielsweise für die Geldmarktfonds und die Repogeschäfte.

V. Zwischenergebnis

Nach alledem ist festzuhalten, dass die unter den Begriff „Schattenbanken“ gefassten Finanzmarktphänomene durch eine wirtschaftliche Betrachtungsweise zusammengehalten werden, die auf eine ihnen gemeinsame bankähnliche Stellung als Finanzintermediär und ihre aus der Fristeninkongruenz resultierende Gefährdung abhebt. Dieses Konzept wirkt auf den ersten Blick kohärent, da es sich – anders als der Katalog der banktypischen Geschäfte im KWG – an einem Risiko orientiert. Bereits die Unsicherheiten bei der Zuordnung konkreter Erscheinungen zum „Schattenbankensektor“ indes lassen Zweifel an der Geeignetheit des Ansatzes für regulatorische Zwecke aufkommen. Die näher behandelten Beispiele haben gezeigt, dass der Terminus Phänomene verklammert, die unterschiedlich ausgestaltet sind und auf verschiedene Weise zum Ausbruch der Finanzkrise beigetragen haben. Daher spricht viel dafür, die in Rede stehenden Finanzmarktteilnehmer und ihre Tätigkeiten einzeln zu betrachten, um zu einer angemessenen Regulierung zu gelangen.²²⁰

Hinzu tritt, dass der Ausdruck „Schattenbanksystem“ eine Trennbarkeit des traditionellen, gleichsam unverdächtigen Bankensektors von einer daneben bestehenden, zwielfichtig anmutenden „Parallelwelt“ suggeriert, die in Ansehung der zahlreichen Überschneidungen nicht gegeben ist. Die stark regulierten und beaufsichtigten Banken waren für den Erfolg der Transaktionen „im Schatten“ häufig unverzichtbar und nutzten diese zur Finanzierung, so dass das Verhältnis von Kreditinstituten und „Schattenbanken“ als symbiotisch beschrieben werden kann.²²¹ Diese Wechselbeziehungen sind ein Beispiel für die zunehmende Komplexität des Finanzmarkts heutiger Prägung, dessen Phänomene sich mit Schlagworten und wenigen allgemein gehaltenen Merkmalen nur höchst unzureichend beschreiben lassen.

Die noch immer hörbare Forderung nach einer stärkeren Regulierung des „Schattenbanksystem“ lässt überdies unberücksichtigt, dass die Gesetzgeber bereits zahlreiche Schritte unternommen haben, um den problematisch gewordenen Entwicklungen auf dem Finanzmarkt zu begegnen, so dass jedenfalls ein flächendeckender Reformbedarf nicht mehr besteht. Vielmehr kommt es darauf an, einzelne Erscheinungen zu identifizieren, die noch immer unkontrollierte Risiken für die Systemstabilität schaffen können. Gefragt ist, um ein Bild zu verwenden, also das Skalpell, nicht der Hammer.

²¹⁹ Zur Regulierung von Banken s. oben, B.III.2-4.

²²⁰ So zu Recht bereits *Hennessey/Holtz-Eakin/Thomas*, in: Financial Crisis Inquiry Commission, Financial Crisis Inquiry Report, 427.

²²¹ Diese treffende Formulierung findet sich bereits bei *Poschmann*, The Shadow Banking System, 4.

Ein Festhalten an dem Begriff „Schattenbank“ in der Reformdiskussion verkehrt diesen Befund in sein Gegenteil.

Zuletzt kann die Debatte über ein ungenügend geregeltes und beaufsichtigtes „System“ die Bemühungen der *G20*, die Änderungen bei der Finanzmarktregulierung und -aufsicht aufeinander abzustimmen, behindern. Denn diese setzen voraus, dass unter den Mitgliedern Einigkeit über die Themen besteht.²²² Die wirtschaftliche Bedeutung von „Schattenbanken“ ist in den *G20*-Staaten aber ebenso unterschiedlich²²³ wie die Struktur der Märkte und die Reichweite der bestehenden gesetzlichen Vorgaben. Daher kann der Begriff im internationalen Kontext zu Fehlschlüssen führen. Ein Beispiel hierfür sind die von *Geithner* dem „parallelen System“ zugeschlagenen Investmentbanken,²²⁴ die nach deutschem Verständnis nicht „im Schatten“ des Aufsichtsrechts standen, weil das KWG alle Unternehmen erfasst, die banktypische Geschäfte betreiben.²²⁵ Die Diskussion ist folglich auf konkrete Phänomene auf dem Finanzmarkt zu beschränken. Auf missverständliche Begriffe wie „Schatten-“, „Parallel-“ oder „Quasi-Bank“ sollte verzichtet werden.²²⁶

D. Weitere Überlegungen zum Regelungsrahmen für „Schattenbanken“

Bereits in seinem ersten Papier zum „Schattenbanksystem“ kam das *FSB* zu dem Schluss, dass ein einziger Regelungsansatz zur Eindämmung der Gefahren den vielfältigen Unternehmen und Aktivitäten in diesem „Sektor“ nicht gerecht werde. Ausgehend von den konkreten Geschäften, Risikomerkmale und Auswirkungen auf das Gesamtsystem könnten sich die Maßnahmen vielmehr entweder auf die Kreditinstitute und ihre Verbindungen mit „Schattenbanken“ (indirekte Regulierung), die „Schattenbanken“ selbst (direkte Regulierung) oder deren Tätigkeiten beziehen. Zudem kämen auch makroprudentielle Maßnahmen in Betracht.²²⁷ Auch die *Europäische Kommission* äußerte in ihrem Grünbuch „Schattenbankwesen“ die Auffassung, dass jedes Finanzmarktphänomen gesondert betrachtet werden müsse.²²⁸ Dieser Teil der Arbeit soll sich der Frage zuwenden, wie der Regelungsrahmen für „Schattenbanken“ weiter ausgestaltet werden kann. In einem ersten Schritt werden die Vorschläge des *FSB*, der *IOSCO* und der *Europäischen Kommission* zusammengefasst. In einem zweiten Schritt ist zu zeigen, dass bestimmte „Schattenbanken“ darüber hinaus auch von den staatlichen Absicherungsmechanismen erfasst sein sollten.

²²² Vgl. *Lehmann*, Grundstrukturen der Regulierung der Finanzmärkte, 10.

²²³ S. dazu oben, C.I.

²²⁴ S. oben, C.II.

²²⁵ S. oben, B.III.2. Zum Universal- und Trennbankensystem s. *Rümker/Winterfeld*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), *Bankrechts-Hdb.*, § 124 Rn. 80-84.

²²⁶ Der Umstand, dass das *FSB* und die *Europäische Kommission* in ihren Dokumenten vielfach auf den Ausdruck Bezug nehmen, macht es erforderlich, ihn gleichwohl auch in dieser Arbeit weiter zu verwenden.

²²⁷ *FSB*, *Shadow Banking: Scoping the Issues*, 7 f.

²²⁸ *Europäische Kommission*, Grünbuch Schattenbankwesen (Fn. 11), 7.

I. Vorschläge internationaler Gremien und der *Europäischen Kommission* zur Verschärfung der Regulierung

Das *FSB* formulierte allgemeine Grundsätze, wonach durchdachte, angemessene, zukunftsorientierte, anpassungsfähige und effektive Maßnahmen zur Bekämpfung der Externalitäten und Risiken des „Schattenbanksystems“ zu ergreifen seien, die regelmäßig überprüft werden müssten.²²⁹ Für die weiteren Untersuchungen benannte das Gremium fünf Schwerpunkte: Erstens wurde das *BCBS* gebeten, Empfehlungen für eine verbesserte Regulierung der Beziehungen zwischen Kreditinstituten und „Schattenbanken“ zu unterbreiten. Zweitens wurde die *IOSCO* mit der Erarbeitung von Vorschlägen für die aufsichtsrechtliche Behandlung von Geldmarktfonds beauftragt. Drittens wurden beide Standardsetzer damit betraut, Regeln für den Selbstbehalt und die Erhöhung der Transparenz bei der *securitisation* zu entwerfen. Zuletzt richtete das *FSB* selbst zwei Arbeitsgruppen ein, um Schritte zur Regulierung von anderen „Schattenbanken“ als Geldmarktfonds und von Wertpapierdarlehen und *repurchase agreements* zu erarbeiten.²³⁰ Die *Europäische Kommission* übernahm diese Themen im Wesentlichen für ihr Grünbuch.²³¹ Im Folgenden soll ein Überblick über die einzelnen Vorschläge gegeben werden.

1. Beziehungen zwischen Kreditinstituten und „Schattenbanken“

Hinsichtlich der Wechselbeziehungen zwischen Kreditinstituten und „Schattenbanken“ empfahl das *FSB* im Oktober 2011, die Unternehmen, bei denen Banken als Sponsoren fungieren, in den Konsolidierungskreis der Kreditinstitute einzubeziehen, um die aus der Verbindung erwachsenden Risiken bei der Ermittlung der angemessenen Eigenmittel, der ausreichenden Zahlungsfähigkeit und des Verschuldungsgrads der Banken berücksichtigen zu können.²³² Ferner schlug das Gremium eine Harmonisierung und Erhöhung der Obergrenzen für das Engagement von Kreditinstituten bei „Schattenbanken“ vor. Zwar seien in allen interessierenden Rechtsordnungen Vorschriften, die einer Konzentration von Risiken entgegenwirken sollen, vorhanden, doch würden diese unterschiedliche Höchstschwellen vorsehen.²³³ Das *FSB* regte weiterhin eine Verschärfung der Eigenmittelvorgaben für Banken dahingehend an, dass die Risiken, die sich aus Investitionen im „Schattenbankensektor“ ergeben, nicht nur bei Verbriefungspositionen, sondern grundsätzlich höher bewertet werden. So sei bei einer Investition in einen Fonds die Transparenzmethode (*look-through treatment*) anzuwenden und auch nach den Gefahren zu fragen, die mit dem *leverage* oder den Vermögenswerten des Anlagevehikels selbst verbunden seien. Zudem müssten die Regeln, die für die Bereitstellung von Liquiditätslinien für Verbriefungsvehikel gelten, auf Liquiditätsfazilitäten für andere „Schattenbanken“ ausgedehnt werden, um eine

²²⁹ *FSB*, Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation, 15.

²³⁰ *FSB*, Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation, 4 f.

²³¹ *Europäische Kommission*, Grünbuch Schattenbankwesen (Fn. 11), 12-15.

²³² *FSB*, Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation, 16.

²³³ *FSB*, Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation, 17 f.

Umgehung der Regulierung zu verhindern.²³⁴ Zuletzt forderte das *FSB* die weitere Einschränkung der Möglichkeit, „Schattenbanken“ implizit zu unterstützen.²³⁵ Diese Maßnahmen sollen dazu beitragen, den Verschuldungsgrad im Bank- und im „Schattenbanksystem“, die Dichte der Vernetzung im Finanzsektor sowie die Größe der Unternehmen „im Schatten“ zu reduzieren.²³⁶

Die *Europäische Kommission* griff alle vom *FSB* herausgestellten Punkte auf und strebt eine Überprüfung der Konsolidierungs-, Eigenmittel- und Großkreditvorschriften an. Bemerkenswert ist der Hinweis, dass zur Eindämmung von Regulierungsarbitrage auch eine Ausweitung des Anwendungsbereichs des europäischen Bankaufsichtsrechts erwogen wird.²³⁷ Dieser ist – wie oben gezeigt²³⁸ – bisher auf Unternehmen, die Einlagen entgegennehmen und Kredite gewähren, beschränkt. Eine Einbeziehung anderer Geschäfte würde das Harmonisierungsniveau beträchtlich erhöhen. In seinem Zwischenbericht vom Juli 2012 unterstützte das *BCBS* die meisten Vorschläge des *FSB* und sagte die Erarbeitung entsprechender Leitlinien zu. Der Ausschuss sprach sich aber gegen eine Erhöhung der Anforderungen an die Eigenmittelausstattung bei Liquiditätszusagen an andere „Schattenbanken“ aus, da eine solche Änderung nachteilige Effekte mit sich bringen könne und im Lichte anderer Reformvorhaben unnötig erscheine. Die endgültigen Empfehlungen des *BCBS* werden bis Mitte 2013 erwartet.²³⁹

2. Geldmarktfonds

Das *FSB* regte ferner eine Verschärfung der Regulierung von Geldmarktfonds an, da diese in einigen Rechtsordnungen eine bedeutende Rolle für die kurzfristige Refinanzierung anderer Unternehmen spielen würden und zur Entstehung systemischer Risiken beitragen könnten. Das Gremium wies insbesondere darauf hin, dass Investmentvehikel, die ihren Anlegern einen konstanten Nettoinventarwert (*stable* oder *constant net asset value*) versprochen haben, einem *run* ihrer Kapitalgeber ausgesetzt sein können, wenn hohe Verluste den Wert des Fondsvermögens unter den zugesagten Wert sinken lassen. Daher brachte das *FSB* einen verpflichtenden Übergang zum variablen Nettoinventarwert (*floating* oder *variable net asset value*) oder die Einführung von Kapital- und Liquiditätsvorgaben für Geldmarktfonds, die an einem konstanten NAV festhalten wollen, ins Gespräch.²⁴⁰

Die *Europäische Kommission* schloss sich den Ausführungen des *FSB* an und weitete die Überlegungen auf *exchange-traded funds* aus, da auch diese Anlagevehikel einem

²³⁴ *FSB*, Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation, 18 f.

²³⁵ *FSB*, Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation, 19 f. Zur impliziten Unterstützung s. Fn. 155.

²³⁶ *FSB*, Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation, 16-19.

²³⁷ *Europäische Kommission*, Grünbuch Schattenbankwesen (Fn. 11), 12 f.

²³⁸ S. oben, B.III.2.

²³⁹ *FSB*, Integrated Overview of Policy Recommendations, 5 f.

²⁴⁰ *FSB*, Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation, 20.

Liquiditätsrisiko ausgesetzt seien.²⁴¹ Im Oktober 2012 sprach die *IOSCO* in ihrem Bericht 15 Empfehlungen aus, darunter eine Beschränkung der Anlagegegenstände, in die ein Geldmarktfonds investieren darf, Maßnahmen gegen eine Konzentration von Risiken,²⁴² die Vorgabe einer Mindestreserve an liquiden Mitteln²⁴³ sowie die Verpflichtung, eine variable Bewertung des Fondsvermögens vorzunehmen oder Vorkehrungen zur Verhinderung einer massenhaften Rückgabe der Anteile zu treffen.²⁴⁴ Das *FSB* begrüßte diese Vorschläge und unterstrich, dass die Maßnahmen, die von Geldmarktfonds mit konstantem NAV zum Schutz vor *runs* zu ergreifen seien, den entsprechenden Vorkehrungen von Kreditinstituten funktional gleichwertig sein müssten.²⁴⁵

3. „Andere Schattenbanken“

Das *FSB* thematisierte zudem die Regulierung „anderer Schattenbanken“, zu denen es *conduits/structured investment vehicles*, Finanzierungsgesellschaften, Hypothekenversicherungsgesellschaften und Kredit-Hedgefonds zählte.²⁴⁶ Die *Europäische Kommission* erklärte, das Regelungs- und Aufsichtsregime überprüfen und eine Verbesserung der Datenlage über den „Schattenbankensektor“ durch die Ausweitung der Befugnisse der nationalen Aufsichtsbehörden und den weltweiten Austausch von Informationen erreichen zu wollen. Ferner sei zu untersuchen, ob „Schattenbanken“ in den möglichen Rechtsrahmen für die Sanierung und Abwicklung von anderen Finanzinstituten als Banken einbezogen werden könnten, um negative Auswirkungen ihres unkontrollierten Zusammenbruchs auf die Systemstabilität zu verhüten.²⁴⁷

In ihrem Papier vom November 2012 konkretisierte die vom *FSB* eingesetzte Arbeitsgruppe in einem ersten Schritt das wirtschaftliche Verständnis von „anderen Schattenbanken“, indem sie nicht auf Rechtsformen oder Namen rekurrierte, sondern fünf ökonomische Funktionen oder Aktivitäten benannte, die von den fraglichen Akteuren wahrgenommen oder ausgeübt werden: die Anlage von gebündelten Investorengeldern in einer Weise, die eine Anfälligkeit für *runs* begründet; die Kreditgewährung außerhalb des Banksystems auf der Grundlage einer Refinanzierung mit kurzer Laufzeit; die Stellung als Zwischenglied von Marktaktivitäten, sofern die Vermögensgegenstände der Kunden als Sicherheiten für die eigene Refinanzierung genutzt werden oder die Refinanzierung mit kurzer Laufzeit erfolgt; die Unterstützung der Kreditschöpfung, zum Beispiel durch die Absicherung von Kreditausfallrisiken; die *securi-*

²⁴¹ *Europäische Kommission*, Grünbuch Schattenbankwesen (Fn. 11), 13. S. hierzu *FSB*, Potential financial stability issues arising from recent trends in ETFs, 4 f.

²⁴² *IOSCO*, Policy Recommendations for Money Market Funds, 11.

²⁴³ *IOSCO*, Policy Recommendations for Money Market Funds, 14.

²⁴⁴ *IOSCO*, Policy Recommendations for Money Market Funds, 15 f.

²⁴⁵ *FSB*, Integrated Overview of Policy Recommendations, 8.

²⁴⁶ *FSB*, Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation, 21.

²⁴⁷ *Europäische Kommission*, Grünbuch Schattenbankwesen (Fn. 11), 14 f. Die *Europäische Kommission* hat bereits ein Konsultationspapier zu dem erwähnten Rechtsrahmen vorgelegt; erhältlich im Internet: <http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2012/nonbanks/consultation-document_en.pdf> (besucht am 10. April 2013).

tisation und die Refinanzierung von Unternehmen des Finanzsektors, etwa durch Zweckgesellschaften, *exchange-traded funds* oder andere Investmentfonds.²⁴⁸ Die Arbeitsgruppe entwickelte in einem zweiten Schritt Werkzeuge für die Regulierung „anderer Schattenbanken“, die sie in allgemeine Grundsätze und maßgeschneiderte Instrumente unterteilte.²⁴⁹ Zu den besonderen Empfehlungen, die wiederholt genannt wurden, gehören die Beschränkung des *leverage*,²⁵⁰ die Einführung von Eigenmittelvorgaben,²⁵¹ die Pflicht zum Vorhalten von Liquiditätsreserven²⁵² und die Festsetzung von Obergrenzen für den Aufbau konzentrierter Risiken.²⁵³ In einem dritten Schritt sprach sich die Arbeitsgruppe dafür aus, Systeme für den Austausch von Informationen über die Funktionen und Aktivitäten von „Schattenbanken“ und die ergriffenen aufsichtsrechtlichen Maßnahmen zwischen den Aufsichtsbehörden einzurichten.²⁵⁴ Das *FSB* stimmte den Empfehlungen zu und bat die Arbeitsgruppe, die Vorschläge weiter zu verfeinern und zu gewichten.²⁵⁵

4. *Securitisation*

Zur *securitisation* führte das *FSB* aus, dass das unreflektierte Vertrauen in die Bewertungen der Ratingagenturen, die fehlende Sorgfalt der Investoren, die ungenügende Berücksichtigung der Gefahren bei der Preisfindung und die falschen Anreize durch die Möglichkeit der Weitergabe der Risiken an den Markt problematisch geworden seien. Zwar hätten die Gesetzgeber bereits auf diese Fehlentwicklungen reagiert, doch müssten die ergriffenen Maßnahmen dahingehend überprüft werden, ob sie einen ausreichenden Selbstbehalt der Sponsoren oder Originatoren und eine Erhöhung der Transparenz und Standardisierung der Verbriefungsprodukte sicherstellen.²⁵⁶ Die *IOSCO* befürwortete weitere Schritte zur Angleichung der Interessen der Beteiligten und hielt die Festsetzung eines verbindlichen Selbsthalts für das vorzugswürdige Mittel, von dem allein in begründeten Ausnahmefällen kein Gebrauch zu machen sei.²⁵⁷ Auch seien die den Anlegern zur Verfügung gestellten Informationen über die Produkte zu vereinheitlichen und auszuweiten, um eine durchdachte Investitionsentscheidung und eine Beobachtung der gehaltenen Positionen zu ermöglichen. Einschränkung merkte das Gremium an, dass die Auswirkungen der bereits unternommenen Reformschritte zu untersuchen seien, bevor zusätzliche Regelungen erlassen werden könnten.²⁵⁸

²⁴⁸ *FSB*, Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities, 6-10.

²⁴⁹ *FSB*, Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities, 10.

²⁵⁰ *FSB*, Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities, 12 f., 16.

²⁵¹ *FSB*, Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities, 15, 17 f.

²⁵² *FSB*, Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities, 13, 15 f., 17, 19.

²⁵³ *FSB*, Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities, 13, 16.

²⁵⁴ *FSB*, Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities, 21.

²⁵⁵ *FSB*, Integrated Overview of Policy Recommendations, 10.

²⁵⁶ *FSB*, Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation, 21 f.

²⁵⁷ *IOSCO*, Global Developments in Securitisation Regulation, 48 f.

²⁵⁸ *IOSCO*, Global Developments in Securitisation Regulation, 50.

5. Wertpapierdarlehen und Repogeschäfte

Nach Ansicht des *FSB* hat die Möglichkeit, Verbriefungsprodukte für Wertpapierdarlehen und Repogeschäfte zu nutzen, den Markt für diese Titel angeheizt und zur Abhängigkeit der Kapitalsuchenden von alternativen Quellen zur kurzfristigen Mittelbeschaffung beigetragen. Überdies seien beide Geschäfte mit einer Liquiditäts- und Fristentransformation und dem Aufbau von *leverage* verbunden und hätten die Verflechtungen im Finanzsektor insgesamt erhöht. Mit Blick auf die Reinvestition der Gelder, die der Sachdarlehensgeber als Sicherheit für die Überlassung der Finanzinstrumente erhält, empfahl das *FSB* die Festsetzung von Höchstlaufzeiten oder eine Beschränkung der Anlagemöglichkeiten. Auch regte das Gremium Untergrenzen für *collateral margins* oder *haircuts* und eine Verbesserung der Marktinfrastruktur an.²⁵⁹

Die *Europäische Kommission* erklärte, den Reformbedarf mit Blick auf die Verwaltung und Wiederverwendung von Sicherheiten, die Reinvestition der Mittel, die Transparenz und Infrastruktur der Märkte sowie die Auswirkungen einer Insolvenz auf die bestehenden Vertragsverhältnisse zu prüfen.²⁶⁰ Am 18. November 2012 legte auch die Arbeitsgruppe des *FSB* zur Regulierung der fraglichen Geschäfte ihren Bericht vor. Die darin enthaltenen Vorschläge reichen von der Erweiterung der Publizitätspflichten der an den Transaktionen beteiligten Unternehmen²⁶¹ über Mindeststandards für die Investition von *cash collateral*²⁶² bis hin zu der Überlegung, zentrale Gegenparteien für Wertpapierdarlehen und *repurchase agreements* einzusetzen.²⁶³ In Bezug auf die *collateral margins* empfiehlt die Arbeitsgruppe die Einführung von Mindeststandards für deren Berechnung.²⁶⁴ Zwar erscheine auch die Festsetzung verbindlicher Untergrenzen erforderlich, doch seien die möglichen unbeabsichtigten Folgen für die Märkte zuvor sorgfältig zu untersuchen.²⁶⁵ Die Gruppe diskutierte auch über die häufig bestehende Möglichkeit des Repo-Käufers, bei Eintritt der Insolvenz des Repo-Verkäufers vertragliche Kündigungsrechte auszuüben. Diese führe häufig zu *fire sales* der als Sicherheit dienenden Finanzinstrumente und reduziere die Anreize des Kapitalgebers, die Kreditwürdigkeit des Kapitalnehmers sorgfältig zu prüfen. Empfehlungen hierzu wurden gleichwohl nicht ausgesprochen, um Eingriffe in das Insolvenzrecht zum jetzigen Zeitpunkt zu vermeiden.²⁶⁶ Das *FSB* stimmte den Ausführungen der Arbeitsgruppe zu und bat um die Konkretisierung der Vorschläge unter Durchführung einer Folgenabschätzung bis zum September 2013.²⁶⁷

²⁵⁹ *FSB*, Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation, 22 f.

²⁶⁰ *Europäische Kommission*, Grünbuch Schattenbankwesen (Fn. 11), 14.

²⁶¹ *FSB*, Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repo, 9 f.

²⁶² *FSB*, Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repo, 19-22.

²⁶³ *FSB*, Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repo, 24 f.

²⁶⁴ *FSB*, Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repo, 11 f.

²⁶⁵ *FSB*, Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repo, 13-15.

²⁶⁶ *FSB*, Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repo, 25.

²⁶⁷ *FSB*, Integrated Overview of Policy Recommendations, 13.

6. Zwischenergebnis

Die Arbeiten der internationalen Gremien kommen unter Wiederaufgliederung der zuvor unter dem Schlagwort „Schattenbanken“ zusammengefassten Phänomene zu detaillierten Vorschlägen, die in Ansehung der bereits unternommenen oder geplanten Reformschritte für die Regelungs- und Aufsichtsregime in der Europäischen Union und in Deutschland teils von größerer, teils von geringerer Bedeutung sind. Methodisch kann erneut zwischen direkten und indirekten Ansätzen unterschieden werden. Hierbei fällt auf, dass sich die Vorschläge, welche die Unternehmen des „Schattenbankensektors“ unmittelbar betreffen, eng an die Elemente der Bankenregulierung anlehnen. Verdeutlicht wird dies etwa durch die angedachten Vorgaben für die Kapital- und Liquiditätsausstattung und die Maßnahmen zur Gewährleistung der Risikostreuung bei Geldmarktfonds und „anderen Schattenbanken“, die in struktureller Hinsicht mit den Anforderungen an die laufende Tätigkeit von Kreditinstituten vergleichbar sind. Der Grund hierfür liegt darin, dass diese Finanzmarktteilnehmer nicht nur eine bankähnliche Funktion als Intermediäre ausüben, sondern auch in ähnlicher Weise durch einen *run* ihrer Kapitalgeber gefährdet sind. Ihr Zusammenbruch wiederum kann für die Systemstabilität ebenso bedrohlich sein wie eine Krise, die ihren Anfang im Bankensektor selbst genommen hat.²⁶⁸ Zur Vermeidung von Inkonsistenzen und Umgehungsmöglichkeiten liegt es daher nahe, sich der Elemente zu bedienen, die auch bei der Regulierung von Kreditinstituten zur Anwendung kommen, und diese im Einzelfall angemessen auszugestalten.²⁶⁹ Vereinfacht gesagt: Für die gleichen Risiken sollten strukturell gleiche Regeln gelten („*same risk, same rule*“).²⁷⁰ Angesichts der Gefahren, die sich aus einer Krise im „Schattenbanksystem“ für den gesamten Finanzsektor ergeben, können die Erarbeitung und die Überwachung dieser Vorgaben nicht den Akteuren selbst überantwortet werden,²⁷¹ sondern verlangen nach einem koordinierten Handeln der Gesetzgeber und Aufsichtsbehörden.

II. Ausdehnung des „Sicherheitsnetzes“?

Die gesetzgeberischen Maßnahmen und die aktuelle Debatte in internationalen Foren und auf Kommissionsebene sind weitgehend auf eine Verschärfung der Regulierung und Überwachung von „Schattenbanken“ beschränkt. Am Beispiel der Einlagen- und Kreditinstitute hat sich aber gezeigt, dass das Entstehen von wirtschaftlichen Schwierigkeiten bei einer Bank hierdurch allein nicht vollständig verhindert werden kann. Vielmehr wird das Vertrauen der Kapitalgeber auch dadurch erhalten, dass das Kreditinstitut einer gesetzlichen Entschädigungseinrichtung angehört und Liquidität von den Zentralbanken erhält. Überdies sind bei den Banken abgestufte Mechanismen zur Krisenbewältigung vorgesehen, um Schäden von den Sparern, anderen Ver-

²⁶⁸ S. oben, C.III.3.

²⁶⁹ A.A. *Greene/Broomfield*, *Capital Markets Law Journal* 8 (1, 2013), 6, 26-28.

²⁷⁰ Vgl. *Rudolph*, *ZGR* 2010, 1, 35; *Utzig*, *Die Bank* 11/2012, 18, 21.

²⁷¹ So aber *Greene/Broomfield*, *Capital Markets Law Journal* 8 (1, 2013), 6, 28.

tragspartnern und dem Finanzsystem insgesamt abzuwenden.²⁷² Eine Ausweitung nicht nur der Regulierung, sondern auch des „Sicherheitsnetzes“²⁷³ für Kreditinstitute auf „Schattenbanken“ wird aber nur vereinzelt diskutiert. Will man auf den von *Tu-cker* geprägten Gedanken von einem *social contract* zwischen den Banken und dem Staat zurückkommen,²⁷⁴ werden den „Schattenbanken“ nur die Verpflichtungen aus diesem Vertrag auferlegt, nicht aber die durch ihn begründeten Vorteile zugestanden.²⁷⁵ Damit wird auch dem Grundsatz „*same risk, same rule*“ nur teilweise entsprochen.

Zuweilen wird vorgeschlagen, alle kurzfristigen Forderungen gegen Finanzmarktteilnehmer, welche zur Durchführung der Fristentransformation zugelassen sind, durch Sicherungssysteme zu schützen. Zugleich sei die Wahrnehmung dieser Funktion nur denjenigen Akteuren zu gestatten, die in Anlagegegenstände mit vergleichsweise geringer Volatilität investieren würden; andere Marktteilnehmer seien auf eine fristenkongruente Finanzierung zu verweisen. Der Gefahr von *moral hazard* könne durch die Erhebung von risikoorientierten Beiträgen zur Finanzierung der Entschädigungseinrichtung und einer strengen Regulierung und Aufsicht begegnet werden.²⁷⁶ Verfolgt man diesen Ansatz weiter, ist auch eine Unterstützung durch die Zentralbanken, wie sie in der Finanzkrise ausnahmsweise gewährt wurde,²⁷⁷ auf ständiger Basis denkbar. In die Richtung einer weiteren Angleichung der Regelungen weist auch die Überlegung der *Europäischen Kommission*, „Schattenbanken“ bei der Schaffung eines Rechtsrahmens für die geordnete Sanierung und Abwicklung systemisch relevanter Nichtbanken zu berücksichtigen.²⁷⁸

Gegen eine Ausdehnung des staatlichen „Sicherheitsnetzes“ auf „Schattenbanken“ könnte zunächst die fehlende Schutzbedürftigkeit ihrer Anleger sprechen. Da es sich überwiegend um institutionelle Investoren handelt,²⁷⁹ ist anzunehmen, dass sie – anders als Kleinanleger – in der Lage sind, die mit ihrer Investition verbundenen Gefahren umfassend einzuschätzen, ihr Risiko zu streuen und etwaige Verluste zu kompensieren. Die staatlichen Mittel zur Stützung angeschlagener Kreditinstitute dienen aber nicht nur dem Schutz der Kunden, sondern auch der Abwehr von Bedrohungen für den gesamten Finanzsektor durch Ansteckungseffekte.²⁸⁰ Da sich solche Gefahren auch aus der Schieflage von „Schattenbanken“ ergeben können,²⁸¹ scheint der Schutz der Stabilität des Finanzmarkts deren vollständige Einbeziehung in das Regelungsgefüge für Banken zu erfordern.

²⁷² S. oben, B.III.4.

²⁷³ Formulierung angelehnt an *De Bandt/Hartmann*, Systemic Risk, 16.

²⁷⁴ S. hierzu oben, B.III.

²⁷⁵ *Ricks*, Shadow Banking and Financial Regulation, 5.

²⁷⁶ *Ricks*, Shadow Banking and Financial Regulation, 35-45.

²⁷⁷ S. etwa zu den Maßnahmen der *Federal Reserve* und der *Bank of England* zur Stützung des Repo-markts *Hördahl/King*, BIS Quarterly Review, December 2008, 37, 49-51.

²⁷⁸ S. oben, D.I.3

²⁷⁹ S. oben, C.III.3.

²⁸⁰ S. oben, B.III.4.

²⁸¹ S. oben, C.III.3.

Die vollständige Absicherung der Investitionen, die Erwartung einer Unterstützung durch die Zentralbank und die Möglichkeit einer Sanierung oder Reorganisation unter Nutzung von Sonderfonds könnten aber der Entstehung unerwünschter Anreize im „Schattenbanksystem“ Vorschub leisten, da ein derart umfassender Schutz Maßnahmen zur Risikominimierung und Eigenvorsorge weniger drängend erscheinen lässt.²⁸² Bei den Kreditinstituten wird dieses Problem dadurch gelöst, dass ihr Anlageverhalten durch gefahrenorientierte Anforderungen an die Geschäftstätigkeit determiniert und laufend überwacht wird.²⁸³ Sollen Vorgaben an die Eigenmittelausstattung, Zahlungsfähigkeit und Risikostreuung zunehmend auch bei direkt regulierten „Schattenbanken“ zum Tragen kommen,²⁸⁴ spricht nichts dagegen, diese Akteure auch in das „Sicherheitsnetz“ für Banken einzubeziehen und hierfür risikoadäquate Beiträge zu verlangen. Soweit die Entstehung von *moral hazard* bei den Kapitalgebern der „Schattenbank“ zu besorgen ist, kann ein Selbstbehalt im Entschädigungsfalle eingeführt werden, der einerseits die Folgen der Investitionsentscheidung spürbar macht, andererseits aber den Anreiz, die zur Verfügung gestellten Mittel schnell abzuziehen, nicht signifikant erhöht. Ausgeweitet werden sollten erst recht die Übertragungs- und Abwicklungsmechanismen, die auch gegen den Willen der Anteilseigner und des Managements eingeleitet werden können und allein dem Erhalt der Finanzmarktstabilität dienen. „Schattenbanken“, die nur indirekt reguliert und beaufsichtigt werden können, sollten auch weiterhin außerhalb des „Sicherheitsnetzes“ stehen, da bei ihnen die Erfüllung ihrer eigenen Verpflichtungen aus dem *social contract* nicht vollständig sichergestellt ist.

E. Ergebnis

Der Anwendungsbereich des Bankaufsichtsrechts stellt nicht auf bestimmte Gefahren, sondern auf die Geschäfte ab, die nach dem Verständnis des Verkehrs als banktypisch gelten. Mit dem Fortschreiten des Lebenszyklus des Kreditinstituts nimmt die Dichte der Vorschriften, die konkrete Risiken in den Blick nehmen, zu. Banken, die Einlagen annehmen und/oder Darlehen vergeben, sind aufgrund ihrer Wichtigkeit für die Kapitalversorgung und ihrer hohen Anfälligkeit am strengsten reguliert und durch ein „Sicherheitsnetz“ aus Entschädigungseinrichtungen, Zentralbankliquidität und Krisenbewältigungsmechanismen gegen *rums* geschützt.

„Schattenbanken“ weisen Parallelen zu den Einlagen- und Kreditinstituten auf, da auch sie eine Fristentransformation durchführen, durch *rums* ihrer Kapitalgeber gefährdet sind und zur Entstehung systemischer Risiken beitragen können. Daher wurde die Regulierung des „Schattenbankensektors“ in der Europäischen Union und in Deutschland erheblich verschärft. Die bereits vollzogenen Reformschritte lassen sich ebenso wie die weiter gehenden Vorschläge internationaler Gremien und der *Europäischen Kommission* in direkte und indirekte Ansätze unterteilen. Die Regelungen, welche Unternehmen des „Schattenbanksystems“ unmittelbar betreffen, sind strukturell

²⁸² S. bereits oben, B.III.4.

²⁸³ S. oben, B.III.4.

²⁸⁴ S. oben, D.I.6.

mit den für Kreditinstitute geltenden Vorschriften vergleichbar, so dass zum Schutz der Finanzmarktstabilität eine Erweiterung des „Sicherheitsnetzes“ auf diese Akteure möglich und geboten erscheint. Aufgrund der Besonderheiten der einzelnen Erscheinungen, der Überschneidungen mit dem Bankensektor und der Gefahr von Fehlschlüssen im internationalen Kontext sollte künftig auf den missverständlichen Begriff „Schattenbank“ verzichtet werden.

SCHRIFTTUM

- Achleitner, Ann-Kristin/Thoma, Georg F.* (Hrsg.), Handbuch Corporate Finance – Konzepte, Strategien und Praxiswissen, Band 3, Losebl. (Stand: 20. Ergänzungslieferung, November 2005), München.
- Adrian, Tobias/Shin, Hyun Song*, The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report No. 382, New York Juli 2009, erhältlich im Internet: <http://newyorkfed.org/research/staff_reports/sr382.pdf> (besucht am 10. April 2013).
- Appel, Holger/Sturbeck, Werner*, Lone Star führt die IKB in eine neue Zukunft mit altem Namen, Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 22.08.2008, Nr. 196, 17.
- Assmann, Heinz-Dieter/Schütze, Rolf A.* (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 3. Auflage, München 2007.
- Athanassiou, Phoebus*, Hedge Fund Regulation in the European Union, Austin/Boston/Chicago u.a. 2009.
- Basel Committee on Banking Supervision*, Internationale Konvergenz der Eigenkapitalmessung und der Eigenkapitalanforderungen, Überarbeitete Rahmenvereinbarung, Basel Juni 2004, erhältlich im Internet: <<http://www.bis.org/publ/bcbs107ger.pdf>> (besucht am 10. April 2013).
- Beck, Heinz/Samm, Carl-Theodor/Kokemoor, Axel* (Hrsg.), Gesetz über das Kreditwesen, Bände 1-3, Losebl. (Stand: 158. Ergänzungslieferung, Mai 2012), Heidelberg/München/Landsberg u.a.
- Benston, George J./Kaufman, George G.*, Is the Banking and Payments System Fragile?, Journal of Financial Services Research 9 (3-4, 1995), 209-240.
- Binder, Jens-Hinrich*, Bankeninsolvenzen im Spannungsfeld zwischen Bankaufsichts- und Insolvenzrecht – Regelungsziele, Anwendungsprobleme und Reformansätze, dargestellt am Beispiel des deutschen und des englischen Rechts, Berlin 2005.
- Bösch, Martin*, Finanzwirtschaft – Investition, Finanzierung, Finanzmärkte und Steuerung, München 2009.
- Boos, Karl-Heinz/Fischer, Reinfrid/Schulte-Mattler, Hermann* (Hrsg.), Kreditwesengesetz, 4. Auflage, München 2012.
- Boulkab, Rachid/Marxfeld, Jan/Wagner, Claus-Peter*, Asset Backed Commercial Paper Conduits – Struktur, Risiken und Bilanzierung, Zeitschrift für Internationale Rechnungslegung 2008, 497-504.
- Braunberger, Gerald*, Stabilitätsrat sieht Schattenbanken als Gefahrenquelle, Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 19.11.2012, Nr. 270, 13.
- Brunnermeier, Markus K.*, Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-08, National Bureau of Economic Research Working Paper No. 14612, Cambridge Dezember 2008, erhältlich im Internet: <http://www.nber.org/papers/w14612.pdf?new_window=1> (besucht am 10. April 2013).
- Claussen, Carsten Peter* (Hrsg.), Bank- und Börsenrecht für Studium und Praxis, 4. Auflage, München 2008.
- Coffee, John C. Jr.*, What Went Wrong? An Initial Inquiry into the Causes of the 2008 Financial Crisis, Journal of Corporate Law Studies 9 (1, 2009), 1-22.
- Dausen, Manfred A.* (Hrsg.), Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts, Band 1, Losebl. (Stand: 31. Ergänzungslieferung, Juli 2012), München.

- De Bandt, Olivier/Hartmann, Philipp*, Systemic Risk: A Survey, European Central Bank Working Paper No. 35, Frankfurt (Main) November 2000, erhältlich im Internet: <<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp035.pdf>> (besucht am 10. April 2013).
- Derleder, Peter/Knops, Kai-Oliver/Bamberger, Heinz Georg* (Hrsg.), Handbuch zum deutschen und europäischen Bankrecht, 2. Auflage, Berlin/Heidelberg 2009.
- Diamond, Douglas W./Dybvig, Philip H.*, Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity, *Journal of Political Economy* 91 (3), 1983), 401-419.
- Dreher, Meinrad*, Das Finanzkommissionsgeschäft nach § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 4 KWG, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* 2004, 2161-2169.
- Eling, Martin*, Hedgefonds-Strategien und ihre Performance, Lohmar 2006.
- Federal Reserve Bank of New York*, Tri-Party Repo Statistics as of 12/11/2012, erhältlich im Internet: <http://www.newyorkfed.org/banking/pdf/dec12_tpr_stats.pdf> (besucht am 10. April 2013).
- Fehling, Michael/Ruffert, Matthias* (Hrsg.), *Regulierungsrecht*, Tübingen 2010.
- Fehr, Benedikt*, Eine Kreditlinie wurde der IKB zum Verhängnis, *Frankfurter Allgemeine Zeitung* vom 31.07.2007, Nr. 175, 14.
- Feldstein, Martin*, The Risk of Economic Crisis: Introduction, in: ders. (Hrsg.), *The Risk of Economic Crisis*, Chicago/London 1991, 1-18.
- Financial Crisis Inquiry Commission*, Preliminary Staff Report: Shadow Banking and the Financial Crisis, 4. Mai 2010, erhältlich im Internet: <http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-reports/2010-0505-Shadow-Banking.pdf> (besucht am 10. April 2013).
- *The Financial Crisis Inquiry Report*, New York 2011.
- Financial Stability Board*, Global Shadow Banking Monitoring Report 2012, 18. November 2012, erhältlich im Internet: <http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_121118c.pdf> (besucht am 10. April 2013).
- Potential financial stability issues arising from recent trends in Exchange-Traded Funds (ETFs), erhältlich im Internet: <http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_110412b.pdf> (besucht am 10. April 2013).
 - Shadow Banking: Scoping the Issues, 12. April 2011, erhältlich im Internet: <http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_110412a.pdf> (besucht am 10. April 2013).
 - Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation, 27. Oktober 2011, erhältlich im Internet: <http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_111027a.pdf> (besucht am 10. April 2013) (zitiert: *FSB*, Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation).
 - Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking – A Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos, 18. November 2012, erhältlich im Internet: <http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_121118b.pdf> (besucht am 10. April 2013) (zitiert: *FSB*, Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repo).
 - Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking – A Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities, 18. November 2012, erhältlich im Internet: <http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_121118a.pdf> (besucht am 10. April 2013) (zitiert: *FSB*, Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities).

- Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking – An Integrated Overview of Policy Recommendations, 18. November 2012, erhältlich im Internet: <http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_121118.pdf> (besucht am 10. April 2013) (zitiert: *FSB*, Integrated Overview of Policy Recommendations).
- G20*, Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy, Washington 15. November 2008, erhältlich im Internet: <<http://www.g20.utoronto.ca/2008/2008declaration1115.html>> (besucht am 10. April 2013).
- Declaration on Strengthening the Financial System, London 2. April 2009, erhältlich im Internet: <<http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009ifi.pdf>> (besucht am 10. April 2013).
- Leaders‘ Statement, The Pittsburgh Summit, Pittsburgh 24./25. September 2009, erhältlich im Internet: <<http://www.g20.org/load/780988012>> (besucht am 10. April 2013).
- The Seoul Summit Document, Seoul 12. November 2010, erhältlich im Internet: <<http://www.g20.utoronto.ca/2010/g20seoul-doc.html>> (besucht am 10. April 2013).
- Garbaravicius*, Tomas/*Dierick*, Frank, Hedge Funds and their Implications for Financial Stability, European Central Bank Occasional Paper No. 34, Frankfurt (Main) August 2005, erhältlich im Internet: <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp34.pdf> (besucht am 10. April 2013).
- Geithner*, Timothy F., Reducing systemic risk in a dynamic financial system – Remarks at The Economic Club of New York, New York 9. Juni 2008, erhältlich im Internet: <<http://www.bis.org/review/r080612b.pdf>> (besucht am 10. April 2013).
- Gerke*, Wolfgang/*Steiner*, Manfred (Hrsg.), Enzyklopädie der Betriebswirtschaftslehre, Band IV – Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 2. Auflage, Stuttgart 1995.
- Greene*, Edward F./*Broomfield*, Elizabeth L., Promoting risk mitigation, not migration: a comparative analysis of shadow banking reforms by the FSB, USA and EU, *Capital Markets Law Journal* 8 (1, 2013), 6-53.
- Gregoriou*, Greg N. (Hrsg.), *The Banking Crisis Handbook*, Boca Raton/London/New York 2010.
- Habersack*, Mathias/*Mülbert*, Peter O./*Schlitt*, Michael (Hrsg.), *Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt*, 2. Auflage, Köln 2008.
- Hahn*, Hugo J./*Häde*, Ulrich, *Währungsrecht*, 2. Auflage, München 2010.
- Hellner*, Thorwald/*Steuer*, Stephan/*Schröter*, Jürgen u.a. (Hrsg.), *Bankrecht und Bankpraxis*, Band 4, Losebl. (Stand: 99. Ergänzungslieferung, September 2012), Köln.
- Hellwig*, Martin F., Systemic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime Mortgage Financial Crisis, *De Economist* 157 (2009), 129-207.
- High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, Report, Brüssel 25. Februar 2009, erhältlich im Internet: <http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf> (besucht am 10. April 2013).
- Hördahl*, Peter/*King*, Michael R., Developments in repo markets during the financial turmoil, *BIS Quarterly Review*, December 2008, 37-53, erhältlich im Internet: <http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0812e.pdf> (besucht am 10. April 2013).
- Hopt*, Klaus J., *Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken – Gesellschafts-, bank- und börsenrechtliche Anforderungen an das Beratungs- und Verwaltungsverhalten der Kreditinstitute*, München 1975.
- International Monetary Fund/Bank for International Settlements/Financial Stability Board*, *Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations – Report to the G-20 Finance Ministers and Central*

- Bank Governors, October 2009, erhältlich im Internet: <http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/100109.pdf> (besucht am 10. April 2013).
- International Organization of Securities Commissions*, Global Developments in Securitisation Regulation, Final Report, 16. November 2012, erhältlich im Internet: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD394.pdf> (besucht am 10. April 2013).
- Policy Recommendations for Money Market Funds, Final Report, Oktober 2012, erhältlich im Internet: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD392.pdf> (besucht am 10. April 2013).
- Kammel*, Armin J., Alternative Investment Fund Manager Richtlinie – „Another European Mess“?, *BankArchiv* 2011, 18-29.
- Koller*, Ingo/*Roth*, Wulf-Henning/*Morck*, Winfried, *Handelsgesetzbuch*, 7. Auflage, München 2011.
- Kreppel*, Ulf/*Baierlein*, Daniel, Des Kaisers neue Kleider: Der Risikoselbstbehalt bei Verbriefungen nach Artikel 122a CRD bzw. §§ 18a, 18b KWG, *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht* 2011, 228-235.
- Krüger*, Hartmut/*Ludewig*, Verena, Leerverkaufsregulierung – Aktueller Stand in Deutschland und Ausblick auf die europäische Regulierung unter besonderer Berücksichtigung der aktuellen Vorschläge zu den ausgestalteten Rechtsakten, *Wertpapiermitteilungen* 2012, 1942-1951.
- Kümpel*, Siegfried/*Wittig*, Arne (Hrsg.), *Bank- und Kapitalmarktrecht*, 4. Auflage, Köln 2011.
- Langenbacher*, Katja/*Bliesener*, Dirk H./*Spindler*, Gerald (Hrsg.), *Bankrechts-Kommentar*, München 2013.
- Lehmann*, Matthias, Die Regulierung und Überwachung von Hedgefonds als internationales Zuständigkeitsproblem, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* 2007, 1889-1898.
- Finanzinstrumente – Vom Wertpapier- und Sachenrecht zum Recht der unkörperlichen Vermögensgegenstände, Tübingen 2009.
 - Grundstrukturen der Regulierung der Finanzmärkte nach der Krise, *Working Papers on Global Financial Markets* No. 22, Jena/Halle (Saale) August 2011, erhältlich im Internet: <http://www.gfinm.de/images/stories/workingpaper22.pdf> (besucht am 10. April 2013).
 - Reform der Derivatmärkte – transatlantischer Kampf um Wettbewerbsfähigkeit, *Recht der Finanzinstrumente* 2011, 300-309.
 - *Manger-Nestler*, Cornelia, Das neue Europäische Finanzaufsichtssystem, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 2011, 2-24.
- Leible*, Stefan/*Lehmann*, Matthias (Hrsg.), *Hedgefonds und Private Equity – Fluch oder Segen?*, Jena 2009.
- Lo*, Andrew W., Hedge Funds, Systemic Risk, and the Financial Crisis of 2007-2008, *Written Testimony for the U.S. House of Representatives, Committee on Oversight and Government Reform*, 13. November 2008, *Hearing on Hedge Funds*, erhältlich im Internet: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1301217 (besucht am 10. April 2013).
- Lorenz*, Manuel, Der Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Restrukturierung und geordneten Abwicklung von Kreditinstituten – Überblick und erste Einordnung, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* 2010, 1046-1053.

- Mankiw, N. Gregory/Taylor, Mark P.*, Grundzüge der Volkswirtschaftslehre, 4. Auflage, Stuttgart 2008.
- Masters, Brooke*, Regulators peer into financial shadows, Financial Times vom 19.11.2012, 19.
- Regulators to tackle shadow banking, Financial Times vom 19.11.2012, 1.
- McCulley, Paul*, Teton Reflections, Global Central Bank Focus August/September 2007, Hongkong/Singapur 5. September 2007, erhältlich im Internet: <http://media.pimco-global.com/pdfs/pdf_sg/GCB%20Focus%20Sept%202007%20SGP-HK.pdf?WT.cg_n=PIMCO-SINGAPORE&WT.ti=GCB%20Focus%20Sept%202007%20SGP-HK.pdf> (besucht am 10. April 2013).
- Merkt, Hanno*, Kapitalmarktrecht – Ursprünge, Genese, aktuelle Ausprägung, Herausforderungen, in: Grundmann, Stefan/Haar, Brigitte/Merkt, Hanno u.a. (Hrsg.), Unternehmen, Markt und Verantwortung, Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag, Band 2, Berlin/New York 2010, 2207-2245.
- Mishkin, Frederic S./Eakins, Stanley G.*, Financial Markets and Institutions, 7th edition, Boston/Columbus/Indianapolis u.a. 2012.
- Mittermeier, Martin*, Grundlagen und Regulierungsperspektiven von Leerverkäufen, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2010, 139-149.
- Möllers, Thomas M. J./Harrer, Andreas/Krüger, Thomas C.*, Die Regelung von Hedgefonds und Private Equity durch die neue AIFM-Richtlinie, Wertpapiermitteilungen 2011, 1537-1544.
- Möllers, Thomas M. J./Wecker, Christine*, Regulierung von Ratingagenturen in der Europäischen Union, Zeitschrift für Rechtspolitik 2012, 106-110.
- Mülbert, Peter O.*, Systemrelevanz, in: Burgard, Ulrich/Hadding, Walther, Mülbert, Peter O. u.a. (Hrsg.), Festschrift für Uwe H. Schneider zum 70. Geburtstag, Köln 2011, 855-872.
- Obst, Georg/Hintner, Otto* (Begr.), Geld-, Bank- und Börsenwesen – Handbuch des Finanzsystems, hrsg. v. von Hagen, Jürgen/von Stein, Johann Heinrich, 40. Auflage, Stuttgart 2000.
- Oetker, Hartmut* (Hrsg.), Kommentar zum Handelsgesetzbuch, 2. Auflage, München 2011.
- Poschmann, Jenny*, Approaches to Shadow Banking Regulation – Monitoring and Policy Framework, Working Papers on Global Financial Markets No. 43, Jena/Halle (Saale) März 2013, erhältlich im Internet: <<http://www.gfinm.de/images/stories/workingpaper43.pdf>> (besucht am 10. April 2013).
- The Shadow Banking System – Survey and Typological Framework, Working Papers on Global Financial Markets No. 27, Jena/Halle (Saale) März 2012, erhältlich im Internet: <<http://www.gfinm.de/images/stories/workingpaper27.pdf>> (besucht am 10. April 2013).
- Pozsar, Zoltan*, The Rise and Fall of the Shadow Banking System, Regional Financial Review, July 2008, 13-15, erhältlich im Internet: <<http://www.economy.com/sbs>> (besucht am 10. April 2013).
- /*Adrian, Tobias/Ashcraft, Adam/Boesky, Hayley*, Shadow Banking, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report No. 458, New York Juli 2010, erhältlich im Internet: <http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr458_July_2010_version.pdf> (besucht am 10. April 2013).
 - Shadow Banking, Revue d'économie financière 2012, 157-184.

- Reischauer, Friedrich/Kleinhans, Joachim* (Begr.), Kreditwesengesetz, Bände I und II, Losebl. (Stand: 2. Ergänzungslieferung 1999, März 1999), Berlin.
- Ricks, Morgan*, Shadow Banking and Financial Regulation, 30. August 2010, erhältlich im Internet: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1571290 (besucht am 10. April 2013).
- Ruddigkeit, Dana*, Das Financial Stability Board in der internationalen Finanzarchitektur, Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht, Heft 111, Halle (Saale) Juni 2011, erhältlich im Internet: <http://telc.jura.uni-halle.de/sites/default/files/BeitraegeTWR/Heft111.pdf> (besucht am 10. April 2013).
- Rudolph, Bernd*, Die internationale Finanzkrise: Ursachen, Treiber, Veränderungsbedarf und Reformansätze, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 2010, 1-47.
- Ruzik, Andy*, Finanzmarktintegration durch Insolvenzrechtsharmonisierung – Der europäische Rechtsrahmen für Abwicklungssysteme, Finanzsicherheiten und internationale Bankeninsolvenzen und seine Umsetzung in das deutsche Recht, Baden-Baden 2010.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*, Das Erreichte nicht verspielen, Jahresgutachten 2007/08, Wiesbaden 2007, erhältlich im Internet: http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/download/gutachten/jg07_ges.pdf (besucht am 10. April 2013).
- Die Finanzkrise meistern – Wachstumskräfte stärken, Jahresgutachten 2008/09, Wiesbaden 2008, erhältlich im Internet: http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/download/gutachten/ga08_ges.pdf (besucht am 10. April 2013).
- Schaffelhuber, Kai A.*, Regulierung des „Schattenbankensystems“, Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht 2011, 488-490.
- Schimansky, Herbert/Bunte, Hermann-Josef/Lwowski, Hans-Jürgen* (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, Band II, 4. Auflage, München 2011.
- Schmies, Christian*, Die Regulierung von Hedgefonds, Baden-Baden 2010.
- Schneider, Uwe H.*, Was ist eine systemisch relevante Bank?, Zeitschrift für Rechtspolitik 2009, 119-121.
- Schwennicke, Andreas/Auerbach, Dirk* (Hrsg.), Kreditwesengesetz, München 2009.
- Sethe, Rolf*, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, Köln 2005.
- Spindler, Gerald/Tancredi, Sara*, Die Richtlinie über Alternative Investmentfonds (AIFM-Richtlinie), Wertpapiermitteilungen 2011, 1393-1405, 1441-1451.
- Spremann, Klaus/Gantenbein, Pascal*, Kapitalmärkte, Stuttgart 2005.
- Stasch, Katharina*, Lender of Last Resort – Banken Krisen und Krisenmanagement in der Europäischen Union, Baden-Baden 2009.
- Tietje, Christian*, Architektur der Weltfinanzordnung, Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht, Heft 109, Halle (Saale) Mai 2011, erhältlich im Internet: <http://telc.jura.uni-halle.de/sites/default/files/BeitraegeTWR/Heft109.pdf> (besucht am 10. April 2013).
- /Brouder, Alan (Hrsg.), Handbook of Transnational Economic Governance Regimes, Leiden/Boston 2009.
- Tietje, Christian/Lehmann, Matthias*, The Role and Prospects of International Law in Financial Regulation and Supervision, Journal of International Economic Law 13 (3, 2010), 663-682.

- Tucker*, Paul, Regimes for handling bank failures – redrawing the banking Social Contract, Remarks at the British Bankers’ Association Annual International Banking Conference “Restoring confidence – moving forward”, London 30. Juni 2009, erhältlich im Internet: <<http://www.bis.org/review/r090708d.pdf>> (besucht am 10. April 2013).
- Shadow banking, financing markets and financial stability, Remarks at a Bernie Gerald Cantor (BGC) Partners Seminar, London 21. Januar 2010, erhältlich im Internet: <<http://www.bis.org/review/r100126d.pdf>> (besucht am 10. April 2013).
- Utzig*, Siegfried, Shadow Banking: Hintergründe und Herausforderungen (1), Die Bank 10/2012, 80-83.
- Shadow Banking: Hintergründe und Herausforderungen (2), Die Bank 11/2012, 18-23.
- Zeising*, Michael, Asset Backed Securities (ABS) – Grundlagen und neuere Entwicklungen, Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht 2007, 311-317.
- Zimmer*, Daniel/*Beisken*, Thomas A., Die Regulierung von Leerverkäufen de lege lata und de lege ferenda, Wertpapiermitteilungen 2010, 485-491.

Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht

(bis Heft 13 erschienen unter dem Titel: Arbeitspapiere aus dem
Institut für Wirtschaftsrecht – ISSN 1619-5388)

ISSN 1612-1368 (print)
ISSN 1868-1778 (elektr.)

Bislang erschienene Hefte

- Heft 1 Wiebe-Katrin Boie, Der Handel mit Emissionsrechten in der EG/EU – Neue Rechtssetzungsinitiative der EG-Kommission, März 2002, ISBN 3-86010-639-2
- Heft 2 Susanne Rudisch, Die institutionelle Struktur der Welthandelsorganisation (WTO): Reformüberlegungen, April 2002, ISBN 3-86010-646-5
- Heft 3 Jost Delbrück, Das Staatsbild im Zeitalter wirtschaftsrechtlicher Globalisierung, Juli 2002, ISBN 3-86010-654-6
- Heft 4 Christian Tietje, Die historische Entwicklung der rechtlichen Disziplinierung technischer Handelshemmnisse im GATT 1947 und in der WTO-Rechtsordnung, August 2002, ISBN 3-86010-655-4
- Heft 5 Ludwig Gramlich, Das französische Asbestverbot vor der WTO, August 2002, ISBN 3-86010-653-8
- Heft 6 Sebastian Wolf, Regulative Maßnahmen zum Schutz vor gentechnisch veränderten Organismen und Welthandelsrecht, September 2002, ISBN 3-86010-658-9
- Heft 7 Bernhard Kluttig/Karsten Nowrot, Der „Bipartisan Trade Promotion Authority Act of 2002“ – Implikationen für die Doha-Runde der WTO, September 2002, ISBN 3-86010-659-7
- Heft 8 Karsten Nowrot, Verfassungsrechtlicher Eigentumsschutz von Internet-Domains, Oktober 2002, ISBN 3-86010-664-3
- Heft 9 Martin Winkler, Der Treibhausgas-Emissionsrechtehandel im Umweltvölkerrecht, November 2002, ISBN 3-86010-665-1
- Heft 10 Christian Tietje, Grundstrukturen und aktuelle Entwicklungen des Rechts der Beilegung internationaler Investitionsstreitigkeiten, Januar 2003, ISBN 3-86010-671-6
- Heft 11 Gerhard Kraft/Manfred Jäger/Anja Dreiling, Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen im Spiegel rechtspolitischer Diskussion und ökonomischer Sinnhaftigkeit, Februar 2003, ISBN 3-86010-647-0
- Heft 12 Bernhard Kluttig, Welthandelsrecht und Umweltschutz – Kohärenz statt Konkurrenz, März 2003, ISBN 3-86010-680-5
- Heft 13 Gerhard Kraft, Das Corporate Governance-Leitbild des deutschen Unternehmenssteuerrechts: Bestandsaufnahme – Kritik – Reformbedarf, April 2003, ISBN 3-86010-682-1

- Heft 14 Karsten Nowrot/Yvonne Wardin, Liberalisierung der Wasserversorgung in der WTO-Rechtsordnung – Die Verwirklichung des Menschenrechts auf Wasser als Aufgabe einer transnationalen Verantwortungsgemeinschaft, Juni 2003, ISBN 3-86010-686-4
- Heft 15 Alexander Böhmer/Guido Glania, The Doha Development Round: Reintegrating Business Interests into the Agenda – WTO Negotiations from a German Industry Perspective, Juni 2003, ISBN 3-86010-687-2
- Heft 16 Dieter Schneider, „Freimütige, lustige und ernsthafte, jedoch vernunft- und gesetzmäßige Gedanken“ (Thomasius) über die Entwicklung der Lehre vom gerechten Preis und fair value, Juli 2003, ISBN 3-86010-696-1
- Heft 17 Andy Ruzik, Die Anwendung von Europarecht durch Schiedsgerichte, August 2003, ISBN 3-86010-697-X
- Heft 18 Michael Slonina, Gesundheitsschutz contra geistiges Eigentum? Aktuelle Probleme des TRIPS-Übereinkommens, August 2003, ISBN 3-86010-698-8
- Heft 19 Lorenz Schomerus, Die Uruguay-Runde: Erfahrungen eines Chef-Unterhändlers, September 2003, ISBN 3-86010-704-6
- Heft 20 Michael Slonina, Durchbruch im Spannungsverhältnis TRIPS and Health: Die WTO-Entscheidung zu Exporten unter Zwangslizenzen, September 2003, ISBN 3-86010-705-4
- Heft 21 Karsten Nowrot, Die UN-Norms on the Responsibility of Transnational Corporations and Other Business Enterprises with Regard to Human Rights – Gelungener Beitrag zur transnationalen Rechtsverwirklichung oder das Ende des Global Compact?, September 2003, ISBN 3-86010-706-2
- Heft 22 Gerhard Kraft/Ronald Krengel, Economic Analysis of Tax Law – Current and Past Research Investigated from a German Tax Perspective, Oktober 2003, ISBN 3-86010-715-1
- Heft 23 Ingeborg Fogt Bergby, Grundlagen und aktuelle Entwicklungen im Streitbeilegungsrecht nach dem Energiechartavertrag aus norwegischer Perspektive, November 2003, ISBN 3-86010-719-4
- Heft 24 Lilian Habermann/Holger Pietzsch, Individualrechtsschutz im EG-Antidumpingrecht: Grundlagen und aktuelle Entwicklungen, Februar 2004, ISBN 3-86010-722-4
- Heft 25 Matthias Hornberg, Corporate Governance: The Combined Code 1998 as a Standard for Directors' Duties, März 2004, ISBN 3-86010-724-0
- Heft 26 Christian Tietje, Current Developments under the WTO Agreement on Subsidies and Countervailing Measures as an Example for the Functional Unity of Domestic and International Trade Law, März 2004, ISBN 3-86010-726-7
- Heft 27 Henning Jessen, Zollpräferenzen für Entwicklungsländer: WTO-rechtliche Anforderungen an Selektivität und Konditionalität – Die GSP-Entscheidung des WTO Panel und Appellate Body, Mai 2004, ISBN 3-86010-730-5

- Heft 28 Tillmann Rudolf Braun, Investment Protection under WTO Law – New Developments in the Aftermath of Cancún, Mai 2004, ISBN 3-86010-731-3
- Heft 29 Juliane Thieme, Latente Steuern – Der Einfluss internationaler Bilanzierungsvorschriften auf die Rechnungslegung in Deutschland, Juni 2004, ISBN 3-86010-733-X
- Heft 30 Bernhard Kluttig, Die Klagebefugnis Privater gegen EU-Rechtsakte in der Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofes: Und die Hoffnung stirbt zuletzt..., September 2004, ISBN 3-86010-746-1
- Heft 31 Ulrich Immenga, Internationales Wettbewerbsrecht: Unilateralismus, Bilateralismus, Multilateralismus, Oktober 2004, ISBN 3-86010-748-8
- Heft 32 Horst G. Krenzler, Die Uruguay Runde aus Sicht der Europäischen Union, Oktober 2004, ISBN 3-86010-749-6
- Heft 33 Karsten Nowrot, Global Governance and International Law, November 2004, ISBN 3-86010-750-X
- Heft 34 Ulrich Beyer/Carsten Oehme/Friederike Karmrodt, Der Einfluss der Europäischen Grundrechtecharta auf die Verfahrensgarantien im Unionsrecht, November 2004, ISBN 3-86010-755-0
- Heft 35 Frank Rieger/Johannes Jester/ Michael Sturm, Das Europäische Kartellverfahren: Rechte und Stellung der Beteiligten nach Inkrafttreten der VO 1/03, Dezember 2004, ISBN 3-86010-764-X
- Heft 36 Kay Wissenbach, Systemwechsel im europäischen Kartellrecht: Dezentralisierte Rechtsanwendung in transnationalen Wettbewerbsbeziehungen durch die VO 1/03, Februar 2005, ISBN 3-86010-766-6
- Heft 37 Christian Tietje, Die Argentinien-Krise aus rechtlicher Sicht: Staatsanleihen und Staateninsolvenz, Februar 2005, ISBN 3-86010-770-4
- Heft 38 Matthias Bickel, Die Argentinien-Krise aus ökonomischer Sicht: Herausforderungen an Finanzsystem und Kapitalmarkt, März 2005, ISBN 3-86010-772-0
- Heft 39 Nicole Steinat, Comply or Explain – Die Akzeptanz von Corporate Governance Kodizes in Deutschland und Großbritannien, April 2005, ISBN 3-86010-774-7
- Heft 40 Karoline Robra, Welthandelsrechtliche Aspekte der internationalen Besteuerung aus europäischer Perspektive, Mai 2005, ISBN 3-86010-782-8
- Heft 41 Jan Bron, Grenzüberschreitende Verschmelzung von Kapitalgesellschaften in der EG, Juli 2005, ISBN 3-86010-791-7
- Heft 42 Christian Tietje/Sebastian Wolf, REACH Registration of Imported Substances – Compatibility with WTO Rules, July 2005, ISBN 3-86010-793-3
- Heft 43 Claudia Decker, The Tension between Political and Legal Interests in Trade Disputes: The Case of the TEP Steering Group, August 2005, ISBN 3-86010-796-8

- Heft 44 Christian Tietje (Hrsg.), Der Beitritt Russlands zur Welthandelsorganisation (WTO), August 2005, ISBN 3-86010-798-4
- Heft 45 Wang Heng, Analyzing the New Amendments of China's Foreign Trade Act and its Consequent Ramifications: Changes and Challenges, September 2005, ISBN 3-86010-802-6
- Heft 46 James Bacchus, Chains Across the Rhine, October 2005, ISBN 3-86010-803-4
- Heft 47 Karsten Nowrot, The New Governance Structure of the Global Compact – Transforming a “Learning Network” into a Federalized and Parliamentarized Transnational Regulatory Regime, November 2005, ISBN 3-86010-806-9
- Heft 48 Christian Tietje, Probleme der Liberalisierung des internationalen Dienstleistungshandels – Stärken und Schwächen des GATS, November 2005, ISBN 3-86010-808-5
- Heft 49 Katja Moritz/Marco Gesse, Die Auswirkungen des Sarbanes-Oxley Acts auf deutsche Unternehmen, Dezember 2005, ISBN 3-86010-813-1
- Heft 50 Christian Tietje/Alan Brouder/Karsten Nowrot (eds.), Philip C. Jessup's *Transnational Law* Revisited – On the Occasion of the 50th Anniversary of its Publication, February 2006, ISBN 3-86010-825-5
- Heft 51 Susanne Probst, Transnationale Regulierung der Rechnungslegung – International Accounting Standards Committee Foundation und Deutsches Rechnungslegungs Standards Committee, Februar 2006, ISBN 3-86010-826-3
- Heft 52 Kerstin Rummel, Verfahrensrechte im europäischen Arzneimittelzulassungsrecht, März 2006, ISBN 3-86010-828-X
- Heft 53 Marko Wohlfahrt, Gläubigerschutz bei EU-Auslandsgesellschaften, März 2006, ISBN (10) 3-86010-831-X, ISBN (13) 978-3-86010-831-4
- Heft 54 Nikolai Fichtner, The Rise and Fall of the Country of Origin Principle in the EU's Services Directive – Uncovering the Principle's Premises and Potential Implications –, April 2006, ISBN (10) 3-86010-834-4, ISBN (13) 978-3-86010-834-5
- Heft 55 Anne Reinhardt-Salcinovic, Informelle Strategien zur Korruptionsbekämpfung – Der Einfluss von Nichtregierungsorganisationen am Beispiel von Transparency International –, Mai 2006, ISBN (10) 3-86010-840-9, ISBN (13) 978-3-86010-840-6
- Heft 56 Marius Rochow, Die Maßnahmen von OECD und Europarat zur Bekämpfung der Bestechung, Mai 2006, ISBN (10) 3-86010-842-5, ISBN (13) 978-3-86010-842-0
- Heft 57 Christian J. Tams, An Appealing Option? The Debate about an ICSID Appellate Structure, Juni 2006, ISBN (10) 3-86010-843-3, ISBN (13) 978-3-86010-843-7
- Heft 58 Sandy Hamelmann, Internationale Jurisdiktionskonflikte und Vernetzungen transnationaler Rechtsregime – Die Entscheidungen des Panels und des Appellate Body der WTO in Sachen “Mexico – Tax Measures on Soft Drinks and Other Beverages” –, Juli 2006, ISBN (10) 3-86010-850-6, ISBN (13) 978-3-86010-850-5
- Heft 59 Torje Sunde, Möglichkeiten und Grenzen innerstaatlicher Regulierung nach Art. VI GATS, Juli 2006, ISBN (10) 3-86010-849-2, ISBN (13) 978-3-86010-849-9

- Heft 60 Kay Wissenbach, Schadenersatzklagen gegen Kartellmitglieder – Offene Fragen nach der 7. Novellierung des GWB, August 2006, ISBN (10) 3-86010-852-2, ISBN (13) 978-3-86010-852-9
- Heft 61 Sebastian Wolf, Welthandelsrechtliche Rahmenbedingungen für die Liberalisierung ausländischer Direktinvestitionen – Multilaterale Investitionsverhandlungen oder Rückbesinnung auf bestehende Investitionsregelungen im Rahmen der WTO?, September 2006, ISBN (10) 3-86010-860-3, ISBN (13) 978-3-86010-860-4
- Heft 62 Daniel Kirmse, Cross-Border Delisting – Der Börsenrückzug deutscher Aktiengesellschaften mit Zweitnotierungen an ausländischen Handelsplätzen, Oktober 2006, ISBN (10) 3-86010-861-1, ISBN (13) 978-3-86010-861-1
- Heft 63 Karoline Kampermann, Aktuelle Entwicklungen im internationalen Investitionsschutzrecht mit Blick auf die staatliche Steuersouveränität, Dezember 2006, ISBN (10) 3-86010-879-4, ISBN (13) 978-3-86010-879-6
- Heft 64 Maria Pätz, Die Auswirkungen der Zinsrichtlinie innerhalb der EU und im Verhältnis zur Schweiz, April 2007, ISBN 978-3-86010-904-5
- Heft 65 Norman Hölzel, Kartellrechtlicher Individualrechtsschutz im Umbruch – Neue Impulse durch Grünbuch und *Zementkartell*, Mai 2007, ISBN 978-3-86010-903-8
- Heft 66 Karsten Nowrot, Netzwerke im Transnationalen Wirtschaftsrecht und Rechtsdogmatik, Mai 2007, ISBN 978-3-86010-908-3
- Heft 67 Marzena Przewlocka, Die rechtliche Regelung von Directors' Dealings in Deutschland und Polen – unter Berücksichtigung der Neuerungen durch das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz –, Juni 2007, ISBN 978-3-86010-909-0
- Heft 68 Steffen Fritzsche, Open Skies EU-USA – an extraordinary achievement!? August 2007, ISBN 978-3-86010-933-5
- Heft 69 Günter Hirsch, Internationalisierung und Europäisierung des Privatrechts, September 2007, ISBN 978-3-86010-922-9
- Heft 70 Karsten Nowrot, The Relationship between National Legal Regulations and CSR Instruments: Complementary or Exclusionary Approaches to Good Corporate Citizenship? Oktober 2007, ISBN 978-3-86010-945-8
- Heft 71 Martin Brenncke, Is “fair use” an option for U.K. copyright legislation? November 2007, ISBN 978-3-86010-963-2
- Heft 72 Rainer Bierwagen, Das Grünbuch der Europäischen Kommission zu den handelspolitischen Schutzinstrumenten der EG – ein Meilenstein in der Reformdebatte? November 2007, ISBN 978-3-86010-966-3
- Heft 73 Murad L. Wisniewski, Employee involvement in multinational corporations – A European perspective, Februar 2008, ISBN 978-3-86010-996-0
- Heft 74 Christian Tietje/Karsten Nowrot/Clemens Wackernagel, Once and Forever? The Legal Effects of a Denunciation of ICSID, March 2008, ISBN 978-3-86829-011-0

- Heft 75 Christian Tietje/Bernhard Kluttig, Beschränkungen ausländischer Unternehmensbeteiligungen und -übernahmen – Zur Rechtslage in den USA, Großbritannien, Frankreich und Italien, Mai 2008, ISBN 978-3-86829-035-6
- Heft 76 Daniel Scharf, Die Kapitalverkehrsfreiheit gegenüber Drittstaaten, Juni 2008, ISBN 978-3-86829-048-6
- Heft 77 Martina Franke, Chinas Währungspolitik in der Kritik des US-amerikanischen und des internationalen Wirtschaftsrechts, August 2008, ISBN 978-3-86829-069-1
- Heft 78 Christian Tietje, The Applicability of the Energy Charter Treaty in ICSID Arbitration of EU Nationals vs. EU Member States, September 2008, ISBN 978-3-86829-071-4
- Heft 79 Martin Brenncke, The EU Roaming Regulation and its non-compliance with Article 95 EC, October 2008, ISBN 978-3-86829-078-3
- Heft 80 Katharina Winzer, Der Umzug einer GmbH in Europa – Betrachtungen im Lichte der Rechtsprechung des EuGH sowie der aktuellen Gesetzgebung, November 2008, ISBN 978-3-86829-083-7
- Heft 81 Jürgen Bering, Die rechtliche Behandlung von ‚Briefkastenfirmen‘ nach Art. 17 ECT und im allgemeinen internationalen Investitionsschutzrecht, Dezember 2008, ISBN 978-3-86829-101-8
- Heft 82 Clemens Wackernagel, Das Verhältnis von treaty und contract claims in der internationalen Investitionsschiedsgerichtsbarkeit, Januar 2009, ISBN 978-3-86829-103-2
- Heft 83 Christian Tietje, Die Außenwirtschaftsverfassung der EU nach dem Vertrag von Lissabon, Januar 2009, ISBN 978-3-86829-105-6
- Heft 84 Martina Franke, Historische und aktuelle Lösungsansätze zur Rohstoffversorgungssicherheit, Februar 2009, ISBN 978-3-86829-127-8
- Heft 85 Hans Tietmeyer, Währungs- und Finanzmarktstabilität als Aufgabe – Rückblick und Perspektiven, März 2009, ISBN 978-3-86829-119-3
- Heft 86 Wolfgang Ramsteck, Die Germany Trade and Invest GmbH und die Reformen der Außenwirtschaftsförderung des Bundes: Eine Kopie des britischen Ansatzes?, März 2009, ISBN 978-3-86829-129-2
- Heft 87 Sven Leif Erik Johannsen, Der Investitionsbegriff nach Art. 25 Abs. 1 der ICSID-Konvention, April 2009, ISBN 978-3-86829-131-5
- Heft 88 Koresuke Yamauchi, Das globale Internationale Privatrecht im 21. Jahrhundert – Wendung des klassischen Paradigmas des IPRs zur Globalisierung, Mai 2009, ISBN 978-3-86829-148-3
- Heft 89 Dana Ruddigkeit, Border Tax Adjustment an der Schnittstelle von Welthandelsrecht und Klimaschutz vor dem Hintergrund des Europäischen Emissionszertifikatehandels, Juli 2009, ISBN 978-3-86829-151-3

- Heft 90 Sven Leif Erik Johannsen, Die Kompetenz der Europäischen Union für ausländische Direktinvestitionen nach dem Vertrag von Lissabon, August 2009, ISBN 978-3-86829-155-1
- Heft 91 André Duczek, Rom II-VO und Umweltschädigung – Ein Überblick, September 2009, ISBN 978-3-86829-175-9
- Heft 92 Carsten Quilitzsch, Projektfinanzierung als Mittel zur Umsetzung inter-nationaler Rohstoffvorhaben, Oktober 2009, ISBN 978-3-86829-183-4
- Heft 93 Christian Tietje, Internationales Investitionsschutzrecht im Spannungsverhältnis von staatlicher Regelungsfreiheit und Schutz wirtschaftlicher Individualinteressen, Februar 2010, ISBN 978-3-86829-218-3
- Heft 94 Carsten Quilitzsch, Grenzüberschreitende Verlustverrechnung bei gewerblichen Betriebsstätten und Tochterkapitalgesellschaften in der Europäischen Union – Eine ökonomische Analyse, März 2010, ISBN 978-3-86829-259-6
- Heft 95 Christian Maurer, Die gesetzlichen Maßnahmen in Deutschland zur Finanzmarktstabilisierung 2008 und 2009 – verfassungs- und europarechtliche Probleme, April 2010, ISBN 978-3-86829-273-2
- Heft 96 Karsten Nowrot, International Investment Law and the Republic of Ecuador: From Arbitral Bilateralism to Judicial Regionalism, Mai 2010, ISBN 978-3-86829-276-3
- Heft 97 Diemo Dietrich/Jasper Finke/Christian Tietje, Liberalization and Rules on Regulation in the Field of Financial Services in Bilateral Trade and Regional Integration Agreements, Juni 2010, ISBN 978-3-86829-278-7
- Heft 98 Stefan Hoffmann, Bad Banks als Mittel zur Bewältigung der Wirtschaftskrise – Ein Vergleich der Modelle Deutschlands, der Schweiz, der Vereinigten Staaten und Großbritanniens, Juli 2010, ISBN 978-3-86829-283-1
- Heft 99 Alexander Grimm, Das Schicksal des in Deutschland belegenen Vermögens der Limited nach ihrer Löschung im englischen Register, September 2010, ISBN 978-3-86829-293-0
- Heft 100 Ernst-Joachim Mestmäcker, Die Wirtschaftsverfassung der EU im globalen Systemwettbewerb, März 2011, ISBN 978-3-86829-346-3
- Heft 101 Daniel Scharf, Das Komitologieverfahren nach dem Vertrag von Lissabon – Neuerungen und Auswirkungen auf die Gemeinsame Handelspolitik, Dezember 2010, ISBN 978-3-86829-308-1
- Heft 102 Matthias Böttcher, „Clearstream“ – Die Fortschreibung der Essential Facilities-Doktrin im Europäischen Wettbewerbsrecht, Januar 2011, ISBN 978-3-86829-318-0
- Heft 103 Dana Ruddigkeit, Die kartellrechtliche Beurteilung der Kopplungsgeschäfte von *eBay* und *PayPal*, Januar 2011, ISBN 978-3-86829-316-6
- Heft 104 Christian Tietje, Bilaterale Investitionsschutzverträge zwischen EU-Mitgliedstaaten (Intra-EU-BITs) als Herausforderung im Mehrebenen-system des Rechts, Januar 2011, ISBN 978-3-86829-320-3

- Heft 105 Jürgen Bering/Tillmann Rudolf Braun/Ralph Alexander Lorz/Stephan W. Schill/Christian J. Tams/Christian Tietje, General Public International Law and International Investment Law – A Research Sketch on Selected Issues –, März 2011, ISBN 978-3-86829-324-1
- Heft 106 Christoph Benedict/Patrick Fiedler/Richard Happ/Stephan Hobe/Robert Hunter/Lutz Kniprath/Ulrich Klemm/Sabine Konrad/Patricia Nacimiento/Hartmut Paulsen/Markus Perkams/Marie Louise Seelig/Anke Sessler, The Determination of the Nationality of Investors under Investment Protection Treaties, März 2011, ISBN 978-3-86829-341-8
- Heft 107 Christian Tietje, Global Information Law – Some Systemic Thoughts, April 2011, ISBN 978-3-86829-354-8
- Heft 108 Claudia Koch, Incentives to Innovate in the Conflicting Area between EU Competition Law and Intellectual Property Protection – Investigation on the Microsoft Case, April 2011, ISBN 978-3-86829-356-2
- Heft 109 Christian Tietje, Architektur der Weltfinanzordnung, Mai 2011, ISBN 978-3-86829-358-6
- Heft 110 Kai Hennig, Der Schutz geistiger Eigentumsrechte durch internationales Investitionsschutzrecht, Mai 2011, ISBN 978-3-86829-362-3
- Heft 111 Dana Ruddigkeit, Das Financial Stability Board in der internationalen Finanzarchitektur, Juni 2011, ISBN 978-3-86829-369-2
- Heft 112 Beatriz Huarte Melgar/Karsten Nowrot/Wang Yuan, The 2011 Update of the OECD Guidelines for Multinational Enterprises: Balanced Outcome or an Opportunity Missed?, Juni 2011, ISBN 978-3-86829-380-7
- Heft 113 Matthias Müller, Die Besteuerung von Stiftungen im nationalen und grenzüberschreitenden Sachverhalt, Juli 2011, ISBN 978-3-86829-385-2
- Heft 114 Martina Franke, WTO, China – Raw Materials: Ein Beitrag zu fairem Rohstoffhandel?, November 2011, ISBN 978-3-86829-419-4
- Heft 115 Tilman Michael Dralle, Der Fair and Equitable Treatment-Standard im Investitionsschutzrecht am Beispiel des Schiedsspruchs *Glamis Gold v. United States*, Dezember 2011, ISBN 978-3-86829-433-0
- Heft 116 Steffen Herz, Emissionshandel im Luftverkehr: Zwischen EuGH-Entscheidung und völkerrechtlichen Gegenmaßnahmen?, Januar 2012, ISBN 978-3-86829-447-7
- Heft 117 Maria Joswig, Die Geschichte der Kapitalverkehrskontrollen im IWF-Übereinkommen, Februar 2012, ISBN 978-3-86829-451-4
- Heft 118 Christian Pitschas/Hannes Schloemann, WTO Compatibility of the EU Seal Regime: Why Public Morality is Enough (but May not Be Necessary) – The WTO Dispute Settlement Case “European Communities – Measures Prohibiting the Importation and Marketing of Seal Products”, Mai 2012, ISBN 978-3-86829-484-2
- Heft 119 Karl M. Meessen, Auf der Suche nach einem der Wirtschaft gemäßen Wirtschaftsrecht, Mai 2012, ISBN 978-3-86829-488-0

- Heft 120 Christian Tietje, Individualrechte im Menschenrechts- und Investitionsschutzbereich – Kohärenz von Staaten- und Unternehmensverantwortung?, Juni 2012, ISBN 978-3-86829-495-8
- Heft 121 Susen Bielesch, Problemschwerpunkte des Internationalen Insolvenzrechts unter besonderer Berücksichtigung der Durchsetzung eines transnationalen Eigentumsvorbehalts in der Insolvenz des Käufers, Juli 2012, ISBN 978-3-86829-500-9
- Heft 122 Karsten Nowrot, Ein notwendiger „Blick über den Tellerrand“: Zur Ausstrahlungswirkung der Menschenrechte im internationalen Investitionsrecht, August 2012, ISBN 978-3-86829-520-7
- Heft 123 Henrike Landgraf, Das neue Komitologieverfahren der EU: Auswirkungen im EU-Antidumpingrecht, September 2012, ISBN 978-3-86829-518-4
- Heft 124 Constantin Fabricius, Der Technische Regulierungsstandard für Finanzdienstleistungen – Eine kritische Würdigung unter besonderer Berücksichtigung des Art. 290 AEUV, Februar 2013, ISBN 978-3-86829-576-4
- Heft 125 Johannes Rehahn, Regulierung von „Schattenbanken“: Notwendigkeit und Inhalt, April 2013, ISBN 978-3-86829-587-0