

## Licht ins Thema marktbasierende Finanzierung bringen

### Marktbasierende Finanzierung von Schattenbanken abgrenzen



**Barbara Novick**  
Vice Chairman



**Jeff Rosenberg**  
Chief Fixed Income  
Strategist



**Joanna Cound**  
EMEA Head, Global  
Public Policy Group



**Alexis Rosenblum**  
Global Public Policy  
Group

„Registrierte Investmentgesellschaften als Schattenbanken zu bezeichnen, ist in jeder Hinsicht unangemessen, denn das Wort „Schatten“ suggeriert eine unzureichende Überwachung oder Offenlegung.“

— US Treasury Report on  
Asset Management &  
Insurance Regulation  
26. Okt. 2017

Um bankähnliche Produkte und Aktivitäten zu beschreiben, die keiner bankenaufsichtlichen Regulierung unterliegen, wurde 2007 der Begriff **Schattenbanken** geprägt.<sup>1</sup> Seitdem ist er zum Sammelbegriff für sämtliche Nichtbanken-Finanzierungen geworden. Mit dieser jedoch zu weit gefassten Verwendung des Begriffs werden die Risiken der meisten Nichtbanken-Finanzierungen verzerrt. Denn der Großteil von ihnen hat für die Realwirtschaft enorme Vorteile, beinhaltet keine banküblichen Risiken und trägt vor allem zur Finanzstabilität bei, statt sie zu gefährden.

Gegenwärtig überprüft die Politik die nach der Finanzkrise ergriffenen aufsichtsrechtlichen Reformen dahingehend, ob sie dem Ziel gerecht werden, systemische Risiken zu verringern, ohne das Wirtschaftswachstum zu bremsen. Eine klare Unterscheidung zwischen Kapital, das in die Realwirtschaft investiert wird – ob direkt oder über Fondsvehikel –, und Schattenbankenaktivitäten ist daher dringend geboten.

#### In diesem ViewPoint...

- Das Schattenbankensystem ist heute dank weltweiter Reformen nur noch ein Schatten seines Vorkrisenselbst. Gleichwohl zeichnen die Datenreihen des FSB aufgrund einer zu pauschalen Definition das Zerrbild wachsender Schattenbankenaktivitäten.
- Als Schattenbanken sollten ausschließlich Akteure mit wesentlichen Laufzeitinkongruenzen, erheblichem Verschuldungsgrad sowie direkten Verflechtungen mit traditionellen Banken bezeichnet werden, aus denen ein impliziter Zugang zum Einlagensicherungssystem resultieren kann.
- Die meisten Nichtbanken-Finanzierungen sind für die Realwirtschaft von großem Nutzen und nicht mit banküblichen Risiken behaftet. Sie sollten daher als marktbasierende Finanzierung klassifiziert werden.
- Die gegenwärtige Praxis, eine Vielzahl verschiedener Tätigkeiten als „Schattenbankenaktivitäten“ zu bezeichnen, erschwert es den Aufsichtsbehörden, Finanzstabilitätsrisiken zu überwachen und einzudämmen.
- Abhilfe kann ein Klassifizierungsspektrum schaffen, das Finanzierungen über den Kapitalmarkt und Schattenbankenaktivitäten klar voneinander abgrenzt.
- Wir empfehlen den Regulierern, ihre aktuellen Definitionen von Schattenbanken anzupassen, um die Art der Finanzierung von Aktivitäten und Akteuren des Schattenbankensystems zu berücksichtigen.
- Investmentfonds und Vermögensverwalter sollten aus der Definition für Schattenbanken herausgenommen und unter einer neuen Kategorie zusammengefasst werden: der marktbasierenden Finanzierung.

Wir danken Nellie Liang, Miriam K. Carliner Senior Fellow, Economic Studies der Brookings Institution, für ihren konstruktiven Beitrag zu diesem Diskussionspapier.

Die hier geäußerten Meinungen entsprechen dem Stand von Februar 2018 und können sich ändern, wenn sich die Rahmenbedingungen ändern.

Für Ersteres halten wir den Begriff der **marktbasierten Finanzierung** für zutreffender. Diese sollte klar von Akteuren abgegrenzt werden, die wesentliche Laufzeitinkongruenzen (Asset Liability Mismatches) aufweisen und bei Schieflage durch ihren Zugang zum Einlagensicherungssystem zulasten des Steuerzahlers vom Staat aufgefangen werden.

Eine unzureichende Abgrenzung kann einer umfassenden Überwachung und Eindämmung der Risiken im Finanzsystem durch die Regulierer im Wege stehen.<sup>2</sup> Welche Folgen dies haben kann, zeigt folgendes Beispiel: Aus den vom Finanzstabilitätsrat (FSB) veröffentlichten Daten geht eine **Zunahme** der Vermögenswerte im Schattenbankensystem seit 2007 hervor, von denen Risiken für die Finanzstabilität ausgehen könnten. In seiner Mitteilung an die G20 spricht der FSB hingegen von einem **Rückgang** der von Schattenbanken ausgehenden systemischen Risiken im gleichen Zeitraum.<sup>3</sup>

Diesen offensichtlichen Widerspruch veranschaulicht Abbildung 1. Wir halten die Aussagen des FSB zwar für zutreffend, glauben aber, dass seine Daten wegen der zu weit gefassten Definition verschleiern, dass die Risiken im Schattenbankensystem auf dem Rückzug sind. Die Erkenntnis, dass eine schärfere Trennlinie zwischen Schattenbanken und marktbasierter Finanzierung gezogen werden muss, hat unter den Beteiligten eine überfällige Debatte ausgelöst.<sup>4</sup>

## Ursprünge der Schattenbanken

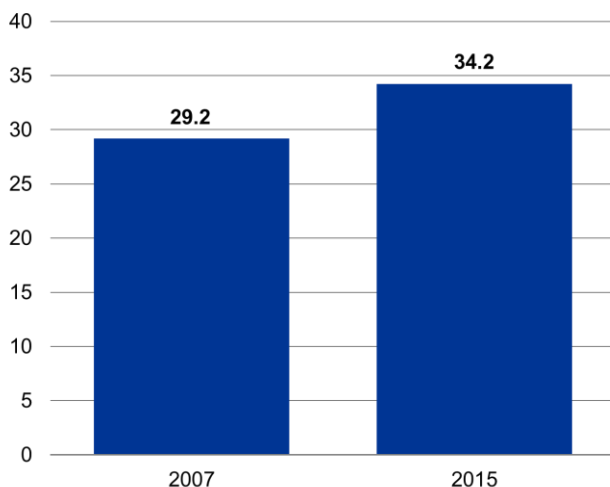
Der Begriff der Schattenbanken wurde 2007 von Paul McCulley, einem PIMCO-Ökonom, geprägt. Er sah das Schattenbankensystem als „eine Buchstabensuppe aus stark gehebelten Nichtbanken-Conduits, -Vehikeln und -Strukturen“.<sup>5</sup> Über die Jahre waren die Risiken im Schattenbankensystem stetig gewachsen. Verantwortlich dafür waren traditionelle Banken, die auf der Jagd nach höheren Renditen nach Möglichkeiten suchten, die Risiken in ihren Bilanzen zu verringern. Daraus entstand ein ganzes Ökosystem aus Schattenbankenaktivitäten.

Ersonnen wurden sie von Finanz-Alchemisten, die bis dahin harmlose Strukturen mit stärkerem Hebel und einer Vielzahl riskanter Merkmale ausstatteten. Für deren Refinanzierung waren sie auf kurzfristige Großkredite angewiesen.<sup>6</sup> Im Gegensatz zum traditionellen Bankensystem, das sich über Kundeneinlagen finanziert und im Notfall auf Zentralbankliquidität zurückgreifen kann, finanzierte sich das Schattenbankensystem vornehmlich über den Commercial-Paper-Markt. Aber wie traditionelle Banken waren auch Schattenbanken anfällig für plötzliche Kundenanstürme. Erschwerend kamen die direkten Verflechtungen des Schattenbankensystems mit dem traditionellen Bankensystem hinzu.

Nach der gängigen Definition zählen zu Schattenbanken Zweckgesellschaften, kurz SIV (für die englische Bezeichnung

**Abbildung 1: Widersprüche zwischen Daten und G20-Kommunikation des FSB**

**FSB-Bericht zum Schattenbankensystem (Juli 2017)**  
Billionen USD



Quelle: FSB, Assessment of Shadow Banking Activities, Risks and the Adequacy of Post-Crisis Policy Tools to Address Financial Stability Concerns (3. Jul. 2017) („June 2017 Shadow Banking Assessment Report“), Grafik 2.

Die Grafik veranschaulicht die Entwicklung in der eng gefassten FSB-Definition von Schattenbanken.

**FSB Schreiben an die G20, Juli 2017**

Mithilfe verschiedener Maßnahmen wurden toxische Schattenbankenaktivitäten eliminiert und die verbliebenen in widerstandsfähige marktbasierende Finanzierungen transformiert.

Vor zehn Jahren hatten sich enorme Risiken außerhalb des Bankensystems aufgebaut, die keiner effektiven Überwachung unterlagen und verheerende Folgen für die Realwirtschaft hatten. 2013 verabschiedeten die G20 einen Fahrplan, um ihren umfassenden Rahmen zur Stärkung der Überwachung und Regulierung des Schattenbankensystems umzusetzen.

**Nach zehn Jahren lässt sich als Ergebnis dieser Maßnahmen feststellen, dass die Risiken für die Finanzstabilität ausgehend von toxischen Schattenbankenaktivitäten, die im Mittelpunkt der Krise standen, heute keine Gefahr mehr für die globale Finanzstabilität sind.** Die verbliebenen Aktivitäten unterliegen nun Regelungen, die ihre Risiken verringern sowie ihre Vorteile verstärken und so die Weichen für vielfältigere, widerstandsfähigere Formen marktbasierter Finanzierung stellen.

Quelle: Mark Carney, Vorsitzender des FSB, Schreiben an die G20 (3. Jul. 2017)

Structured Investment Vehicles), und eine Vielzahl anderer außerhalb der Bilanz geführter und gehebelter Conduits. Zur Refinanzierung längerfristiger Vermögenswerte waren sie von kurzfristigen Großkrediten abhängig. Zumeist gaben diese Strukturen kurz- und/oder mittelfristige Schuldtitel aus, mit denen sie den Kauf langfristiger Vermögenswerte finanzierten.

Häufig verpflichtete sich eine Bank, als Sponsor implizit oder explizit Liquidität bereitzustellen, sollte es bei der Verlängerung von Krediten Probleme geben. Nach den vor der Finanzkrise geltenden Bilanzierungsregeln und Eigenkapitalvorschriften waren die Eigenkapitalanforderungen für solche Kreditfinanzierungen geringer, als wenn die Bank diese direkt in ihre Bilanz genommen hätte.<sup>7</sup> Schattenbanken begaben zudem oftmals unterschiedliche Tranchen mit unterschiedlichen Risiken, von denen einige an Investoren weitergereicht wurden. Allerdings verblieben Teile dieser Vermögenswerte – und zwar meist die riskantesten – bei den als Sponsoren auftretenden Banken, die sich der Risiken dieser von ihnen geschaffenen Produkte somit nicht gänzlich entledigen konnten.<sup>8</sup>

Erst später traten die Schwächen dieses Systems schmerzlich zutage: Zwischen 2007 und 2008 zwangen sie die Geldhäuser zu Abschreibungen in Milliardenhöhe<sup>9</sup> und legten die Nachteile einer klassischen Regulierungsarbitrage schonungslos offen. Denn das Schattenbankensystem öffnete bankähnlichen und mit Banken verbundenen Finanzinstituten über die direkte und indirekte Bereitstellung von Liquidität den Zugang zum staatlichen Sicherheitsnetz für den Bankensektor. Das aus dieser Regulierungsarbitrage resultierende Fehlverhalten und die unzureichende Regulierung von Bankforderungen an den Schattenbankensektor trugen zu einer übermäßigen Übernahme von Risiken bei.

Auf diese Fehlentwicklung reagierten die Bankenregulierer weltweit mit Reformen, die unter anderem Änderungen der Bilanzierungs- und Konsolidierungsvorschriften sowie der Verbriefungspraxis vorsahen.<sup>10</sup> Dank dieser Maßnahmen und der von Marktteilnehmern aus der Finanzkrise gezogenen Lehren ist das Schattenbankensystem zu einem Schatten seiner selbst geschrumpft. Im Juli 2017 erklärte denn auch der FSB: „Die Risiken für die Finanzstabilität ausgehend von toxischen Schattenbankenaktivitäten, die im Mittelpunkt der Krise standen, sind heute keine Gefahr mehr für die globale Finanzstabilität.“ Siehe hierzu auch den rechten Textkasten in Abbildung 1. Dieser Einschätzung des FSB schließen wir uns an. Jedoch zeichnen die vom ihm veröffentlichten Daten ein anderes Bild. Denn nach den Zahlen im Shadow Banking Assessment Report vom Juli 2017 sind die Vermögenswerte der Schattenbanken seit 2007 gewachsen. Das lässt eine andere Schlussfolgerung als die in Abbildung 1 zu.

„Wenn es aussieht wie eine Ente, quakt wie eine Ente und sich benimmt wie eine Ente, dann ist es eine Ente“ – so lautet ein bekanntes Sprichwort. Was aber bedeutet es, wenn ein Institut aussieht wie eine Bank und sich benimmt wie eine Bank? Häufig ist es dann keine Bank, sondern eine Schattenbank.“

– Laura Kodres, IWF, Juni 2013<sup>16</sup>

## Das Netz weit auslegen

Was aber ist der Grund für den Widerspruch in Abbildung 1? Denn aus den Zahlen des FSB geht eine Zunahme der Vermögenswerte im Schattenbankensystem (linke Grafik) hervor, während der FSB zugleich von einer Abnahme der Risiken im gleichen Zeitraum spricht. Unseres Erachtens verschleiern die Zahlen den Rückgang der Schattenbankenaktivitäten, weil die FSB-Definition von Schattenbanken zu weit gefasst ist. Sie stammt aus den Jahren unmittelbar nach der Finanzkrise, in denen man das Problem umfassend angehen wollte. Inzwischen ist sie jedoch nicht mehr zeitgemäß.

In seinen ursprünglichen Empfehlungen für „eine bessere Regulierung und Überwachung von Schattenbanken“ schlug der FSB einen zweistufigen Regulierungsansatz vor: Zunächst sollten alle Schattenbanken erfasst und anschließend der Fokus auf jene Akteure und Aktivitäten des Schattenbankensystems eingegrenzt werden, von denen systemische Risiken ausgehen.<sup>11</sup> Dabei unterschied der Rat für Finanzstabilität jedoch nicht zwischen Schattenbankenaktivitäten und anderen Formen der Nichtbankenfinanzierung. Schattenbanken definierte er als „Kreditvermittlung durch Aktivitäten und Instanzen außerhalb des regulären Bankensystems“. Diese pauschale Definition suggerierte, dass es sich bei sämtlichen Kreditgeschäften von Nichtbanken um unregulierte Aktivitäten handelt, von denen Finanzstabilitätsrisiken ausgehen.

Im Hinblick auf die Vermögensverwaltungsbranche führte dies zu Vorschlägen, die eine bankähnliche Regulierung von Vermögensverwaltungsprodukten und -aktivitäten sowie Vermögensverwaltern vorsahen.<sup>12</sup> Durch Aufklärung und einen konstruktiven Dialog hat sich nun weitgehend die Erkenntnis durchgesetzt, dass eine bankähnliche Regulierung von Vermögensverwaltern und ihren Produkten wenig zielführend ist.<sup>13</sup> Einige Finanzaufseher sind jedoch

weiterhin überzeugt, auf diese Weise vermutete Risiken für die Finanzstabilität mindern zu können. Sie fordern zum Beispiel, Investmentfonds und alternative Investmentfonds (AIFs) einer makroprudentiellen Aufsicht zu unterstellen.<sup>14</sup> In unserem ViewPoint „Macroprudential Policies and Asset Management“ zeigen wir, warum solche Maßnahmen die systemischen Risiken eher verstärken als verringern dürften.

Unmittelbar nach der Finanzkrise mag es erforderlich gewesen sein, das Netz möglichst weit auszuwerfen, um die Risiken im Schattenbankensystem zu verringern. Nun aber ist es an der Zeit, die Definition von Schattenbanken zu überarbeiten, damit die Aufsichtsbehörden auch künftig Risiken erkennen und effektiv überwachen können. Zumal gegenwärtig eine Überarbeitung der nach der Finanzkrise beschlossenen Reformen ins Auge gefasst wird mit dem Ziel, die Risiken für die Finanzstabilität zu mindern, ohne das Wirtschaftswachstum unnötig zu behindern.<sup>15</sup> Finanzierungen außerhalb des Bankensystems sind eine wichtige Ergänzung zu den von Banken bereitgestellten Finanzierungen. Eine Gleichsetzung der für die Wirtschaft vorteilhaften Nichtbanken-Finanzierungen mit Aktivitäten und Akteuren des Schattenbankensystems, die als Brandbeschleuniger in der Finanzkrise wirkten, gilt es daher tunlichst zu vermeiden. In den folgenden Kapiteln werden wir die Unterschiede zwischen Schattenbanken und Finanzierungen über den Kapitalmarkt herausarbeiten.

## Was sind Schattenbanken?

Zur Definition von Schattenbanken wird häufig folgende Analogie bemüht: „Wenn es aussieht wie eine Ente, quakt wie eine Ente und sich benimmt wie eine Ente, dann ist es eine Ente.“ Was aber bedeutet es, wie eine Bank auszusehen und sich wie eine Bank zu benehmen?

Einfach ausgedrückt, besteht das traditionelle Geschäftsmodell von Banken darin, Einlagen von Sparern entgegenzunehmen und sie in Form von Krediten an Schuldner weiterzureichen. Heute stellen Banken natürlich viele andere Dienstleistungen bereit. Ihre Regulierung geht jedoch weitgehend auf die Notwendigkeit zurück, die Einlagen der Sparer zu schützen und das Risiko zu mindern, dass die staatliche Einlagensicherung greifen und die Zentralbank mit Liquidität in die Bresche springen muss. Alle Komponenten bankähnlicher Risiken bei Nichtbanken zu identifizieren, die den Schattenbankenaktivitäten zugerechnet werden könnten, ist schwierig. Kennzeichnend für Schattenbanken sind unseres Erachtens jedoch folgende Merkmale:

- **Laufzeitinkongruenzen (Asset-Liability-Mismatches);** insbesondere, wenn die Verbindlichkeiten Finanzierungen beinhalten, die für einen plötzlichen Kundenansturm (Run) anfällig sind;

- **Erheblicher Verschuldungsgrad (Leverage);** bei stark gehebelten Bilanzen steigen die mit Asset-Liability-Mismatchverbundenen Risiken; und
- **Zugang zu Einlagensicherung und Zentralbankgeld;** impliziter oder expliziter Zugang zu staatlicher finanzieller Unterstützung, der Fehlverhalten begünstigt und den hes Steuerzahler in die Haftung nimmt.

## Laufzeitinkongruenzen (Asset-Liability-Mismatches)

Für die Geschäftsmodelle von Banken ist das Bilanzstruktur-Management von entscheidender Bedeutung. Einfach ausgedrückt, bündeln Banken kurzfristige Verbindlichkeiten in Form von Einlagen und finanzieren damit längerfristige und weniger liquide Kredite. Ihren Einlegern zahlen sie Zinsen, die sie aus der Vergabe von Krediten erwirtschaften. Für Einleger gelten jedoch keine Beschränkungen hinsichtlich Liquidität und Laufzeit. Sie können ihre Einlagen jederzeit zurückfordern. Banken sind zwar nicht die einzigen Finanzinstitute, bei denen die Laufzeiten von Aktiva und Passiva auseinanderfallen können. Aber ihre Verbindlichkeiten, bei denen es sich um die Einlagen von Anlegern handelt, sind bei Krisen anfällig für einen plötzlichen Kundenansturm – ein für Banken typisches Risiko.

Seit Jahrhunderten sind solche Runs auf Banken kennzeichnend für Banken Krisen. Sie resultieren aus dem Umstand, dass die Kunden der Bank ihre Einlagen, bei denen es sich um kurzfristige Verbindlichkeiten handelt, jederzeit zurückfordern können. Aus dieser Kurzfristigkeit entsteht ein First-Mover-Advantage: Wer in der Schlange ganz vorn vor dem Bankschalter steht, erhält sein gesamtes Geld zurück. Die am Ende der Schlange laufen Gefahr, leer auszugehen. Damit ist der Anreiz groß, beim ersten Anzeichen einer Krise loszulaufen und die Bank zu stürmen. Zudem kann die Kurzfristigkeit dieser Finanzierungsform die plötzliche Zahlungsunfähigkeit der Bank herbeiführen. Geldhäuser nahmen die Finanzkrise daher zum Anlass, ihre Finanzierungsmodelle zu überarbeiten und ihre Abhängigkeit von kurzfristigen Finanzierungen zu verringern.<sup>17</sup>

Bei Schattenbanken resultiert die Anfälligkeit gegenüber Runs aus ihrer Abhängigkeit von kurzfristigen Verbindlichkeiten wie zum Beispiel Commercial Papers, mit denen sie den Kauf längerfristiger Vermögenswerte finanzieren.

Immer wieder stellen wir fest, dass die Run-Risiken bei Banken und Schattenbanken mit denen bei Investmentfonds in einen Topf geworfen werden. Dabei handelt es sich jedoch um zwei grundverschiedene Risiken, denn bei ungehebelten Investmentfonds gibt es keine Laufzeitinkongruenzen. Diesen und weitere Unterschiede erläutern wir auf Seite 6.

## Erheblicher Verschuldungsgrad (Leverage)

Der Verschuldungsgrad gibt das Verhältnis zwischen dem bilanziellen Fremd- und Eigenkapital einer Bank an. Mit dem Leverage, zu Deutsch Hebel, steigt nicht nur die Rendite für die Aktionäre, sondern auch das Risiko. Bei Banken kann der Leverage beträchtlich sein.<sup>18</sup> Stark gehebelte Bilanzen können die Angst vor zu stark auseinanderfallenden Laufzeiten von Aktiva und Passiva schüren. Leverage ist daher ein zentrales Risiko, das Banken steuern müssen, um zahlungsfähig zu bleiben. Bankenaufseher haben deshalb Eigenkapitalanforderungen und andere Vorschriften erlassen, um den Verschuldungsgrad bei Banken zu begrenzen.

Natürlich setzen nicht nur Banken Fremdmittel ein, weshalb die Regulierer auch bei anderen Akteuren den Einsatz finanzieller Hebel überwachen müssen. Eine angemessene Bewertung der Finanzstabilitätsrisiken, die von einer Verschuldung von Nichtbanken ausgehen können, sollte jedoch neben der Höhe des Verschuldungsgrades auch die durch den Leverage verstärkten Risiken der zugrundeliegenden Vermögenswerte berücksichtigen.<sup>19</sup>

## Zugang zu Einlagensicherung und Zentralbankgeld

Um die volkswirtschaftlichen Kosten von Runs auf Banken und Bankenpleiten zu verringern, wurde das staatliche Einlagensicherungssystem geschaffen. Wenn aber Einlegern keine Verluste – bis zu dem von der Einlagensicherung abgesicherten Betrag – mehr drohen, kann dies systematischem Fehlverhalten Vorschub leisten. Die Pflicht zur Überwachung und Begrenzung von Bankrisiken wird somit der Einlagensicherung aufgebürdet – in diesem Falle also dem Staat. Die Einlagensicherung ist daher – neben dem Zugang zu Zentralbankliquidität – eine Art staatliches Sicherheitsnetz für den Bankensektor. Hieraus ergibt sich eine enge Verbindung zwischen Banken und Steuerzahlern, die der wesentliche Grund für die staatliche Regulierung und Aufsicht über Banken und ihre Risiken ist.

Banken, die ihren ausgelagerten Vehikeln mit eigener Liquidität unter die Arme griffen, eröffneten ihnen damit de facto den Zugang zum staatlichen Einlagensicherungssystem. Weniger strenge Vorschriften für Schattenbanken begünstigten eine Regulierungsarbitrage und ermunterten sie, mehr Risiko einzugehen, als für sie gut war. Im schlimmsten Fall konnte die Kurzfristigkeit ihrer Finanzierung eine vergleichsweise plötzliche Insolvenz der Bank zur Folge haben.

## Der Regulierungsrahmen

Die enge Verknüpfung von Schattenbanken und Finanzstabilitätsrisiken erklärt sich aus der historischen Verflechtung mit traditionellen Banken. Ihre Anfälligkeit gegenüber plötzlichen Kundenanstürmen und der systematisches Fehlverhalten begünstigende indirekte Zugang zum Einlagensicherungssystem machen eine strenge Regulierung von

„Der Schutz der Realwirtschaft ist unser oberstes Ziel, das uns mahnt, nicht in einer Weise einzugreifen, die ihr Schaden zufügen könnte.“

– Alex Brazier, Bank of England,  
13. Februar 2017<sup>20</sup>

Schattenbankenakteuren erforderlich, um insbesondere einer Regulierungsarbitrage entgegenzuwirken. Wenn jedoch diese zentralen Elemente fehlen, entfällt auch die Notwendigkeit für bestimmte Regulierungsmaßnahmen, keinesfalls jedoch die generelle Notwendigkeit einer Aufsicht und Regulierung. Anders ausgedrückt, müssen alle drei Merkmale, also Laufzeit-inkongruenzen, erheblicher Verschuldungsgrad und der Zugang zum staatlichen Sicherheitsnetz für Banken gegeben sein, damit man von einer Schattenbank sprechen kann.

Diese Unterscheidung könnte eine gute Orientierung für eine passgenaue Regulierung sein. Zumal eine bankähnliche Regulierung von Finanzinstituten, die keinen Zugang zu Einlagensicherung und Zentralbankgeld haben, für die Wirtschaft nachteilige Folgen haben könnte. Schließlich wären mit ihr Beschränkungen und Kosten verbunden, die Anleger tragen müssten, die nicht in den Genuss der staatlichen Einlagensicherung kommen. Diese Kosten würden sich bei den Risiko-Renditeprojektionen der Anleger niederschlagen, mit denen sie Kapitalanlagen auf ihre Eignung prüfen, und könnten sie von einem Engagement abhalten. Deshalb muss sichergestellt sein, dass die Regulierungsvorschriften auf die spezifischen Risiken der jeweiligen Akteure oder Aktivitäten zugeschnitten sind. Eine umsichtige Regulierung sollte ferner berücksichtigen, dass Staaten zwar ein Sicherheitsnetz bieten, dass dieses aber nicht geeignet ist, andere Risikoarten zu adressieren.

## Ein Wort zur Transparenz

Bei den Überlegungen zur Regulierung sollte unseres Erachtens auch fehlende Transparenz hinsichtlich der Risiken eines Finanzinstituts bedacht werden. Diese rechnen wir zwar nicht zu den bankähnlichen Risiken. Transparenz ist jedoch von zentraler Bedeutung, damit Regulierer und Anleger Risiken richtig verstehen und einordnen können. Generell stellt eine umfassende Offenlegung der Risiken Banken wegen der Komplexität ihrer Geschäftsmodelle jedoch vor große Herausforderungen. Immer wieder führt die unscharfe Abgrenzung der Risiken bei Schattenbanken von den Risiken im Rahmen der Anteilrücknahme bei Investmentfonds zu Missverständnissen. Diese beiden Risikoarten sind aufgrund der unterschiedlichen Strukturen von Schattenbanken und Investmentfonds nicht miteinander zu vergleichen.

## Rücknehmbare Anteile und für Runs anfällige Finanzierungen

### Schattenbanken:

#### Run-Risiko = Finanzierungs-liquiditätsrisiko

Unter dem Run-Risiko bei Schattenbanken versteht man, dass diese über keine ausreichenden liquiden Vermögenswerte verfügen, um ihren Verbindlichkeiten bei Fälligkeit nachkommen zu können. Dieses Risiko wird auch als Finanzierungsliquiditätsrisiko bezeichnet und kann eine Insolvenz herbeiführen, wenn es nicht angemessen gesteuert wird. So sind in der Vergangenheit immer wieder Finanzinstitute und Staaten durch dieses Risiko in Schieflage geraten.

#### *Finanzierung über kurzfristige Kredite*

Run-Risiken bei Banken und Schattenbanken haben ihren Ursprung darin, dass die Laufzeiten ihrer Aktiva und Passiva häufig stark auseinanderfallen. Man spricht auch von Laufzeitinkongruenzen. Der Einsatz kurzfristiger Verbindlichkeiten zur Finanzierung von Vermögenskäufen verringert die Finanzierungskosten für Banken und Schattenbanken. Aber während die Kurzfristigkeit dieser Kredite die Risiken für die Kreditgeber begrenzt, setzt sie Schattenbanken einem Finanzierungs-liquiditätsrisiko aus.

#### *Anleger, die einen Run starten könnten*

Bei den Käufern kurzfristiger Schuldtitel handelt sich zumeist um Anleger mit kurzem Anlagehorizont und geringer Risikotoleranz. Bei ersten Anzeichen von Problemen verlangen sie ihr Geld zurück und stellen keine neuen Finanzierungen mehr zur Verfügung. Sie verhalten sich wie Bankeinleger bei einem klassischen Sturm auf die Schalterhallen eines Geldhauses.

#### *Schattenbanken als Zwangsverkäufer in Stressphasen*

Mitunter werden Vermögenskäufe mit kurzfristigen Krediten finanziert, die nicht verlängert werden können. Übersteigen die fällig werdenden Verbindlichkeiten das liquide Vermögen, müssen Sicherheiten veräußert werden, um die finanziellen Verpflichtungen fristgerecht zu bedienen. Wir sprechen in diesem Fall von einem Zwangsverkauf.

#### *Unterstützung durch die Bank als Sponsor*

Können kurzfristige Kredite nicht verlängert werden, muss die Bank als Sponsor der Schattenbank in die Bresche springen und Liquidität bereitstellen. Das zwingt sie vermutlich ihrerseits zu Vermögensverkäufen – womöglich zu Preisen, die deutlich unter dem Wert der Vermögenswerte liegen. Verluste aus solchen Notverkäufen haben Kapitalverluste für die Bank zur Folge. Diese können schnell das ihr zur Verfügung stehende Eigenkapital übersteigen und ihre Insolvenz herbeiführen. Die Bank als Sponsor muss also bei einer finanziellen Notlage der Schattenbank für deren Schulden geradestehen. Letztlich kommt jedoch der Steuerzahler für diese Verluste auf, wenn die Bank durch solche Forderungen in finanzielle Schieflage gerät und sie vom Staat vor der Insolvenz gerettet werden muss.

### Investmentfonds:\*

#### Run-Risiko = Rücknahmerrisiko

Unter dem Rücknahmerrisiko versteht man das Risiko, dass ein Fonds seinen Anteilrücknahmeverpflichtungen innerhalb der im Prospekt und/oder den Regulierungsvorschriften genannten Fristen nur schwerlich nachkommen kann, ohne den Wert der Anteile der restlichen Inhaber stark zu verwässern. Die Steuerung des Liquiditätsrisikos spielt daher eine wichtige Rolle im Umgang mit dem Rücknahmerrisiko.

#### *Vermögenskäufe mit einlösbaren Anteilen*

Ungehebelte Investmentfonds weisen keine wesentlichen Laufzeitinkongruenzen auf, da sie den Kauf von Vermögenswerten nicht über die Ausgabe kurzfristiger Schuldtitel finanzieren. Fonds ermöglichen es verschiedenen Vermögensinhabern, ihr Kapital zu bündeln und gemeinsam anzulegen. Die Fondsanteile repräsentieren also ein anteiliges Eigentum an den zugrundeliegenden Vermögenswerten des Fonds.

#### *Inhaber von Fondsanteilen sind langfristige Anleger*

Investmentfonds werden in der Regel von Sparern genutzt, die ihr Kapital langfristig anlegen möchten. In den USA werden 53 Prozent der Investmentfondsanteile von Pensionsfonds gehalten, schätzt das Investment Company Institute.<sup>21</sup> Natürlich stehen Anteile an Investmentfonds allen Anlegern zur Zeichnung bereit – auch solchen mit kürzeren Anlagehorizont, die von dieser Anlagemöglichkeit auch Gebrauch machen. Werden die Transaktionskosten vom Fonds getragen und schmälern dessen Wert bzw. Nettovermögen, ergibt sich daraus theoretisch ein First-Mover-Advantage. Bislang hat dieses Risiko noch nie zu Massenrücknahmen bei Investmentfonds geführt – von Geldmarktfonds einmal abgesehen.

#### *Mechanismen zum Verhindern von Zwangsverkäufen*

Sollte ein Fonds im schlimmsten Fall nicht in der Lage sein, alle Rücknahmen fristgerecht zu bedienen, kann er die Anteilrücknahme aussetzen oder für eine begrenzte Anzahl von Tagen Rücknahmebeschränkungen verfügen.<sup>22</sup> Wenn also ein Investmentfonds nicht allen Rücknahmeanträgen nachkommen kann, zwingt ihn das nicht automatisch zu Notverkäufen. Das Beispiel britischer Immobilienfonds nach dem Brexit-Referendum zeigt, wie wirksam die Aussetzung der Anteilrücknahme und andere Maßnahmen zur Steuerung von Rücknahmen sein können.<sup>23</sup>

#### *Keine Schützenhilfe von Banken*

Einige Investmentfonds verfügen über Kreditlinien bei Banken, um die Zeit zwischen der Abwicklung eines Vermögensverkaufs und der erwarteten Rückzahlung des Kapitals an Anteilinhaber zu überbrücken. Die Forderungen der Bank gegenüber dem Investmentfonds sind jedoch auf einen zuvor vereinbarten Betrag begrenzt. Hinzu kommt, dass Banken für zugesagte Kreditlinien Kapital vorhalten. Bei Krediten von Banken an Investmentfonds handelt es sich ferner um erstrangige Forderungen, was das Risiko der Bank als Kreditgeber verringert. In der Praxis nehmen Investmentfonds die Kreditlinien bei Geldhäusern nur selten in Anspruch.

\* Mit Investmentfonds sind hier in erster Linie Publikumsfonds (ohne Leverage) ohne Geldmarktfonds gemeint.

## Was sind marktbasierende Finanzierungen?

Der Begriff Schattenbanken beschreibt nur unzureichend die Vielzahl der Finanzierungsaktivitäten von Nichtbanken. Aus diesem Grund sehen wir die zu weit gefasste Verwendung des Begriffs bei der Datensammlung der Aufsichtsbehörden und in deren Publikationen kritisch. Daraus hat sich ein Dialog über die Notwendigkeit einer differenzierteren Begriffsbestimmung von Schattenbanken und deren Abgrenzung von Finanzierungen über den Kapitalmarkt entwickelt. So schließen etwa die meisten Bankenregulierer bei ihren Definitionen von Schattenbanken Investmentfonds und Vermögensverwalter mit ein. Unlängst hat jedoch das US-Finanzministerium Behörden empfohlen, den Begriff Schattenbanken zu vermeiden, wenn von Investmentfonds die Rede ist.<sup>24</sup> Das begrüßen wir, denn für Kapital, das direkt oder über kollektive Investmentvehikel in die Realwirtschaft investiert wird, halten wir die Bezeichnung marktbasierende Finanzierung für zutreffender.

In ihrer ursprünglichen Form sind Finanzierungen über den Kapitalmarkt ungehebelte Anlagen in Finanzinstrumente wie Aktien oder Anleihen. Über diese wird der Realwirtschaft Kapital zur Verfügung gestellt, ohne dass damit zusätzliche Risiken für das System verbunden sind. Auch Aktivitäten wie Verbriefungen, Kredite und Wertpapiervermittlung können als Kapitalquellen für die Realwirtschaft von großem Nutzen sein. Allerdings nur dann, wenn sie keine wesentlichen Laufzeitinkongruenzen und hohen Verschuldungsgrade aufweisen und/oder keinen Zugang zum Einlagensicherungssystem haben.

Natürlich können nicht nur Banken Fremdmittel aufnehmen und/oder Asset-Liability-Mismatches aufweisen, sondern auch marktbasierende Finanzierungen, was das Risiko dieser Aktivitäten erhöht. Dennoch fallen auch sie in die Kategorie der Finanzierungen über den Kapitalmarkt, sofern sie nicht vom Einlagensicherungssystem profitieren und der Steuerzahler bei übermäßiger Übernahme von Risiken nicht für sie haften muss.<sup>25</sup> Wie Schattenbanken sollten auch sie reguliert werden. Aber die Vorschriften müssen auf ihre Risiken zugeschnitten sein.

## Das Spektrum der Nichtbanken-Finanzierungen

In der Theorie fällt die Unterscheidung zwischen schwarz und weiß leicht. In der Praxis aber sind Nichtbanken-Finanzierungen ein breites Feld mit einer großen Bandbreite an Risiken und somit auch einem Graubereich, der unterschiedliche Regulierungsansätze erfordert. Wir halten daher ein Spektrum für einen hilfreichen Rahmen zur Klassifizierung von Finanzierungen außerhalb des Bankensystems. Schattenbanken sehen wir an einem und marktbasierende Finanzierung am anderen Ende dieses Spektrums. Die mit einem Akteur oder einer Aktivität verbundenen Risiken und deren Ausmaß bestimmen darüber, wo der jeweilige Fall in diesem Spektrum anzusiedeln sind.

„In der Praxis kann es natürlich weit mehr Graustufen zwischen den riskanteren Elementen von Schattenbanken und den eher resilienten Merkmalen marktbasierter Finanzierung geben.“

– Tobias Adrian, IWF, 14. Sep., 2017<sup>26</sup>

Ein solches Klassifizierungssystem könnte für die Finanzaufsicht die Grundlage einer maßgeschneiderten Regulierung sein. Akteure oder Aktivitäten, die näher an Schattenbanken liegen, weil sie über einen indirekten Zugang zum staatlichen Sicherheitsnetz für Banken verfügen, sollten ähnlich wie Banken reguliert werden. Für Fälle, die im Spektrum auf der Seite der marktbasierenden Finanzierung angesiedelt sind, empfehlen wir die aufsichtsrechtlichen Bestimmungen für Kapitalmärkte und Anleger-schutz wie: (i) Offenlegungs-, Reporting- und Transparenz-pflichten, die Regulierern und Anlegern Einblick in die Risiken dieser Aktivitäten geben, (ii) standardisierte Angaben zu ihrer Eignung für Anleger und (iii) Risikomanagementstandards, die eine angemessene Überwachung und Steuerung der Risiken gewährleisten.<sup>27</sup> Abbildung 2 zeigt, wie ein solches Spektrum aussehen könnte.

### Klassifizierung von Aktivitäten

Über die Positionierung in unserem Spektrum entscheidet nicht allein die Art der Aktivitäten, wie der obere Bereich von Abbildung 2 deutlich macht. Auch wie die jeweiligen Fälle finanziert werden und ob sie über einen impliziten oder expliziten Zugang zum Einlagensicherungssystem verfügen, bestimmt darüber, wo sie in unserem Klassifizierungsspektrum angesiedelt sind. Nicht fremdfinanzierte Direktanlagen in Finanzinstrumente haben wir beispielsweise auf der Seite der marktbasierenden Finanzierung angeordnet. Sie versorgen die Realwirtschaft mit Kapital, ohne dass hiermit Risiken für die Finanzstabilität einhergehen. Wenn jedoch langfristige Anlagen über kurzfristige Verbindlichkeiten finanziert werden, bergen solche Aktivitäten größere Risiken. Die Höhe des Asset-Liability Mismatches würde in diesem Fall darüber entscheiden, wo sie in unserem Spektrum anzusiedeln sind. Werden solche Anlagen dagegen über kurzlaufende, für Runs anfällige Schuldtitel finanziert, ist ein Platz in der Mitte des Spektrums angemessen. An ähnlicher Stelle sollten Kredite und Verbriefungen angesiedelt sein.

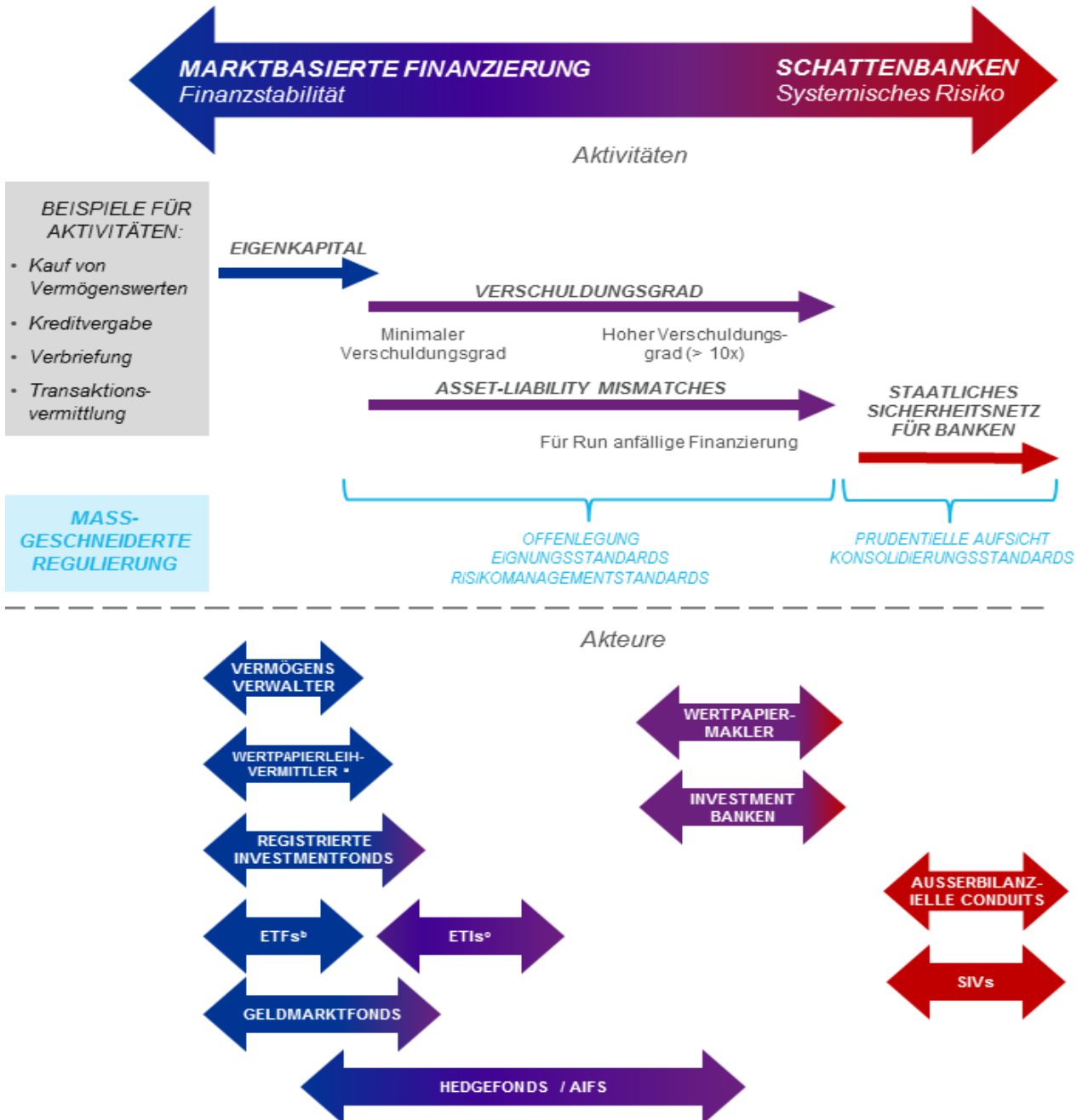
Mit dem Fokus auf der Finanzierung der Aktivität unterscheiden wir uns von dem Ansatz, der den Schattenbankendefinitionen der Regulierer zugrunde liegt. Für sie ist in der Regel die Art einer Aktivität oder eines Akteurs das entscheidende Kriterium. Wir sind überzeugt, dass wir mit dem Fokus auf der Finanzierung einer Aktivität zum Kern der Risiken vordringen, die somit besser klassifiziert und letztlich reguliert werden können.

## Klassifizierung von Akteuren

Schwieriger ist die Platzierung von Akteuren innerhalb unseres Spektrums, denn selbst innerhalb der gleichen Branche können sie unterschiedliche Risiken aufweisen. So ist registrierten Investmentfonds beispielsweise eine gewisse Kreditaufnahme gestattet, von der sie meist jedoch keinen Gebrauch machen. Anhand uns vorliegender Informationen über Regulierungsrahmen und Geschäftsmodelle haben wir

versucht, eine generelle Einstufung für bestimmte Arten von Finanzinstituten in unserem Spektrum vorzunehmen. Je mehr Daten zur Verfügung stehen, desto genauer kann dies erfolgen. Alle Arten von Nichtbanken-Akteuren (Finanzunternehmen, Peer-to-Peer-Kreditvergabe etc.) zu berücksichtigen, würde den Rahmen dieser Publikation sprengen. Unser Spektrum kann jedoch auch eine hilfreiche Orientierung zur Klassifizierung von Finanzinstituten sein, auf die wir in dieser Publikation nicht explizit eingehen.

Abbildung 2: Risikobasiertes Klassifizierungsspektrum von Nichtbanken



Nur zur Veranschaulichung. Diese Auflistung von Nichtbanken-Finanzprodukten, -Akteuren und -Aktivitäten erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit.

a: Bezieht sich auf Wertpapierleihvermittler, die keine Banken sind.

b: Bezieht sich auf ETFs, die in Wertpapiere investieren und keine inversen Merkmale oder Leverage aufweisen.

c: Bezieht sich auf börsengehandelte Instrumente (Exchange Traded Instruments, ETIs) wie gehebelte und inverse börsengehandelte Produkte (Exchange Traded Products, ETPs).



## Vermögensverwalter

Vermögensverwalter sind Vermittler, die im Auftrag von Vermögensinhabern Anlagegeschäfte tätigen. Sie weisen weder bedeutende Laufzeitinkongruenzen in ihren Bilanzen auf, noch sind sie von kurzfristigen Großkrediten oder umfangreichen Fremdmitteln abhängig. Darüber hinaus haben Vermögensverwalter weder implizit noch explizit Zugang zu Einlagensicherung und Zentralbankgeld.<sup>28</sup> Daher ordnen wir sie innerhalb unseres Klassifizierungsspektrums auf der Seite der marktbasierter Finanzierung an.

## Beauftragte für Wertpapierleihegeschäfte (Nichtbanken)

Bei den meisten Wertpapierleihebeauftragten handelt es sich um Unternehmen, die mit Depotbanken verbunden sind. Daneben gibt es jedoch auch Wertpapierleihvermittler außerhalb des Bankensystems, auf die wir uns hier konzentrieren. Wertpapierleihebeauftragte vermitteln Geschäfte zwischen Marktteilnehmern, die Wertpapiere verleihen, und solchen, die diese entleihen möchten – also zwischen Verleihern und Entleihern. Mithilfe der Wertpapierleihe können zusätzliche Erträge für ein Portfolio erwirtschaftet werden. Wichtig ist dabei, dass der Wertpapierleihevermittler nicht der Kontrahent der Wertpapierkredite ist.

Mit der Finanzkrise geriet die Wertpapierleihe in die Kritik. Im Mittelpunkt standen Praktiken wie die Besicherung von Darlehen, die Weiterverwendung (Rehypothecation) von Sicherheiten, die Wiederanlage von Barmitteln und die Entschädigung bei Ausfall des Entleihers. Üblich ist inzwischen eine Überbesicherung von Wertpapierkrediten, die wie ein Sicherheitspuffer wirkt. Vermögensverwalter verwenden in ihrer Eigenschaft als Wertpapierleihebeauftragte unbare Sicherheiten nicht weiter.

Sollte der Entleiher die entliehenen Stücke nicht zurückgeben, werden die unbaren Sicherheiten verwertet. Nach der Finanzkrise wurden die Regeln für Vehikel zur Wiederanlage von Barsicherheiten reformiert.<sup>29</sup> Heute enthalten deren Cash-Portfolios hochliquide und qualitativ hochwertige Wertpapiere mit kurzer Laufzeit. Stellt der Entleiher unbare Sicherheiten, werden diese direkt auf einem Verwahrkonto hinterlegt und täglich zu Marktpreisen bewertet. Gegebenenfalls muss der Entleiher zusätzliche Sicherheiten stellen, um die vorgeschriebene Überbesicherung zu gewährleisten.

Schließlich können Wertpapierleihevermittler, bei denen es sich nicht um Banken handelt, die Verleiher bei Ausfall des Entleihers entschädigen. Anders als Wertpapierleihebeauftragte, die mit Banken verbunden sind, kommen Nichtbanken nicht in den Genuss der staatlichen Einlagensicherung. Endkunden müssen daher das Risikomanagement des Beauftragten und seine Finanzlage sorgfältig prüfen. Immer wieder ist das Argument zu hören, die fehlenden Eigenkapitalanforderungen für als Wertpapierleihebeauftragte tätige Vermögensverwalter würden eine Regulierungsarbitrage begünstigen. Richtig ist jedoch, dass

„Ein Anleger in einem [Fonds] ist ein Anteilinhaber, während ein Einleger einer Bank ein Gläubiger ist.“

– IOSCO, März 2013<sup>30</sup>

die regulatorischen Unterschiede darauf zurückzuführen sind, dass Vermögensverwalter vom System der Einlagensicherung ausgeschlossen sind. Folglich kann der Steuerzahler nicht in Haftung genommen werden und es besteht deshalb auch keine Veranlassung, Vermögensverwalter den gleichen Eigenkapitalanforderungen wie Banken zu unterwerfen. Dies zeigt, wie mithilfe des Klassifizierungsspektrums eine effektive, maßgeschneiderte Regulierung möglich ist. Das Konzept der Wertpapierleihe und ihr Risikomanagement erläutern wir eingehend in unserem ViewPoint, „Securities Lending: The Facts“.

## Registrierte Investmentfonds

Registrierte Investmentfonds sind kollektive Investmentinstrumente, die grundsätzlich allen Anlegern offenstehen – auch Privatanlegern. Sie gelten daher als die am strengsten regulierte Form kollektiver Investmentvehikel. Das Gros der registrierten Investmentfonds unterliegt Verschuldungsgrenzen und weist in der Regel einfache, ungehebelte Strukturen auf.<sup>31</sup> Regelmäßig veröffentlichen sie in der Regel aktuelle Aufstellungen ihrer Bestände. Es gibt offene und geschlossene registrierte Investmentfonds. Geschlossene Fonds haben eine feste Anzahl von Anteilen, die am Sekundärmarkt gehandelt werden. Bei ihnen gibt es keine Rücknahmen. Dagegen können die Anteile offener registrierter Investmentfonds zu den in den Verkaufsunterlagen des Fonds genannten Terminen – also häufig täglich – zurückgegeben werden. Da sie nicht vom staatlichen Sicherheitsnetz für Banken profitieren und es sich bei ihnen um einfache, ungehebelte Strukturen handelt, ordnen wir registrierte Investmentfonds auf der marktbasierter Seite unseres Klassifizierungsspektrums ein.

## Geldmarktfonds

Geldmarktfonds sind registrierte Investmentfonds, die hochliquide kurzfristige Staats- oder Unternehmensanleihen sowie Geldmarktpapiere in ihren Portfolios halten. Anleger nutzen sie hauptsächlich zur Diversifizierung des Kontrahenten- und Kreditrisikos. Gelegentlich bieten Geldmarktfonds auch höhere Renditen als Sichteinlagen. Während der Finanzkrise 2008 kam es bei ihnen zu beispiellosen Rücknahmen, nachdem der Nettoinventarwert des Geldmarktfonds Reserve Primary Fund unter einen Dollar gefallen war. Die US-Notenbank Federal Reserve und das US-Finanzministerium lancierten daraufhin mehrere Programme, um den Markt für Geldmarktfonds zu stabilisieren.<sup>32</sup> Am 19. September 2008 legte das US-Finanzministerium beispielsweise das Temporary

Guarantee Program for Money Markets Fonds mit dem Ziel auf, die Anteilhaber von Geldmarktfonds vorübergehend vor weiteren Verlusten zu schützen.<sup>33</sup>

In den Jahren danach wurden die Vorschriften für Geldmarktfonds von den Aufsichtsbehörden umfassend reformiert. Die US-Wertpapier- und Börsenaufsicht SEC legte 2010 und 2014 zwei Reformpakete vor. Diese betrafen sowohl die Portfoliozusammensetzung wie auch strukturelle Veränderungen und Verbesserungen in Sachen Transparenz.<sup>34</sup> In Europa wurde mit der Reform im Jahr 2010 die Portfoliozusammensetzung von Geldmarktfonds neu geregelt. Die kürzlich verabschiedeten strukturellen Reformen werden im Januar 2019 in Kraft treten.<sup>35</sup> Der Pfeil in Abbildung 2 macht deutlich, dass die meisten Länder nach der Finanzkrise ihre Vorschriften zu Geldmarktfonds reformiert haben.

Bei einem stärker differenzierten Spektrum könnten Geldmarktfonds in zwei Kategorien unterteilt werden: eine für nach der Krise reformierte Geldmarktfonds und eine weitere für alle anderen. Diese Unterteilung würde eher berücksichtigen, dass Geldmarktfonds, die keinen konservativen Vorschriften und Verordnungen unterliegen, mit größeren Risiken behaftet sind. In ihrem jüngsten Peer Review zu den Fortschritten bei der globalen Umsetzung von Reformen für Geldmarktfonds kommt die IOSCO zu dem Schluss, dass die Umsetzung in sieben Ländern, die rund 72 Prozent des globalen Geldmarktfondsmarktes ausmachen, am weitesten fortgeschritten ist.<sup>36</sup>

### **Börsengehandelte Fonds (ETFs)**

ETFs sind registrierte Investmentfonds, deren Anteile jederzeit zu den üblichen Börsenzeiten gehandelt werden können. Sie haben weder Laufzeitinkongruenzen noch Zugang zu Einlagensicherung und Zentralbankgeld. ETFs sind daher unseres Erachtens dem Bereich der Finanzierungen über den Kapitalmarkt zuzurechnen. Selbst der FSB räumte kürzlich ein, dass börsengehandelte Fonds generell nicht mit den Problemen offener Investmentfonds behaftet sind, genauer mit „... Problemen im Zusammenhang mit jederzeit verfügbarer Liquidität und dem First-Mover-Advantage“.<sup>37</sup>

Einige Kommentatoren geben jedoch zu bedenken, dass ETFs ein Wertpapierbündel sind und Anleger nicht darauf achten, was es beinhaltet. Damit bestehe die Gefahr, dass sie dem Herdentrieb folgen und verstärkt in diese Produkte drängen, ohne die damit verbundenen Risiken zu verstehen. So wie jene Anleger, die vor der Finanzkrise in forderungsbesicherte Wertpapiere und außerbilanzielle Strukturen investierten, ohne sich der Risiken bewusst zu sein.<sup>38</sup> Dabei lassen die Kritiker jedoch außer Acht, dass die meisten ETFs ihre Portfoliobestände regelmäßig veröffentlichen. Die mit ihnen verbundenen Risiken sind somit vollkommen transparent und spiegeln sich im Preis des ETF-Anteils wider.

Aus unserer Sicht sollten die Regulierer über ein Klassifizierungssystem nachdenken, das Anlegern hilft, die Risiken börsengehandelter Produkte besser zu verstehen. Hierzu ein Beispiel: Einfache Verbriefungsstrukturen, das heißt hypothekenbesicherte Wertpapiere, hatten sich nach den 1980er Jahren innerhalb von nur zwanzig Jahren zu unglaublich komplexen und schwer verständlichen Strukturen wie Zweckgesellschaften (Structured Investment Vehicles, SIVs) oder sogenannte CDO-squared weiterentwickelt. Diese Gefahr ist auch bei börsengehandelten Produkten nicht gänzlich von der Hand zu weisen. Das Gros der am Markt verfügbaren ETFs basiert jedoch auf Long-only-Anlagestrategien, die keine Fremdkapitalaufnahme oder andere riskante Merkmale beinhalten. Für eine kleine Untergruppe börsengehandelter Produkte gilt dies jedoch nicht. Dazu zählen unter anderem solche, die auf eine Maximierung der Erträge eines Index oder einen inversen Ertrag abzielen. Diese bezeichnen wir als börsengehandelte Instrumente (Exchange-traded Instruments, ETI). Obwohl sie sich deutlich von den Produkten unterscheiden, die wir „Standard-ETFs“ nennen, werden auch sie gemeinhin als ETFs bezeichnet. Unseres Erachtens haben sie durchaus ihre Berechtigung, sofern sie von Aufsichtsbehörden zugelassen und beaufsichtigt werden. Wir empfehlen dennoch ein Klassifizierungssystem, mit dem Anleger die Unterschiede zwischen Standard-ETFs und anderen börsengehandelten Produkten mit möglicherweise unterschiedlichen Risiken besser nachvollziehen können.<sup>39</sup>

### **Hedgefonds / alternative Investmentfonds (AIFs)**

Im Gegensatz zu registrierten Investmentfonds unterliegen Hedgefonds und AIFs keinen regulatorischen Verschuldungslimits – auch wenn gemäß ihrer Satzung die Höhe des Verschuldungsgrades begrenzt sein kann. Sie dürfen daher in stärkerem Maße Fremdmittel nutzen als registrierte Investmentfonds.<sup>40</sup> Die IOSCO hat inzwischen ein Projekt in Angriff genommen, um einheitliche Verschuldungskennzahlen zu entwickeln und festzulegen, welche Daten die Aufsichtsbehörden zur Überwachung der Verschuldungsgrade dieser Fonds erheben sollen.<sup>41</sup> Anhand dieser Daten können die Finanzaufsäher stark gehebelte Strukturen identifizieren. Dabei dürfte sich unseres Erachtens herausstellen, dass die meisten Hedgefonds nur mäßig fremdfinanziert sind und das Risiko durch entsprechende Rücknahmebedingungen mindern. Wir rechnen sie daher in unserem Spektrum den marktbasieren Finanzierungen zu. Mit detaillierteren Daten zum Leverage könnten Hedgefonds in unserem Klassifizierungsspektrum präziser angeordnet werden. Weisen sie einen vergleichsweise hohen Fremdmittelanteil auf, könnten sie etwa in der Mitte des Spektrums einsortiert werden. Wichtig ist ferner, dass Hedgefonds zwar Leverage einsetzen können, sie jedoch vom staatlichen Sicherheitsnetz für Banken ausgeschlossen sind.<sup>42</sup>

### Wertpapiermakler und Investmentbanken

Wertpapiermakler und Investmentbanken vermitteln Finanzgeschäfte. Erstere handeln im Auftrag ihrer Kunden mit Wertpapieren, Letztere vermitteln Transaktionen zur Unternehmensfinanzierung. Beide sind bei ihrer Geschäftstätigkeit in erheblichem Maße auf Leverage angewiesen. In den Jahren vor der Finanzkrise belief sich der Verschuldungsgrad bei den größten dieser Institute auf das Zwanzig- bis Dreißigfache.<sup>43</sup> Inzwischen wurden die größten von ihnen entweder in Geschäftsbanken umgewandelt bzw. von Geschäftsbanken übernommen oder sind insolvent geworden. Heute sind die führenden Investmentbanken und Wertpapierhändler traditionellen Banken angegliedert und profitieren somit von der staatlichen Einlagensicherung.<sup>44</sup> Einige kleinere Institute sind jedoch unabhängig geblieben.

### Außerbilanzielle Conduits

Unter ihnen verstand man Gesellschaften, in die Vermögenswerte aus Bankbilanzen ausgelagert wurden, um die Kreditvergabe oder Finanzierung zu erleichtern. Diese Strukturen finanzierten den Kauf von Vermögenswerten über die Ausgabe kurzfristiger Verbindlichkeiten wie Commercial Paper. Häufig griffen ihnen Banken mit Liquidität unter die Arme, wenn es Probleme bei der Refinanzierung kurzfristiger Finanzierungen gab, für die sie auf die Märkte für Commercial Paper angewiesen waren. Bei Letzteren handelt es sich wegen der tendenziell geringen Risikobereitschaft der Anleger um eine für Runs besonders anfällige Finanzierungsart, aus der Anleger beim ersten Anzeichen für Probleme ihr Kapital abziehen.

### Zweckgesellschaften (SVI)

Zweckgesellschaften sind inzwischen keine zukunftsfähige Struktur mehr. Die Vorschriften zu ihrer Konsolidierung und Eigenkapitalunterlegung wurden im Nachgang der Finanzkrise grundlegend reformiert. Hier finden sie daher lediglich deshalb Erwähnung, weil es sich bei ihnen um archetypische Schattenbanken handelt. Im Unterschied zu anderen außerbilanziellen Vehikeln gab es bei Zweckgesellschaften keine ausdrückliche Vereinbarung mit den als Sponsoren auftretenden Banken, die diese im Notfall verpflichtet hätte, ihnen Liquidität bereit zu stellen.<sup>45</sup> Davon ging man jedoch stillschweigend für den Fall aus, dass die Insolvenz oder Unfähigkeit der Zweckgesellschaft, ausreichend liquide Vermögenswerte zur Bedienung kurzfristiger Verbindlichkeiten zu generieren, ein Reputationsrisiko für die Bank bedeuten würde. In der Finanzkrise sahen sich zahlreiche Banken aufgrund von Liquiditätsproblemen ihrer ausgelagerten Zweckgesellschaften gezwungen, deren Verbindlichkeiten zu übernehmen und ihre Verluste zu tragen.<sup>46</sup> Diese direkte Verbindung mit einer Geschäftsbank, die Zugang zum Einlagensicherungssystem hat, ist unseres Erachtens ein klassisches Beispiel für Schattenbankenaktivitäten. Zweckgesellschaften rechnen wir deshalb in unserem Klassifizierungsspektrum eindeutig den Schattenbanken zu.

Bei den Überlegungen zu Zweckgesellschaften und außerbilanziellen Conduits dürfte deutlich geworden sein, dass das für uns wichtigste Kriterium zur Definition von Schattenbanken die Art ist, wie die Vermögenswerte finanziert werden. Kennzeichnend für Schattenbanken sind die Finanzierung von Vermögenskäufen über die Ausgabe kurzfristiger Verbindlichkeiten sowie die Bereitstellung von Liquidität durch Banken, die in einer Notlage die Verbindlichkeiten der Schattenbanken übernehmen müssen.

## Abschließende Überlegungen zum Klassifizierungsspektrum

Unser Spektrum ist nur eine Möglichkeit, Schattenbanken und marktbasierter Finanzierung zu unterscheiden. Es weist jedoch diverse Gemeinsamkeiten mit anderen vorgeschlagenen Ansätzen auf, die wir weiterentwickelt haben. Tobias Adrian, Finanzchef des IWF, schlägt beispielsweise einen Rahmen vor, nach dem Schattenbankenaktivitäten durch Kreditvermittlung, Fristen- und Liquiditätstransformation, Leverage sowie Kreditverbesserungen gekennzeichnet sind. Dagegen spielen bei marktbasierter Finanzierung Kreditverbesserungen weniger eine Rolle. Zudem sind sie transparenter als Schattenbankenaktivitäten.<sup>47</sup> Bei diesen beiden Klassifizierungsansätzen werden Anleihefonds zu den Finanzierungen über den Kapitalmarkt gerechnet.

### Unterschiedliche Maßstäbe für Schattenbanken

Vor dem Hintergrund dieses konzeptionellen Rahmens wenden wir uns nun den zwei Maßstäben zu, die der FSB für Schattenbankenaktivitäten anlegt: einen weit gefassten, der sonstige Finanzinstitute (OFI) beinhaltet, und einen eng gefassten. Wie eingangs erwähnt, wählte der FSB einen zweistufigen Ansatz zur Überwachung und Reformierung des Schattenbankensystems. In einem ersten Schritt wurde das gesamte Spektrum der Nichtbanken-Kreditvermittlung erfasst, während im zweiten Schritt der Fokus auf jene Schattenbanken eingegrenzt wurde, von denen Risiken für die Finanzstabilität ausgehen könnten. Eine weit und eine eng gefasste Definition waren das Ergebnis dieser zweistufigen Herangehensweise. Wie unser Spektrum jedoch

Wir empfehlen dem FSB zunächst eine Überarbeitung seiner Definition von Schattenbanken, die der Art der Finanzierung von Aktivitäten und Akteuren Rechnung trägt. Bisher definiert der Finanzstabilitätsrat das Schattenbankensystem als „System der Kreditvermittlung inklusive Unternehmen und Tätigkeiten (ganz oder teilweise) außerhalb des regulären Bankensystems“. Wir halten es für sinnvoll, diese Definition um den Zusatz zu ergänzen ...**die erhebliche Laufzeitinkongruenzen aufweisen sowie einen impliziten Zugang zu Einlagensicherung und Zentralbankgeld haben.**

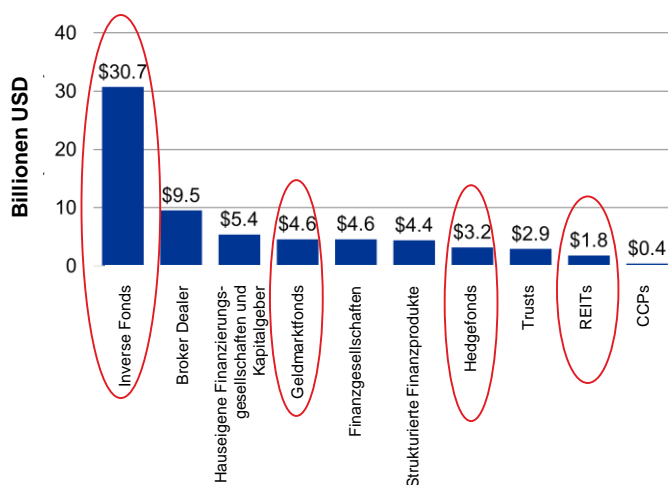
deutlich macht, fallen sowohl unter die weite wie auch die eng gefasste Definition Akteure, insbesondere Investmentfonds und reformierte Geldmarktfonds, bei denen es sich nicht um Schattenbanken handelt. Wir halten es daher für sinnvoll, diese in eine neue Kategorie umzugruppieren: die der marktbasierter Finanzierung.

Bezieht man Investmentfonds und reformierte Geldmarktfonds in die weit gefasste Kategorie mit ein, vergrößert sich diese dadurch erheblich. Basierend auf unserem Spektrum sind sie jedoch nicht den Schattenbanken, sondern dem Bereich der marktbasierter Finanzierung zuzurechnen. Darüber hinaus könnte mithilfe unseres Spektrums der weit gefasste Maßstab stärker eingegrenzt werden: Hedgefonds sowie REITs könnten, sofern sie keinen erheblichen Verschuldungsgrad aufweisen, den Finanzierungen über den Kapitalmarkt zugeordnet werden. Dafür spricht, dass sie weder Zugang zu einem Einlagensicherungssystem haben noch durch wesentliche Laufzeitinkongruenzen gekennzeichnet sind.

Für eine differenziertere Definition des weit gefassten Maßstabs von Schattenbanken und die neu definierte Kategorie der marktbasierter Finanzierung haben wir die Datenreihen des FSB analysiert. Anschließend nahmen wir die Vermögenswerte von Investmentfonds, Geldmarktfonds, Hedgefonds und REITs aus dem breiten Maßstab heraus und fassten diese in der neuen Kategorie der marktbasierter Finanzierung zusammen.

### Abbildung 3: Vermögenswerte großer Teilsektoren der Kategorie sonstige Finanzinstitute (OFI)

Gesamtvolumen aller OFI 92 Billionen USD

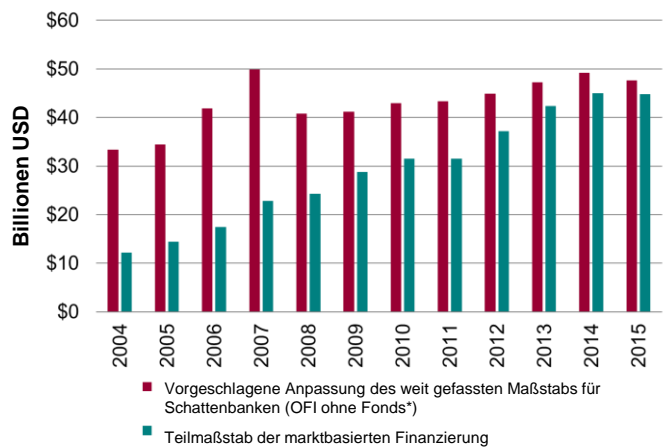


Quelle: FSB. Stand: Ende 2015. Anmerkung: Die Abbildung berücksichtigt nicht alle, sondern nur die größten zur Gruppe „sonstige Finanzinstitute“ gehörenden Teilsektoren.

Das Ergebnis unserer Umklassifizierung ist in Abbildung 4 dargestellt. Sie gibt unseres Erachtens den Trend bei Schattenbankenaktivitäten präziser wieder. Demnach erreichten die Vermögenswerte von Schattenbanken in den

Jahren 2007 und 2008 ihren höchsten Stand. Zugleich haben Finanzierungen über den Kapitalmarkt seitdem zugenommen, was auf ein gesünderes und diversifizierteres Finanzsystem schließen lässt. Allerdings sind die Vermögenswerte von Schattenbanken in den Jahren nach der Finanzkrise nicht so stark zurückgegangen wie wir erwartet hätten – auch nicht unter Berücksichtigung der oben vorgeschlagenen Anpassungen. Weitere Analysen könnten daher sinnvoll sein. Die von uns empfohlenen Anpassungen halten wir für einen wichtigen Schritt in Richtung eines differenzierteren breiten FSB-Maßstabs für Schattenbanken. Dieser würde auch berücksichtigen, dass Investmentfonds keine Schattenbanken sind.

### Abbildung 4: Angepasster breiter Maßstab für Schattenbanken und die neue Kategorie marktbasierter Finanzierung



\*Fonds beinhalten Investmentfonds, Hedgefonds, Geldmarktfonds, REITs. Anmerkung: Zwischen den im Global Shadow Banking Monitoring Report 2016 und den vom FSB auf seiner Website veröffentlichten Datenreihen gibt es geringfügige Diskrepanzen. Daher entspricht die Darstellung in Abbildung 4 nicht exakt der in Abbildung 3, die der Tabelle aus dem genannten Bericht entnommen ist. Überdies wurde ein Großteil der sonstigen Finanzinstitute (2015 machten sie 25 Prozent aus) unter „Sonstige“ ausgewiesen und damit nicht klassifiziert. Es bleibt daher unklar, welcher Kategorie diese Vermögenswerte zuzuordnen sind.

### Einen engen Maßstab an Schattenbanken anlegen

In seiner engen Definition bezeichnet der FSB Schattenbanken als „Nichtbanken-Finanzinstitute, die von Regulierungsbehörden als Finanzintermediäre eingestuft werden und von deren Schattenbankenaktivitäten Risiken für die Finanzstabilität ausgehen können“. Unter diese enge Definition fallen Akteure, die eine der fünf nachstehend aufgeführten ökonomischen Funktionen ausüben, die der FSB wie folgt beschreibt:

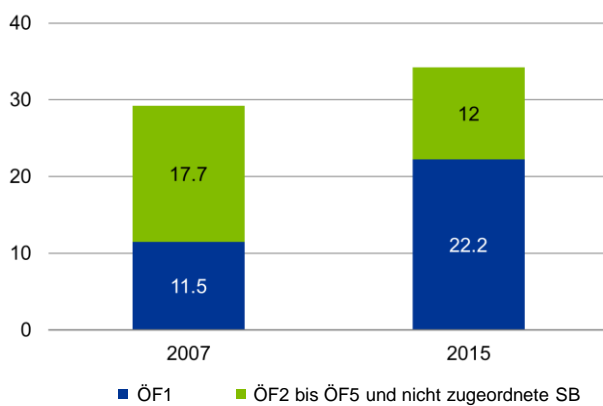
- *Ökonomische Funktion 1 (ÖF1): Management kollektiver Investmentinstrumente mit Eigenschaften, die sie für einen plötzlichen Kundenansturm anfällig machen;*
- *Ökonomische Funktion 2 (ÖF2): Kreditgeschäfte mit kurzfristiger Refinanzierung;*

- *Ökonomische Funktion 3 (ÖF3): Vermittlung von Marktaktivitäten, die von kurzfristiger Refinanzierung oder einer Besicherung mit Wertpapieren von Kunden abhängig sind;*
- *Ökonomische Funktion 4 (ÖF4): Erleichterung der Kreditschöpfung;*
- *Ökonomische Funktion 5 (ÖF5): Verbriefungsbasierte Kreditvermittlung und Finanzierung von Finanzinstituten.*

Legt man diesen engen Maßstab an, beliefen sich die Vermögenswerte im Schattenbankensystem 2015 auf 34 Billionen USD. Wie Abbildung 5 zeigt, entfielen rund zwei Drittel der Vermögenswerte auf die ÖF1. Das macht sie nicht nur zur größten Kategorie an Vermögenswerten, wenn man den engen Maßstab anlegt. ÖF1 haben seit der Finanzkrise auch am stärksten zum Anstieg der Vermögenswerte in dieser Kategorie beigetragen. Ohne sie sind die Vermögenswerte basierend auf der engen Definition zwischen 2007 und 2015 um 32 Prozent geschrumpft. Berücksichtigt man jedoch die ÖF1, war ein Anstieg der Vermögenswerte im genannten Zeitraum um 17 Prozent zu verzeichnen. Interessanterweise handelt es sich bei rund der Hälfte der zur ÖF1 gerechneten Vermögenswerte um Rentenfonds, Misch- und Multi-Asset-Fonds. Weitere 25 Prozent sind Geldmarktfonds, von denen die meisten nach der Finanzkrise umfassend reformiert wurden.

Die ökonomische Funktion 1 könnte damit auch den eingangs erwähnten Widerspruch zwischen den Aussagen des FSB zu den rückläufigen Risiken im Schattenbankensystem und dem Anstieg der Vermögenswerte erklären. Wie beim breiten Maßstab kommt es auch beim eng gefassten zu einer Verzerrung von Höhe und Trend der Vermögenswerte, wenn man Investmentfonds mit einbezieht.

**Abbildung 5: ÖF1 bestimmt das Wachstum, wenn der enge Maßstab zugrunde gelegt wird**



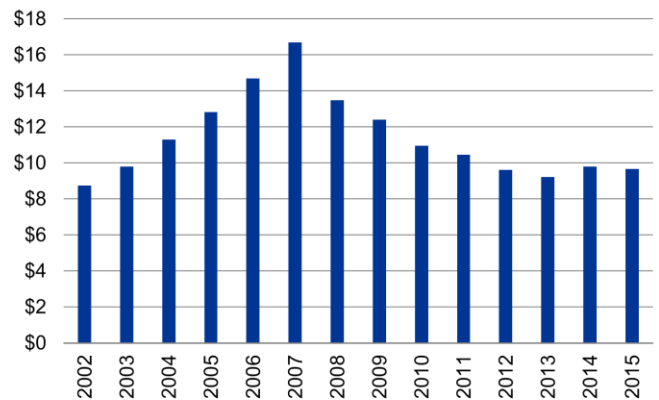
Quelle: FSB, Assessment of Shadow Banking Activities, Risks and the Adequacy of Post-Crisis Policy Tools to Address Financial Stability Concerns (30. Juni 2017) („June 2017 Shadow Banking Assessment Report“), Grafik 2. Die Grafik veranschaulicht die Entwicklung der Vermögenswerte in der engen FSB-Definition von Schattenbanken.

Wie in unserem Spektrum in Abbildung 2 dargestellt, ist es zweckmäßiger, Investmentfonds und reformierte Geldmarktfonds den marktbasierteren Finanzierungen zuzurechnen. Sie sollten daher aus dem engen Maßstab herausgenommen werden. Das würde den Rückgang der vom Schattenbankensystem ausgehenden Risiken besser widerspiegeln. Mithilfe der neuen Kategorie der marktbasierteren Finanzierung wären die Regulierungsbehörden zudem in der Lage, die Entwicklungen in diesem Marktsegment besser zu überwachen.

Da Investmentfonds und reformierte Geldmarktfonds den Löwenanteil der ÖF1 ausmachen, lässt sich ihre Herausnahme simulieren, indem der enge Maßstab ohne die ÖF1 herangezogen wird. Abbildung 6 zeigt die Entwicklung des engen Maßstabs ohne die ÖF1. Diese Herangehensweise ist zwar nicht ganz präzise. Sie macht jedoch deutlich, dass der enge Maßstab ohne Investmentfonds und reformierte Geldmarktfonds die Fortschritte bei der Reduzierung der systemischen Risiken im Schattenbankensystem besser widerspiegeln würde.

Aus Abbildung 6 geht ein Rückgang der Risiken im Schattenbankensystem vom Höchststand im Jahr 2007 hervor. Ohne die ÖF1 spiegelt der enge Maßstab den vom FSB nach der Finanzkrise festgestellten Rückgang der Risiken im Schattenbankensystem besser wider.

**Abbildung 6: Enger Maßstab von Schattenbanken ohne ÖF1 (Billionen USD)**



Anmerkung: Ein Teil des engen Maßstabs wurde vom FSB keiner Kategorie zugeordnet und nicht nach Jahren aufgeschlüsselt. Diesen Teil haben wir bei unserer Auswertung nicht berücksichtigt, was die Unterschiede gegenüber den Angaben in Abbildung 5 erklärt.

Quelle: FSB Global Shadow Banking Monitoring Report 2016, Analysen von BlackRock. Die Daten des FSB können unter <http://www.fsb.org/2017/05/global-shadow-banking-monitoring-report-2016-underlying-data-for-exhibits/> abgerufen werden.

Aber auch der überarbeitete enge Maßstab kann noch Vermögenswerte enthalten, die der marktbasierteren Finanzierung zugerechnet werden können. Bei einer weiteren Differenzierung könnten den ÖF4 und ÖF5 zugerechnete Finanzierungsaktivitäten herausgenommen

werden, bei denen derzeit die Art der Finanzierung nicht ins Kalkül gezogen wird. Auch könnte der FSB eine schärfere Trennlinie zwischen stark gehebelten Hedgefonds und anderen Fonds sowie zwischen reformierten und nicht reformierten Geldmarktfonds in Erwägung ziehen. All dies würde den verzerrenden Effekt der Klassifizierung von Investmentfonds als Schattenbanken mindern und die Fortschritte des FSB bei der Reduzierung der Risiken im Schattenbankensystem deutlicher machen. Wir empfehlen dem FSB daher, anhand seiner Daten und dem von uns vorgeschlagenen Spektrum marktbasierter Finanzierungen von Schattenbanken abzugrenzen und seine weit gefassten Definitionen stärker zu differenzieren.

Die von uns vorgeschlagenen Änderungen am Überwachungsrahmen des FSB für Schattenbanken halten wir für einen guten Ausgangspunkt, um Schattenbankenaktivitäten und Finanzierungen über den Kapitalmarkt voneinander abzugrenzen. Neben einer besseren Überwachung könnte dies auch zur Entwicklung einer auf die spezifischen Risiken der unterschiedlichen Akteure und Aktivitäten zugeschnittenen Regulierung beitragen.

## Fazit

Zehn Jahre nach Ausbruch der Finanzkrise haben wir einen wichtigen Wendepunkt erreicht. Um das Finanzsystem besser gegen künftige Krisen zu wappnen, wurden zahlreiche Reformen umgesetzt. Nun aber müssen nachhaltigere Definitionen und Kategorien zur Unterscheidung von Schattenbanken und marktbasierter Finanzierung entwickelt werden, um die Fortschritte besser beurteilen und ein fundierteres Verständnis neuer Risiken entwickeln zu können. In diesem Diskussionspapier haben wir ein Klassifizierungsspektrum zur Abgrenzung von Schattenbanken gegenüber marktbasierter Finanzierung vorgestellt, das den Risiken im Schattenbankensystem Rechnung trägt. Wesentliche Kriterien sind dabei die Art der Finanzierung der Schattenbankenaktivitäten und ob Zugang zum staatlichen Einlagensicherungssystem besteht.

Eine simple Unterscheidung von marktbasierter Finanzierung und Schattenbanken wird der Komplexität des Themas jedoch nicht gerecht. Banken- und Wertpapieraufsicht spielen eine wichtige Rolle bei der Adressierung von Risiken im Finanzsystem, aber auch bei der Förderung von

Kapitalbildung und Wirtschaftswachstum. Ein differenziertes Klassifizierungsspektrum kann ihnen helfen, sich auf die zentralen Risiken für die Finanzstabilität zu konzentrieren und diese angemessen zu regulieren. Die für Finanzierungen über den Kapitalmarkt bzw. für Wertpapiere zuständigen Aufsichtsbehörden sollten ihren Fokus auf die Themen (i) Offenlegung, Reporting und Transparenz; (ii) Eignungsstandards und (iii) Risikomanagement richten. So können sie eine angemessene Überwachung und Steuerung der Risiken gewährleisten, die mit marktbasierter Finanzierung einhergehen. Dies gilt insbesondere für solche mit erheblichen Laufzeitinkongruenzen und hohen Verschuldungsgraden, die wir am rechten Rand unseres Klassifizierungsspektrums angeordnet haben. Um über geeignete Grenzwälle den Schutz des Bankensystems zu gewährleisten, halten wir es für sinnvoll, dass Aufsichtsbehörden ihr Augenmerk auf die Risiken traditioneller Banken aus Forderungen gegenüber dem Schattenbankensektor und marktbasierter Finanzinstitute richten.

Dabei muss jedoch eine Behinderung des Kapitalflusses in allen Bereichen des Finanzsystems vermieden werden, angefangen von traditionellen Banken über Schattenbanken bis hin zu marktbasierter Finanzierung. Denn der Zugang zu unterschiedlichen Finanzierungsquellen ist für eine funktionierende Volkswirtschaft von entscheidender Bedeutung. Für die Verflechtungen traditioneller Banken mit dem Schattenbankensektor kann eine makroprudentielle Aufsicht sinnvoll sein. Ein solcher Ordnungsrahmen für Finanzierungen über den Kapitalmarkt könnte Anleger jedoch von einem Engagement abhalten und damit eine wichtige Finanzierungsquelle für die Realwirtschaft versiegen lassen.

Wir hoffen, mit diesem Papier die Diskussion über die Unterschiede zwischen Schattenbanken und marktbasierter Finanzierung sowie die Erkenntnis zu fördern, dass diese beiden Begriffe nicht synonym verwendet werden sollten. Für Schattenbanken und Finanzierungen über den Kapitalmarkt halten wir eine strenge Regulierung und Aufsicht für angebracht, die jedoch auf ihre jeweiligen Risiken zugeschnitten sein müssen. Das in diesem ViewPoint diskutierte Klassifizierungsspektrum bietet den politisch Verantwortlichen einen guten Ausgangspunkt für ihre Entscheidungen und für eine angemessene Überwachung dieser Risiken.

## Endnoten

1. Paul McCulley, Teton Reflections (Sep. 2007), verfügbar unter <https://www.pimco.com/en-us/insights/economic-and-market-commentary/global-central-bank-focus/teton-reflections/> ("McCulley 2007").
2. Die Begriffe marktbasierter Finanzierung und Schattenbanken werden häufig synonym verwendet, obwohl sie unterschiedliche Bedeutungen haben. So enthalten alle Dokumente des FSB zum Thema Schattenbanken folgende Fußnote: „Der FSB definiert Schattenbanken als Kreditvermittlung durch Aktivitäten und Instanzen (ganz oder teilweise) außerhalb des regulären Bankensystems. Andere Behörden und Marktteilnehmer bevorzugen andere Begriffe wie „marktbasierter Finanzierung“ anstelle von „Schattenbanken“. Die Verwendung des Begriffs Schattenbanken impliziert keine Abwertung dieses Systems der Kreditvermittlung. Der FSB verwendet den Terminus Schattenbanken, weil dieser am gebräuchlichsten ist und auch in älteren G20-Mitteilungen verwendet wird.“ Allerdings geht die Fußnote am Wesentlichen vorbei, denn Schattenbanken und marktbasierter Finanzierung sind nicht ein und dasselbe. Einige Marktteilnehmer befürworten die Verwendung des Begriffs marktbasierter Finanzierung, da der FSB ihrer Meinung nach mit seiner Definition von Schattenbanken viele Produkte und Aktivitäten unzutreffend klassifiziert, die treffender als marktbasierter Finanzierung bezeichnet werden sollten.
3. Siehe Abbildung 1.
4. Siehe z. B. Tobias Adrian, Shadow Banking and Market Based Finance (14. Sep. 2017), IWF, verfügbar unter <https://www.imf.org/en/News/Articles/2017/09/13/sp091417-shadow-banking-and-market-based-finance> ("Tobias Adrian Speech").
5. McCulley 2007.
6. Martin Neil Bailey, William Bekker, und Sarah E. Holmes, The Big Four Banks: The Evolution of the Financial Sector, Brookings (May 2015) (Bailey et. al. 2015).
7. Markus K. Brunnermeier, Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008: 23(1), Journal of Economic Perspectives (Winter 2009); Gary Gorton, Banks, Banking, and Crisis, NBER: No. 4 (2007); Martin Neil Baily, Robert E. Litan, and Matthew S. Johnson, The Origins of the Financial Crisis, Brookings Fixing Finance Series: 3 (Nov. 2008) ("Brunnermeier 2008").
8. Als Reaktion auf Bedenken wegen der Verflechtungen von Banken und Schattenbankenaktivitäten initiierte der FSB einen Workstream und veröffentlichte Reformvorschläge zu folgenden Themen: (i) Ausweitung der Konsolidierungsvorschriften auf außerbilanzielle Einheiten und (ii) Erweiterung der Regulierung von Banken für eine verlässlichere Messung und Eigenkapitalunterlegung von Investments der Banken bei Schattenbankeneinheiten. Ferner schlug die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) unlängst erneut einen Rahmen zum Umgang mit Interventionsrisiken vor. Als Interventionsrisiko wird das Risiko bezeichnet, dass eine Bank ohne vertragliche Verpflichtung nicht konsolidierte Einheiten unterstützt, weil sie bei deren Insolvenz Reputationsrisiken befürchtet. Aufsichtliche Reformen, aber auch die geänderte Wahrnehmung dieser Produkte bei den Marktteilnehmern haben inzwischen zu einem Rückgang der Schattenbankenaktivitäten geführt.
9. Siehe z. B. Citi Annual Report 2008, verfügbar unter [http://www.citigroup.com/citi/investor/quarterly/2009/ar08c\\_en.pdf?ieNocache=157](http://www.citigroup.com/citi/investor/quarterly/2009/ar08c_en.pdf?ieNocache=157) ("Citi Annual Report 2008") auf Seite 11.
10. Zu den umgesetzten Reformen zur Minderung der Risiken im Schattenbankensystem siehe FSB, Assessment of Shadow Banking Activities, Risks and the Adequacy of Post-Crisis Policy Tools to Address Financial Stability Concerns (3. Jul. 2017) ("Shadow Banking Assessment Report").
11. FSB, Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation, Recommendations by the FSB (27. Okt. 2011).
12. Siehe u. a. FSB, Assessment Methodologies for Identifying Non-Bank Non-Insurer Global Systemically Important Financial Institutions: Proposed High-Level Framework and Specific Methodologies (4. März 2015), verfügbar unter <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/2nd-Con-Doc-on-NBNI-G-SIFI-methodologies.pdf>.
13. Siehe u. a., FSB, Next Steps on the NBNI G-SIFI Assessment Methodologies, Press Release, (30. Jul. 2015), verfügbar unter <http://www.fsb.org/2015/07/next-steps-on-the-nbni-g-sifi-assessment-methodologies/>; Financial Stability Oversight Council Meeting Readout (31. Jul. 2014), verfügbar unter <https://www.treasury.gov/initiatives/fsoc/council-meetings/Documents/July%2031%202014.pdf>.
14. EZB, Developing Macroprudential Policy for Alternative Investment Funds: 202 (Nov. 2017).
15. US Department of the Treasury, A Financial System that Creates Economic Opportunities: Asset Management and Insurance (Okt. 2017), verfügbar unter <https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Documents/A-Financial-System-That-Creates-Economic-Opportunities-Asset-Management-Insurance.pdf> ("US Treasury Report on Asset Management & Insurance Regulation"); FSB, Framework for Post-Implementation Evaluation of the Effects of the G20 Financial Regulatory Reforms (Jul. 3, 2017), verfügbar unter <http://www.fsb.org/2017/07/framework-for-post-implementation-evaluation-of-the-effects-of-the-g20-financial-regulatory-reforms/>.
16. Laura E. Kodres, "What is Shadow Banking?", IWF, Finance & Development: 50(2) (Jun. 2013), verfügbar unter <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2013/06/basics.htm>.
17. IWF, Global Financial Stability Report: Transition Challenges to Stability (Okt. 2013), Chapter 3, verfügbar unter <http://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2016/12/31/Transition-Challenges-to-Stability>.
18. In den USA lag der typische Verschuldungsgrad von Banken vor der Finanzkrise bei dem 14- bis 15-fachen. Nach der Krise ist er auf das Elf- bis Zwölfwache gesunken. Einen ähnlichen Trend gab es in Europa, obwohl hier der Verschuldungsgrad für gewöhnlich höher ist, weil Aktiva mit geringerem Risikogewicht typischerweise in den Bilanzen der Banken verbleiben. Siehe ViewPoint, Who Owns the Assets? Developing a Better Understanding of the Flow of Assets and the Implications for Financial Regulation (Mai 2014), verfügbar unter <https://www.blackrock.com/corporate/en-se/literature/whitepaper/viewpoint-who-owns-the-assets-may-2014.pdf>.

## Endnoten

19. GARP, Response to Consultative Document for Proposed Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities for Asset Management Activities (21. Sep. 2016), verfügbar unter <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/Global-Association-of-Risk-Professionals-GARP.pdf>.
20. Rede von Alex Brazier, Executive Director for Financial Stability Strategy and Risk, Bank of England, How to: MACROPRU 5 principles for macroprudential policy (13. Feb. 2017), verfügbar unter <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2017/speech960.pdf>.
21. Quelle: ICI, The US Retirement Market, 3. Quartal 2017, Tabelle 24. Berücksichtigt werden langfristige Vermögenswerte von Investmentfonds, aber keine Geldmarktfonds.
22. Bei Fonds, die gemäß Investment Company Act von 1940 in der jeweils gültigen Fassung (Gesetz von 1940) registriert und keine Geldmarktfonds gemäß Rule 2a-7 sind, ist eine Aussetzung der Rücknahme nur dann zulässig, wenn der Handel an der New Yorker Börse eingestellt oder eingeschränkt ist oder wenn andere im Gesetz von 1940 beschriebene Notsituationen vorliegen. Ist ein US-Investmentfonds nicht in der Lage, Rücknahmen innerhalb der im Prospekt beschriebenen Frist durchzuführen, muss er bei der SEC eine Stop Order beantragen, die ihm die Aussetzung von Rücknahmen erlaubt. Die verschiedenen Möglichkeiten der Rücknahmebeschränkung und -aussetzung haben wir in unserem ViewPoint Fund Structures as Systemic Risk Mitigants beschrieben. Dieser ist verfügbar unter <https://www.blackrock.com/corporate/en-fi/literature/whitepaper/viewpoint-fund-structures-as-systemic-risk-mitigants-september-2014.pdf>.
23. Seitdem enthält das Discussion Paper DP 17/01 der britischen FCA (Financial Conduct Authority) zu illiquiden Vermögenswerten und offenen Immobilienfonds einen Leitfaden zur Aussetzung des Handels mit Fondsanteilen sowie Empfehlungen zur Verwendung von Tools zur Liquiditätssteuerung und besseren Information von Anlegern <https://www.fca.org.uk/publication/discussion/dp17-01.pdf>.
24. US-Finanzministerium, Report on Asset Management and Insurance Regulation.
25. Mit Blick auf die marktbasierende Finanzierung geben manche zu bedenken, dass Nichtbanken in guten Zeiten Kapital bereitstellen können, dies aber in Stresssituationen einstellen. Mit anderen Worten, im Gegensatz zu traditionellen Banken oder Broker-Dealern sind Nichtbanken nicht verpflichtet, den Markt zu stützen. Neue Regelungen nach der Finanzkrise haben zu einer Änderung der traditionellen Broker-Dealer-Modelle beigetragen, sodass dies zum Problem werden könnte, weil es möglicherweise weniger Marktteilnehmer gibt, die den Markt in einer Krise stützen. Eine eingehendere Betrachtung dieser Debatte würde jedoch den Rahmen dieses Diskussionspapiers sprengen. Unseres Erachtens sollten sich die Bankenregulierer diesem Thema bei einer Überarbeitung der Bankenregulierung widmen und nicht im Zusammenhang mit einer Regulierung von Vermögensverwaltern oder Fonds. Keine wie auch immer geartete Regulierung wird Anleger, die nicht vom Zugang zu Einlagensicherung und Zentralbankgeld profitieren, dazu bewegen, die Märkte zu stützen, wenn dies nicht in ihrem Interesse ist. Vorschriften mit dem Ziel, Nichtbanken-Marktteilnehmer in die Haftung zu nehmen, werden nicht zu mehr Finanzstabilität, sondern nur dazu führen, dass sich Anleger von den Märkten zurückziehen. Dieser Debatte widmen wir uns in unserem ViewPoint, Macroprudential Policies in Asset Management, verfügbar unter <https://www.blackrock.com/corporate/en-us/literature/whitepaper/viewpoint-macroprudential-policies-and-asset-management-february-2017.pdf>.
26. Rede von Tobias Adrian
27. In einigen Jurisdiktionen müssen Vermögensverwalter, die Investmentfonds und/oder Einzelmandate verwalten, hierfür Eigenkapital vorhalten. Wir sehen regulatorisches Kapital bei Vermögensverwaltern als ein Standarderfordernis im Rahmen des Risikomanagements und weniger im Rahmen einer aufsichtlichen Regulierung, da dieses Kapital vorrangig dem Schutz der Kunden vor operativen Risiken dient. Bei Vermögensverwaltern dient regulatorisches Kapital nicht dem Schutz des Steuerzahlers vor übermäßiger Risikopräferenz, denn Vermögensverwalter haben weder Zugang zu Einlagensicherung noch zu Zentralbankgeld.
28. Näheres zum Geschäftsmodell von Vermögensverwaltern enthält der ViewPoint, BlackRock: Worldwide Leader in Asset and Risk Management, verfügbar unter <https://www.blackrock.com/corporate/en-us/literature/whitepaper/viewpoint-blackrock-worldwide-leader-in-asset-and-risk-management-nov-17.pdf>.
29. Siehe Short-Term Investment Funds, 77 Fed. Reg. 61229 (9. Okt. 2012). Im Gegensatz zu Vehikeln zur Wiederanlage von Barmitteln, deren Vorschriften als Reaktion auf während der Finanzkrise aufgekommene Bedenken überarbeitet wurden, erfolgte keine Überarbeitung der Vorschriften für STIFs, die in den USA bundesstaatlichen Gesetzen unterliegen.
30. IOSCO, Principles of Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes, Final Report (März. 2013), verfügbar unter <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD405.pdf> Seite 1.
31. In den USA begrenzen Vorschriften der SEC die Höhe des über eine Kreditaufnahme zulässigen Verschuldungsgrades in der Bilanz von in den USA registrierten Fonds. Kreditaufnahmen sind auf 33,3 Prozent des gesamten Fondsvermögens begrenzt, d. h. Fonds müssen eine Anlagendeckung von 300 Prozent aufweisen, das entspricht einem Gesamtvermögenslimit des 1,5-fachen des Nettovermögens. 15 U.S.C. § 80a-18(a)(1)(B). In Europa ist die kurzfristige Kreditaufnahme gemäß OGAW-Vorschriften auf 10 Prozent begrenzt.
32. Näheres zu den Liquiditätsprogrammen der Fed während der Finanzkrise unter: [https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_crisisresponse.htm](https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_crisisresponse.htm).
33. US-Finanzministerium, Treasury Announces Temporary Guarantee Program for Money Market Funds (6. Sep. 2008), verfügbar unter <https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/hp1161.aspx>.
34. Siehe Money Market Fund Reform; Amendments to Form PF, 79 Fed. Reg. 47735 (14. Aug. 2014); Money Market Fund Reform, 75 Fed. Reg. 10060 (4. März. 2010).



## Endnoten

35. Siehe ESMA Guidelines on ETFs and other UCITS issues, ESMA /2014/937EN (1. Aug. 2014), Kapitel X und XII, verfügbar unter [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-2014-0011-01-00\\_en\\_0.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-2014-0011-01-00_en_0.pdf); Official Journal of the European Union, Regulation 2017/1131 of the European Parliament and of the Council on Money Market Funds (14. Jun. 2017), verfügbar unter <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017R1131&from=EN>.
36. IOSCO, Update to the IOSCO Peer Review of Regulation of Money Market Funds (Nov. 2017), verfügbar unter <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/ioscopd583.pdf> auf Seite 5.
37. FSB, Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities (Jan. 2017) verfügbar unter: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/FSB-Policy-Recommendations-on-Asset-Management-Structural-Vulnerabilities.pdf> ("FSB Asset Management Vulnerabilities Recommendations").
38. Siehe z. B. Gillian Tett, „Why ETFs Give an Uneasy Sense of Déjà Vu“, Financial Times (5. Mai 2011), verfügbar unter <https://www.ft.com/content/d7558992-7730-11e0-aed6-00144feabdc0>; Courtney Comstock, „Three Reasons People Think ETFs are the New CDOs“, Business Insider (19. Sep. 2011), verfügbar unter <http://www.businessinsider.com/etfs-the-new-cdos-2011>.
39. Siehe z. B. ViewPoint, A Primer on ETF Primary Trading and the Role of Authorized Participants (März. 2017), verfügbar unter <https://www.blackrock.com/corporate/en-at/literature/whitepaper/viewpoint-etf-primary-trading-role-of-authorized-participants-march-2017.pdf>.
40. Alternative Investmentfonds (AIFs) unterliegen verschärften Reportingpflichten, wenn ihre Verpflichtungen 300 Prozent des Nettoinventarwerts übersteigen.
41. Siehe FSB Asset Management Vulnerabilities Recommendations, Recommendations 10-12.
42. Der hoch verschuldete und 1998 in finanzielle Schieflage geratene Hedgefonds Long-Term Capital Management (LTCM) wird häufig als Paradebeispiel für staatliche Unterstützung für einen Hedgefonds angeführt. Nach diesem Vorfall wurden die Gründe und Entwicklungen im Vorfeld der staatlichen Rettung genau analysiert. Darauf aufbauend wurde eine Reihe von Empfehlungen erarbeitet, um die Bedenken im Zusammenhang mit diesem Ereignis zu adressieren. Siehe Report of The President's Working Group on Financial Markets, „Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management“, (Apr. 1999). Dieser Vorfall verdeutlicht die zentrale Rolle von Banken- und Wertpapieraufsicht bei der Eindämmung von Finanzstabilitätsrisiken. Die Wertpapieraufsicht muss für angemessene Risikomanagementstandards sorgen und Daten sammeln, um das Entstehen von Risiken im System zu erkennen. Mit geeigneten Maßnahmen zur Steuerung des Kontrahentenrisikos und mit Kapitalstandards muss die Bankenaufsicht verhindern, dass Banken zu hohe Positionen bei einem Kontrahenten aufbauen.
43. GAO, Financial Markets Regulation: Financial Crisis Highlights Need to Improve Oversight of Leverage at Financial Institutions and across system, (Jul. 2009), verfügbar unter <https://www.gao.gov/new.items/d09739.pdf>, Abbildung 4.
44. Bailey et. al. 2015
45. Daniel M. Covitz, Nellie Liang, and Gustavo A. Suarez, „The Evolution of a Financial Crisis: Panic in the Asset-Backed Commercial Paper Market“, Finance and Economics Discussion Series, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board (2009), verfügbar unter <https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2009/200936/200936pap.pdf>.
46. Siehe Citi Annual Report 2008 auf Seite 11; Moody's Lowers Citigroup's Ratings (snr to Aa3), Global Credit Research (13. Dez. 2007), verfügbar unter [https://www.moodys.com/research/Moodys-lowers-Citigroups-ratings-snr-to-Aa3--PR\\_146217](https://www.moodys.com/research/Moodys-lowers-Citigroups-ratings-snr-to-Aa3--PR_146217).
47. Rede von Tobias Adrian.
48. Dies sind die neusten vom FSB veröffentlichten Daten.

## Weiterführende Beiträge

*ViewPoint* – [A Primer on ETF Primary Trading and the Role of Authorized Participants](#) (März 2017)

*ViewPoint* – [Macroprudential Policies and Asset Management](#) (Februar 2017)

*ViewPoint* – [Securities Lending: The Facts](#) (Mai 2015)

### Weitere Informationen

Zugang zu unseren gesamten Public-Policy-Kommentaren, einschließlich ViewPoints und schriftlichen Stellungnahmen an Regulierer, erhalten Sie unter [www.blackrock.com/publicpolicy](http://www.blackrock.com/publicpolicy).

---

### Risiken

Dieses Dokument enthält lediglich allgemeine Informationen und dient nicht als allgemeiner oder spezifischer Anlage- oder professioneller Rat. BlackRock hat nicht geprüft, wie geeignet ein Investment für Ihre speziellen Bedürfnisse und Risikotoleranz ist. Vergangene Wertentwicklung, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung und sollten bei der Auswahl eines Produkts nicht als alleiniges Kriterium herangezogen werden. Sowohl die Höhe der Steuer als auch ihre Berechnungsgrundlage können sich in der Zukunft ändern, beide sind außerdem abhängig von den persönlichen Verhältnissen des Anlegers.

### Informationen

Dieses Dokument „ViewPoint“ ist Teil einer entsprechenden Serie von Veröffentlichungen von BlackRock. Es darf weder als verlässliche Prognose noch als Finanzanalyse oder Anlageberatung verstanden werden. Weder stellt es eine Empfehlung, ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar noch ist es als Basis für die Übernahme einer speziellen Anlagestrategie zu betrachten. Die geäußerten Meinungen datieren vom März 2017 und unterliegen möglicherweise Änderungen, sollten zugrunde liegende Umstände sich ändern. Die Informationen und Meinungen in diesem Dokument stammen sowohl aus eigenen als auch externen Quellen, die von BlackRock als verlässlich eingestuft werden, sind aber jedoch nicht unbedingt vollständig mit der Folge, dass ihre Richtigkeit nicht garantiert wird. Daraus kann auch keine Gewähr oder Verantwortung für Fehler oder Versäumnisse (einschließlich Fahrlässigkeit gegenüber natürlichen oder juristischen Personen) gegenüber BlackRock, seinen Angestellten, Mitarbeiter oder Vertriebspartnern abgeleitet werden.

Dieses Dokument enthält zukunftsgerichtete Aussagen. Diese zukunftsgerichteten Aussagen schließen bspw. Schätzungen, Projizierungen, Ansichten, Modelle und hypothetische Darstellungen ein. Die hier dargelegten zukunftsgerichteten Aussagen stellen die Beurteilung zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Materials dar. Gegenstand derartiger Aussagen sind wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben könnten. Tatsächliche Ergebnisse können daher möglicherweise wesentlich von den hier enthaltenen Ergebnissen abweichen. BlackRock gibt keine Stellungnahme ab und leistet keine Gewähr hinsichtlich der Angemessenheit oder Vollständigkeit dieser zukunftsgerichteten Erklärungen oder anderer, hier enthaltener, Wenn sich der Leser auf die Informationen in diesem Dokument verlässt, liegt das in seinem eigenen Ermessen.

In der EU herausgegeben von BlackRock Investment Management (UK) Ltd. (zugelassen und beaufsichtigt durch die Financial Conduct Authority), eingetragener Geschäftssitz: 12 Throgmorton Avenue, London, EC2N 2DL, Registernummer in England: 2020394, Tel.: +44 207 743 3000. Zu Ihrer Sicherheit können Telefongespräche aufgezeichnet werden. Die deutsche Übersetzung wird zur Verfügung gestellt von der BlackRock Investment Management (UK) Limited, German Branch, Frankfurt am Main, Bockenheimer Landstraße 2 – 4, 60306 Frankfurt am Main. Dieses Dokument enthält lediglich allgemeine Informationen und dient nicht als allgemeiner oder spezifischer Anlage- oder professioneller Rat. BlackRock hat nicht geprüft, wie geeignet ein Investment für Ihre speziellen Bedürfnisse und Risikotoleranz ist. Vergangene Wertentwicklung, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung und sollten bei der Auswahl eines Produkts nicht als alleiniges Kriterium herangezogen werden. Sowohl die Höhe der Steuer als auch ihre Berechnungsgrundlage können sich in der Zukunft ändern, beide sind außerdem abhängig von den persönlichen Verhältnissen des Anlegers.

WEITERE INFORMATIONEN: [www.blackrockinvestments.de](http://www.blackrockinvestments.de)

©2018 BlackRock, Inc. Sämtliche Rechte vorbehalten. iSHARES und BLACKROCK sind Handelsnamen von BlackRock.

Alle anderen Marken sind Eigentum ihrer jeweiligen Rechteinhaber.

**BLACKROCK®**

GR0318G-437689-1393106