

**Stellungnahme des Netzwerks Steuergerechtigkeit (Tax Justice Network)
zur öffentlichen Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestags
am 13. März 2013
zum „Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die
Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Umsetzungsgesetz)“**

Vorbemerkung

Diese kurze Stellungnahme beschränkt sich auf einen Aspekt des vorliegenden Gesetzentwurfs, nämlich die alternativen Investmentfonds, weil hier weil hier das Tax Justice Network über die größte Expertise verfügt.

Es ist uns dabei bewusst, dass das Umsetzungsgesetz zur AIFM-Richtlinie vor allem aufgrund der schwachen Vorgaben der EU zu kurz greift, doch sollte dies den Gesetzgeber nicht daran hindern, über die Richtlinie hinaus wirkungsvolle Maßnahmen zu ergreifen, für die im Folgenden einige Vorschläge gemacht werden.

I. Zum Problem der alternativen Investmentfonds (insbesondere Hedgefonds)

Künftig soll es keine regulierungsfreien Räume (Steueroasen) oder Akteure (insbesondere Schattenbanken) mehr geben – das war die Lehre, die der G20-Gipfel in London 2009 aus der Finanzkrise zog. Die AIFM-Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (2011/161/EU) stellt den Versuch dar, eines der beiden Probleme anzugehen, indem es alternative Investmentfonds bzw. zumindest deren Verwalter einer gewissen Regulierung unterwirft. Da dabei jedoch das andere, damit in engem Zusammenhang stehende Problem der Steueroasen außen vor gelassen wird, wird das Vorhaben nach Überzeugung des Tax Justice Network letztlich nicht zum gewünschten Erfolg führen, die systemischen Risiken zu vermindern.

Das zeigt sich schon allein daran, dass die Fonds selbst gar nicht Ziel der Regulierung sind und es auch nicht sein können, weil gerade die in höchst riskanten Anlagefeldern aktiven Hedgefonds in fast allen Fällen in Steuer- bzw. Regulierungs-oasen ansässig sind. Einige statistische Angaben verdeutlichen dies:

- In Deutschland verfügten 2011 ausweislich der Kapitalmarktstatistik der Deutschen Bundesbank 18 Hedgefonds und sieben Dachhedgefonds zusammen über ein Fondsvermögen von 1,38 Milliarden Euro.¹
- In der EU gab es nach Angaben der BaFin zur gleichen Zeit 1181 Fonds mit einem verwalteten Vermögen von 88,64 Milliarden Euro.²

¹ Aus einer Antwort der Bundesregierung auf eine Kleine Anfrage der FDP vom 25.1.2012, DOK 2012/0100379

- Dem steht die Zahl von rund 9500 Hedgefonds weltweit gegenüber, die nach Angaben der Branchenorganisation TheCityUK 2010 zusammen über ein verwaltetes Vermögen von 1,92 Bio. US-Dollar verfügten.³ Noch höher liegt die Schätzung der New Yorker Beratungsfirma Pertrac, der zufolge die Zahl der Einzelmanager-Hedge-Fonds 2010 weltweit um zwölf Prozent auf 16.328 gestiegen ist.⁴

An diesen Zahlen lässt sich unschwer erkennen, dass eine bessere direkte Regulierung auf nationaler Ebene und selbst auf Ebene der EU zumindest im Fall der Hedgefonds keinen nennenswerten Unterschied macht. Den o.g. Zahlen zufolge sind nur zwischen sieben und zwölf Prozent aller Hedgefonds in der EU registriert, während sich der große Rest offshore angesiedelt hat, insbesondere auf den Kaimaninseln (37%) und in Delaware (27%).⁵

Die bislang völlig unregulierten und meist außerhalb des Zugriffs von Aufsichtsbehörden stattfindenden Aktivitäten von Hedgefonds stellen für die internationale Finanzarchitektur ein hohes Risiko dar, wie bereits der Zusammenbruch des LTCM-Fonds 1998 zeigte. LTCM hatte seine Zentrale offiziell im US-Bundesstaat Connecticut, doch der Unternehmenssitz war in der Steuer- und Regulierungs-oase Delaware, während der eigentliche Fonds, Long Term Capital Portfolio LP, auf den Kaimaninseln eingetragen war. Auch die beiden Hedgefonds der US-Investmentbank Bear Stearns, deren Zahlungsunfähigkeit im Juli 2007 den Beginn der aktuellen Finanzkrise markierte, waren auf den Kaimaninseln registriert.

Nicht nur der schiere Umfang der in diesem Schattenbankbereich verwalteten Vermögen macht deutlich, wie wichtig eine umfassende Regulierung ist. Ähnlich wie bei Banken scheinen überdies bei den Hedgefonds einige eine systembedrohliche Größe zu erreichen: 70% des Vermögens verteilen sich laut TheCityUK auf nur 100 Hedgefonds, also auf ein Prozent. Die durchschnittliche Leverage (Fremdkapital im Verhältnis zu Nettovermögenswerten) beträgt bei britischen Hedgefonds 400 Prozent. Im Zuge der Finanzkrise wurde offensichtlich, dass Hedgefonds und andere Schattenbanken insbesondere durch ihre Verbindung zu systemrelevanten regulären Banken die Stabilität des globalen Finanzsystems unterminieren.

II. Zu den Schwächen der AIFM-Richtlinie

Da die EU und ihre Mitgliedsstaaten keinen Einfluss auf die Aufsichts- und Regulierungsbedingungen in Steueroasen haben, richtet sich die AIFM-Richtlinie notgedrungen an die meist nicht in der Karibik und in anderen Steueroasen außerhalb der Reichweite der europäischen Behörden, sondern weitaus häufiger in London ansässigen Fondsmanager. Diese sollen künftig gewissen Auflagen unterworfen werden, die jedoch nach Ansicht des Tax Justice Network nicht weit genug gehen.

- Beschränkung auf große Fonds: So sind von der künftigen Zulassungspflicht nur die Verwalter von alternativen Investmentfonds mit einem Portfolio über 100 Mio. Euro betroffen, wobei für Fonds, die kein Fremdkapital aufnehmen, sogar eine Grenze von 500 Mio. Euro gilt. Diese Grenzen erscheinen nicht logisch begründbar. Andere Branchen, bei denen es ebenfalls um eine Abwendung von Risiken von der Bevölkerung geht, wie z.B. Lebensmittelbetriebe profitieren bei der Zulassungspflicht mit gutem Grund nicht von solchen Grenzen. An dieser Stelle empfiehlt sich ein Blick auf den Dodd-Frank Act in den USA, der der Börsenaufsicht SEC zumindest Spielraum für eine spätere Verschärfung der Auflagen gibt, z.B. bezüglich der Ausweitung auf kleinere Hedgefonds.
- Unzureichende Eigenkapitalanforderungen: Um die Zulassung zu erhalten, müssen sich die betroffenen Verwalter gewissen Anforderungen etwa in Bezug auf liquide bzw. kurz-

² ibid.

³ www.thecityuk.com

⁴ Handelsblatt: Banker flüchten in Hedge-Fonds, 9.5.2011

⁵ Angaben nach TheCityUK

fristig zu mobilisierende Eigenmittel unterwerfen. Diese sind jedoch unzureichend. Von der Richtlinie vorgeschrieben sind im Grundsatz Mittel in Höhe von einem Viertel der Gemeinkosten sowie bei einem verwalteten Vermögen von mehr als 250 Mio. € zusätzlich 0,02 Prozent der über diesen Betrag hinausgehenden Summe – jedoch nur bis zu einem Limit von 10 Mio. Euro. Zum Vergleich: Das verwaltete Vermögen von Paulson & Co. betrug 2012 umgerechnet rund 18 Mrd. Euro, bei der Man Group waren es 42 Mrd. Euro und beim Marktführer Bridgewater Associates 60 Mrd. Euro.⁶ Das vorgeschriebene Eigenkapital würde bei diesen großen Fonds somit gerade einmal 0,02 bis 0,06 Prozent des Fondsvermögens ausmachen.

Vollkommen unverständlich ist, warum die Auflagen der AIFM-Richtlinie derart weit hinter den Eigenkapitalanforderungen an die Banken zurückbleiben (8 Prozent schon laut Basel II). Die Richtlinie steht dadurch im Widerspruch zu allen Bemühungen, den Schattenbanksektor einer dem regulären Banksektor entsprechenden Regulierung zu unterwerfen. Solange für Schattenbanken großzügigere Regeln gelten als für reguläre Banken, stellt dies nachgerade eine Einladung zur Regulierungsarbitrage dar – eine Erfahrung die die USA nach der Verabschiedung des Dodd-Frank Acts bereits machen konnten, wo Banken auf die angedrohte strengere Regulierung etwa in Bezug auf Eigengeschäfte mit der Auslagerung von Geschäften insbesondere in weniger stringent regulierte Hedgefonds begannen.

- Keine Einschränkung riskanter Geschäftsmodelle: Eine grundlegende Schwäche der Richtlinie und ihrer geplanten Umsetzung in deutsches Recht ist darüber hinaus, dass sie den Fondsverwaltern zwar etwas mehr Transparenz abverlangt, aber ansonsten ihr Geschäftsmodell, das auf hoher Verschuldung (Leverage) und hochspekulativen Anlagen basiert, weitestgehend unangetastet lässt, statt die Leverage drastisch zu beschränken und Derivate und anderen komplexe Finanzinstrumente, die von den personell oft mäßig ausgestatteten Aufsichtsbehörden nicht immer zeitnah bewertet werden können, einer Zulassungspflicht zu unterwerfen (Stichwort Finanz-TÜV).
- Ausnahmen für Länder mit schwächerer Regulierung: Ein weiteres Problem sind die Konzessionen, die Großbritannien gemacht wurden, da die die meisten in Europa aktiven Hedgefonds meist von London und nicht etwa Frankfurt aus gemanagt werden. Noch mindestens bis 2018 genügt laut Richtlinie die Zulassung durch eine nationale Behörde, um in der ganzen EU tätig zu werden – also auch durch die gegenüber Hedgefonds als großzügig bekannten britischen Behörden oder die Behörden in Irland, die zumindest in der Vergangenheit damit warben, jeden Fonds schon am nächsten Arbeitstag zuzulassen, wenn die Unterlagen bis 15 Uhr eingereicht werden.⁷

III. Zu den Regulierungsalternativen

Die G20 hat im Prinzip die richtigen Weichen gestellt: keine regulierungsfreien Räume und Akteure mehr und speziell die Regulierung des Schattenbanksektors, zu dem die Hedgefonds an vorderster Front zählen. Um Regulierungsarbitrage zu vermeiden, muss die Devise gelten: gleiche Regeln für gleiches Geschäft. Dieselben Anforderungen in Bezug auf Offenlegung, Risikomanagement, Liquidität und Eigenkapital sowie auf eine geordnete Abwicklung im Insolvenzfall, die für den regulären Sektor gelten (und die, am Rande bemerkt, auch im regulären Sektor noch verschärft werden sollten), müssen für sämtliche Aktivitäten, Produkte und Akteure auf den Finanzmärkten Geltung besitzen.

Damit sich die Akteure sich nicht in regulierungsfreien Räume weitgehend in Sicherheit bringen können, muss auch das Vorgehen gegen die Steuer- und Regulierungsosen verschärft werden. Die Rolle solcher Verdunkelungsosen wird beispielhaft illustriert durch den Fall der

⁶ Angaben nach www.relbanks.com

⁷ Financial Times: Europe stocks shoppers' must-haves, Special Report Fund Markets, 7.4.2008

K1-Hedgefonds, deren Manager Helmut Kiener sowohl Großbanken als auch Kleinanleger um mehr als 300 Mio. US-\$ gebracht haben dürfte.⁸ Dass er so lange die Aufsichtsbehörden an der Nase herumführen konnte, wäre zweifellos nicht möglich gewesen, hätte er seine Fonds nicht auf den Britischen Jungferninseln angesiedelt und seine Geschäfte ansonsten über die Schweiz, Liechtenstein, Monaco und andere Finanzplätze abgewickelt, die alle ganz oben auf dem Financial Secrecy Index des Tax Justice Network erscheinen. Ob die Umsetzung der AIFM-Richtlinie die Aufseher besser in die Lage versetzt hätten, die K1-Machenschaften zu durchblicken, darf als fraglich gelten, eben weil die Geschäfte über so viele von den Aufsehern nicht einsehbare Steueroasen liefen.

Aus diesen Prämissen lassen sich einige konkrete Forderungen ableiten, ohne die eine Regulierung von Hedgefonds und anderen alternativen Investmentfonds ein zahnlöser Tiger bleibt:

- Austrocknen der Schattenfinanzplätze: Der entscheidendste Schritt zur Regulierung des Schattenbanksektors einschließlich der Hedgefonds ist, die Regulierungs-oasen auszutrocknen. Da es sich dabei stets gleichzeitig auch um Steueroasen handelt, sind auch die anzuwendenden Mittel dieselben, so z.B.
 - Abschlagsteuern auf Dividenden-, Zins- und sonstige Gewinnübertragungen aus Steueroasen sowie auf alle Überweisungen in Steueroasen,
 - kein steuerlicher Abzug von Betriebskosten für in Steueroasen erbrachte Leistungen,
 - Ergänzung aller Doppelbesteuerungsabkommen um einen automatischen Informationsaustausch in Steuerangelegenheiten und Kündigung der Abkommen mit nicht kooperationswilligen Steueroasen sowie
 - Entzug der Banklizenz für alle Banken, die Niederlassungen in Steueroasen weiterbetreiben.⁹
- Indirekte Regulierung: Solange das Austrocknen der Schattenfinanzplätze noch nicht gelungen ist, ist eine indirekte Regulierung das zweitbeste Mittel, d.h. die Aufstellung von Regeln – etwa in Bezug auf Konsolidierung und Eigenkapital – für die Geschäfte von Banken mit Schattenbanken wie Hedgefonds. So hat sich auch die Issing-Kommission zu Recht für eine schärfere indirekte Regulierung der Beziehungen zwischen Banken und Schattenbanken ausgesprochen.¹⁰ Demnach sollen Banken nur mit solchen Finanzfirmen in eine Geschäftsbeziehung treten dürfen, die sich selbst einer Mindestregulierung unterwerfen, die nicht schwächer ist als die für die Banken selbst geltende Regulierung.
- Banklizenzen für Nichtbanken mit entsprechenden Eigenkapitalanforderungen: Eine Empfehlung des US-Regierungsberaters zu Finanzmarktregulierung Paul Volcker für den Umgang mit Geldmarktfonds lässt sich auch auf Hedgefonds anwenden: Alle Fonds, die (wie Geld-, aber eben auch Hedgefonds) bankähnliche Dienstleistungen anbieten, sollen sich auch als Banken registrieren müssen, inklusive der damit einhergehenden Eigenkapitalpflichten. Derartige Eigenkapitalanforderungen wären auch auf europäischer Ebene unbedingt sinnvoll, nicht zuletzt weil sie zu einem für die Systemstabilisierung nützlichen Deleveraging führen würden.

⁸ Spiegel online: Geprellte Anleger: Millionenbetrüger Kiener muss elf Jahre ins Gefängnis, 22.7.2011

⁹ S. auch die Stellungnahme des Tax Justice Network zur öffentlichen Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestags zur Frage der Bekämpfung der Steuerhinterziehung am 7. Juli 2010, http://www.bundestag.de/bundestag/ausschuesse17/a07/anhoerungen/2010/024/Stellungnahmen/28_Tax_Justice_Network.pdf

¹⁰ Expertenkommission „Neue Finanzmarktarchitektur“: Bericht der Issing-Kommission vor dem G20-Gipfel in Cannes, 01.11.2011

- Internationales Kreditregister Die für ein effizientes Frühwarnsystem über die im Regulierungsschatten schlummernden Risiken erforderlichen Daten könnten unter anderem durch eine globale Finanzdatenbank verfügbar gemacht werden, für deren Schaffung sich die Bundesregierung stark machen sollte. Diese Idee wurde bereits im Jahr 2000 vom FSF speziell in Hinsicht auf die Berichtspflichten von Hedgefonds in die Diskussion eingebracht. Für ein globales Kreditregister hat sich der Sachverständigenrat auch in seinem Jahresgutachten 2007/08 ausgesprochen.

Ein gutes Beispiel für die mögliche Ausgestaltung eines solchen internationalen Kreditregisters bietet bereits heute der § 14 des deutschen KWG, der alle Kreditinstitute mit Sitz in Deutschland, einschließlich ihrer Zweigstellen und Tochtergesellschaften im Ausland, sowie alle Zweigstellen ausländischer Kreditinstitute in Deutschland vierteljährlich zur Meldung über in- und ausländische Kredite über 1,5 Mio. Euro verpflichtet. Die Anzeigepflicht gilt auch für kurzfristige Interbankenkredite, verbrieft Forderungen und bestimmte derivative Geschäfte. Diese Pflichten sollten auch auf Schattenbanken wie Hedgefonds ausgeweitet werden.