

Gliederungsübersicht

1. KAPITEL: EINFÜHRUNG	1
A. EINLEITUNG	1
B. GANG DER UNTERSUCHUNG	3
2. KAPITEL: DIE SYSTEMRISIKEN IM FINANZSYSTEM.....	5
A. BEGRIFFSBESTIMMUNG ANHAND DER FINANZWIRTSCHAFTLICHEN LITERATUR.....	5
B. BEGRIFFSBESTIMMUNG ANHAND DER KLASSISCHEN AUSLEGUNGSMETHODEN	6
C. BANK PANICS ALS DIE KLASSISCHEN BEISPIELE FÜR DIE SYSTEMRISIKEN IM FINANZSYSTEM	14
D. EINBEZUG DER SCHATTENBANKEN	27
E. KONKRETISIERUNG DER BEGRIFFSBESTIMMUNG	66
3. KAPITEL: BEITRAG DER ALTERNATIVEN INVESTMENTFONDS ZU DEN SYSTEMRISIKEN.....	71
A. DIE HEDGEFONDS UND DIE GELDMARKTFONDS	71
B. MÖGLICHE BEITRÄGE DER AIF ZU DEN SYSTEMRISIKEN	93
4. KAPITEL: REGULIERUNG DER SYSTEMRISIKEN	115
A. REGULIERUNGSTHEORIE	115
B. REGULIERUNGSANSATZ DER AIFM-RICHTLINIE	120
5. KAPITEL: ANALYSE DER AIFM-RICHTLINIE	133
A. ANWENDUNGSBEREICH DER AIFM-RiLi	133
B. RISIKOMANAGEMENT	164
C. LIQUIDITÄTSMANAGEMENT.....	212
D. INFORMATIONSPFLICHTEN GEGENÜBER DEN ZUSTÄNDIGEN BEHÖRDEN...	245
E. BEFUGNISSE DER ZUSTÄNDIGEN AUFSICHTSBEHÖRDEN	297
6. KAPITEL: ABSCHLIEßENDE BEWERTUNG	313
A. DER BEGRIFF DER SYSTEMRISIKEN	313
B. BEITRAG DER HEDGEFONDS UND GELDMARKTFONDS ZU DEN SYSTEMRISIKEN	314
C. REGULATORISCHE RECHTFERTIGUNG FÜR EINE REGULIERUNG.....	315
D. SYSTEMISCHE ANALYSE DER AIFM-RICHTLINIE	316

1. KAPITEL: EINFÜHRUNG	1
A. EINLEITUNG	1
B. GANG DER UNTERSUCHUNG	3
2. KAPITEL: DIE SYSTEMRISIKEN IM FINANZSYSTEM.....	5
A. BEGRIFFSBESTIMMUNG ANHAND DER FINANZWIRTSCHAFTLICHEN LITERATUR.....	5
B. BEGRIFFSBESTIMMUNG ANHAND DER KLASSISCHEN AUSLEGUNGSMETHODEN	6
I. Grammatikalische Auslegung	6
II. Begriffsverständnis des deutschen und des europäischen Gesetzgebers...	7
1. Europäische Vorgaben	7
2. Finanzsystem und Realwirtschaft	8
a. Zwecksetzung der Analyse der systemischen Risiken	8
b. Ausgangsposition bei der Erörterung des Wirkungszusammenhangs zwischen finanzieller und realwirtschaftlicher Ebene	9
c. Zwischenergebnis	12
3. Störung im Finanzsystem und schwerwiegende negative Auswirkungen für das Finanzsystem	12
4. Keine eigene Definition im KAGB und in der AIFM-RiLi.....	13
III. Systematische Auslegung	13
IV. Zwischenergebnis	13
C. BANK PANICS ALS DIE KLASSISCHEN BEISPIELE FÜR DIE SYSTEMRISIKEN IM FINANZSYSTEM	14
I. Die asymmetrische Informationsverteilung im Finanzsystem	14
1. Die Informationsasymmetrie vor dem Vertragsschluss.....	14
2. Die Informationsasymmetrie nach dem Vertragsschluss.....	17
II. Die Ursachen eines Bank-Runs	18
1. Die Liquiditätsrisiken der Finanzinstitute.....	19
a. Ursachen der Liquiditätsrisiken.....	19
b. Möglichkeiten zur Steuerung der Liquiditätsrisiken	19
c. Einschränkungen der Steuerungsmöglichkeiten.....	20
aa. Begrenzung des Zentralbankgelds	20

bb. Keine fristenkongruente Refinanzierung	21
cc. Abhängigkeiten bei der externen Kapitalaufnahme	21
2. Sequentielle Rückzahlung der Einlagen	21
3. Auftreten eines Bank-Runs	22
III. Vom Bank-Run zur Bank-Panic	22
IV. Maßnahmen zur Verhinderung von Bank-Runs/Bank-Panics	25
V. Unzureichende Regulierung	26
D. EINBEZUG DER SCHATTENBANKEN	27
I. Das Schattenbankensystem	27
1. Der Begriff der Schattenbanken	27
2. Die Funktionen der Schattenbanken im Finanzsystem	29
a. Bedarf an kurzfristigen liquiden Vermögensgegenständen	30
b. Deckung des Bedarfs an kurzfristigen liquiden Vermögensgegenständen	33
aa. Erwerb von Geldmarktfondsanteilen	33
bb. Verbriefung	34
cc. Wertpapierfinanzierungsgeschäfte	36
(1) Die Repo-Geschäfte	36
(2) Margin Lending	40
(3) Securities Lending	43
c. Rolle der Prime Broker	44
d. Liquiditäts- und Fristentransformation	47
II. Auswirkungen des Schattenbankensystems auf die Systemstabilität ...	50
1. Erhöhte Gefahr eines Bank-Runs	50
a. Diversifizierung der Kapitalgeberbasis	50
b. Anfälligkeit für eine Verschlechterung der Refinanzierungsbedingungen	52
2. Ausbreitung zur Bank-Panic	52
a. Vertrags- und Informationsansteckungskanal	53
b. Marktansteckungskanal	53
aa. Funding Liquidity	53
bb. Market liquidity	54
cc. Ansteckungsspiralen	57
(1) Die Verlust-Spirale	57
(2) Die Haircut-Spirale	58
(3) Die Refinanzierungs-Spirale	59

(4) Die Preis-Spirale	60
dd. Herbeiführung einer Bank-Panic über den Marktansteckungskanal	62
3. Unzureichende Regulierung und unzureichende Analysetools	63
E. KONKRETISIERUNG DER BEGRIFFSBESTIMMUNG	66
I. Anfängliches Ereignis und dessen Symptome	66
II. Ansteckungsmechanismen und deren Konsequenzen	67
III. Grundformen der Ansteckungsmechanismen	67
IV. Systemimmanente Fehler	68
V. Schwerwiegende negative Beeinträchtigung der Funktionsfähigkeit des Finanzsystems	68

3. KAPITEL: BEITRAG DER ALTERNATIVEN

INVESTMENTFONDS ZU DEN SYSTEMRISIKEN.....	71
A. DIE HEDGEFONDS UND DIE GELDMARKTFONDS	71
I. Geschäftstätigkeit und Nutzen	71
1. Hedgefonds	72
a. Investitionen in illiquide Vermögensgegenstände	72
b. Erhöhung der Marktliquidität	73
c. Refinanzierungsquelle	73
d. Volumina	74
2. Geldmarktfonds	74
a. Refinanzierungs- und Überwachungsfunktion	75
b. Anlagefunktion	76
c. Volumina	76
II. Refinanzierung	76
1. Hedgefonds	77
a. Leverageeffekt im Rahmen der Margin-Finanzierung	78
b. Eigenkapital und Haircut Rate als Determinanten des maximal möglichen Leveragegrads	78
2. Geldmarktfonds	81
III. Risiken	82
1. Das Marktrisiko	82
2. Das Marktliquiditätsrisiko	84
3. Das Liquiditätsrisiko	85
a. Liquiditätsrisiken der Hedgefonds	85
aa. Außerplanmäßige Zahlungsverpflichtungen	85

bb. Realsierung der Liquiditätsrisiken	87
(1) Ausmaß der Fristentransformation	87
(2) Leveragegrad	87
(3) Ausmaß der Liquiditätstransformation	89
b. Liquiditätsrisiken der Geldmarktfonds	90
B. MÖGLICHE BEITRÄGE DER AIF ZU DEN SYSTEMRISIKEN	93
I. Empirische Belege	93
1. Empirische Erkenntnisse zum Vertragsansteckungs- und Informationsansteckungskanal	94
a. Einordnung in das Konzept der systemischen Risiken	94
b. Empirische Nachweise	95
2. Empirische Erkenntnisse zum Marktansteckungskanal	99
a. Einordnung in das Konzept der systemischen Risiken	100
b. Empirische Nachweise	102
aa. Notwendigkeit einer vorfälligen Veräußerung	102
(1) Kapitalabzug der Investoren	102
(2) Verschlechterung der Refinanzierungsbedingungen	103
bb. Fire sale discounts	104
c. Fazit	108
3. Geldmarktfonds	108
a. Einschränkung der Fremdkapitalbereitstellung	108
b. Verkauf	110
II. Sichtweise der Regulierungsinstanzen	111
III. Fazit	113
4. KAPITEL: REGULIERUNG DER SYSTEMRISIKEN	115
A. REGULIERUNGSTHEORIE	115
I. Rechtfertigung der Regulierung	116
1. Normative Regulierungstheorie	116
a. Wohlfahrtsökonomische Theorie	116
b. Neo-institutionalistische Theorie	117
2. Positive Regulierungstheorie	118
3. Rechtswissenschaftliche Regulierungstheorie	119
II. Regulierungsinstrumente	119
B. REGULIERUNGSANSATZ DER AIFM-RICHTLINIE	120
I. Zielsetzungen der AIFM-RiLi	120
1. Risiken auf der Makroebene	121

2. Risiken auf der Mikroebene.....	122
3. Risiken im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen.....	122
4. Vier Zielsetzungen.....	123
II. Die Systemrisiken in der AIFM-RiLi.....	124
1. Verständnis des europäischen Gesetzgebers hinsichtlich der Systemrisiken.....	124
2. Umfang der Analyse – systemisch relevante Vorschriften in der AIFM-Richtlinie.....	126
a. Vorschriften, die in die systemische Analyse einbezogen werden.....	127
b. Vorschriften, die im Rahmen der systemischen Analyse unberücksichtigt bleiben.....	128
5. KAPITEL: ANALYSE DER AIFM-RICHTLINIE	133
A. ANWENDUNGSBEREICH DER AIFM-RiLi	133
I. Systemische Bedeutung des Anwendungsbereichs.....	133
II. Bestimmung des Anwendungsbereichs.....	134
1. Anwendungsbereich der AIFM-RiLi.....	135
a. Verhältnis zwischen AIFM-RiLi und OGAW-RiLi.....	135
b. Konstitutive Merkmal für das Vorliegen eines Investmentfonds... 137	
aa. Konstitutive Kriterien des OGA.....	138
(1) Verfolgung eines Anlagezwecks	138
(2) Kapitalbündelung zur Erzielung einer Gemeinschaftsrendite.....	139
(3) Keine laufende Ermessens- bzw. Kontrollbefugnis	141
(4) Unterschied zum früheren Investmentgesetz.....	142
bb. Gemeinsame Kriterien.....	145
(1) Einsammlung von Kapital	146
(2) Anzahl von Anlegern	147
cc. OGAW-spezifische Kriterien.....	148
(1) Für gemeinsame Rechnung.....	148
(2) Die übrige OGAW-spezifischen Kriterien	149
dd. AIF-spezifische Kriterien.....	149
(1) Festgelegte Anlagestrategie	149
(2) Investition zum Nutzen der Anleger.....	153
2. Umsetzung durch den nationalen Gesetzgeber	154
3. Rückausnahmen vom Anwendungsbereich	157

III. Bewertung der Regelungen in systemischer Hinsicht.....	159
B. RISIKOMANAGEMENT.....	164
I. Systemische Bedeutung des Risikomanagements.....	164
II. Vorgaben in Art. 15 AIFM-RiLi.....	166
1. Der Begriff des Risikomanagements.....	166
2. Organisatorische Anforderungen.....	169
a. Festlegung einer Risikostrategie.....	169
aa. Beschreibung der theoretischen Risiken.....	169
bb. Risikolimits.....	170
(1) Der Begriff des Risikoprofils.....	170
(2) Risikodeckungspotential.....	172
(3) Keine Verpflichtung zur Einhaltung der Risikolimits.....	174
(a) Keine Verpflichtung gegenüber den Anlegern.....	174
(b) Keine Verpflichtung gegenüber den Behörden.....	175
(4) Begrenzung der Hebelfinanzierung.....	176
cc. Verfahren zur Risikoermittlung, Risikomessung,	
Risikoüberwachung und Risikosteuerung.....	182
dd. Zuständigkeitsverteilung.....	183
ee. Berichterstattung.....	183
ff. Schutzvorkehrungen gegen Interessenkonflikte.....	183
gg. Dokumentation, Anpassung und Kommunikation der	
Risikostrategie.....	184
b. Funktionale und hierarchische Trennung des	
Risikomanagements von den operativen Abteilungen.....	185
aa. Funktionale Trennung.....	185
(1) Verhältnismäßige Trennung zwischen Risikomanagement	
und Portfoliomanagement.....	186
(2) Keine Befreiung vom Trennungserfordernis.....	186
(3) Trennungserfordernis bis in die Geschäftsleitung.....	188
bb. Hierarchische Trennung.....	188
cc. Interne Revision.....	192
3. Das Risikocontrolling.....	193
a. Due Diligence Prozess.....	193
aa. Inhalt.....	194
bb. Anlass und Häufigkeit.....	196
cc. Intensität.....	197

b. Ermittlung der Einzelrisiken.....	198
aa. Auswirkungen auf die Gesamtrisiken	198
bb. Zu berücksichtigende Risiken	199
c. Vergleich der identifizierten Risiken mit der Größe, der Portfoliostruktur und den Anlagestrategien und-zielen der AIF ...	200
aa. Risikoüberwachung	201
(1) Gegenwärtige Risikoüberwachung	201
(2) Vorausschauende Risikoüberwachung (Stresstests und Backtesting)	201
(3) Weitere Funktionen.....	203
bb. Risikosteuerung	204
III. Bewertung der Regelungen in systemischer Hinsicht.....	205
1. Vermeidung einer Ansteckung über den Vertrags- und Informationsansteckungskanal.....	205
2. Vermeidung einer Ansteckung über den Marktansteckungskanal ...	207
a. Mikroprudentielle Aspekte	208
b. Makroprudentielle Aspekte	209
C. LIQUIDITÄTSMANAGEMENT.....	212
I. Systemische Relevanz des Liquiditätsmanagements	212
II. Die Regelung im Einzelnen	214
1. Begriff des Liquiditätsmanagements	214
2. Inhaltliche Vorgaben	215
a. Tragender Grundsatz des Liquiditätsmanagements.....	215
aa. Liquiditätsprofil.....	216
(1) Liquiditätsgrade der einzelnen Vermögensgegenstände	216
(2) Möglichkeit zur Fremdkapitalaufnahme	218
(3) Abschließende Konkretisierung des Begriffs des Liquiditätsprofils.....	220
bb. Bestimmung der Verbindlichkeiten	221
(1) Rücknahmeverlangen der Anleger	221
(a) Lock-up-Vereinbarungen	222
(b) Redemption Suspension (Aussetzung)	222
(c) Gates	223
(d) Side Pockets	224
(e) In-Kind Distributions	226

(f) Keine gesetzliche Pflicht zur Umsetzung der Rücknahmegrundsätze	227
(2) Rückforderung des Fremdkapitals durch die Kapitalgeber ...	227
(3) Verschlechterung der Refinanzierungsbedingungen	227
cc. Einklang zwischen Liquiditätsprofil und Verbindlichkeiten	228
b. Verfahren zur Überwachung und Steuerung der Liquiditätsrisiken	229
3. Organisatorische Anforderungen	230
a. Entwicklung einer Liquiditätsstrategie	230
aa. Risikolimits	230
bb. Liquiditätsreserve	231
cc. Fremdkapitalaufnahme	232
dd. Rücknahme von Anteilen	233
ee. Verfahren zur Bewertung und Überwachung von Liquiditätsrisiken	234
b. Organisatorische Eingliederung der Risikomanagementfunktion...	234
III. Bewertung der Regelung in systemischer Hinsicht	235
1. Flexibles Risikomanagement	236
2. Unzureichende Vorgaben des Europäischen Gesetzgebers	236
a. Fehlende Berücksichtigung des First Mover Advantage	237
b. Keine Verpflichtung zur Vorhaltung einer Liquiditätsreserve	239
c. Keine verbindlichen Vorgaben zur Beschränkung der Anteilsrückgabe	240
3. Konkrete Maßnahmen zur Verminderung der Liquiditätsrisiken	240
a. Bestätigung durch das Financial Stability Board	240
b. Verhinderung des First-Mover Advantage	243
c. Einführung einer Liquiditätsreserve	243
D. INFORMATIONSPFLICHTEN GEGENÜBER DEN ZUSTÄNDIGEN BEHÖRDEN...	245
I. Systemische Relevanz der Informationspflichten	245
II. Analysemethoden	247
1. Indikatorbasierter Ansatz	247
2. Modellbasierter Ansatz	248
a. Netzwerkmodell (network approach)	248
aa. Grundansatz des Netzwerkmodells	249
(1) Erfassung der vertraglichen Beziehungen	249
(2) Ermittlung der Kreditvolumina und Verlusthöhe	250

(3) Berücksichtigung der Insolvenzmasse vs. Totalverlust.....	250
(4) Berücksichtigung von Sicherheiten.....	251
(5) Ermittlung des vorhandenen Eigenkapitals	251
bb. Erweiterung des Netzwerkmodells	252
cc. Schwachstellen des Netzwerkmodells	253
dd. Einsatzmöglichkeiten des Netzwerkmodells	254
(1) Praktischer Einsatz des Netzwerkmodells.....	254
(2) Verwendung des Netzwerkmodells im Rahmen der AIFM-RiLi.....	255
b. Statistische Interdependenzmodelle (Co-Risk Models)	256
aa. Grundgedanke der statistischen Interdependenzmodelle.....	256
bb. Modellansätze.....	259
(1) CoVaR-Modell.....	259
(a) Auswirkungen auf das gesamte Finanzsystem.....	259
(b) Gegenseitige Beeinflussung der Finanzmarktteilnehmer ...	261
(2) SDSVaR-Modell.....	263
(3) MES-Modell	264
cc. Eignung der statistischen Interdependenzmodelle.....	265
dd. Informationsbedarf zur Umsetzung der vorstehenden Modellansätze im Rahmen der Regulierung durch die AIFM-RiLi.....	265
(1) Vertrags- und Informationsansteckungskanal	266
(a) Zahlungsmittelabflüsse der Hedgefonds.....	266
(aa) Margin Calls	267
(bb) Anteilsrückgaben.....	268
(cc) Margin-Finanzierung	268
(b) Zahlungsmittelabflüsse der Geldmarktfonds	269
(c) Reservemittel.....	269
(d) Dauer der Liquidierung und Liquiditätsgrad der Vermögensgegenstände.....	270
(e) Grad der Vernetzung	270
(2) Marktansteckungskanal	271
(a) Portfoliozusammensetzung	271
(b) Risikotragfähigkeit.....	272
c. Erforderliche Informationen	272
III. Die Regelungen im Einzelnen	274

1. Periodisch zu übermittelnde Informationen.....	274
a. Informationen zum Anlageportfolio.....	274
aa. Angaben zu den wichtigsten Märkten.....	275
bb. Angaben zu den wichtigsten Instrumenten	275
(1) Aufschlüsselung der wichtigsten Instrumente	276
(2) Anteil der schwer zu liquidierenden Vermögensgegenstände.....	277
b. Informationen zur Hebelfinanzierung	278
aa. Einsatz von Hebelfinanzierungen in beträchtlichem Umfang ...	278
bb. Die Informationspflichten nach Art. 24 Abs. 4 Unterabs. 1 und 2 AIFM-RiLi	279
cc. Informationspflichten für AIFM die keine Hebelfinanzierung in einem beträchtlichen Umfang einsetzen	280
c. Informationen zum Risiko- und Liquiditätsmanagement.....	281
aa. Risikomanagement	281
(1) Risikosteuerungssysteme	282
(2) Risikoprofil	282
(a) Marktprofil	283
(b) Liquiditätsprofil, Rücknahmebedingungen und Finanzierungsbedingungen	283
(aa) Aktiva	283
(bb) Passiva	283
(3) Gegenpartierisiken	284
(4) Stresstests	285
bb. Liquiditätsmanagement	285
d. Ergänzende Informationen	285
2. Abgleich zwischen erhältlichen und erforderlichen Informationen...	288
a. Analyse der Zahlungsmittelabflüsse.....	288
b. Liquiditätsgrad.....	289
c. Analyse des Korrelationsgrads	289
d. Angaben zur Risikotragfähigkeit.....	290
e. Grad der Vernetzung.....	290
f. Weiterverwendung der Sicherungsgegenstände.....	291
IV. Bewertung der Regelungen in systemischer Hinsicht.....	291
E. BEFUGNISSE DER ZUSTÄNDIGEN AUFSICHTSBEHÖRDEN	297
I. Systemische Relevanz der aufsichtsbehördlichen Befugnisse	297

II. Die Regelungen im Einzelnen	298
1. Begrenzung der Hebelfinanzierung	299
a. Bewertung der Risiken aus der Nutzung von Hebelfinanzierungen.....	299
b. Begrenzung der Hebelfinanzierungen	303
aa. Tatbestandsebene	303
(1) Verfassungskonforme Auslegung erforderlich.....	303
(2) Gefährdung der Stabilität und Integrität des Finanzsystems...	306
bb. Rechtsfolgende Seite	307
(1) Keine eigener Verursachungsbeitrag erforderlich.....	307
(2) Zeitpunkt der Leveragebegrenzung	307
c. Sonstige Beschränkung.....	309
2. Aussetzung der Anteilsrücknahme.....	309
3. Erhebung zusätzlicher Informationen	310
III. Bewertung der Regelungen in systemischer Hinsicht.....	310
6. KAPITEL: ABSCHLIEßENDE BEWERTUNG	313
A. DER BEGRIFF DER SYSTEMRISIKEN	313
B. BEITRAG DER HEDGEFONDS UND GELDMARKTFONDS ZU DEN SYSTEMRISIKEN	314
C. REGULATORISCHE RECHTFERTIGUNG FÜR EINE REGULIERUNG.....	315
D. SYSTEMISCHE ANALYSE DER AIFM-RICHTLINIE	316
I. Anwendungsbereich	317
II. Risikomanagement	318
III. Liquiditätsmanagement	319
IV. Informationspflichten	320
V. Eingriffsbefugnisse durch die Aufsichtsbehörden	320