

# UNTERNEHMEN



# KASINO FATAL

**FINANZMÄRKTE** Die Spielhalle ist wieder eröffnet. Geldhäuser verschieben Milliardenrisiken ins unkontrollierte Schattenbankensystem. Aufseher warnen bereits vor dem nächsten Crash.

**D**ie New Yorker Firma Christofferson, Robb & Company gehört nicht unbedingt zu den ganz großen Spielern im internationalen Geldgeschäft. Gerade mal 1,4 Milliarden Dollar hat Firmenmitgründer Richard Robb bei Investoren eingesammelt. Unter Bankern hat es der Hedgefonds, der auch unter dem prägnanten Kürzel CRC firmiert, dennoch zu einer gewissen Prominenz gebracht. Er gilt als Geheimtipp.

Robb, ein eleganter, freundlicher Endvierziger mit einem Faible für plakative Formulierungen, bietet Finanzhäusern einen ganz speziellen Service an. Der Fondsmanager, der nebenher als Professor an der New Yorker Columbia-Universität lehrt, nimmt den Geldhäusern gegen eine üppige Gebühr die besonders heiklen Risiken aus einem ganzen Bündel von Krediten ab.

Im Gegenzug können die Banken das von den Aufsichtsbehörden geforderte Eigenkapital, mit dem sie ihre Kreditausleihungen unterlegen müssen, reduzieren. Und zwar kräftig: Statt der in Zukunft vorgeschriebenen 10,5 Prozent der Kreditsumme müssen die Geldhäuser im günstigsten

Fall nur noch weniger als ein Prozent an Kapital vorhalten, wenn sie ihre Risiken an einen Investor wie CRC auslagern.

Aus Sicht der Banken ein gutes Geschäft: Seit der Finanzkrise ist in der internationalen Hochfinanz kaum etwas so begehrt wie Eigenkapital. Erst, weil der Kapitalmarkt völlig austrocknete. Und dann, weil die Aufsichtsbehörden die Regeln für das Finanzgeschäft drastisch verschärft haben. Eine Großbank nach der anderen musste in den vergangenen Monaten frisches Geld bei den Aktionären einwerben.

Eine Offerte wie die von CRC, mit der sich der Kapitaleinsatz um bis zu 90 Prozent verringern lässt, wird da gern angenommen. Von amerikanischen Instituten über französische Großbanken bis hin zu den deutschen Landesbanken haben nahezu alle Finanzhäuser die im Branchenjargon als „Capital Relief Trades“ verbrämte Schmincktechnik bereits eingesetzt.

Und die Nachfrage nimmt rasant zu. „Unser Fonds“, schätzt Hedgefondsmanager Robb, „deckt nur etwa ein Prozent des künftigen Bedarfs europäischer Banken ab. Wir stehen gerade erst am Anfang eines neuen Trends.“

ILLUSTRATION: FELIX REIBENBACH FÜR MANAGER MAGAZIN

## Die Finanzalchemisten



FOTO: PR

### RICHARD ROBB

Der Co-Gründer des New Yorker Hedgefonds CRC nimmt Banken die besonders heiklen Risiken aus Kreditbündeln ab – gegen üppige Gebühren. Vor allem deutsche Institute nutzen das Angebot von CRC nach Kräften. „Wir stehen erst am Anfang eines neuen Trends“, sagt Robb.

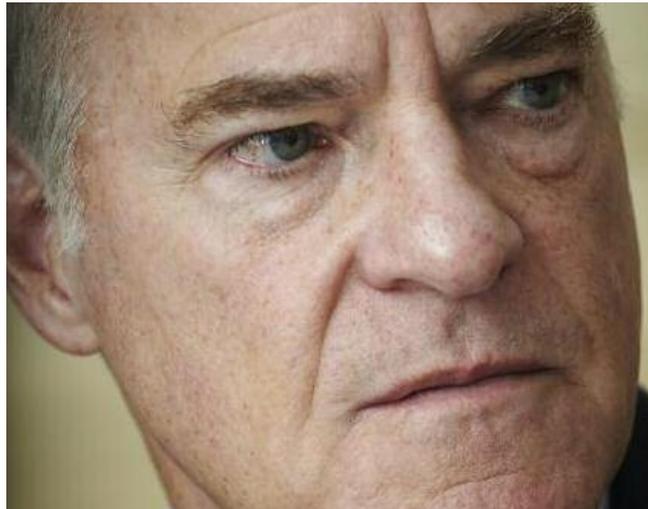


FOTO: BRUNO LEVY / FEDEPHOTO / STUDIO X

### HENRY KRAVIS

Die schärfere Regulierung der Banken nutzt der Mitbegründer des Finanzinvestors KKR gezielt, um sein eigenes Angebot zu erweitern. So nahm KKR kürzlich ein Eigenhandelsteam von Goldman Sachs auf, das sein altes Geschäft unter neuer Flagge weiterbetreibt. Selbst bei der Beratung von Börsengängen mischt KKR inzwischen mit.

Längst hat die Finanzindustrie die verheerende Krise der letzten Jahre abgehakt und sucht nach neuen Expansionsmöglichkeiten. Versuche von Politikern und Aufsichtsbehörden, das Wachstum zu bremsen, empfinden viele Geldmanager bestenfalls als sportliche Herausforderung. Risiken in Milliardenhöhe werden ausgelagert. Geschäftsbereiche, die die Banken aufgrund der strengen Auflagen nicht mehr fortführen können, verkaufen sie kurzerhand an Investoren oder gehen Minderheitsbeteiligungen ein.

Die Profiteure dieses Wandels sind vor allem Hedgefonds und Private-Equity-Gesellschaften. Sie gehören im Branchenjargon zu den sogenannten „Schattenbanken“. Diese Institutionen, bei denen Vorschriften für die traditionellen Geldhäuser nur rudimentär greifen, haben sich zu einer bedeutenden Macht im globalen Finanzsystem entwickelt. Einer aktuellen Studie der New Yorker Notenbank zufolge gebieten die „Shadow Banks“ allein in den USA über ein Kreditvolumen von annähernd 16 Billionen Dollar – mehr als der eigentliche Bankensektor, der knapp 13 Billionen Dollar verwaltet.

Abgesehen von solchen groben Schätzungen, wissen die Aufseher indes wenig über das Schattenbankensystem. Wo

etwa die von Banken ausgelagerten Risiken am Ende landen, ob sie nicht schon wieder irgendwo gehäuft auftreten, ist den Aufsichtsbehörden ebenso ein Rätsel wie die Frage, wie stark der regulierte und der nicht regulierte Finanzsektor miteinander verflochten sind.

Das Ziel der Regulierer, die Risikobereitschaft der Finanzbranche einzudämmen und dadurch eine Neuaufgabe der Finanzkrise zu verhindern, gerät zur Illusion. „Wer nichts gegen die Verlagerung von Risiken ins Schattenbankensystem unternimmt, darf sich nicht wundern, wenn dort die nächste Finanzkrise ausbricht“, warnt Jochen Sanio (64), Deutschlands oberster Bankenaufseher.

**ES IST EIN UNGLEICHER KAMPF.** Auf der einen Seite Zehntausende hoch bezahlter, smarter Investmentbanker und Fondsmanager, immer auf der Suche nach neuen Geschäftsideen. Ihre Vorbilder sind Finanzalchemisten wie der New Yorker Hedgefondsstar John Paulson, der mit Wetten auf den Absturz des amerikanischen Immobilienmarktes innerhalb weniger Monate fast vier Milliarden Dollar verdiente.

Ihnen gegenüber stehen Staatsangestellte wie Sanio (Jahresgehalt: 130 000

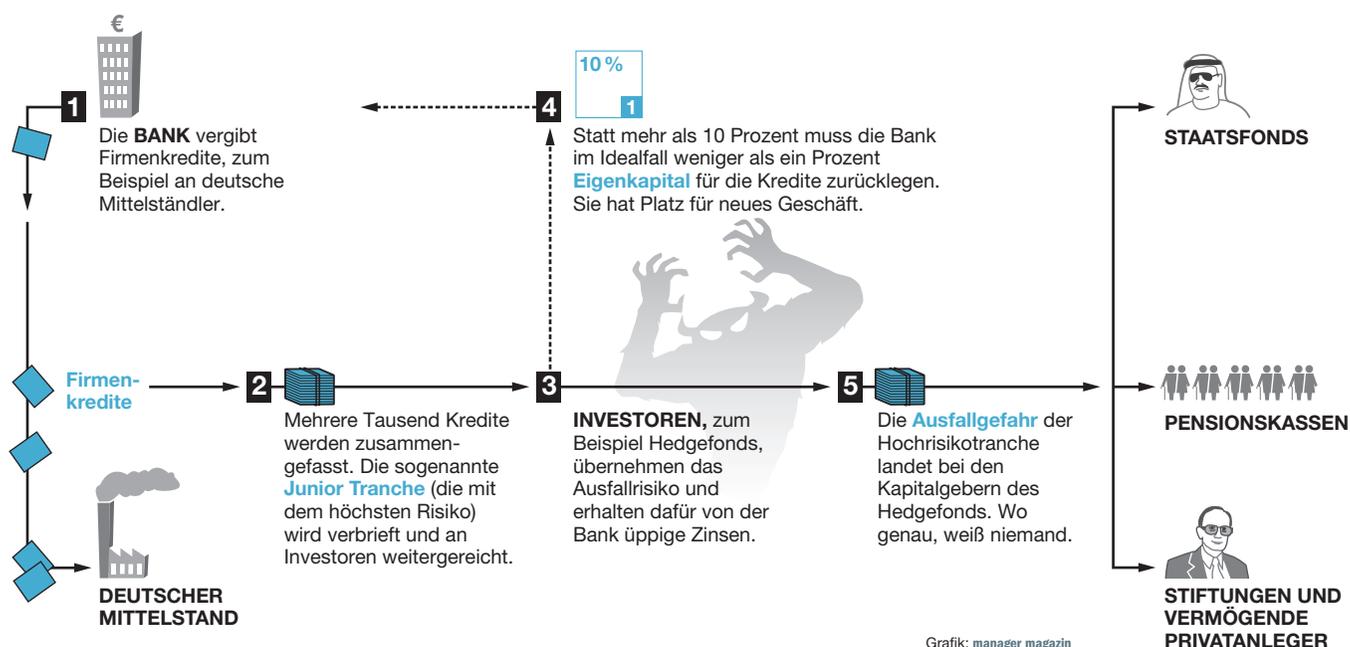
Euro), der von seiner in einem Bonner Gewerbegebiet gelegenen Behörde aus versuchen muss, die Tricks der Geldbranche zu antizipieren – und sich dabei auf eine Truppe von weniger als 2000 Mitarbeitern stützen kann.

Einer Studie des Beraterhauses Oliver Wyman zufolge könnte es nur wenige Jahre dauern, bis die Ohnmacht der Aufseher offenkundig wird – und die riskanten Wetten der Finanzindustrie die Weltwirtschaft erneut bedrohen. Das „Monster“, wie der frühere Bundespräsident Horst Köhler die Finanzmärkte bezeichnet hatte, ist wieder los.

Erste Anzeichen, dass der Markt abermals heiß läuft, gibt es bereits. Auf der diesjährigen „Super-Return“ in Berlin, dem Branchentreffen der internationalen Finanzinvestoren, war die noch vor zwei Jahren vorherrschende Untergangsstimmung passé. „Die Zukunft für kreditfinanzierte Übernahmen ist rosig“, frohlockte Michael Philipps, Deutschland-Chef des Finanzinvestors Apax.

Schätzungen zufolge sitzen Fonds wie Apax, KKR oder Blackstone weltweit auf mehr als 600 Milliarden Dollar Kapital, das sie für Firmenkäufe einsetzen können. Zusätzliche Kredite zu bekommen gilt nicht mehr als Problem. Allenfalls,

## Bilanzverschönerer Wie Banken Kreditrisiken verschieben



dass es zu wenig interessante Kaufobjekte gebe, beklagte mancher Investor.

Auch manche Unsitte der Boomjahre 2006 und 2007, in denen jedes noch so teure Investment nahezu ohne Bedenken finanziert wurde, kehrt bereits wieder zurück. So übernahm KKR vor wenigen Monaten den Lebensmittelproduzenten Del Monte für rund 5,3 Milliarden Dollar. Rund 3,5 Milliarden davon wurden über einen „Covenant Light Credit“ finanziert, also ein Darlehen, das auf eine Reihe der üblichen Vertragsklauseln zum Schutz der kreditgebenden Bank verzichtet.

Während die sogenannten Buy-out-Fonds zumindest halbwegs transparent machen, wofür sie ihr Geld ausgeben, sind die wahren Könige der Schattenwelt für die Regulierer oft unsichtbar: Hedgefonds. Sie wetten mal auf Rohstoffe, mal gegen Staaten. Mal verkaufen sie geborgte Aktien in der Hoffnung, sie nach einem Kursrutsch günstiger wiederzuerwerben und zurückgeben zu können. Und neuerdings greifen sie immer häufiger zu Kreditportfolios, die Banken gern loswerden wollen.

**DIE HELDEN DER ZUNFT** heißen George Soros oder eben John Paulson und verdienen in einem guten Jahr schon mal

Summen, so groß wie das Bruttosozialprodukt eines kleinen afrikanischen Staates. Ihre Geldgeber, große Pensionsfonds, Versicherer und Banken, stört das nicht. Sie schütten die Hedgefonds derzeit regelrecht zu mit frischem Geld.

Versicherer und Pensionsfonds können kaum anders handeln. Um trotz des demografischen Wandels ihren Verpflichtungen nachzukommen, müssen sie immer größere Risiken eingehen. Vor allem aus diesem Grund haben amerikanische Pensionsfonds ihre Hedgefonds-Investitionen im vergangenen Jahr um 55 Prozent gesteigert. Weltweit kletterte der Anteil alternativer Anlageformen im Portfolio der Fonds innerhalb weniger Jahre von rund 7 auf aktuell 19 Prozent.

„Es läuft wieder sehr, sehr gut“, gibt ein Londoner Hedgefondsmanager freimütig zu. Die Konkurrenz durch die Banken sei in einigen Bereichen, etwa dem Wertpapierhandel auf eigene Rechnung, durch die neue Regulierung schlicht weggefallen.

Das trifft vor allem US-Banken, die derzeit ganze Geschäftsfelder an ihre noch kaum regulierten Mitspieler abgeben. So wechselte etwa ein Eigenhandelsteam von Goldman Sachs Ende vergangenen Jahres geschlossen zum Finanzinvestor

KKR, um dort das gleiche Geschäft unter neuer Flagge weiterzubetreiben.

Auch der Goldman-Konkurrent J. P. Morgan sucht derzeit nach Investoren für sein Eigenhandelsgeschäft, das in Form eines Hedgefonds fortgeführt werden soll. Die Schweizer Großbank Credit Suisse hat ihre Eigenhändler ebenfalls ziehen lassen – zum Private-Equity-Riesen Blackstone.

Sogar im Kerngeschäft der Investmentbanken, der Fusionsberatung und der Begleitung bei Börsengängen, machen sich die Fonds bereits breit. KKR hat eine Kapitalmarkttochter gegründet, die Firmen beim Gang an die Börse unterstützen soll; Blackstone buhlt mit einer neuen Einheit um Beratungsmandate großer Unternehmen.

Nicht wenige Topbanker ärgern sich über diese Entwicklung. Die Regulatoren müssten bei ihrer Arbeit das ganze Weltfinanzsystem im Blick haben, nicht nur die Banken, klagt Vikram Pandit, Chef des US-Finanzriesen Citigroup. Auch Goldman-Sachs-Vize Gary Cohn warnt, „die Verschiebung der Risiken in die Schattenbanken sei die größte Gefahr für die Finanzstabilität“.

Gleichzeitig scheuen sich die Geldhäuser allerdings nicht, die Schatteninsti-

## Die Jäger



FOTO: JOSE GIRIBAS

**JOCHEN SANIO**  
Mit der Verlagerung von Risiken ins Schattenbankensystem wachse die Gefahr einer neuen Finanzkrise, warnt der Präsident der deutschen Finanzaufsicht Bafin.



FOTO: PHOTOSHOT / PA / DPA

**ADAIR TURNER**  
Der britische Finanzaufseher leitet gemeinsam mit BIZ-Chef Jaime Caruana eine internationale Arbeitsgruppe, die Maßnahmen gegen die Schattenbanker entwickeln soll.



FOTO: UTE SCHMIDT / BILDFOLO

**ANDREAS DOMBRET**  
Die Kontrolle der „Shadow Banks“ wird zur Daueraufgabe, fürchtet der Bundesbank-Vorstand: „Sämtliche Innovationen der Branche im Voraus erkennen zu wollen ist illusorisch.“

ten synthetischen Verbriefung extrahiert und verkauft.

**DEN BANKEN** sind solche kapitalschonenden Deals einiges wert: Bis zu 15 Prozent Zinsen zahlen sie den Investoren, die ihnen das First Loss Piece abnehmen. Dennoch bleibt das Geschäft für die Geldhäuser attraktiv, weil der in eine Junior Tranche ausgelagerte Anteil von Kreditrisiken in der Regel nur einen kleinen Teil der gesamten Kreditsumme ausmacht. „Bei einem typischen Mittelstandsportfolio sind das vielleicht 3 bis 4 Prozent“, sagt ein Investmentbanker.

Als Käufer der Hochrisikotranche kommt im Prinzip jeder infrage: Hedgefonds ebenso wie Family Offices oder Versicherungen – und auch eigens gegründete Zweckgesellschaften. Ob die dann in Frankfurt, Singapur oder auf den Cayman-Inseln sitzen, muss die Banken nicht interessieren.

Laut CRC-Manager Richard Robb nutzt kaum jemand die neuen Techniken so exzessiv wie die deutschen Geldhäuser. Als Topkunden gelten mal wieder die deutschen Landesbanken, die – oftmals getrieben von Auflagen der Europäischen Union – rasch ihre Bilanzen und damit auch ihren Eigenkapitaleinsatz verkleinern müssen. Die Arrangeure solcher Geschäfte sind ebenfalls alte Bekannte: große Investmenthäuser wie Goldman Sachs, Royal Bank of Scotland (RBS), UBS – und die Deutsche Bank.

So bietet etwa die RBS ihren Kunden derzeit eine „Efficient Capital Relief Structure“ zur Verringerung des Kapitaleinsatzes für US-Immobilienkredite an (siehe Ausriss links).

Wie vor der letzten Krise auch werden die Deals nach Kräften kaschiert. „Vor allem in Finanzoasen werden bereits wieder zahlreiche neue Zweckgesellschaften gegründet“, berichtet Barrie Wilkinson, Londoner Partner der Unternehmensberatung Oliver Wyman. Oft sei nicht erkennbar, wer hinter diesen Vehikeln stehe. „Meistens sind das nur Papiere in den Schubladen irgendeines Anwalts“, sagt Wilkinson.

Entsprechend groß sind die Spielräume solcher Investoren. Sie können die Kreditrisiken mit geliehenem Geld aufkaufen. Und sie können die Gefahrenbündel am Kapitalmarkt beliebig weiterreichen. „Ob sich die Risiken, die im Schattenbankensystem gelandet sind, zu



tute in großem Stil als Handelspartner zu nutzen, um Risiken loszuwerden.

Die Transaktionen, mit denen dies bewerkstelligt wird, bleiben in aller Regel im Verborgenen. „Reg Caps“ werden die Wunderwaffen in der Branche genannt, eine Verkürzung von „Regulatory Capital Relief Trades“, Geschäfte zur Freisetzung von regulatorischem Kapital. Längst hat diese neue Generation von Bilanzverschönerern jene „Special Investment Vehicles“ und „Conduits“ abgelöst, die maßgeblich zum Ausbruch

der jüngsten Finanzkrise beigetragen haben.

Nummehr bleiben die Kredite in der Bilanz. Stattdessen lagern die Geldhäuser nur einen Teil der Risiken aus – häufig das sogenannte „First Loss Piece“. Darin werden aus einem oft mehrere Tausend Einzeldarlehen umfassenden Kreditpaket die Risiken mit dem höchsten Verlustpotenzial zusammengetragen. Anschließend wird dieses im Branchenjargon auch „Junior Tranche“ genannte Gefahrenbündel mittels einer sogenann-

stark bei einzelnen Marktteilnehmern konzentrieren, entzieht sich unserer Kontrolle“, gesteht Bafin-Chef Sanio ein. Der Gedanke, die Risiken eines Kredits durch Verbriefung auf viele Schultern zu verteilen und somit die Stabilität des Finanzsystems zu erhöhen, werde dadurch ad absurdum geführt.

Der Verkauf einer künstlich hergestellten Risikotranche ist wohl die zurzeit beliebteste Methode, mit der Banken ihr Eigenkapital freischaufeln. Die einzige Möglichkeit ist es indes nicht. So reichen etliche Institute bereits wieder ganze Finanzierungspakete über Anleihen direkt an private Investoren durch. „Weltweit dürfte nur noch ein knappes Drittel aller Kreditrisiken tatsächlich bei den Banken liegen“, schätzt ein Topinvestmentprofi. Egal wie das Geld am Ende verschoben wird – der Versuch der Aufsichtsbehörden, den Risikoappetit der Finanzindustrie zu zügeln, scheint wieder einmal zu scheitern.

**ERST WENIGE BANKCHEFS**, darunter HSBC-Frontmann Stuart Gulliver, haben ihre Investoren darauf eingestimmt, dass die Gewinne in Zukunft deutlich geringer ausfallen könnten. Das Gros der Branche kämpft weiter darum, die alten Margen zu halten – und sucht verzweifelt nach neuen Profitquellen.

Allenthalben gründen Banken derzeit etwa sogenannte Dark Pools, streng geheime, weitgehend unregulierte Handelsplätze, an denen die Zocker der Welt anonym ihren Geschäften nachgehen können. Die Deutsche Bank etwa hat einen Dark Pool kurzerhand in Hongkong angesiedelt – hätte sie das in Deutschland getan, hätte sie sich wieder lästigem Regelwerk und Transparenzvorschriften unterwerfen müssen.

Die Aufsichtsbehörden in Europa und den USA stehen diesem Treiben weitgehend hilflos gegenüber. Zwar haben die Behörden die Möglichkeiten der Geldhäuser, Kredite in Zweckgesellschaften auszulagern und abseits der Bilanzen zu verstecken, erheblich eingeschränkt. Die aktuellen Reg-Cap-Deals sind jedoch so konstruiert, dass Bafin & Co. kaum eine andere Wahl bleibt, als sie abzusegnen.

Entsprechend verärgert sind die Kontrolleure. Im Financial Stability Board (FSB), einem internationalen Gremium zur Stabilisierung der Finanzmärkte, kursiert seit Wochen eine Giftliste mit

## Das ABC der Gefahr

Die neuen Finanztechniken

### Reg Cap Trades

Regulatory Capital Relief Trades werden Geschäfte genannt, mit denen sonst durch Regulierung gebundenes Kapital wieder freigesetzt wird. Dazu gehören etwa synthetische Verbriefungen von Kreditrisiken.

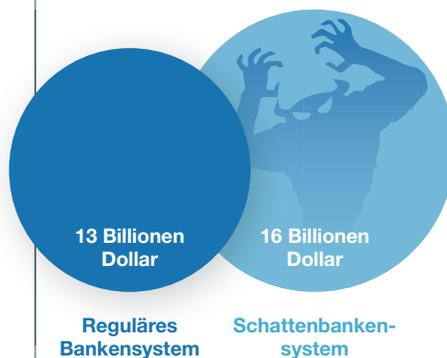
### CoCo-Bonds

Mit dieser neuen Art der Anleihe, einer Zwangswandelanleihe, können Banken ihr Eigenkapital in Krisensituationen stärken. Das geschieht, weil die Anleihen beim Unterschreiten einer Mindesteigenkapitalquote automatisch in Eigenkapital umgewandelt werden.

### Loss Absorbing Hybrid Bonds

Diese neue Form der Hybridanleihe funktioniert im Grunde umgekehrt wie der CoCo-Bond. Im Krisenfall wird der größte Teil der Anleihe automatisch abgeschrieben; damit wird zwar nicht das Eigenkapital gestärkt, aber die Verbindlichkeiten werden reduziert. Damit verbessert sich ebenfalls die Eigenkapitalquote

Kreditvolumen von Banken und Schattenbanken in den USA



Grafik: manager magazin

Quelle: Fed New York

möglichen Maßnahmen gegen die Risikoverschiffung. Das 26 Seiten starke „Scoping Paper“, entwickelt von einer Arbeitsgruppe unter der Leitung des britischen Finanzaufsehers Adair Turner, sieht von einer direkten Aufsicht über die Hedgefondsbranche bis zu einer Beschränkung des „Prime Brokerage“, der Geschäftsbeziehung zwischen Investmentbanken und Hedgefonds, eine ganze Reihe zum Teil drakonischer Einschnitte vor. Doch die Chancen, die Pläne in die Praxis umzusetzen, sind ge-

ring. Mehr als ein Minikonsens scheint kaum möglich.

Die führenden Industrienationen sind sich nämlich keineswegs einig, ob und in welchem Ausmaß die Schattenbanken tatsächlich stärker kontrolliert werden sollten. Während Deutsche und Franzosen nach härteren Regeln rufen, versuchen Amerikaner und Briten, die Debatte zu beenden. Immerhin stammen rund 30 Prozent der Erträge der Londoner City direkt oder indirekt aus dem Schattenbankensystem.

Deshalb wird um jedes Detail gefeilscht. In der aktuellen FSB-Definition des Schattenbankensystems wird etwa der Handel mit Aktien auf eigene Rechnung außen vor gelassen – obwohl dieses Geschäft nach Ansicht vieler Experten große Gefahren birgt. Außerdem plädieren die Gegner einer schärferen Regulierung ein ums andere Mal dafür, das Thema Schattenbanken über eine verstärkte freiwillige Selbstkontrolle der Branche in den Griff zu bekommen.

Doch warum sollten die Schattenbanker selbst ihr Geschäft erdrosseln?

Noch immer gibt es zu viele Regulierungsasen, in die sie flüchten können. Anders als Banken schleppen Hedgefonds keine Tausendchaften von Mitarbeitern mit sich herum. Ihren Firmensitz auf die Cayman-Inseln oder in ein anderes Dorado der Finanzanarchie zu verlegen ist für sie kaum anstrengender als ein gewöhnlicher Umzug, zumal auch immer mehr Geldgeber solche Standorte aufsuchen, um den wachsenden Transparenzaufgaben zu entgehen.

Manchem Aufseher schwant bereits, dass es nahezu unmöglich sein dürfte, den Schattenbankensektor vollends unter Kontrolle zu bekommen. „Sämtliche künftigen Innovationen und Ausweichstrategien der Branche im Voraus erkennen zu wollen ist illusorisch“, sagt etwa Andreas Dombret, im Vorstand der Bundesbank zuständig für die Finanzmarktaufsicht. Dombret weiß, wovon er spricht: Bevor er 2010 zur Bundesbank wechselte, arbeitete er lange Jahre für internationale Investmenthäuser.

Aufgeben will er indes nicht. „Die Lücken in der Überwachung der Schattenbanken zu schließen“, ahnt der Ex-Banker, der heute seine früheren Kollegen kontrolliert, „wird zu einer Daueraufgabe werden und viel Flexibilität erfordern.“

Thomas Katzensteiner/Ulric Papendick