

## **Steueroasen und Regulierungsoasen – Auswirkungen auf die Stabilität des Finanzmarkts und politische Implikationen**

*Michaela Schmidt*

### **Zusammenfassung**

*In diesem Beitrag wird dargelegt, dass Steuer- und Regulierungsoasen nicht nur Steuerausfälle und Kapitalflucht ermöglichen, sondern auch eine Hauptursache für die Finanzkrise 2007/2008 waren und weiterhin die Stabilität des Finanzmarkts gefährden. Sie haben den Boden bereitet für das Aufkommen nicht regulierter Finanzinstitutionen, sogenannter Schattenbanken. Regulierungsoasen ermöglichen Finanzmarktakteuren eine Umgehung von Regulierungs- und Aufsichtsvorschriften und heizen den Wettbewerb um niedrige Regulierungsvorschriften maßgeblich an. Jeder Schritt zu einer finanzpolitischen Re-Regulierung von Steuer- und Regulierungsoasen sowie Schattenbanken ist ein aktiver Schritt zur Krisenvermeidung und damit zum Schutz der ArbeitnehmerInnen vor den gewaltigen volkswirtschaftlichen Kosten von Finanzkrisen.*

**Schlagwörter:** Steueroasen, Regulierung, Regulierungsoasen, Finanzmarktstabilität

### **Tax Havens and the Offshore Economy: Implications for Financial Stability and Regulation**

#### **Abstract**

*Tax havens and offshore financial centres open the door for tax evasion, tax avoidance and capital flight. Besides they are one of the major causes of the financial crisis 2007/2008 and keep on endangering the financial market stability. Tax havens and offshore financial centres laid the ground for the occurrence of unregulated financial institutions, the so called shadow banks. Offshore financial centres make it possible for financial institutions to circumvent domestic supervision and regulation. They also boost the competition on taxes and regulations. Every step which is taken to re-regulate tax havens and offshore financial centres is a step to prevent the next financial crisis and to protect employees from the massive costs of financial crisis.*

**Keywords:** tax havens, regulation, offshore financial centres, financial market stability

---

*Michaela Schmidt, Arbeiterkammer Oberösterreich, Abteilung für Wirtschafts-, Sozial- und Gesellschaftspolitik, Fröhlerweg 16, 4040 Linz, email: [schmidt.michaela@akooe.at](mailto:schmidt.michaela@akooe.at). Für wertvolle Anregungen und Verbesserungsvorschläge möchte ich mich bei Leonhard Dobusch sowie zwei anonymen GutachterInnen herzlich bedanken.*

## 1. Steuer- und Regulierungsoasen: Zufluchtsorte oder Bedrohung für die Finanzmarktstabilität?

Der Begriff „Steueroasen“ oder der französische Begriff „Finanzparadiese“ rufen durch die positive Besetzung der Begriffe „Oase“ und „Paradies“ bejahende Assoziationen in den Menschen wach. Insbesondere der Begriff „Oase“ suggeriert neben Palmen, türkisfarbenem Meer und weißem Sandstrand vor allem, dass es sich um einen Zufluchtsort handelt, den man/frau erreichen sollte, um nicht in der Wüste zu verenden. Diese Begrifflichkeit suggeriert, dass das eigentliche Problem für BürgerInnen nicht die Steueroase, sondern die Wüste darum herum ist, wie es der ehemalige deutsche FDP-Vorsitzende und Vizekanzler Guido Westerwelle treffend formulierte und daher seiner Ideologie folgend forderte, die deutsche Steuerwüste durch niedrigere Steuern fruchtbarer zu machen anstatt Steueroasen zu schließen.

Mit dieser Argumentation wird verschleiert, dass Steuer- und Regulierungsoasen hohe Eintrittsbarrieren aufweisen und in der Regel nur einer Minderheit an sehr vermögenden Privatpersonen „Zuflucht“ vor „zu hohen“ Einkommens- und Vermögenssteuern und sehr vielen großen und multinationalen Unternehmen vor Gewinnsteuern bieten. Steuerausfälle und die Kapitalflucht setzen die öffentlichen Haushalte der jeweiligen Länder massiv unter Druck und tragen zu einer Verschiebung der Steuerlast von Kapital zu Arbeit bei, da VerbraucherInnen und Lohnsteuerpflichtige den Ausfall kompensieren müssen, von staatlichen Ausgabenkürzungen überproportional betroffen sind oder alternativ die Zinslast für eine höhere Staatsverschuldung tragen müssen. Eine detaillierte Darstellung darüber, wem Steuer- und Regulierungsoasen nützen bzw. schaden, findet sich in Ötsch (2012: 34).

Steuer- und Regulierungsoasen haben außerdem den Boden bereitet für das Aufkommen nicht regulierter Finanzinstitutionen, sogenannter Schattenbanken. Im Folgenden zeige ich, dass Regulierungs- und Steueroasen sowie Schattenbanken eine Hauptursache für die Finanzkrise 2007/2008 waren und weiterhin die Stabilität des Finanzmarkts gefährden. Die fortwährende Instabilität der Finanzmärkte, die unter anderem durch das Weiterbestehen der Schattenbanken und der fortlaufenden Umgehung von Regulierungsvorschriften durch Finanzinstitutionen in Regulierungsoasen bedingt ist, stellt ein großes Gefahrenpotenzial für die Volkswirtschaften dar.

Im ersten Teil soll dargestellt werden, was unter Steuer- und Regulierungsoasen verstanden wird, wie sie entstanden sind, und exemplarisch werden Regulierungsoasen in Europa dargestellt, die in jüngerer Zeit Regulierungsvorschriften abgebaut haben, um Finanzakteure anzuziehen. Im zweiten Teil beschäftige ich mich mit Schattenbanken als Akteure in Steuer- und Regulierungsoasen. Viele dieser Schattenbanken haben in der Finanzkrise eine prominente Rolle gespielt und sind dadurch in den Blick von Regulierungs- und Aufsichtsbehörden und Regierungen geraten. Im dritten Teil analysiere ich, welche Folgen Steuer- und Regulierungsoasen sowie Schattenbanken für die Stabilität des internationalen Finanzsystems haben und stelle im vierten Teil Reformvorschläge vor, wie der Bedrohung der Finanzmarktstabilität durch Steuer- und Regulierungsoasen begegnet werden kann.

## 2. Definition, Entstehungsgeschichte und Beispiele von Steuer- und Regulierungsoasen

Dieser Abschnitt soll klären, was unter Steuer- und Regulierungsoasen verstanden wird, wie sie entstanden sind und exemplarische Beispiele von Steuer- und Regulierungsoasen in Europa aufzeigen.

### 2.1 Definition und Abgrenzung von Steuer- und Regulierungsoasen

Die Frage nach einer Definition von Steuer- und Regulierungsoase ist umstritten (Murphy 2008: 3ff). Zudem werden verschiedenste Begriffe für dieses Phänomen verwendet: Neben *Steuer- und Regulierungsoase* werden bestimmte Staaten und Territorien auch als *Secrecy Jurisdiction* oder *Offshore Financial Center* bezeichnet. Dennoch kann aus den verschiedensten Definitionen herausgearbeitet werden, was unter Steuer- und Regulierungsoasen zu verstehen ist.

*Steueroasen* zeichnen sich durch sehr niedrige oder sogar Nullsteuersätze sowie ein striktes Bank- und Steuergeheimnis aus. Sie werden von Nichtansässigen zur (legalen) Steuervermeidung, (illegalen) Steuerhinterziehung und zur Geldwäsche verwendet (Palan et al. 2010: 23ff). Ein Informationsaustausch mit anderen Staaten über ebendiese Nichtansässigen wird verweigert oder zumindest nur sehr restriktiv gewährt (Rixen 2009: 10).

*Regulierungsoasen* sind durch eine laxen Finanzregulierung, also die Geheimhaltung der Eigentümerstrukturen, das Desinteresse der Aufsichtsbehörden an ausländischen Firmen und die Möglichkeit zur

Umgehung von Eigenkapitalvorschriften charakterisiert (Troost/Liebert 2009: 79). Sie ermöglichen Finanzmarktakteuren eine Umgehung von Regulierungs- und Aufsichtsvorschriften. Die angesiedelten Finanzinstitutionen stehen typischerweise unter der Kontrolle von Nichtansässigen und der Finanzsektor in Regulierungsstaaten ist größer, als er zur Finanzierung der heimischen Volkswirtschaft sein müsste (Rixen 2009:10).

Das Tax Justice Network präferiert den Begriff „*secrecy jurisdiction*“ an Stelle von Steuer- und Regulierungsstaaten – einerseits um dem Problem der positiven Besetzung des Begriffs „Oase“ zu begegnen und klarzustellen, dass es sich nicht nur um karibische, palmenbesetzte Inseln handelt und andererseits weil seinen Recherchen zufolge die Kerncharakteristik sowohl von Steuer- als auch Regulierungsstaaten die Geheimhaltung bzw. Intransparenz ist (TJN 2011: o. S.). *Secrecy Jurisdictions* bieten demzufolge Dienstleistungen für Personen oder Unternehmen an, die es diesen ermöglichen, Gesetze oder Regulierungen in ihren Heimatländern zu umgehen.

Auch internationale Organisationen (beispielsweise das Financial Stability Board und der Internationale Währungsfonds) unterscheiden nicht zwischen Steuer- und Regulierungsstaaten und verwenden in jüngerer Zeit überwiegend den Begriff „*Offshore Financial Center (OFC)*“ anstelle des Begriffs Steueroase. „Offshore“ wird einerseits in seiner Bedeutung als „außerhalb der Küstengewässer liegend“ verwendet, um den geografischen Ort vieler Steuer- und Regulierungsstaaten zu beschreiben. Andererseits bedeutet „offshore“ in diesem Zusammenhang auch, dass es außerhalb von jenen Rechtsnormen liegt, die „onshore“ gelten (Rixen 2009: 11). KritikerInnen wenden ein, dass Steueroasen diesen Begriff präferieren, da er nicht sofort mit Steuerhinterziehung und Geldwäsche assoziiert wird (Palan et al. 2010: 23). Zudem suggeriert „offshore“ in seiner Bedeutung als „außerhalb der Küstengewässer liegend“, dass ausschließlich kleine Inselstaaten Steuer- und Regulierungsstaaten sind. Eine Liste der unübersichtlichsten Finanzplätze, die in Abschnitt 2.3 näher vorgestellt wird, zeigt aber, dass Steuer- und Regulierungsstaaten weder auf Inseln noch auf Staaten beschränkt sind. Auch innerhalb sogenannter Hochsteuerländer gibt es Zonen, die eine regulatorische Sonderbehandlung nichtansässiger Unternehmen und Individuen ermöglichen (Rixen 2009: 12).

Aus ebendiesem Grund wird auch die 2007 veröffentlichte Definition des Internationalen Währungsfonds (IWF) problematisch gesehen. OFCs werden als Staaten oder Territorien definiert, die Finanzdienst-

leistungen für Nichtansässige in einem Ausmaß anbieten, das den Bedarf zur Finanzierung der heimischen Volkswirtschaft übersteigt (Zoromé 2007: 7). Diese Definition trifft vor allem auf kleinere Länder zu und berücksichtigt Steuer- und Regulierungsstaaten innerhalb eines Landes nicht. In einer Veröffentlichung im Jahr 2011 definiert der IWF OFCs daher konkreter als „centers which specialize in supplying financial services to non-resident companies and individuals in exchange for low taxes, stability, and secrecy“ (Gonzales et al. 2011: 42).

Die Verwendung des Begriffs Regulierungsstaat in Abgrenzung zu Steueroase mag aus geografischen Gesichtspunkten irrelevant erscheinen, da Staaten und Territorien häufig gleichzeitig Steuer- und Regulierungsstaaten sind. Eine Trennung der Begriffe ist aber sowohl aus analytischer Sicht als auch in Bezug auf mögliche politische Handlungen notwendig. Während Steueroasen aufgrund der günstigen steuerlichen Bedingungen genutzt werden, ermöglichen Regulierungsstaaten die Umgehung von Regulierungsvorschriften im Finanz- und Bankensektor. Initiativen wie die Zinssteuerrichtlinie der Europäischen Union können, selbst wenn sie in allen EU-Ländern umgesetzt werden, möglicherweise die Steuervermeidung und -hinterziehung bekämpfen, zu einer stärkeren Regulierung von Finanzgeschäften in Regulierungsstaaten führen sie per se aber nicht. Hier sind andere Maßnahmen notwendig, die sich explizit des Problems der Umgehung von Regulierungs- und Aufsichtsvorschriften annehmen. Auch die Zuständigkeiten der internationalen Organisationen für Steuer- und Regulierungsstaaten sind getrennt, wie die Abbildung 1 zeigt. Die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) ist zuständig für die Bekämpfung von Steuerminimierung und -hinterziehung, das Financial Stability Board (FSB) für das Setzen von Regulierungsstandards (Gonzales et al. 2011: 44). Das FSB ist eine internationale Organisation, die das globale Finanzsystem überwacht und Empfehlungen ausspricht und wurde im April 2009 als Nachfolgeorganisation des Financial Stability Forums eingerichtet.

Die beiden Phänomene sind also aus unterschiedlichen Gründen und zu unterschiedlichen Zeiten entstanden (Palan et al. 2010: 23ff). Auch gibt es in der Realität Fälle, in denen Steuer- und Regulierungsstaaten nicht zusammenfallen. Dies trifft beispielsweise auf die Steueroase Schweiz zu.

Gleichzeitig argumentieren Troost und Liebert (2009: 75) plausibel, dass die mangelnde Regulierung



Abbildung 1: Problemfelder in Steuer- und Regulierungsoasen und Zuständigkeit der internationalen Institutionen (Gonzales et al. 2011: 44)

von Finanzmarktakteuren und Steuerflucht bzw. -vermeidung „zwei Seiten derselben Medaille sind: Denn beide setzen die Existenz von Steueroasen voraus.“ Auch eine Expertenkommission der UNO unter der Leitung des Wirtschaftsnobelpreisträgers Stiglitz merkt an, dass Steuerhinterziehung und Regulierungsarbitrage eng miteinander verbunden sind (United Nations 2009: 9). Unter Regulierungsarbitrage wird die „Auslagerung von Geschäftstätigkeiten an nicht der Aufsicht unterworfenen Handlungsträger beziehungsweise die Verlegung von aufsichtsrechtlich überwachten Transaktionen aus dem Inland zu eigenen Niederlassungen in Länder mit milder strenger Beaufsichtigung“ verstanden (Finanz Lexikon 2012: o. S.).

Auch wenn die begriffliche Trennung von Steuer- und Regulierungsoasen aus analytischen, historischen und politischen Gründen sinnvoll ist, müssen die Phänomene dennoch als zwei Seiten derselben Medaille wahrgenommen werden, um sie effektiv zu bekämpfen. Zudem greifen steuerliche Aspekte und der durch die Umgehung von Finanzregulierung erzielbare Nutzen oft ineinander (Rixen 2009: 17). Einerseits erhöht die steuerliche Bevorzugung von Fremdkapital, die durch Steueroasen noch verstärkt wird, den Anreiz für Unternehmen, Fremdkapitallimits durch Regulierungsbehörden zu umgehen (Schubert 2011: 12), wie im Abschnitt 5 noch näher dargestellt wird. Andererseits erleichtert das Fehlen von effektiven Regulierungs- und Aufsichtsbehörden und die intransparente Eigentümer-

struktur in Regulierungsoasen Steuerhinterziehung und -vermeidung (Palan et al. 2010: 24).

## 2.2 Entstehungsgeschichte von Steuer- und Regulierungsoasen

Steueroasen entstanden in Europa bereits zu Beginn des 20. Jahrhunderts, namentlich Monaco, die Schweiz und Liechtenstein (Rixen 2009: 11). Regulierungsoasen entsprechend der angeführten Definition sind dagegen eine zeitlich neuere Erscheinung. Palan et al. (2010: 131), Murphy (2008: 21) bezeichnen das Entstehen des Eurodollar-Marktes als die Geburtsstunde von Regulierungsoasen. Als Reaktion auf die Finanz- und Wirtschaftskrise der 1930er Jahre und die verheerenden Auswirkungen im Finanzsektor<sup>1</sup> wurde der Finanz- und Bankensektor streng reguliert (Belabed 2011: 34ff). Das steigerte das Interesse der Finanzinstitutionen, diese Regulierungen zu umgehen. Das Entstehen des Eurodollar-Marktes zeigt aber, dass neben der Nachfrage nach regulierungsfreien Zonen durch Unternehmen politische Entscheidungen eine wesentliche Rolle bei der Entstehung und Aufrechterhaltung von Steuer- und Regulierungsoasen spielen. Zudem zeigt sich schon hier, welchen Problemen national

<sup>1</sup> Eine detaillierte Analyse der Entwicklungen im Finanzsektor seit dem Börsencrash im Oktober 1929 findet sich unter anderem bei Belabed (2011: 17ff).

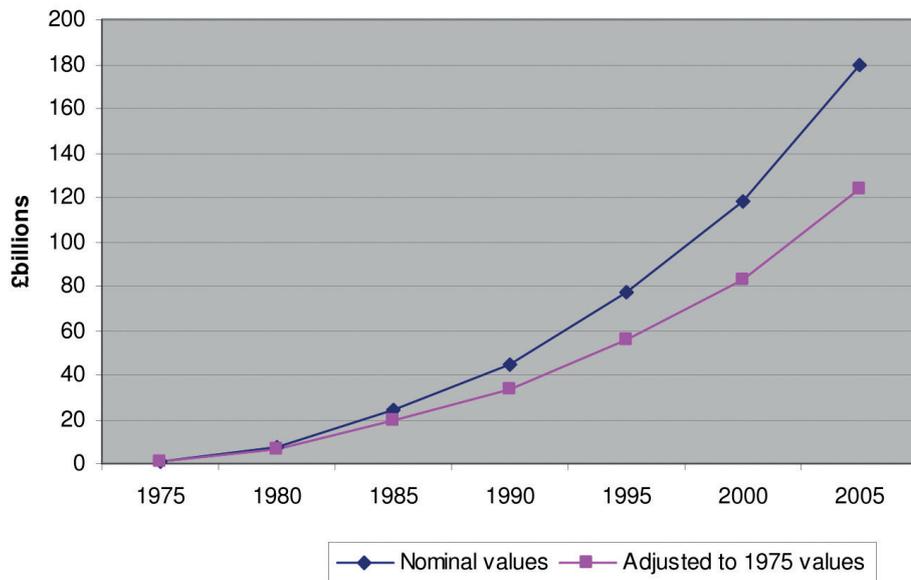


Abbildung 2: Das Wachstum der Barvermögen der Ärmelkanalinsel Jersey (Murphy 2008: 22)

zuständige Aufsichtsbehörden gegenüberstehen, die ihre Aufsichts- und Regulierungsinstrumente außerhalb ihres nationalen Zuständigkeitsbereichs nicht nutzen können.

Als die britische Regierung 1957 als Reaktion auf einen spekulativen Angriff auf das Pfund die Verwendung von Pfund für internationale Handelskredite zwischen nichtansässigen Unternehmen verbot, begannen britische und internationale Banken ebensolche Finanztransaktionen in US-Dollar abzuwickeln. Die Bank von England entschied daraufhin, dass Transaktionen in fremder Währung zwischen nicht-ansässigen Banken oder Unternehmen nicht Gegenstand britischer Regulierung und Aufsicht sein sollten, auch wenn diese Transaktionen physisch in London stattfanden – die erste Regulierungsoase, der Eurodollar-Markt, war geboren (Murphy 2008: 21).

Die Motivation der Bank von England für diese Entscheidung ist bis heute unklar, die Konsequenzen sind es nicht: Da die Transaktionen außerhalb der USA stattfinden, kann die US-Notenbank ihre Aufsichts- und Regulierungsinstrumente nicht nutzen, auch wenn es sich um US-Währung handelt. Die Bank von England nutzt ihre Aufsichts- und Regulierungsinstrumente nicht. Die Finanztransaktionen finden daher außerhalb jeder Regulierung oder Aufsicht statt.

Ausländische Banken, insbesondere US-Banken, erkannten, dass der nicht regulierte Eurodollar-Markt die Umgehung der Kapitalmarktregulierungen und die

Vermeidung von Mindestreservepflichten ermöglichte und eröffneten Tochtergesellschaften in London. Britische Banken umgingen die für sie nachteilige Situation (nur Transaktionen zwischen nichtansässigen Unternehmen und in fremder Währung konnten im regulierungsfreien Raum stattfinden) durch Tochtergesellschaften auf den Ärmelkanalinseln, die den Nichtansässigen-Status erhielten (Palan et al. 2010: 132ff). 1981 gründeten die Vereinigten Staaten die „International Banking Facility“, um der Konkurrenz aus London zu begegnen. In Japan entstand 1986 der „Japanese Offshore Market“. Diese Zonen ermöglichten es den Finanzinstitutionen, gewisse Finanztransaktionen ohne Rücksicht auf die jeweiligen Regulierungs- und Aufsichtsvorschriften zu tätigen.

Der Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems und die Kapitalmarktliberalisierung sowie die verbesserten Informations- und Kommunikationstechnologien (Murphy 2008: 22) ab den frühen 80ern erleichterten es Unternehmen noch weiter, Steuer- und Regulierungsoasen zu nutzen. Der durch den Ausbau der Wohlfahrtsstaaten erfolgte Anstieg der Steuer- und Abgabelast in den Industriestaaten erhöhte gleichzeitig die Nachfrage von wohlhabenden Individuen und Unternehmen nach Steuer- und Regulierungsoasen (Rixen 2009: 12). Das Beispiel der Ärmelkanalinsel Jersey (siehe Abbildung 2) zeigt exemplarisch die Zunahme der Barvermögen in einer Steuer- und Regulierungsoase auf.

### 2.3 Beispiele für Steuer- und Regulierungsoasen in Europa

Das Tax Justice Network hat eine Liste der unübersichtlichsten Finanzplätze (Steuer- und Regulierungsoasen) erstellt (TJN 2011: o. S.). Die Liste wird angeführt von der Schweiz, vor den Kaimaninseln, Luxemburg, Hongkong und den Vereinigten Staaten. Hier zeigt sich deutlich, dass Steuer- und Regulierungsoasen weder auf palmenbestückte, karibische Inseln noch auf ganze Staaten beschränkt sind. Immerhin bei zwei der fünf unübersichtlichsten Finanzplätze handelt es sich um europäische Staaten, die karibischen Kaimaninseln sind ein britisches Überseegebiet. Auch die Vereinigten Staaten finden sich unter den Top 5, weil einzelne Territorien innerhalb der Vereinigten Staaten als Steuer- und Regulierungsoasen einzustufen sind. Im Folgenden sollen exemplarisch Regulierungsoasen in Europa (neben der City in London) dargestellt werden, die in jüngerer Zeit Regulierungsvorschriften abgebaut haben, um Finanzakteure anzuziehen bzw. diese aus anderen Steuer- und Regulierungsoasen abzuwerben (Stewart 2008: 2).

Irland gründete 1987 das „Irish Financial Services Centre in Dublin (IFSC)“. Einerseits wurde versucht, ausländische Unternehmen mit einem niedrigen Körperschaftssteuersatz von 12,5 Prozent anzuwerben, andererseits wurde die Regulierung und Aufsicht minimiert (Troost/Liebert 2009: 79). Die Politik der vergangenen und gegenwärtigen irischen Regierung ist laut Stewart (2010: 8) auf die Weiterentwicklung und Erhaltung des IFSC ausgerichtet, die irische Zentralbank ist per Gesetz dazu verpflichtet, die Weiterentwicklung der Finanzindustrie zu fördern. Auch die Finanzkrise und die dadurch entstandenen massiven Kosten für den irischen Staat (die Schuldenquote stieg von 25 Prozent des BIP im Jahr 2007 auf 84 Prozent des BIP im Jahr 2010) hat kein Umdenken bewirkt. Der jüngste Finance Act (2010) erleichtert den Transfer von Fonds von Plätzen wie den Kaimaninseln nach Dublin. Fonds werden in Irland bis zum nächsten Arbeitstag zugelassen, wenn die Unterlagen bis 15 Uhr eingereicht werden (Ebd.: 2). Bei den Unterlagen handelt es sich um komplexe Dokumente, die meist aus mehreren hundert Seiten bestehen. Das bedeutet, dass es faktisch ausgeschlossen ist, dass diese Unterlagen bis Geschäftsschluss genauestens kontrolliert werden (Stewart 2008: 2). Zudem hat die irische Aufsicht klargestellt, dass sie sich nur für Finanzinstitute mit Hauptsitz in Irland zuständig fühlt. Fonds werden

demnach weder vor deren Zulassung von der Regulierungsbehörde noch danach von der Aufsichtsbehörde überprüft (Troost/Liebert 2009: 79).

Mit einem Marktanteil von 25 Prozent in der europäischen Fondsindustrie ist *Luxemburg* der größte und wichtigste Standort für Investmentfonds in Europa und rangiert weltweit in diesem Marktsegment auf Platz 2 (Falk 2009: 11f). Luxemburg beherbergt zudem die zweitgrößte europäische Geldmarktindustrie (Teil des Schattenbanksystems) (ebd.: 15) sowie 152 registrierte Banken, zumeist Tochtergesellschaften ausländischer Banken (IWF 2009: o. S.). Ein neues Gesetz besagt, dass, solange die Regulierungsbehörde innerhalb eines Monats nach Gründung eines Fonds davon unterrichtet wird, eine Vorabgenehmigung gewährt wird. Laut Financial Times werden die Fonds von der Regulierungsbehörde nicht überprüft (Stewart 2008: 2). Das Luxemburger Bankgeheimnis wird nur bei individuellen Anfragen anderer Länder gelockert, die konkrete Verdachtsfälle anführen können (Falk 2009: 21).

Die Ärmelkanalinsel *Jersey* gilt schon seit den 20er Jahren des vorigen Jahrhunderts als Steueroase und spielte eine wichtige Rolle bei der Entstehung der ersten Regulierungsoasen durch die Entwicklung des Eurodollar-Marktes. Die Ärmelkanalinseln unterstehen der britischen Krone, ohne zum Vereinigten Königreich von Großbritannien und Nordirland zu gehören („Kronbesitz“). Jersey erlaubt seit 2006 die Gründung von Stiftungen, die von einem Treuhänder verwaltet werden. Der Gründer der (Wohltätigkeits-) Stiftung kann den Treuhändern sowohl Befehle geben als auch den Besitz zurückfordern. Die Stiftung bleibt also vollständig im Eigentum des Gründers, ohne dass dieser irgendwo aufscheint (Murphy 2008: 38). Eine prominente Rolle spielte diese Konstruktion bei dem Zusammenbruch der Bank Northern Rocks, der durch die Zweckgesellschaft Granite ausgelöst wurde, die in Jersey notierte (Palan et al. 2010: 164). Im September 2007 – also bereits nach Beginn der Kreditkrise in den USA – gab Jersey bekannt, dass Hedge Fonds, die über mehr als 1 Million Dollar Einlagen verfügen, künftig keine Genehmigung zur Registrierung, keine externe Bilanzprüfung und keine Veröffentlichungen ihrer Daten zu befürchten haben. Das *Wall Street Journal* titelte: „A Hedge Haven makes its rules even lighter“ und befürchtete einen Regulierungswettlauf nach unten (Wall Street Journal 2007: o. S.). Jersey erklärte, dass nur eine vorhandene Nachfrage von Hedge Fonds befriedigt würde (ebd.).

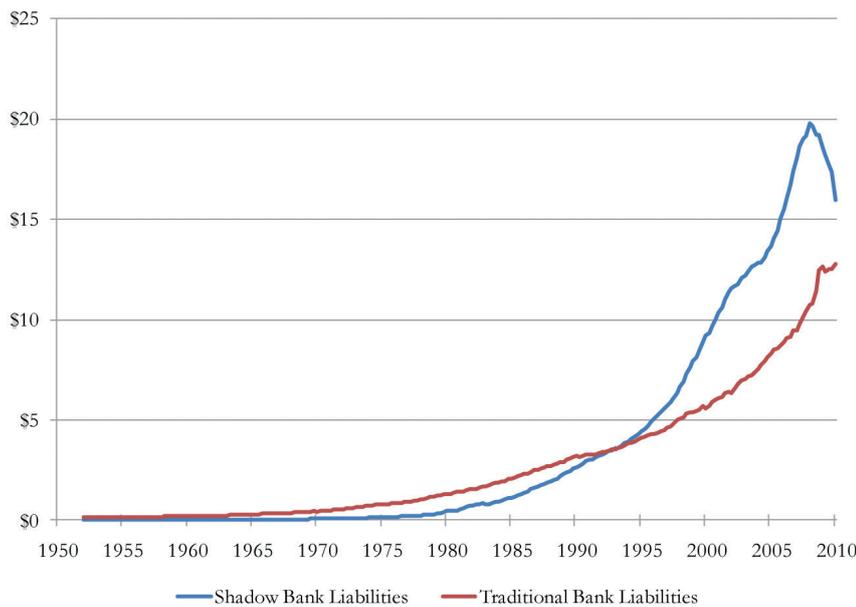


Abbildung 3: Verbindlichkeiten im Schattenbanksystem und im traditionellen Bankensektor (Pozsar et al. 2010:5)

### 3. Schattenbanken: die Akteure in Steuer- und Regulierungsasen

Das Schattenbanksystem und Regulierungsasen sind grundsätzlich unterschiedliche Phänomene, die allerdings in einem engen Zusammenhang stehen. Finanzakteure nutzen sogenannte Schattenbanken, um heimische Regulierungen zu umgehen. Auch wenn Schattenbanken grundsätzlich auch außerhalb von Regulierungsasen eingerichtet werden können, befindet sich die Mehrzahl von ihnen in Steuer- und Regulierungsasen (Rixen 2009: 17). Troost und Liebert (2009: 76) argumentieren, dass das Entstehen des Schattenbanksystems und die daraus entstehenden Risiken für die Finanzmarktstabilität vor der Finanzkrise unter anderem deshalb nicht wahrgenommen wurden, weil diese fast ausschließlich in Steuer- und Regulierungsasen angesiedelt sind.

#### 3.1 Das Schattenbanksystem

Vereinfacht gesagt werden unter Schattenbanken jene Finanzinstitutionen verstanden, die bankenähnliche Tätigkeiten durchführen, ohne dabei wie eine Bank reguliert zu sein. Es gibt weder eine einheitliche Definition des „Schattenbanksystems“ noch herrscht Einigkeit darüber, welche Finanzmarktakteure dem Schattenbanksystem zugeordnet werden.

Für Ricks (2010: 3), Senior Advisor beim US-Finanzministerium, sind Schattenbanken jene Akteure, die eine Fristentransformation<sup>2</sup> außerhalb des regulären Bankensystems vornehmen. Unter dem regulären Bankensystem werden jene Akteure verstanden, die Zugang zu Zentralbankgeldern haben, deren Einlagen versichert sind und die dafür streng reguliert (Kapitalanforderungen, Mindestreservepflicht...) und beaufsichtigt sind. Daher zählen unter anderem Zweckgesellschaften (eng. Structured investment vehicles, Abkürzung: SIVs), kreditorientierte Hedge Fonds, Wertpapierverleiher und vor allem Geldmarktfonds zu den Schattenbanken (ebd.: 4).

Die US-Notenbank FED hat eine breitere Definition von Schattenbanken: Diese umfassen alle Finanzinstitutionen, die Fristen-, Liquiditäts- und Kredittransformation vornehmen, ohne Zugang zu Zentralbankgeldern zu haben. Auch die FED zählt SIVs, kreditfinanzierte Hedge Fonds und Geldmarktfonds zu den Schattenbanken (Pozsar et al. 2010: 1).

<sup>2</sup> Unter Fristentransformation wird die Finanzierung von langfristigen Vermögenswerten (beispielsweise Hypothekarkredite mit Laufzeiten von 30 Jahren) durch die Ausgabe kurzfristiger Verbindlichkeiten verstanden. Fristentransformation ist eine der volkswirtschaftlichen Kernfunktionen des Finanzmarktes.

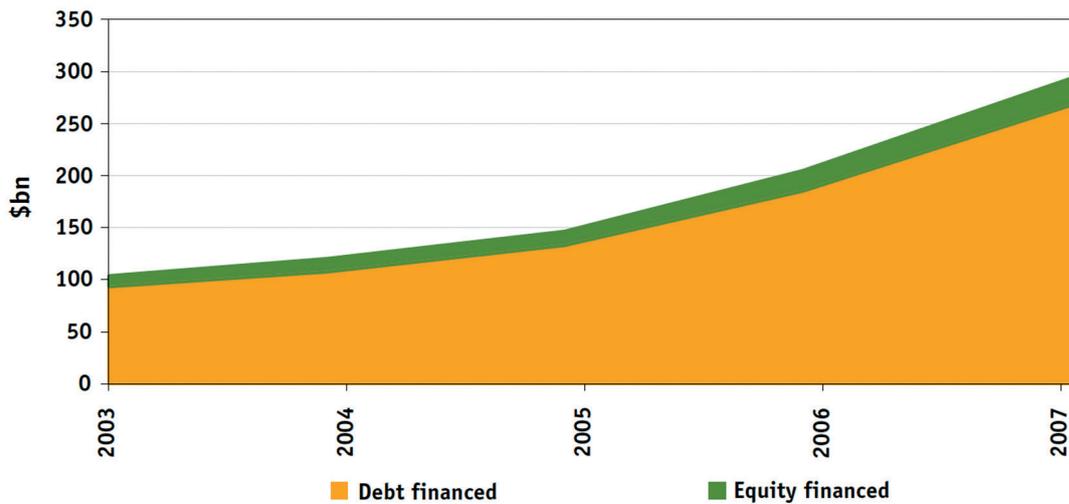


Abbildung 4: Wachstum der Structured Investment Vehicles (SIV) in den Jahre 2003 bis 2007 (Turner 2009: 20)

Das Financial Stability Board hat in einem 2011 veröffentlichten Hintergrundpapier eine detailliertere Definition erarbeitet und definiert das Schattenbanksystem als Finanzinstitutionen und -tätigkeiten außerhalb des regulären Bankensystems, die Kredittransformation vornehmen. Das Schattenbanksystem verursacht ihres Erachtens Systemrisiken und Regulierungsarbitrage (FSB 2011: 3). Aus den Stellungnahmen zum Hintergrundpapier wird ersichtlich, dass sich weder Geldmarktfonds noch Hedge Fonds in dieser Definition wiedererkennen wollen.

Auch die EU-Kommission hat im März 2011 ein Grünbuch zum Schattenbankwesen vorgelegt, mit dem erklärten Ziel, eine gemeinsame Definition zu finden. Das Grünbuch nimmt Bezug auf die Definition des Financial Stability Boards und zählt Zweckgesellschaften, Geldmarktfonds, Investmentfonds mit einlageähnlichen Charakteristiken und jene mit Kreditvergabe oder Fremdkapital und Versicherer und Rückversicherer dazu (Europäische Kommission 2012: 4f). Als Tätigkeiten werden Verbriefung und Wertpapierleih- und Repogeschäfte genannt (ebd.).

Obwohl einzelne Elemente des Schattenbanksystems bereits seit mehreren Dekaden existieren, übersteigen die Verbindlichkeiten des Schattenbanksystems erst seit Mitte der 1990er jene des traditionellen Bankensektor, wie die zeigt.

Besonders zwei Finanzinstitutionen haben in der Finanzkrise eine große Rolle gespielt: Zweckgesellschaften und Geldmarktfonds, die im Folgenden näher erläutert werden.

### 3.1.1 Zweckgesellschaften (engl. Structure Investment Vehicles, SIVs)

Zweckgesellschaften dienen allein dem Zweck, die in der Verbriefung geschlossene Gläubiger-Schuldner-Vertragsbeziehung abzuwickeln. Sie verfügen in der Regel über kein Eigenkapital, sondern werden durch offene Kreditlinien der Muttergesellschaft mit Liquidität und Haftung ausgestattet. Das Haftungsrisiko der Muttergesellschaft wird meistens aufgrund der eigenständigen Rechtsform der Zweckgesellschaft nicht in der Bankbilanz ausgewiesen (Off-balance-sheet-Operationen), daher muss die Muttergesellschaft auch keine Eigenkapitalhinterlegung für die offenen Kreditpools der Zweckgesellschaft leisten. Dies ermöglicht es der Muttergesellschaft, bei gleichbleibender Eigenkapitalausstattung ein höheres Kreditvolumen zu generieren (DIW 2011: 3f). Da die Zweckgesellschaften demnach nicht in einer direkt rechtlichen Verbindung zur Muttergesellschaft stehen, bezeichnet das Deutsche Institut für Wirtschaftsforschung (DIW) sie als Teil des Schattenbanksystems.

Eine besondere Problematik bei Zweckgesellschaften ist, dass diese zum größten Teil in Regulierungsoasen angesiedelt waren und sind und daher von inländischen Aufsichtsbehörden nicht kontrolliert werden konnten und können. Inländische Aufsichtsbehörden sind auf die Kooperationsbereitschaft der Aufsicht in Regulierungsoasen angewiesen, da diese Geschäfte explizit nicht in den Verantwortungsbereich der inländischen Finanzaufsichtsbehörden fallen.

(DIW 2011: 4). Exemplarisch dafür ist der irische Regulator, der in einem Interview klarstellte, dass er sich nur für „Irische Banken“ zuständig fühlt – also für Finanzinstitute, deren Konzernzentrale in Irland ist. Als diverse Zweckgesellschaften von deutschen und englischen Banken, die in Dublin notieren, in der Finanzkrise in Schwierigkeiten gerieten, wurden deutsche und englische Regulierungsbehörden dafür verantwortlich gemacht – dass diese SIVs in die Zuständigkeit der irischen Regulierungsbehörde fallen, wurde nicht erwähnt (Stewart 2008: 3).

Die Abbildung 4 zeigt das Wachstum der Zweckgesellschaften vor der Finanzkrise. Aber auch nach der Krise ist der Bestand an Verbriefungen in europäischen Ländern und den USA noch beträchtlich (DIW 2011: 6).

### 3.1.2 Geldmarktfonds

Geldmarktfonds sind eine spezielle Art von Investmentfonds, die ausschließlich in Geldmarkttiteln und Wertpapieren mit einer Laufzeit von maximal einem Jahr investieren. Geldmarktfonds sind das letzte Glied der Schattenbank-Kette. Da die Geldmarkttitel von institutionellen Anlegern jederzeit eingelöst werden können, kommt es bei Geldmarktfonds trotz der kurzen Laufzeit ihrer Investments zu einer Fristentransformation: Sie transformieren längerfristige Vermögenswerte in kurzfristige Verbindlichkeiten (Ricks 2010: 10). Laut Paul Tucker von der Bank von England bieten Geldmarktfonds ein bankenähnliches Service: sofort verfügbare Liquidität und vermeintliche Sicherheit. Geldmarktfonds sind ein wichtiger Anbieter von kurzfristiger Liquidität für Banken. Das Volumen von Geldmarktfonds in den USA ist mit 3 Billionen Dollar in etwa so groß wie die Spareinlagen von Geschäftsbanken. In Europa beträgt das Volumen ca. 1,5 Billionen Dollar (Tucker 2010: 2). Der zweitgrößte Markt für Geldmarktfonds in Europa befindet sich in Luxemburg (Falk 2009: 15).

### 3.1.3 Hedge Fonds

Hedge Fonds sind eine spezielle Art von Investment Fonds und durch spekulative Anlagestrategien gekennzeichnet. Sie investieren typischerweise in Derivate und sind häufig stark kreditfinanziert. Ein Großteil der Hedge Fonds ist in Regulierungsstaaten registriert: 2006 waren es 55 Prozent. Die Kaimaninseln sind die beliebteste Regulierungs-oase, 63 Prozent der „Offshore“-Hedge Funds sind dort

registriert, gefolgt von den Britischen Jungferninseln (13 %) und den Bermudas (11 %). Obwohl die Mehrheit der Hedge Fonds in Regulierungsstaaten registriert ist, werden sie überwiegend von London oder New York aus gemanagt (Murphy, 2008: 114).

## 3.2 Regulierungsstaaten und Schattenbanken in der Finanzkrise

Bis zum Beginn der Finanzkrise 2007 wurde das Entstehen eines Schattenbanksystems, dessen Verbindlichkeiten Mitte der 1990er jene des traditionellen Bankensektors überstiegen, nicht wahrgenommen. So fragte sogar die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), die als Bank der Zentralbanken gilt, im Juni 2008 überrascht, warum die Entstehung des Systems auf offizieller Seite keinerlei Besorgnis ausgelöst hatte (BIS 2008: 138). Zahlreiche Ereignisse in der Finanzkrise, die Teile des Schattenbanksystems betrafen, führten dazu, dass das Schattenbanksystem als eine wesentliche Krisenursache gesehen wird (Rixen 2009: 17). Ein Großteil der betroffenen Schattenbankakteure war zudem in Regulierungsstaaten angesiedelt, bei vielen Banken, die in Not gerieten, zeigten sich Verbindungen zu Regulierungsstaaten, die hier exemplarisch aufgezeigt werden sollen:

Schon beim Kollaps der Bank *Bear Stearns*, der rückblickend den Beginn der Finanzkrise markierte, waren zwei Hedge Fonds mitverantwortlich, die beide auf den Kaimaninseln notierten (Palan et al. 2010: 164). Wesentlich deutlicher trat der Zusammenhang bei der britischen Bank *Northern Rock* und der von ihr gegründeten Zweckgesellschaft *Granite* zu Tage. Wesentliche Teile dieser Zweckgesellschaft waren in Jersey registriert. *Granite* gehörte offiziell einer Wohltätigkeitsstiftung von *Northern Rock* und galt damit rechtlich als unabhängig. Die Organisation, die von der Wohltätigkeitsstiftung profitieren hätte sollen, wusste nicht einmal von deren Existenz. *Granite* hatte keine Beschäftigten, dafür aber 50 Mrd. Pfund Verbindlichkeiten und wurde ausschließlich von *Northern Rock* gemanagt. Als *Granite* sich im August 2007 am Geldmarkt nicht mehr refinanzieren konnte, musste *Northern Rock* die Verbindlichkeiten begleichen, obwohl *Granite* rechtlich unabhängig war. Nach der Verstaatlichung von *Northern Rock* wurden die staatlichen Garantien auch auf *Granite* ausgeweitet (ebd.: 164f).

In Deutschland ermöglichte ein 2003 verabschiedetes Gesetz zur „Förderung von Kleinunternehmen und zur Verbesserung der Unternehmensfinanzierung“ die

Verbriefung von Kreditforderungen und die Gründung (nicht bilanzierungspflichtiger) Zweckgesellschaften. Die deutschen Landesbanken gründeten daraufhin Zweckgesellschaften (Wagenknecht 2011: 47ff), den Großteil davon in Regulierungsoasen, was den deutschen Behörden eine effektive Aufsicht verunmöglichte. Die sächsische Landesbank gründete eine Zweckgesellschaft in Dublin (insgesamt 92 Mrd. Euro an Verbriefungen), die IKB die Rhineland Funding in Delaware (Eigenkapital 500 Euro, 17 Mrd. Euro in US-Subprimes) und Ankaufgesellschaften in Delaware und Jersey. Die Depfa Bank, seit 2007 eine Tochtergesellschaft der Hypo Real Estate, hatte ihre Konzernzentrale von 2003 bis 2007 in Dublin. Die irischen Gesellschaften der Sachsen LB beschäftigten 2006 nur 45 MitarbeiterInnen, erwirtschafteten aber den gesamten Konzerngewinn. Auch die WestLB verfügte über Zweigstellen in Irland. Alle Landesbanken erhielten staatliche Hilfe in der Finanzkrise, die Hypo Real Estate wurde verstaatlicht und benötigte alleine 102 Mrd. Euro Staatshilfe, Kredite in der Höhe von 50 Mrd. Euro und 52 Mrd. Euro Staatsgarantien (Stewart 2010: 14ff).

Nach dem Zusammenbruch von Lehmann fand ein Bank-Run auf das Schattenbanksystem und insbesondere auf Geldmarktfonds von institutionellen Investoren statt (Ricks 2010: 9f; Tucker 2010: 3). Institutionelle Anleger entzogen dem Geldmarkt ihre Einlagen und parkten die Liquidität in kurzfristigen amerikanischen Staatsanleihen, die dadurch 2008 erstmals in der Geschichte eine negative Rendite abwarfen. Die amerikanischen Rettungspakete waren zum Höhepunkt der Krise beinahe ausschließlich darauf ausgerichtet, die sich ausbreitende Panik institutioneller Anleger im Schattenbanksystem einzudämmen. Laut Morgan Ricks (2010: 4), dem Senior Advisor des US-Finanzministeriums, entfiel beinahe das gesamte Volumen des 700 Mrd. Dollar schweren amerikanischen Hilfspakets auf den Schattenbanksektor. Geldmarktfonds erhielten einerseits Zugang zu Zentralbankgeld (Kosten: 150 Mrd. Dollar), andererseits garantierte die US-Regierung sämtliche Einlagen in Geldmarktfonds in der Höhe von 3,2 Billionen Dollar.

#### **4. Steuer- und Regulierungsoasen: eine Bedrohung für die Finanzmarktstabilität**

Durch die Finanzkrise erhält die Frage nach den Auswirkungen von Steuer- und Regulierungsoasen auf die Stabilität des Finanzsystems vermehrt Aufmerksamkeit. Internationale Organisationen, Regulierungs- und Aufsichtsbehörden und die Europäische Kommission

haben die Risiken, die das Schattenbanksystem für die Finanzmarktstabilität darstellt, detailliert untersucht. Das Schattenbanksystem wird als eine der Hauptursachen der Finanzkrise gesehen (Rixen 2009: 17). Wie im Abschnitt 3 exemplarisch dargestellt wurde, spielten zahlreiche Akteure des Schattenbanksystems in der Finanzkrise eine prominente Rolle. Da diese überwiegend in Steuer- und Regulierungsoasen angesiedelt waren, wird Steuer- und Regulierungsoasen von dem Tax Justice Network (Murphy 2008: 9) und dem UNO-Expertenausschuss für Reformen des Finanzsystems (United Nations 2009: 9) eine Mitschuld an der Finanzkrise gegeben. Diese Sichtweise ist umstritten, in den erwähnten Analysen zum Schattenbanksystem finden sich beispielsweise keinerlei Hinweise auf Steuer- und Regulierungsoasen. Es lässt sich aber zeigen, dass die dort angeführten Risiken, die das Schattenbanksystem für die Finanzmarktstabilität darstellt, auch für Steuer- und Regulierungsoasen gelten und durch diese zumindest verstärkt werden.

Bereits beim Beinahe-Kollaps des Long-Term Capital Management (LTCM) Hedge Fonds im Jahre 1998 (die US-Notenbank und amerikanische Großbanken verhinderten den Kollaps mit einem Rettungspaket in der Höhe von 3,625 Mrd. Dollar (Huffs Schmid 1999)), der formal auf den Kaimaninseln registriert war, wurden erste Bedenken über die Auswirkung von Steuer- und Regulierungsoasen auf die Finanzmarktstabilität geäußert. Als Konsequenz aus der Südostasien-Krise und dem Beinahe-Kollaps von LTCM wurde 1999 das Financial Stability Forum (FSF) gegründet (2009 abgelöst durch das Financial Stability Board). Die dort angeführten Risiken von Steuer- und Regulierungsoasen für die Finanzmarktstabilität decken sich im Wesentlichen mit jenen, die dem Schattenbanksystem zugewiesen werden.

Erstens erhöht das signifikante Wachstum von Vermögen und Verbindlichkeiten in Steuer- und Regulierungsoasen das Risiko von Ansteckungseffekten (FSF 2000: 4). Schattenbanken wiederum akkumulieren einen hohen Fremdmittelanteil, der die Anfälligkeit des Finanzsektors erhöhen und Systemrisiken verursachen kann. Explizit erwähnt wird, dass durch die Tätigkeiten der Schattenbanken eine Umgehung der Limits für Fremdkapital ermöglicht wird (EK 2012: 6). Ebendiese Umgehung von Regulierungs- und Aufsichtsvorschriften ist auch eine Kerncharakteristik von Steuer- und Regulierungsoasen, die als Regulierungsarbitrage bezeichnet wird (FSF 2000: 4). Das signifikante Wachstum des Fremdmittelanteils zeigt sich auch

empirisch: So sind die britischen Verbindlichkeiten im Finanzsektor weitaus stärker gewachsen als jene der britischen Unternehmen und Haushalte (Turner 2009: 18). Hier zeigt sich auch deutlich das Ineinandergreifen von steuerlichen Aspekten und Finanzmarktaspekten. Fremdkapital wird im Steuersystem grundsätzlich bevorzugt behandelt, weil Zinszahlungen für Kredite im Gegensatz zu Zinszahlungen auf Eigenkapital steuerlich geltend gemacht werden können (Schuberth 2011: 11). Steuer- und Regulierungssoasen bieten nun einerseits die Möglichkeit, Fremdkapitalzinsen in sogenannten Hochsteuerländern steuerlich geltend zu machen, während die damit erwirtschafteten Gewinne in Steueroasen steuerfrei oder -günstig angesammelt und ausgeschüttet werden (Rixen 2009: 18). Andererseits ermöglichen Regulierungssoasen die Umgehung von Fremdkapitallimits und verstärken somit das Wachstum des Fremdmittelanteils.

Zweitens wird der Interbankenmarkt-Charakter von Steuer- und Regulierungssoasen als kritisch gesehen, der das Risiko von Ansteckungseffekten in Finanzkrisen erhöht (FSF 2000: 4). Auch bei Schattenbanken wird die enge Verknüpfung mit dem regulären Bankensystem als Risiko eingestuft. Insolvenzen von Schattenbanken können erhebliche Ansteckungs- und Spillover-Effekte nach sich ziehen und die Risiken auf das reguläre Bankensystem transferieren (EK 2012: 6). Dies geschieht einerseits, weil Schattenbanken direkt über Kredite oder Eventualverbindlichkeiten (Liquiditätslinien) mit dem Bankensystem verbunden sind und andererseits massive Aktivverkäufe durch Schattenbanken die Preise von Finanz- und Sachaktiva bei regulären Banken sinken lassen (ebd.), was wiederum zu einem Verkaufsdruck von Aktiva führt. Die im Abschnitt 3 erwähnten Beispiele Northern Rock und die deutschen Landesbanken haben gezeigt, wie schnell die Muttergesellschaft in finanzielle Schwierigkeiten gerät, wenn die mit ihr verbundenen Zweckgesellschaften in Regulierungssoasen sich nicht mehr refinanzieren können.

Drittens begünstigen Steuer- und Regulierungssoasen laut dem FSF (2000: 4) das vermutete – es existieren kaum hinreichende Daten – Wachstum von Off-balance-sheet-Aktivitäten der Finanzinstitutionen. Ebendies wird auch bei Schattenbanken kritisiert. So versuchen Finanzinstitutionen vermehrt, Geschäfte in rechtlich voneinander unabhängige, aber weiterhin miteinander in Beziehung stehende Unternehmen außerhalb ihres Konsolidierungskreises zu drängen (EK 2012: 6). Diese sogenannten Off-balance-sheet-Aktivitäten, mit denen

Eigenkapital- und Rechnungslegungsvorschriften umgangen wurden, haben wesentlich zur Entstehung der Finanzkrise beigetragen (ebd.), weil Risikopositionen verdeckt und nicht mit ausreichend Eigenkapital hinterlegt wurden.

Sowohl Steuer- und Regulierungssoasen als auch Schattenbanken behindern die globale Überwachung des Finanzmarkts (FSF 2000: 4; EK 2012: 6) und stellen daher eine systemische Bedrohung für dessen Stabilität dar (FSF 2000: 4; Gonzales et al. 2011: 43). Einerseits sollten nationale Aufsichtsbehörden laut dem Prinzip der konsolidierten Aufsicht in der Lage sein, die Risikobewertung, insbesondere des Kreditrisikos, auf der Grundlage sämtlicher Bankgesellschaften eines Unternehmens vorzunehmen. Rechtlich eigenständige Tochtergesellschaften in Regulierungssoasen verhindern das, weil staatliche Aufsichtsbehörden für deren Kontrolle auf die Kooperationsbereitschaft der Aufsichtsbehörden in Regulierungssoasen angewiesen sind – insbesondere auf die Weitergabe von Informationen wie der Eigentümerstruktur von Finanzinstitutionen. Diese ist laut der Nichtregierungsorganisation ATTAC in Regulierungssoasen aber oftmals per Gesetz verboten (Fritz et al. 2001: 11). Diese Grundproblematik, der nationale Regulierungs- und Aufsichtsbehörden gegenüberstehen, zeigte sich schon bei der im Abschnitt 2 dargestellten Entstehung der ersten Regulierungssoase, des Eurodollar-Markts. Andererseits erschwert auch die mangelhafte Datenlage über Kapitalbewegungen zu und von Steuer- und Regulierungssoasen eine effektive Überwachung des globalen Finanzmarkts (ebd.: 11f)<sup>3</sup>.

Zudem kommt es laut dem Tax Justice Network durch Regulierungssoasen zu einem Wettbewerb um niedrige Aufsichts- und Regulierungsstandards. Auch Schattenbanken bergen durch den Versuch von Banken und anderen Finanzintermediären, Schattenbanken nachzuzahlen und Geschäfte außerhalb ihrer Konsolidierungskreise zu verlagern, insgesamt das Risiko einer „regulatorischen Abwärtsspirale“ (EK 2012: 6). Die Existenz von Steuer- und Regulierungssoasen erleichtert es wirtschaftlichen Interessensgruppen und Finanzmarktakteuren, den Abbau von Regulierungsvorschriften zu fordern mit dem Argument, die heimische Wettbewerbsfähigkeit dadurch zu sichern oder zu steigern (Rixen 2009: 19). Diese Beeinflussung von PolitikerInnen und Aufsichtsbehörden durch Interes-

3 Eine detaillierte Darstellung über die mangelhafte Datenlage zu Kapitalbewegungen von und zu Steuer- und Regulierungssoasen findet sich bei Rixen (2009: 19ff).

sensgruppen und systemrelevante Finanzmarktakteure wird als „regulatory capture“ bezeichnet.

Bei Schattenbanken wird von der Europäischen Kommission noch ein weiteres Risiko hervorgehoben, das große Auswirkungen auf die Finanzmarktstabilität hat. Da sich manche Schattenbankakteure durch kurzfristig aufgenommene Mittel finanzieren und in längerfristige Vermögenstitel investieren (die sogenannte Fristentransformation, die im Abschnitt 3 erläutert wurde), sind sie dem Risiko eines plötzlichen und massiven Mittelabzugs („Run“) durch ihre KundInnen ausgesetzt (EK 2012: 4). Auch im regulären Banksektor existiert dieses Risiko. Um dies zu verhindern werden die Einlagen der KundInnen im regulären Bankensektor vom Staat garantiert. „Bank-Runs“ werden immer durch einen Vertrauensverlust in die jeweilige Bank oder das gesamte Bankensystem ausgelöst. Unabhängig davon, ob dieser Vertrauensverlust gerechtfertigt ist oder nicht, führt ein plötzlicher und massiver Mittelabzug immer zur Zahlungsunfähigkeit der Bank oder des gesamten Systems (Ricks 2010: 13ff). Plakativ gesprochen ist jede Bank insolvent, wenn alle ihre KundInnen gleichzeitig ihre Einlagen zurückfordern. In der ökonomischen Theorie wird dies als selbsterfüllende Prophezeiung bezeichnet (ebd.: 14). Für Schattenbanken gilt die staatliche Einlagenversicherung nicht, sie sind daher noch anfälliger für Bank-Runs. Dies zeigte sich auch in der Finanzkrise, als ein Bank-Run auf Geldmarktfonds stattfand (Ricks 2010: 14).

Steuer- und Regulierungsoasen erhöhen die Gefahr von Bank-Runs, weil die von ihnen bewusst hergestellte Intransparenz insbesondere über Eigentümerstrukturen bei krisenhaften Entwicklungen im Finanzsystem das Vertrauen in einzelne Schattenbankakteure und in das Finanzsystem an sich noch weiter schwächt.

Zusammenfassend werden folgende Gefahren für die Finanzmarktstabilität genannt, zu denen Steuer- und Regulierungsoasen ursächlich beitragen, weil sie nur minimale Aufsichts- und Regulierungsvorschriften anwenden, wesentliche Daten wie die Eigentümerstruktur von Finanzinstitutionen nicht weitergeben und meistens niedrige oder gar keine Steuern einheben: das signifikante Wachstum von Vermögen und Verbindlichkeiten, der Interbankenmarkt-Charakter, das vermutete Wachstum von Off-balance-sheet-Aktivitäten, das erhöhte Risiko eines „Runs“ auf Teile des Schattenbanksystems, die Behinderung der globalen Überwachung des Finanzsystems und der Wettbewerb um niedrigere Aufsichts- und Aufsichtsvorschriften. Ein großer Teil dieser Risiken wird auch für das

Schattenbanksystem angeführt. Dies lässt einerseits den Schluss zu, dass Steuer- und Regulierungsoasen eine Mitschuld an der Finanzkrise trugen und dass sie, wenn nicht politische Maßnahmen gesetzt werden, die diese Risiken beheben, weiterhin die Stabilität des Finanzmarkts gefährden.

## 5. Politische Implikationen und Maßnahmen

In den letzten Jahrzehnten besagte die herrschende Ideologie, dass Staatseingriffe und Regulierung den freien Markt in seiner Entwicklung behindern, da das Marktgleichgewicht nicht erreicht wird. Dieser Ideologie folgend, postulierten manche ÖkonomInnen, dass Steuer- und Regulierungsoasen das Finanzsystem stärken, weil sie durch Wettbewerb und Konkurrenz die Volkswirtschaften zwingen, die Wirksamkeit und Effizienz ihres Steuer- und Regulierungssystems zu verbessern (vgl. Palen et al. 2010: 162). Die schwerste Finanzkrise seit den 30er Jahren des vergangenen Jahrhunderts ist aber ein eindrucksvoller Beweis dafür, wie hoch die volkswirtschaftlichen Kosten eines deregulierten Finanzmarkts sind.

Steuer- und Regulierungsoasen sind nicht alleine verantwortlich für die Finanzkrise. Die Deregulierung der Finanzmärkte hat nicht nur in Regulierungsoasen stattgefunden und hat auch die Aufsichts- und Aufsichtsvorschriften für „Onshore“-Banken und andere Finanzmarktakteure gelockert (Turner 2009: 74). So waren es politische Entscheidungen außerhalb von Steuer- und Regulierungsoasen, die die Trennung von Geschäfts- und Investmentbanken in den USA aufgehoben haben, die bestimmten, dass Finanztransaktionen zwischen Nichtansässigen in fremder Währung außerhalb von Regulierung und Aufsicht stattfinden können und dass es deutschen Landesbanken erlaubt ist, außerbilanzielle Zweckgesellschaften im Ausland zu gründen. Wie im Abschnitt 4 gezeigt wurde, ist dies aber auch auf den beschriebenen Wettbewerb mit Steuer- und Regulierungsoasen um niedrige Standards zurückzuführen. Dieser erleichtert es Interessensgruppen, PolitikerInnen und Finanzmarktakteuren, einen Abbau der heimischen Regulierungsstandards zu fordern und mit dem Argument der Wettbewerbsfähigkeit zu junktimieren (Rixen 2009: 19). Dazu kommt, dass eine infolge der Finanzkrise stärkere globale Regulierung – so sie nicht nur Lippenbekenntnis bleibt – den Anreiz für Finanzmarktakteure, in Regulierungsoasen auszuweichen, weiter erhöht (Turner 2009: 74) und die stärkere Regulierung ad absurdum führt. Um die derzeitige Instabilität des internationalen

Finanzsystems zu beheben und weiteren Finanzkrisen vorzubeugen braucht es daher gezielte politische Maßnahmen gegen Steuer- und Regulierungssoasen.

Während im Kampf gegen Steuerhinterziehung und -vermeidung bereits gut ausgearbeitete Vorschläge – insbesondere auch des Tax Justice Network – vorliegen, sind jene, die sich der Umgehung von Regulierungs- und Aufsichtsvorschriften widmen, noch vage und meist erst im Entwurfsstadium. Allerdings würde die Umsetzung der Maßnahmen gegen Steuerhinterziehung und -vermeidung, die in *momentum quarterly* von Silke Ötsch (2012: 39ff) detailliert vorgestellt wurden, auch der Bekämpfung der Umgehung von Regulierungs- und Aufsichtsvorschriften zugute kommen. Da Steuer- und Regulierungssoasen zwei Seiten derselben Medaille sind und es wie ausgeführt Wechselwirkungen zwischen steuerlichen Aspekten und Finanzmarktaspekten gibt, wird jene Maßnahme, die aus steuerlichen Gründen zu mehr Transparenz in Steuer- und Regulierungssoasen führt, auch die Stabilität des Finanzsystems verbessern. Die geografische Ausdehnung des Geltungsbereichs der Zinsrichtlinie der EU und insbesondere der automatische Informationsaustausch würden die Transparenz über Eigentümerstrukturen erhöhen (Ötsch 2012: 39) und somit die globale Überwachung des Finanzsystems erleichtern. Eine länderbasierte Rechnungslegung (Country-by-Country Reporting) würde die Unternehmen dazu verpflichten, offenzulegen, in welchen Ländern sie unter welchem Namen tätig sind und in welcher Höhe Finanzierungskosten und Gewinne an den unterschiedlichen Standorten anfallen. Dadurch könnte eine nationale Aufsicht wieder in die Lage versetzt werden, die Risikobewertung auf der Grundlage sämtlicher Bankgesellschaften eines Unternehmens vorzunehmen.

Darüber hinaus braucht es aber Maßnahmen, die explizit auf die Risiken, die Steuer- und Regulierungssoasen und Schattenbanken für die Stabilität des Finanzmarkts darstellen, zugeschnitten sind. Eine Möglichkeit, die eine schärfere Überwachung von Regulierungssoasen ermöglicht, ist die Berücksichtigung von Regulierungssoasen in einer Risikolandkarte (Issing et al. 2009: 10ff). Diese Maßnahme wurde von der sogenannten „Issing-Kommission“ vorgeschlagen, einer von der deutschen Bundesregierung eingesetzten ExpertInnenkommission zur Finanzmarktreform. Die Risikolandkarte würde – sofern Regulierungssoasen berücksichtigt werden – das Netz der Beziehungen der großen Finanzakteure aufzeigen und Ansatzpunkte für eine bessere Überwachung und Regulierung liefern.

Von Finanzinstitutionen, die Verbindungen in Regulierungssoasen haben, könnte beispielsweise eine höhere Eigenkapitalquote verlangt werden, um dem erhöhten Risiko gerecht zu werden (Rixen 2009: 38). Bei Vorliegen einer vollständigen Risikolandkarte kann auch der Vorschlag der UN-Expertenkommission aufgegriffen werden: Finanzinstitutionen aus Ländern mit starker Regulierung sollen Geschäfte in Ländern mit ungenügender Regulierung schlichtweg untersagt werden (United Nations 2009: 9).

Bei Regulierungssoasen können Staaten zudem in einem ersten Schritt da eingreifen, wo sie die Geschäftspolitik direkt bestimmen können: Keinem Finanzakteur, der sich im staatlichen Eigentum befindet oder Staatshilfen bezieht, sollte es erlaubt sein, weiterhin in Steuer- und Regulierungssoasen zu operieren (Troost/Liebert 2009: 82).

In Bezug auf Schattenbanken wird derzeit von der Europäischen Kommission an einem Regulierungsvorschlag gearbeitet, der sich an den Empfehlungen des Financial Stability Boards orientiert. Der Regulierungsvorschlag befindet sich noch in der Entwurfsphase und wird derzeit von Interessensgruppen begutachtet. Die (plausible) Forderung von Troost und Liebert (2009: 83), dass die internationalen Rechnungslegungsstandards reformiert werden, um außerbilanzielle Zweckgesellschaften zu verbieten, findet sich nicht im Entwurf. Allerdings werden Finanzakteure künftig dazu verpflichtet, bei der Ausgabe verbriefteter Forderungen einen erheblichen Teil der gezeichneten Risiken zurückzubehalten (EK 2012: 8). Diese Risiken konnten bisher vollständig in Zweckgesellschaften ausgelagert werden, ohne dass die Banken für die Risiken Eigenkapital vorhalten mussten. Auch für die von Banken gewährten Liquiditätslinien für Zweckgesellschaften, die im Abschnitt 3 beschrieben wurden und die in der Finanzkrise maßgeblich zur Ausbreitung der Finanzkrise in ganzen Finanzsystem beigetragen haben, muss künftig mehr Eigenkapital vorgehalten werden (ebd.).

Das Problem der Fristentransformation außerhalb des regulären Banksektors – also durch Akteure, die keinen Zugang zu Zentralbankgeld haben und nicht durch eine staatliche Einlagensicherung vor Bank-Runs geschützt werden – wird nicht thematisiert. Ricks (2010: 5) schlägt vor, dass es diesen Finanzakteuren zukünftig nicht mehr erlaubt sein soll, Fristentransformation zu betreiben. Auch das signifikante Wachstum von Fremdmitteln bei Schattenbankakteuren wird nur indirekt (über Eigenkapitalvorschriften bei der Muttergesellschaft) angesprochen.

Für eine genaue Bewertung der Regulierungsvorschläge durch die Europäische Kommission ist es noch zu früh. Insbesondere bleibt abzuwarten, welche Regulierungsvorschläge nach der Konsultation durch Interessensgruppen tatsächlich gesetzlich vorgeschrieben werden. Erfahrungsgemäß ist auf der europäischen Ebene die Gefahr der „regulatory captures“ groß. Zudem wird im Grünbuch die Existenz von Steuer- und Regulierungssoasen nicht einmal erwähnt. Vorschläge zur Erhöhung der Transparenz bleiben aber zahnlos, solange Regulierungssoasen weiterhin Ausweichmöglichkeiten für Regulierungs- und Aufsichtsvorschriften anbieten.

Um der latenten Gefahr der „regulatory captures“ entgegenzutreten, muss die breite Öffentlichkeit darüber informiert werden, welche Gefahr die Existenz von Steuer- und Regulierungssoasen für die Stabilität des Finanzmarkts darstellen. Der Schattenfinanzindex des Tax Justice Network (TJN 2011) ist eine effektive Methode um dies zu erreichen, wie auch das große Medienecho bei der erstmaligen Präsentation 2009 gezeigt hat. Auch dieser Beitrag soll aufzeigen, dass jeder Schritt zu einer finanzpolitischen Re-Regulierung von Steuer- und Regulierungssoasen sowie Schattenbanken ein aktiver Schritt zur Krisenvorbeugung und damit zum Schutz der ArbeitnehmerInnen vor den gewaltigen volkswirtschaftlichen Kosten von Finanzkrisen ist. Dass diese Kosten in erster Linie von herkömmlichen ArbeitnehmerInnen getragen werden, haben die letzten Jahre leider eindrucksvoll bewiesen.

## Literatur

- Bank für internationalen Zahlungsausgleich (BIS) (2008): *BIS 78th Annual Report*. Online: <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2008e8.pdf> [18.07.2012]
- Belabed, C.A. (2011): *Die Große Depression und der New Deal aus makroökonomischer Sicht*. Diplomarbeit Johannes Kepler Universität. Linz: Trauner Verlag.
- Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW) (2011): *Verbriefungen sind tot – lang leben Verbriefungen?* DIW Wochenbericht 35 (2011), 2-11.
- Falk, R. (2009): *Zur Debatte um Steueroasen. Der Fall Luxemburg*. Luxemburg. Online: [http://www.globaleverantwortung.at/images/doku/rainerfalk\\_cerledecoop\\_debattesteueroasenluxemburg\\_2009.pdf](http://www.globaleverantwortung.at/images/doku/rainerfalk_cerledecoop_debattesteueroasenluxemburg_2009.pdf) [18.07.2012]
- Financial Stability Board (FSB) (2011): *Shadow Banking: Scoping the Issues*. Basel. Online: [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_110412a.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_110412a.pdf) [18.07.2012]
- Financial Stability Forum (FSF) (2000): *Report of the Working Group on Offshore Centers*. Basel. Online: [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_0004b.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0004b.pdf) [18.07.2012]
- Finanz Lexikon (o. J.): *Regulierungs-Arbitrage*. Online: [http://www.finanz-lexikon.net/Regulierungs-Arbitrage\\_2563.html](http://www.finanz-lexikon.net/Regulierungs-Arbitrage_2563.html) [18.07.2012]
- Gonzales, M./Schipke, A. (2011): *Bankers on the Beach. Finance & Development*, June 2011, 42-45.
- Huffschmid, J. (1999): *Politische Ökonomie der Finanzmärkte*. Hamburg.
- Internationaler Währungsfonds (IWF) (2009): *Luxembourg-2009 Article IV Consultation*. Online: <http://www.imf.org/external/np/ms/2009/033009.htm> [18.07.2012]
- Issing, O./Asmussen, J./Krahnen, J.P./Regling, K./Weidman, J./White, W./Center for Financial Studies/Goethe-Universität (2009): *New Financial Order. Recommendations by the Issing Committee*. Preparing G-20, London, April 2, 2009. White Paper No. II. Online: [http://www.ifk-cfs.de/fileadmin/downloads/publications/white\\_paper/White\\_Paper\\_No\\_1\\_Final.pdf](http://www.ifk-cfs.de/fileadmin/downloads/publications/white_paper/White_Paper_No_1_Final.pdf) [18.07.2012]
- Murphy, R. (2008): *Tax havens creating turmoil*. Evidence submitted to the Treasury Committee of the House of Commons. London: Tax Justice Network UK.
- Ötsch, S. (2012): *The normality of the exception: Offshore economy as the parallel universe of elites and the missing regulation*. momentum quarterly. Zeitschrift für sozialen Fortschritt, 1 (1), 27-44.
- Palan, R./Murphy, R./Chavagneux, C. (2010): *Tax Havens. How Globalization Really Works*. New York: Cornell University.
- Pozsar, Z./Adrian, T./Ashcraft, A.B./Boesky, H. (2010): *Shadow Banking*. Federal Reserve Bank of New York, Staff Report No. 458.
- Ricks, M. (2010): *Shadow Banking and Financial Regulation*. Columbia Law and Economics Working Paper No. 370. Online: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1571290](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1571290) [18.07.2012]
- Rixen, T. (2009): *Paradiese in der Krise. Transparenz und neue Regeln für Steuer- und Regulierungssoasen*. Schriften zu Wirtschaft und Soziales, 4, Heinrich Böll Stiftung.
- Schuberth, H. (2011): *Tax Policies and Financial Stability – Lessons from the Crisis*. Paper präsentiert im Rahmen der Central Banks Conference on Lessons from the World's Financial Crisis.
- Stewart, J. (2008): *Shadow regulation and the shadow banking system*. In: Tax Justice Network (TJN) (Hg.): *Tax Justice Focus*. 1-4.
- Stewart, J. (2010): *Financial Innovation and the Financial Crisis*. Paper präsentiert auf der International Schumpeter Society Conference 2010. Online: <http://www.schumpeter2010.dk/index.php/schumpeter/schumpeter2010/paper/viewFile/374/185> [18.07.2012]
- Tax Justice Network (TJN) (2011): *Financial Secrecy Index 2011*. Online: <http://www.financialsecrecyindex.com/2011results.html> [18.07.2012]

- Tax Justice Network (TJN) (o. J.): *Economic Crisis + Offshore*.  
Online: [http://www.taxjustice.net/cms/front\\_content.php?idcat=136](http://www.taxjustice.net/cms/front_content.php?idcat=136) [18.07.2012]
- Troost, A./Liebert, N. (2009): *Das Billionengrab. Von Steueroasen und Schattenbanken*. *Blätter für deutsche und internationale Politik*, 3, 75-84.
- Tucker, P. (2010): *Shadow banking, financing markets and financial stability*. London: BIS Review.
- Turner, A. (2009): *The Turner Review. A regulatory response to the global banking crisis*. London: Financial Service Authority (FSA).
- United Nations (UN) (2009): *The Commission of Experts on Reform of the International Monetary and Financial Systems*. New York: United Nations. Online: [http://www.un.org/ga/econcrisissummit/docs/FinalReport\\_CoE.pdf](http://www.un.org/ga/econcrisissummit/docs/FinalReport_CoE.pdf) [18.07.2012]
- Wagenknecht, S. (2011): *Freiheit statt Kapitalismus*. Frankfurt/M.: Eichborn Verlag.
- Wall Street Journal (2007): *A Hedge Haven Makes Its Rules Even Lighter*. Online: [http://online.wsj.com/article/SB119102308704743294.html?mod=googlenews\\_wsj](http://online.wsj.com/article/SB119102308704743294.html?mod=googlenews_wsj) [18.07.2012]
- Zoromé, A. (2007): *Concept of Offshore Financial Centers*. In Search of an Operational Definition. IMF Working Paper.