

Das europäische Schattenbankensystem

*Typologisierung und die Bewertung regulatorischer Initiativen
auf europäischer Ebene*

Karl Michael Beyer und Lars Bräutigam

Das europäische Schattenbankensystem

Typologisierung und die Bewertung regulatorischer Initiativen auf europäischer Ebene*

Karl Michael Beyer

Institut für die Gesamtanalyse der Wirtschaft
Johannes Kepler Universität Linz
Email: karl.beyer@jku.at

Lars Bräutigam

Institut für die Gesamtanalyse der Wirtschaft
Johannes Kepler Universität Linz
Email: lars.braeutigam@wiquasi.de



* Wir danken der Arbeiterkammer Oberösterreich und der Arbeiterkammer Wien für die finanzielle Unterstützung dieses Forschungsprojekts. Wir bedanken uns ebenfalls bei Jakob Kapeller, unter dessen Leitung das Forschungsprojekt durchgeführt wurde. Schließlich möchten wir uns auch bei Judith Vorbach, Thomas Zotter, Sepp Zuckerstätter und Walter Ötsch für ihre hilfreichen inhaltlichen Kommentare bedanken.

Zusammenfassung

In der vorliegenden Studie wird eine komparative Analyse des europäischen Schattenbankensystems (SBS) durchgeführt. Zuerst wird der Umfang des jeweiligen Schattenbankensektors für 27 EU-Staaten mithilfe einer entitätenbasierten Methodologie auf Basis von EZB-Daten für das Jahr 2014 geschätzt. Darauf aufbauend wird auf Basis des Indikators der SBS-Intensität (Umfang des SBS in Relation zum BIP) eine Typologisierung der hinsichtlich ihrer Ausprägung von Schattenbankenstrukturen sehr heterogenen europäischen Staaten vorgenommen. Es ergeben sich drei Grundtypen, wobei für jeden dieser Typen ein Land als Fallbeispiel (Irland für Typ 1, Österreich für Typ 2, Polen für Typ 3) näher dargestellt wird: Typ 1 umfasst jene Länder, deren Schattenbankensektor das jeweilige Bruttoinlandsprodukt um ein Vielfaches übersteigt. Hierbei zeigt sich, dass einzelne Staaten (Luxemburg, Irland, Niederlande, Großbritannien) als Knotenpunkte des europäischen Schattenbankensystems fungieren, wobei zugleich die unmittelbaren Verbindungslinien des SBS-Sektors zu den nationalen Wirtschaftsstrukturen teils als eher begrenzt angenommen werden dürfen. Typ-2-Länder lassen sich durch ein größtmäßig relativ ausgeglichenes Verhältnis von SBS-Umfang zu nationaler Wirtschaftsleistung kennzeichnen. In den Typ-3-Ländern hingegen sind nennenswerte Schattenbankstrukturen kaum vorhanden. Inwiefern die Finanzmarktentitäten der Länder der zwei letzteren Typen andernorts in SBS-Aktivitäten eingebunden sind, bleibt hingegen offen. Die Knotenpunkte des europäischen Schattenbankensystems (Typ-1-Länder) jedenfalls, deren realwirtschaftliche Strukturen die Größe des Schattenbankensektors bei weitem nicht rechtfertigen, legen eine solche transnationale Einbindung nahe. Abschließend werden ausgewählte Regulierungs- und Reforminitiativen mit SBS-Bezug von Seiten der Europäischen Kommission (Geldmarktfonds-Verordnung, SFT-Verordnung, Kapitalmarktunion inkl. Rahmenwerk für STS-Verbriefungen) einer kritischen Würdigung unterzogen. Hierbei wird zu Tage gefördert, dass die länderbasierte Typologie möglicherweise nur einen temporären Zustand des europäischen Schattenbankensystems abbildet. Speziell die Effekte der gegenwärtig im Entwurf befindlichen Kapitalmarktunion haben das Potential, den Umfang des europäischen Schattenbankensystems deutlich wachsen zu lassen und zugleich die heterogene SBS-Landschaft erheblich umzugestalten, wobei die tatsächlichen Entwicklungen im Voraus nur vage abgeschätzt werden können.

Summary

This report delivers a comparative analysis of the European shadow banking system (SBS). The first part of the analysis assesses the scope of the shadow banking sector in each of the 27 EU countries. To achieve that, an entity-based methodology is applied, using data from the European Central Bank for 2014. The volume of the SBS in relation to the GDP of a country is suggested as a basic measure (SBS intensity), deemed necessary to compare the rather heterogeneous characteristics of national shadow banking structures. The SBS intensities allow for distinguishing three fundamental types of countries in Europe with regard to their general relevance and importance for the European shadow banking system. A case example is provided for each type – Ireland for Type I, Austria for Type II and Poland for Type III. Type I represents countries, in which the shadow banking sector exceeds the gross domestic product many times. Several countries (Luxembourg, Ireland, Netherlands and Great Britain) can be regarded as hubs for financial entities of other countries, because the shadow banking sector of these countries appears to be oversized. Direct connections between the national shadow banking sector and the respective national economic structures are rather small in these countries. The second type of countries shows a balanced relation between the extent of shadow banking and the national economic output. By contrast, shadow banking structures scarcely exist in countries assigned to Type III. However, this report cannot give evidence to which extent the financial market entities in countries of Type II and Type III are involved in shadow banking activities elsewhere. Hubs of the European shadow banking system (Type I), whose real economic structures cannot justify the extent of their shadow banking sector, suggest such a transnational incorporation. In the last part, the study evaluates selected regulatory and reform initiatives by the European Commission which directly affect shadow banking activities (regulations on money market funds, securities financing transactions and the Capital Markets Union including its framework on securitisation). The discussion of reforms and regulations also illustrates the temporary state of the European shadow banking system (and thus the limited scope of findings in this report), because the effects, especially of the Capital Markets Union, have the potential to reshape the heterogeneous SBS landscape substantially and stimulate the growth of the European shadow banking system considerably.

Inhalt

1. Einleitung	7
2. Definition und allgemeine Beschreibung des Schattenbankensystems, seiner Akteure, Segmente und Instrumente	10
2.1. Die Kreditintermediation im traditionellen Bankensystem und im SBS im Vergleich	11
2.2. Akteure	13
2.3. Instrumente	16
2.4. Problematische Effekte der Kreditintermediation im Schattenbankensystem	17
3. Vermessung des Schattenbankensektors der Mitgliedsstaaten der Europäischen Union	19
3.1. Verfahren zur Umfangsbestimmung des Schattenbankensektors	19
3.2. Literaturüberblick: Schätzungen für Europa und europäische Staaten	21
3.3. Vermessung des Schattenbankensektors für 27 Staaten der Europäischen Union	22
4. Typenbildung und Beschreibung der grundlegenden Charakteristika eines jeden Grundtyps .	30
4.1. Grundtyp 1: außerordentlich ausgeprägter Schattenbankensektor	31
4.2. Grundtyp 2: durchschnittlich ausgeprägter Schattenbankensektor	34
4.3. Grundtyp 3: geringfügig ausgeprägter Schattenbankensektor	35
5. Fallbeispiele	36
5.1. Irland	36
5.2. Österreich	39
5.3. Polen	43
6. Europäische regulatorische Initiativen und Reformprojekte mit Bezug zum Schattenbankensystem	45
6.1. Regulierung von Geldmarktfonds	47
6.2. Regulierung von Wertpapierfinanzierungsgeschäften	48
6.3. Europäische Kapitalmarktunion	49
6.4. Fazit zu den europäischen Regulierungs- und Reforminitiativen	54
6.5. Europäische Finanzmarktreformen im Spannungsfeld von Stabilität und Wachstumsimpulsen – eine kritische Sicht zur weiteren Einordnung der Reformbestrebungen	56
7. Resümee	58
Anhang	60
Literatur	69

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Schematische Darstellung verschiedener Kreditintermediationsweisen	12
Abbildung 2: Entwicklung des Schattenbankensystems im Euroraum (2001-2013)	21
Abbildung 3: Entwicklung der Komposition des Finanzsektors im Euroraum (2002-2013).....	22
Abbildung 4: Sektorale Zusammensetzung des europäischen Finanzsystems	23
Abbildung 5: Umfang des Schattenbankensystems ausgewählter Länder für 2014.....	27
Abbildung 6: Anteil der Typ-1-Länder am europäischen Schattenbankensystem für 2014	32
Abbildung 7: Anteil der Typ-1-Länder am europäischen Bruttoinlandsprodukt für 2014	32
Abbildung 8: Prozentuelle Anteile der einzelnen Sektoren am irischen SBS für 2014	36
Abbildung 9: Aufschlüsselung der irischen Investmentfonds nach Typen für 2014	38
Abbildung 10: Entwicklung der Assets des österreichischen SBS (1995-2014).....	40
Abbildung 11: Anteil des SBS (Obergrenze) am Finanzsystem für Österreich (1995-2014)	40
Abbildung 12: Entwicklung des österreichischen SBS (Obergrenze) relativ zum BIP (1995-2014).....	41
Abbildung 13: Aufschlüsselung der österreichischen Investmentfonds nach Typen für 2014	42
Abbildung 14: Entwicklung des SBS in Polen (2003-2014).....	44
Abbildung 15: Aufschlüsselung des verwalteten Fondsvolumens nach Typen für 2014	44
Abbildung A: Darstellung der an einem CDO beteiligten Akteure	60
Abbildung B: Volumen des Schattenbankensystems (Obergrenze) im Vergleich zum Bruttoinlandsprodukt für 2014	64
Abbildung C: Emission von „britischen“ Verbriefungstiteln (2000-2015).....	67
Abbildung D: Emission von SME-Verbriefungstiteln in Europa (2000-2015)	67
Abbildung E: Emission von Verbriefungstiteln in Europa (2000-2015).....	68

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Die Vermessung des Schattenbankensektors: Zwei idealtypische Verfahren.....	20
Tabelle 2: Sektorale Zusammensetzung der finanziellen Assets für 2014	25
Tabelle 3: Diverse Kennzahlen für 2014	28
Tabelle 4: Typologisierung der EU-Mitgliedsstaaten	30
Tabelle 5: Prozentuelle Anteile der einzelnen Schattenbankenentitäten an den EU-27 für 2014	34
Tabelle A: Schätzungen für das europäische Schattenbankensystem	61
Tabelle B: Umfang des SBS europäischer Staaten gemäß FSB und IMF für 2013 (in Mrd. USD)	62
Tabelle C: Datenquellen und Berechnungen.....	63
Tabelle D: Prozentuelle Anteile am SBS (Obergrenze) für 2014	65
Tabelle E: Prozentuelle Anteile an den EU-27 für 2014	66

1. Einleitung

Seit Ausbruch der großen Finanzkrise 2007 ist das Schattenbankensystem (SBS) als bis dahin nur wenig beachtetes Segment des Finanzmarktes stärker in den Fokus der politischen und wissenschaftlichen Diskussion gerückt. Der Grund hierfür liegt in der Bedeutung des SBS für die Genese und den Verlauf der Finanzkrise (vgl. Beyer et al. 2013). Die G20 haben in Reaktion darauf bei ihrer Zusammenkunft in Seoul im November 2010 das *Financial Stability Board* (FSB) beauftragt, das globale SBS zu analysieren, zu quantifizieren sowie Vorschläge zu einer effizienten Regulierung auszuarbeiten. Trotz der kontinuierlichen Verbesserung der Finanzstatistiken in den letzten Jahren¹ ist die statistische Datenlage zu diesem Bereich des Finanzsystems nach wie vor teilweise lückenhaft und zu wenig detailliert – daher lässt sich der Beitrag des SBS zu den systemischen Risiken des Finanzsystems nur schwer und kaum präzise schätzen (vgl. IMF 2014).

Gemäß dem *Financial Stability Board* (2014) umfasste das globale Schattenbankensystem Ende 2013 Assets im Umfang von 75,2 Bio. USD. Dies entspricht 25% aller Assets des globalen Finanzsystems und 120% des globalen BIP. Auf das europäische Schattenbankensystem entfällt hierbei der größte Anteil. Während das FSB für die USA einen Anteil von 33% am globalen SBS ermittelt hat, umfasst das europäische SBS mindestens 48% (Eurozone 34%, Großbritannien 12%, Schweiz 2%), also beinahe die Hälfte des globalen Umfangs. In Anbetracht dieser Proportionen ist es durchaus bemerkenswert, dass die Anzahl der Studien zum Schattenbankensystem in Europa im Vergleich zu jenen mit Fokus auf das Schattenbankensystem in den USA relativ gering ist.² Ein Umstand, auf welchen auch von der Europäischen Kommission in einem Evaluierungsbericht zu EU-geförderten Projekten zur Finanzkrise hingewiesen wird (Young 2014). Wir vermuten, dass für diesen Umstand u.a. folgende drei Gründe maßgebend sind. Erstens sind die für das globale Schattenbankensystem charakteristischen Strukturen und Praktiken historisch betrachtet zuerst in den USA aufgekommen, von wo sie sich ab den 1980er Jahren in andere Teile der Welt verbreiteten. Zweitens ist die große Finanzkrise 2007 in den USA ausgebrochen, sodass zuerst auch dort diese Strukturen und Praktiken verstärkt in den wissenschaftlichen Fokus rückten. Drittens bildet das US-amerikanische Schattenbankensystem eine Art Gravitationspunkt im globalen SBS, auf welchen hin sich am Vorabend der Finanzkrise eine Vielzahl von europäischen Finanztransaktionen und Finanzakteuren³ ausgerichtet hatten. Vor diesem Hintergrund wird es (zumindest etwas) verständlicher, warum der bisherige Fokus vieler ForscherInnen US-zentriert ist. In Reaktion darauf fordert der erwähnte Kommissionsbericht eine wissenschaftliche Fokuserweiterung hin zur (interdisziplinären) Erforschung des europäischen Schattenbankensystems, wenn es heißt: „... there is a pressing need for more Europe-centred research that takes into account the spatial, temporal, political and cultural factors that shape the ‚Europe-grown‘, if global in nature, shadow universe.“ (ebd., 67)

Mit dieser Forschungsarbeit legen wir eine vergleichende Studie für das europäische Schattenbankensystem vor. Ausgangspunkt ist unsere Beobachtung, dass das Schattenbankensystem unter den

¹ Federführend auf globaler Ebene ist hierbei die *G20 Data Gaps Initiative*, deren Fokus auf unterschiedlichen Bereichen des Finanz- und Wirtschaftssystems liegt. Ein Beispiel für Verbesserungen in den Finanzstatistiken auf europäischer Ebene ist die Einrichtung einer Datenbank zu *Financial Vehicle Corporations* (Verbriefungszweckgesellschaften) Anfang 2010 durch die EZB.

² Erste bedeutende Arbeiten zum europäischen Schattenbankensystem stammen von Bouveret (2011) und Bakk-Simon et al. (2012).

³ Zu der von uns verwendeten Schreibweise: Wir verwenden geschlechtersensible Formulierungen dann, wenn explizit (auch) natürliche Personen gemeint sind (z.B. ManagerInnen, SparerInnen, SchuldnerInnen). Sprechen wir hingegen in erster Linie über juristische Personen, so verwenden wir das generische Maskulinum (z.B. Finanzmarktakteure, institutionelle Investoren).

einzelnen europäischen Ländern äußerst heterogen ausgeprägt ist. Hierbei ist zu beachten, dass aufgrund der zahlreichen internationalen Verflechtungen, welche das europäische bzw. globale Schattenbankensystem kennzeichnen, keinesfalls von in sich geschlossenen nationalstaatlichen Schattenbankensystemen gesprochen werden kann. Die über nationale Grenzen hinweg agierenden Akteure des Schattenbankensystems haben sich vielmehr für ihre jeweiligen Aktivitäten oftmals bewusst in ganz bestimmten europäischen Jurisdiktionen niedergelassen. Einzelne Länder sind hierbei aufgrund ihrer historischen, ökonomischen, kulturellen und regulatorischen Bedingungen „attraktiver“ als andere. Einige europäische Staaten haben sich aufgrund besonders vorteilhafter Voraussetzungen zu regelrechten Knotenpunkten des europäischen Schattenbankensystems entwickelt, von denen europäische wie nicht-europäische Finanzakteure Gebrauch machen. Andere Staaten weisen weniger begünstigende Bedingungen für Schattenbankenaktivitäten auf und sind dementsprechend von geringerer Attraktivität. Von Bedeutung sind hierbei wesentlich auch historische Ursachen, deren Tradierung die heutigen Strukturen des europäischen Schattenbankensektors mitgeprägt haben. Diese unterschiedlichen Aspekte, welche für europäische und globale Akteure des Schattenbankensystems von zentraler Relevanz sind, werden in der vorliegenden Studie mitberücksichtigt. Der Fokus dieser Arbeit liegt infolge auf den folgenden Bereichen:

- a) Unser erstes Ziel ist es, eine länderbasierte Typologie für das europäische Schattenbankensystem zu entwickeln. Voraussetzung hierfür ist es, den Umfang des Schattenbankensektors und dessen relative ökonomische Bedeutung bzw. Ausprägung für die einzelnen Jurisdiktionen quantitativ zu ermitteln. Auf Basis dieser quantitativen Indikatoren nehmen wir im Folgenden eine Einteilung in drei Grundtypen vor.
- b) Darauf aufbauend haben wir in weiterer Folge für jeden Grundtyp ein Land als Fallbeispiel ausgewählt (Irland für Typ 1, Österreich für Typ 2, Polen für Typ 3) und exemplarisch die grundlegenden Strukturen des jeweiligen nationalen Schattenbankensektors skizziert.
- c) Abschließend nehmen wir regulatorische Initiativen und Reformprojekte auf europäischer Ebene mit SBS-Bezug in den Blick. Ausgewählte europäische Regulierungsvorhaben (zu Geldmarktfonds und Wertpapierfinanzierungsgeschäften) sowie Reformprojekte (Kapitalmarktunion) werden von uns hinsichtlich ihrer Ziele sowie ihrer potentiellen Relevanz und Wirkung (soweit möglich mit speziellem Blick auf die einzelnen Grundtypen) untersucht.

Die Forschungsarbeit gliedert sich wie folgt: Im zweiten Kapitel werden die wesentlichen Strukturen, Akteure und Instrumente des Schattenbankensystems in der gebotenen Kürze sowie die mit dem SBS assoziierten Funktionen und Risiken vorgestellt. Darauf aufbauend wenden wir uns im dritten Kapitel der quantitativen Vermessung des europäischen Schattenbankensektors zu. Neben der Diskussion der in der Literatur verwendeten Schätzmethodologien sowie der bereits durchgeführten Schätzungen für Europa werden wir im Anschluss den Umfang des SBS für 27 Länder der Europäischen Union ermitteln und für jedes Land dessen jeweilige relative Ausprägung anhand des Indikators der SBS-Intensität (Verhältnis des Schattenbankensektors zum Bruttoinlandsprodukt) bestimmen. Aufbauend auf diesen Ergebnissen findet sich in Kapitel vier ein Vorschlag für eine Typologisierung der EU-Staaten auf Basis dieses Indikators. Hierbei kristallisieren sich drei unterschiedliche Grundtypen für Europa heraus, denen die einzelnen Länder aufgrund der relativen Größe ihres SBS zum BIP zugewiesen werden. Es folgt eine Erläuterung der prägenden Merkmale dieser Grundtypen. Für jeden Grundtyp werden im fünften Kapitel zusätzlich die oben erwähnten Länder als Fallbeispiele (Irland für Typ 1, Österreich für Typ 2 und Polen für Typ 3) näher behandelt. Anschließend werden wir im sechsten Kapitel auf ausgewählte Regulierungs- und Reforminitiativen mit Bezug zum Schattenbankensystem

eingehen und deren potentielle Wirkmächtigkeit (für die ermittelten Grundtypen) thematisieren. Abschließend geben wir eine zusammenfassende Besprechung der Ergebnisse und einen Ausblick.

2. Definition und allgemeine Beschreibung des Schattenbankensystems, seiner Akteure, Segmente und Instrumente

Mit dem relativ jungen Begriff „Schattenbankensystem“ hat in den letzten Jahren ein neues Schlagwort Einzug in die öffentliche und wissenschaftliche Debatte gehalten, wobei die globale Finanzkrise ab 2007 maßgeblich zur Etablierung und Verbreitung dieses Begriffes beigetragen hat. Erstmals erwähnt wurde dieser vom Finanzanalysten Peter McCulley, welcher diese Bezeichnung im Jahr 2007 bei einem Vortrag auf der jährlichen Notenbankerkonferenz in Jackson Hall verwendete (McCulley 2007). Er intendierte mit diesem Terminus ein System von „levered up non-bank investment conduits, vehicles, and structures“ (ebd., 2) zu erfassen, also jene Finanzakteure zu beschreiben, welche in ihren Aktivitäten und Funktionen Ähnlichkeiten zu traditionellen Banken aufweisen, ohne aber wie Banken finanziert oder reguliert zu sein. Das FSB wiederum definiert das Schattenbankensystem als ein „system of credit intermediation that involves entities and activities outside the regular banking system“ (FSB 2011, 2). Dabei werden einzelne Funktionen der Kreditintermediation (wie Fristen-, Liquiditäts- und Risikotransformation) von Akteuren durchgeführt, die nicht notwendigerweise Teil des regulierten Bankensystems sind, jedoch oftmals enge Verbindungen zu diesem aufweisen. In den letzten Jahren ist die akademische Auseinandersetzung mit diesem zuvor kaum registrierten und beachteten ökonomischen Phänomen stetig gewachsen. Eine weithin akzeptierte Definition des Schattenbankensystems liegt jedoch gegenwärtig noch nicht vor. Das seit Ausbruch der Krise aufkommende Forschungsfeld hat allerdings den wichtigen Nachweis erbracht, dass (i) ein weitverzweigtes und komplexes System der Kreditintermediation neben einem relativ strikt regulierten Bankensektors (sozusagen in dessen regulatorischen Schatten) existiert, (ii) welches hierbei zugleich eine starke Verschränkung mit dem regulierten Bankensektor aufweist, und (iii) welches wesentlich für die in der Finanzkrise zutage getretene Instabilität des globalen Finanzsystems war.

Wie kann man sich das Schattenbankensystem nun konkret vorstellen? Welche spezifischen ökonomischen Funktionen werden auf welche Art und Weise durchgeführt und welche konkreten Akteure partizipieren auf welche Art und Weise an diesem System? Welche Instrumente finden dort Anwendung? Das Schattenbankensystem fußt auf einem Netzwerk von unterschiedlichen, spezifisch aufeinander abgestimmten und spezialisierten Finanzinstitutionen, welche abseits des relativ strikt regulierten Bankensystems agieren (zugleich aber zahlreiche Verschränkungen mit diesem aufweisen), selbst teils weniger intensiv reguliert oder beaufsichtigt werden, aber in ihrer Verbindung bzw. Kombination bankentypische Funktionen und Aktivitäten ausüben. Das System von Schattenbanken erlaubt eine betriebswirtschaftlich profitable Verwertung von Krediten, indem gebührenbasiert Möglichkeiten für Investoren geschaffen werden, Teile der originären Schulden gegen Renditeversprechen zu übernehmen. Darin liegt der Unterschied und die (vermeintliche) Überlegenheit gegenüber dem traditionellen Kreditgeschäft, in welchem Banken die vollen Kreditrisiken tragen und die Finanzierung langfristiger Kreditengagements zu gewährleisten haben. Stattdessen werden im neu entstandenen System der Vermittlung von Krediten sowohl die Finanzierung als auch das Ausfallrisiko „in den Markt“ verteilt. Im Mittelpunkt des Schattenbankensystems steht gleich wie im tradierten Bankensystem die Vermittlung zwischen SparerInnen und SchuldnerInnen, wobei auf die gesamte Breite des Finanzsystems zurückgegriffen wird. Entsprechend bestehen für eine Reihe verschiedenster Finanzakteure ökonomische Anreize, um an diesen Strukturen zu partizipieren: (i) die Erschließung neuer Einnahmequellen, u.a. in Form von Gebühren für entsprechende Dienstleistungen (z.B. für Rating Agenturen oder Investmentbanken) oder im Rahmen von Wertpapierfinanzierungsgeschäften (z.B. für diverse Fonds und Versicherungen); (ii) für die Vermögensverwaltungsindustrie, welche neue, nach ihren unterschiedlichen Bedürfnissen zugeschnittene (von liquide und relativ si-

cher bis risikoreich und mit einem höheren zu erwartenden Ertrag versehene) Finanzinstrumente angeboten vorfindet; (iii) für (Investment-)Banken oder Hedgefonds, für welche sich neue Finanzierungsquellen auftun, die es ihnen zugleich erleichtern, ihre Eigenkapitalrendite zu steigern; (iv) für Banken und andere (Finanz-)Unternehmen, welche ihre langfristigen Kreditforderungen weiterverkaufen und über diesen Weg bestehende bilanzielle Risiken tilgen können. Jede dieser unterschiedlichen Finanzinstitutionen übt jeweils eine spezifische Funktion innerhalb des Kreditvermittlungsprozesses – der so genannten Intermediationskette – aus. Die einzelnen Glieder der Kette sind über Marktbeziehungen (vermittelt über Instrumente und Kontrakte) miteinander verbunden. Dabei existierte für die neu entstandenen Wirkungszusammenhänge des SBS im Rahmen der bestehenden Regulierungen kein öffentliches Sicherheitsnetz, beispielsweise in Form eines *lender of last resort* (Zentralbank) oder einer öffentlichen Einlagensicherung.⁴ Viele der maßgeblich an der Vermittlung und Transformation von Krediten beteiligten Akteure versuchten, sich daher mittels eigener Vorkehrungen gegenüber Risiken abzusichern (Claessens/Ratnovski 2013) – beispielsweise durch Kreditbesicherungen, Derivate oder private Kreditlinien zu Banken. Dies geschah nicht zuletzt, um eine höhere Glaubwürdigkeit und Bewertung für ihre Finanzmarktprodukte und deren Absatzfähigkeit zu erlangen. Diese individuellen Absicherungen trugen allerdings zum Aufbau systemischer Risiken bei, da die mit den relevanten Kreditgeschäften und Investitionen einhergehenden Risiken an andere Marktteilnehmer weitergegeben wurden.⁵ Hierin zeigt sich gerade die neue, von den bestehenden Regulierungen und Bestimmungen zur Verhinderung von Finanzmarktinstabilitäten nicht erfasste Qualität in den Kreditoperationen und -beziehungen im Finanzsystem. Dabei agierten regulierte Teile des Finanzsystems als Investoren, als Zwischenfinanzierer und als Versicherer von Ausfallsrisiken. Mit dem Ausbruch der Finanzkrise offenbarte sich die Fragilität der Schattenbankenstrukturen auf einen Schlag (Perotti 2014).⁶

2.1. Die Kreditintermediation im traditionellen Bankensystem und im SBS im Vergleich

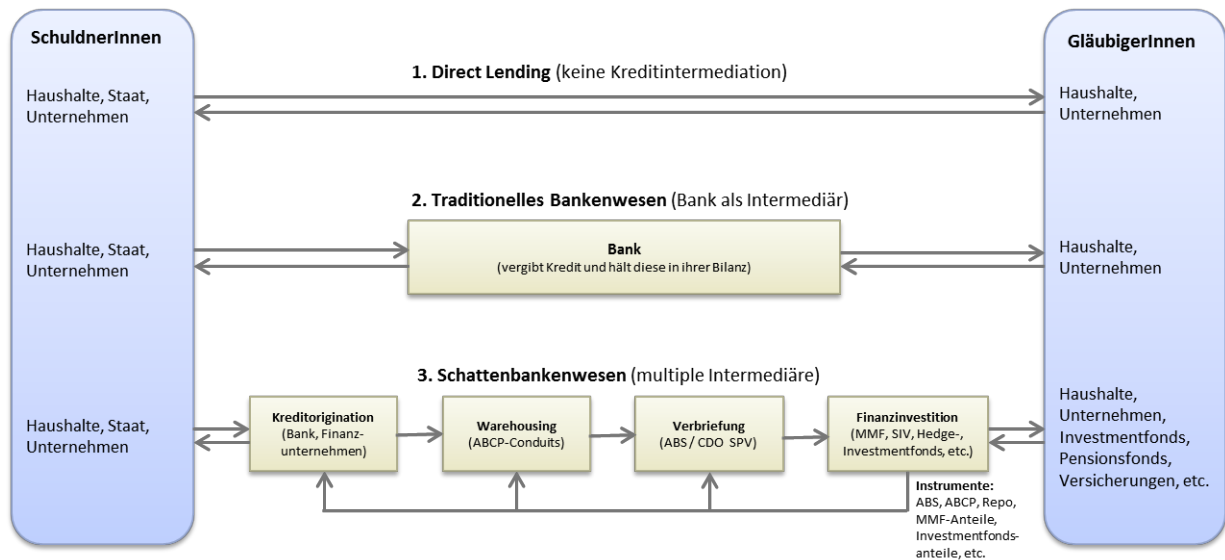
Abbildung 1 veranschaulicht drei unterschiedliche Formen der Finanzintermediation: (i) die unmittelbare Weiterreichung von Finanzmitteln (*direct lending*); (ii) die Kreditintermediation über das traditionelle Bankensystem; (iii) die Kreditintermediation über das Schattenbankensystem.

⁴ Der Umstand, dass die *Federal Reserve* (und andere Zentralbanken) sich im Zuge der Krise gezwungen sahen, außerordentliche Liquiditätsfazilitäten zu errichten und einen massiven Aufkauf toxischer Wertpapiere vorzunehmen, kann dies verdeutlichen. Mit diesen *ad-hoc* Maßnahmen musste zwingend eine weitergehende Destabilisierung des gesamten Finanzsystems unterbunden werden. Dieses Vorgehen steht im Gegensatz zu einer geordneten Abwicklung von insolventen Finanzmarktentitäten.

⁵ Ein anschauliches Beispiel stellt die staatlich gerettete American Insurance Group (AIG) dar, welche erhebliche Mengen an Kreditausfallversicherungen (CDS) auf strukturierte Finanzprodukte ausgestellt hatte. Während mit diesen Ausfallversicherungen die Risiken in den Bilanzen vieler Finanzmarktakteure vermindert wurden, sammelten sie sich an anderer Stelle des Finanzsystems an.

⁶ Das Fehlen eines öffentlichen Sicherheitsnetzes für die neu entstandenen Strukturen ist in der Forschungsliteratur ein mittlerweile tradiertes Narrativ und verweist indirekt auf die hier beschriebene Problematik. Dabei wird unterstellt, dass die gegenwärtig im Schattenbankensystem vollzogene Kreditintermediation stabil betrieben werden könnte, wenn bestimmte regulative Arrangements gegeben wären (zur Bedeutung des Narratives vgl. Kessler et al. 2013, 100; als Vertreter dieser Auffassung vgl. Luttrell et al. 2012, 6). Dabei handelt es sich um eine unzulässige Verkürzung des Grundproblems, dass neu entstehende Finanzmarktpraktiken nicht in Echtzeit regulativ erfasst und kontrolliert werden können, während umgekehrt suggeriert wird, dass jede Form von Finanzmarktpraktiken zulässig ist und nur ein richtiges regulatorisches Korsett zu deren Stabilisierung fehlt(e).

Abbildung 1: Schematische Darstellung verschiedener Kreditintermediationsweisen



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Luttrell et al. (2012)

Anmerkung: Von rechts nach links wird Liquidität bereitgestellt, in umgekehrter Richtung werden entsprechend Zahlungsverprechen gegeben. ABS = Asset Backed Securities, CDO = Collateralized Debt Obligation, ABCP = Asset-Backed Commercial Paper, Repo = Repurchase Agreement, SPV = Special Purpose Vehicle, MMF = Money Market Funds, SIV = Structured Investment Vehicle

Ausgangs- und Endpunkt der Vermittlung von Finanzmitteln sind bei allen drei Formen identisch: KreditgeberInnen bzw. GläubigerInnen stellen Finanzmittel zur Verfügung, KreditnehmerInnen bzw. SchuldnerInnen leihen sich diese Finanzmittel. In der konkreten Art und Weise, wie die Finanzmittel zugeteilt werden, unterscheiden sich die drei Formen jeweils erheblich. Im Falle einer direkten Kreditbeziehung ist kein Intermediär zwischengeschaltet. KreditgeberInnen und KreditnehmerInnen stehen in einer unmittelbaren Beziehung zueinander. Zu einer Kreditintermediation kommt es erst im traditionellen Bankensystem, in welchem Banken kurzfristige Einlagen (Depositen) annehmen und diese in Form von längerfristigen Darlehen an öffentliche und private Haushalte und Unternehmen vergeben.⁷ Dabei ist jede Bank potentiell den einer Kreditvergabe inhärenten Transformationsrisiken ausgesetzt: (i) Die Fristentransformation – die Bank wandelt Einlagen von kurzer oder beliebiger Laufzeit in Darlehen von längerer Laufzeit um – birgt für die Bank das Risiko von Liquiditätsengpässen oder gar der Zahlungsunfähigkeit, sofern die ihr anvertrauten Einlagen abgezogen werden können oder ihre Fälligkeit früher erreichen als die Kreditforderungen.⁸ (ii) Eng damit verbunden ist die Liquiditätstransformation: die Bank erhält liquide Einlagen und vergibt illiquide Darlehen. Um die Finanzierung von langfristigen Kreditarrangements und einen jederzeit möglichen, kurzfristigen Abzug von Einlagen bewerkstelligen zu können, wurde für Banken die Möglichkeit geschaffen, auf verschiedene Kreditinstrumente der Zentralbank zurückzugreifen und sich zu refinanzieren, um temporäre Engpässe zu vermeiden und liquide bleiben zu können. (iii) Außerdem nehmen Banken eine Losgrößentransformation vor: diese erfolgt dahingehend, dass vielen EinlegerInnen einer Bank größeren finanziellen

⁷ In der klassischen Form der Kreditintermediation stellt dabei die Marge zwischen den für Einlagen und aufgenommenen Fremdkapital zu zahlenden Zinsen und den aus Kreditverträgen erhaltenen Zinszahlungen den Gewinn einer Bank dar.

⁸ Aus diesem Grund empfiehlt die Goldene Bankregel, langfristige Kredite nur mit langfristigen Einlagen zu finanzieren bzw. grundsätzlich keine Fristentransformation zu betreiben und kurzfristige Einlagen nur in kurzer Frist zu verleihen. Im regulierten Bankensystem verlagert sich die Problematik dahingehend, dass die jeweilige Bank über genügend Wertpapiere und sonstige Finanztitel und Forderungen verfügen muss, mit denen sie sich bei der Zentralbank refinanzieren kann, wenn ein Bedarf an zusätzlicher Liquidität erforderlich wird.

Engagements gegenüberstehen, die eine geringere Anzahl von KreditnehmerInnen umfassen. (iv) Zudem besteht das Problem der horizontalen Risikotransformation. Hierbei handelt es sich im eigentlichen Sinne nicht um eine Transformation, sondern um die Bereitschaft der Bank, Risiken im Kreditgeschäft einzugehen, die nicht mit der Risikobereitschaft der GläubigerInnen konform gehen. Die Bank trägt das Risiko, dass einzelne Kredite ausfallen und die Verluste über die Gewinne aus anderen Kreditoperationen hinausgehen. Entsprechend wichtig ist es für eine Bank, ihr Kreditportfolio klug zu diversifizieren, sowohl der Anzahl als auch der Größe eingegangener Finanzierungen nach. (v) Damit in engem Zusammenhang stehend ist auf das Monitoring von Banken bei der Kreditvergabe zu verweisen. Banken überprüfen die Fähigkeit von KreditnehmerInnen sehr sorgfältig und vergeben Kredite meist restriktiv, wenn sie die Risiken von Kreditausfällen selbst zu tragen haben (*originate-to-hold*). Dieser direkten Risikoprüfung steht im System der marktbasierter Kreditintermediation eine Bonitätsbeurteilung durch Dritte (Ratingagenturen) eher unzureichend gegenüber, da die Transparenz und die Anreize zur Sorgfalt für einzelne Finanzmarktakteure aufgrund der intendierten Auslagerung und Weiterveräußerung der Kreditforderungen (*originate-to-distribute*) erheblich reduziert werden.

Die Kreditintermediation im Schattenbankensystem geht in vielerlei Hinsicht über die einfache Form im traditionellen Bankengeschäft hinaus und unterliegt denselben Transformationsprozessen, wenngleich sie unterschiedlich vermittelt sind. Im Unterschied zum Bankensystem findet über das Schattenbankensystem zusätzlich der Transfer von Krediten und Kreditrisiken (Kredit- und Risikotransfer) statt. Wie aus Abbildung 1 ersichtlich wird, gestaltet sich einerseits der Intermediationsprozess erheblich komplexer – er umfasst zahlreiche Einzeloperationen, die aufeinander folgen (bzw. folgen können). Andererseits kommt der Finanzierungs- bzw. Investorenseite im Schattenbankensystem eine doppelte Aufgabe zu. Zum einen erwerben institutionelle Investoren die im Rahmen des Intermediationsprozesses erzeugten strukturierten Finanzmarktprodukte (ABS, MBS, CDOs). Zum anderen sind bestimmte Finanzmarktakteure zur Zwischenfinanzierung der einzelnen an der Kreditintermediationskette beteiligten Schattenbankentitäten erforderlich. Der Intermediationsprozess selbst unterliegt folglich einer Finanzierung über alternative Marktinstrumente, die analog zur Refinanzierung von Banken und ihren Kreditverbindlichkeiten betrachtet werden können, jedoch mehrere Akteure zugleich betreffen. Wenn die Zwischenfinanzierung an einer Stelle nicht gewährleistet ist bzw. wie in der Finanzkrise geschehen, unterbrochen wird, ergeben sich auch für die anderen Schattenbankentitäten Finanzierungsprobleme. So können in einem solchen Fall beispielsweise die von ihnen gehaltenen und transformierten Forderungen nicht weiter veräußert werden. Bestehende Positionen sind dann länger oder dauerhaft zu refinanzieren, bis die Laufzeit der ihnen zugrundeliegenden Kreditforderungen endet. Grundsätzlich sind also eine Reihe unterschiedlichster Akteure am Intermediationsprozess beteiligt, wobei gerade auf der Finanzierungsseite bestimmte Klassen von Finanzmarktakteuren nur teilweise am SBS partizipieren. Auf alle diese am Schattenbankensystem partizipierenden Akteure und auf die von ihnen herangezogenen Instrumente soll in den folgenden Abschnitten detailliert eingegangen werden.

2.2. Akteure

Wie bereits erläutert partizipieren an der Kreditintermediation im Schattenbankensystem eine Reihe unterschiedlicher Akteure, welche dieses durch ihre spezifischen Funktionalitäten erst konstituieren. Die wichtigsten dieser Akteure sollen im Folgenden vorgestellt werden:

Zweckgesellschaften: Die wesentlichsten Entitäten für die Kreditintermediation im Schattenbankensystem stellen Zweckgesellschaften (*special purpose vehicles*, SPVs) dar. Hierbei handelt es sich um rechtliche Konstrukte, welche vor allem von (Investment-)Banken, aber auch von anderen Finanzinstitutionen (u.a. Versicherungen) und Unternehmenskonzernen (u.a. Autoherstellern) gegründet/finanziert und verwaltet werden, und im Normalfall einem spezifischen Geschäftszweck dienen. Diese können u.a. sein:

- das Aufkaufen und „Zwischenlagern“ von Forderungen (speziell Hypothekenforderungen) aus Kreditgeschäften von Banken oder anderen Firmen (*warehousing conduits*).
- die Bündelung und Verbriefung dieser Forderungen zu forderungsbesicherten Wertpapieren und den Weiterverkauf an Investoren (Verbriefungsgesellschaften). Innerhalb des regulatorischen Rahmens der Europäischen Zentralbank werden diese als *financial vehicle corporation* (FVCs) geführt.
- das Investieren in solche forderungsbesicherten Wertpapiere, welche zugleich über die Ausgabe kurzfristiger Geldmarkttitel finanziert werden (*arbitrage conduits* bzw. *structured investment vehicles*, SIVs).

Diese Vehikel weisen – je nach nationalstaatlichen Regulierungswerken – mehrere spezifische Charakteristika auf, die sich für die Entwicklung und den Umfang des SBS aus mehreren Gründen als besonders wesentlich erwiesen haben. Erstens sind die jeweiligen Zweckgesellschaften oftmals steuerneutral, sodass durch die mit ihr betriebenen Operationen keine zusätzlichen Steuern und Abgaben anfallen. Zweitens erfolgt ein *true sale* – eine vollständige Eigentumsübertragung der zu verbriefenden Forderungen an die Zweckgesellschaft, sodass im Fall einer Insolvenz der die Zweckgesellschaft gründenden Finanzmarktentität nicht auf die übertragenen Vermögenswerte im Eigentum der Zweckgesellschaft zurückgegriffen werden kann (*bankruptcy remoteness*). Umgekehrt gilt dieser Sachverhalt auch im Fall der Insolvenz der Zweckgesellschaft, indem es der sie gründenden Finanzmarktentität durch eine Eigentumsübertragung nicht möglich ist, Ansprüche auf die Konkursmasse zu stellen. Daraus folgt drittens, dass diese Zweckgesellschaften einen außerbilanziellen Charakter als Folge ihrer rechtlichen Eigenständigkeit aufweisen.

Da diese Zweckgesellschaften im Rahmen ihrer finanziellen Operationen Fristen- und Liquiditätstransformation betreiben können, sind sie auch entsprechenden Risiken ausgesetzt, ohne aber auf einen öffentlichen *lender of last resort* zurückgreifen zu können, der ihnen beispielsweise im Falle von Liquiditätsengpässen weiterhelfen könnte. Um dem entgegenzuwirken, werden die Zweckgesellschaften von Seiten ihrer Betreiber bevorzugt mit privaten Kredit- und Liquiditätslinien ausgestattet, um so das Vertrauen der Geschäftspartner in diese Gesellschaften sicherzustellen. An diesem Beispiel zeigt sich, dass das Schattenbankensystem nicht unabhängig und losgelöst von etablierten Marktakteuren operiert – die juristische Loslösung steht vielmehr in Kontrast zu der Steuerung und Kontrolle, die durch die jeweiligen Gründer der Zweckgesellschaften ausgeübt wird.

Vor diesem Hintergrund sind die nachstehend angeführten Akteursgruppen wesentlich in die Operationen des SBS involviert, wobei sich die unterschiedlichen Rollen dieser traditionellen Finanzakteure in diesem Kontext wechselseitig ergänzen. Abbildung A im Anhang veranschaulicht beispielhaft die Verflechtungen und das Zusammenspiel verschiedener Akteure bei der Erstellung eines strukturierter Finanzproduktes – einer *collateral debt obligation* (CDO).

Investment-, Hypothekar⁹- und andere Banken: Banken partizipieren auf unterschiedlichen Ebenen am Schattenbankensystem. Neben ihrer Sponsorentätigkeit für und der Vergabe von Garantien an Zweckgesellschaften generieren sie zunächst auch jene Kreditforderungen, die die Grundlage für den nachfolgenden Verbriefungsprozess liefern. Diese mit Risiken behafteten Forderungen werden aus mehreren Gründen an außerbilanzielle *conduits* und FVCs veräußert: erstens, um einen Eigenkapital erfordernden Posten in der Bilanz zu vermeiden; zweitens, um finanzielle Mittel für die weitere Kreditvergabe freizustellen; und drittens, um Einkommen über den Bezug von Gebühren zu lukrieren, welche bei solchen Transaktionen anfallen. Ebenso können durch die Veräußerung von Krediten Gewinne gemacht werden. Zusätzlich agieren traditionelle Banken als Abnehmerinnen für die emittierten Verbriefungstitel, entweder unmittelbar, sodass die Titel in den eigenen Bilanzen aufscheinen, oder – wie es bis zum Ausbruch der Finanzkrise gängig war – mittels eines eigenen außerbilanziellen Investmentvehikels. Im Bereich der Anbahnung und Durchführung von Verbriefungen selbst sind dann vor allem Investmentbanken als Dienstleister stark engagiert.

Geldmarktfonds (GMFs): Diese Fonds erwerben in großem Ausmaß die von den Zweckgesellschaften zu Finanzierungszwecken begebenen kurzfristigen, forderungsbesicherten Schuldverschreibungen (ABCP) und sind somit deren maßgeblichen Gläubiger. Durch die Verweigerung der Rollierung der ABCP können sie die Zweckgesellschaften in ernsthafte Liquiditätsschwierigkeiten bringen, wie es im Verlauf der Finanzkrise der Fall gewesen ist. Im Gegensatz zu den Zweckgesellschaften sind die Geldmarktfonds normalerweise strikter reguliert und beaufsichtigt. Auf ein öffentliches Sicherheitsnetz können sie aber gleichfalls nicht zurückgreifen. Bei vielen dieser Fonds stehen auch hier Banken und andere Finanzfirmen im Hintergrund, welche im Krisenfall stützend eingreifen.

Investmentfonds, Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften: Neben den Geldmarktfonds gibt es eine Reihe von Investmentfonds, und vereinzelt auch Pensionskassen und Versicherungsgesellschaften, die vorwiegend in längerfristige Verbriefungstitel mit ausgezeichneten Ratings investieren, welche von den Verbriefungszweckgesellschaften erzeugt und begeben werden. Gesondert zu nennen sind in diesem Zusammenhang alternative Investmentfonds, wie beispielsweise Hedgefonds, die gerne auch in die jeweils exotischsten und riskantesten Verbriefungstitel investieren. Manche Versicherungsgesellschaften partizipieren zudem am Schattenbankensystem, indem sie Kreditausfallsversicherungsinstrumente (CDS) zur Absicherung gegen Ausfälle von Verbriefungspapieren verkaufen. Grundsätzlich gilt es aber zu bedenken, dass viele Investmentfonds (wie Aktienfonds oder Private-Equity Fonds) sowie die allermeisten Pensionsfonds und Versicherungen mit dem Schattenbankensystem in der Regel nichts zu tun haben. Selbst bei den Hedgefonds partizipiert nur jener Teil, der in strukturierte Finanzprodukte investiert oder im Bereich des Wertpapierfinanzierungsgeschäftes aktiv ist. Insofern ergibt sich daraus eine Problematik für die quantitative Vermessung des Schattenbankensystems.

Ratingagenturen: Diese sind für das reibungslose Funktionieren der Kreditintermediation im Schattenbankensystem unabkömmlich. Ihre Funktion liegt in der Bewertung der erzeugten Verbriefungspapiere. Dies ist vor allem auch deswegen relevant, da es vielen Fonds und sonstigen Finanzmarktakteuren aufgrund gesetzlicher Bestimmungen nicht erlaubt ist, in andere als *investment-grade* Papiere zu investieren (vgl. Schroeter 2014, 140f.). Dementsprechend hat sich dieser Bereich für die Ratingagenturen zu einem lukrativen Geschäftszweig entwickelt. Wie die Finanzkrise zeigte, können (Fehl-

⁹ In diesem Kontext wird der Begriff der Hypothekarbanken nicht im Sinne des österreichischen und deutschen Modells gebraucht, sondern ist auf den amerikanischen Markt bezogen, in welchem Hypothekenbanken Hypothekenkredite vergeben und diese Kontrakte ggf. weiterveräußern.

)Einschätzungen der Ratingagenturen einen erheblichen Einfluss auf die gesamtwirtschaftliche Stabilität ausüben.

Sonstige Akteure: Neben diesen zentralen Akteuren gibt es eine Reihe weiterer Finanzinstitutionen, welche auf die eine oder andere Art und Weise am Schattenbankensystem partizipieren und dieses mittragen. Zu nennen sind beispielsweise diverse Finanzfirmen (u.a. Kreditkartenunternehmen), welche zusätzlich in der Kredit- und Hypothekenfinanzierung aktiv sind. Bei bestimmten Akteuren handelt es sich auch um nationale Eigenheiten, wie beispielsweise bei den (quasi-)staatlichen großen U.S.-amerikanischen Hypothekenfinanzierern *Fannie Mae*, *Freddie Mac* und *Ginnie Mae*.¹⁰

In ihrem Zusammenspiel erschafft diese Vielzahl an unterschiedlichen Finanzakteuren ein institutionell fragmentiertes, komplexes und undurchsichtiges System der Kreditintermediation, welches abseits bzw. ergänzend zu der traditionellen Intermediation durch Banken besteht – das Schattenbankensystem.

2.3. Instrumente

Verbunden sind diese unterschiedlichen Akteure hierbei durch eine Reihe von spezifischen finanziellen Instrumenten und Kontrakten. Die wesentlichsten sollen nun vorgestellt werden.

Forderungsbesicherte Wertpapiere (*asset-backed securities*, ABS): Hierbei handelt es sich um Schuldtitel, welche das Resultat eines (komplexen) Verbriefungsprozesses sind, im Zuge dessen Verbriefungszweckgesellschaften (oft unter operativer Mithilfe von Investmentbanken) die Zahlungsströme eines Bündels an Vermögenswerten (z.B. Hypothekenkredite) in unterschiedliche Tranchen (Senior-, Mezzanine- und Junior- bzw. Equity-Tranche) zerteilt werden, welche sich in Priorität, Risiko und Verzinsung unterscheiden.¹¹ Diese unterschiedlichen Tranchen werden infolge von Ratingagenturen jeweils mit Ratings versehen und als Wertpapiere an Investoren weiterverkauft. Verbrieft werden in der Regel nicht nur Hypothekenforderungen (*mortgage backed securities*, MBS), sondern alle möglichen Forderungstypen, welche einen regelmäßigen Zahlungsstrom generieren, wie Autokredite, Konsumkredite, Kreditkartenschulden, Bildungskredite etc. Auch werden in der Praxis unverkäufliche Tranchen an Verbriefungspapieren zur Attraktivierung wiederum gebündelt, wiederverbrieft (*re-securitisation*) und als *asset-backed collateralised debt obligations* (ABS CDOs) weiterverkauft. Die Wiederverbriefung wird in der Literatur stellenweise kritisch gesehen (Hellwig 2010), da mit ihr die Möglichkeit gegeben ist, aus Kreditportfolios niedriger Qualität sukzessive gut bewertete Tranchen zu generieren, die sich äußerlich nicht von solideren Anlagemöglichkeiten unterscheiden, jedoch weitaus höhere Ausfallrisiken bergen und zugleich eine höhere Intransparenz und Komplexität aufweisen.

Kurzfristige Schuldverschreibungen (*asset-backed commercial paper*, ABCP): Bestimmte Zweckgesellschaften, vor allem *warehousing conduits* und Investmentvehikel (SIVs), begeben zur (Re-)Finanzie-

¹⁰ Diese sind ursprünglich staatlich initiiert worden, um einen sekundären Hypothekenmarkt ins Leben zu rufen und langfristige Kreditarrangements handelbar zu machen. Fannie Mae und Freddie Mac wurden später privatisiert. Aufgrund ihrer Größe und ihrer Bedeutung für den U.S.-Hypothekenmarkt wurde jedoch von Seiten der privaten Marktakteure davon ausgegangen, dass bei Schwierigkeiten der Staat unterstützend eingreifen würde (implizite Garantie), wie es im Jahr 2008 dann auch der Fall gewesen ist.

¹¹ Genauso existieren aber auch simple Verbriefungspapiere, bei denen keine Tranchierung vorliegt. Die im österreichischen und deutschen Kontext bekannten Pfandbriefe wiederum fallen nicht unter diese Kategorie.

rung ihres Asset-Portfolios kurzfristige Schuldverschreibungen am Geldmarkt, sogenannte *asset-backed commercial paper*.

Wertpapierpensionsgeschäfte bzw. Repos (*sales and repurchase agreements*): Ein Repo-Kontrakt funktioniert ökonomisch betrachtet wie ein besicherter Kredit und ist von meist relativ kurzer Laufzeit (oft nur über Nacht). Hierbei verkauft eine Partei (z.B. Bank) ein Wertpapier als Sicherheit (*collateral*) an eine zweite Partei (z.B. Investmentfonds). Zugleich wird im Kontrakt ein Rückkaufstermin und -preis für die Sicherheit festgelegt. Repos werden vor allem von (Investment-)Banken und Hedgefonds zur kurzfristigen Finanzierung und Liquiditätssicherung herangezogen. Sie zählen zu Überkategorie der Wertpapierfinanzierungsgeschäfte (*securities financing transactions, SFT*).

Wertpapierleihgeschäfte (*securities lending*): Bei einer Wertpapierleihe überlässt der Inhaber eines Wertpapiers (z.B. Pensionsfonds) einer anderen Partei (z.B. Hedgefonds) dieses spezifische Wertpapier für eine vertraglich fixierte Zeit gegen eine Gebühr. Vor allem Vermögensverwaltern mit einem umfangreichen Wertpapierportfolio bietet die Wertpapierleihe eine zusätzliche Einnahmequelle. Auch dieses Instrument zählt zu den Wertpapierfinanzierungsgeschäften.

Kreditausfallsderivate (*credit default swaps, CDS*): Diese sogenannten Kreditausfallsversicherungen werden von Versicherungen begeben und zur Absicherung gegen etwaige Ausfälle von Zahlungsströmen, u.a. bei Verbriefungstiteln, genutzt. Eine neuere Entwicklung stellt die Verbriefung dieser Kreditderivate selbst durch Investmentbanken dar, sogenannte synthetische CDOs.

Wie aus den bisherigen Darlegungen ersichtlich wurde, handelt es sich beim Schattenbankensystem keinesfalls um ein parallel zum traditionellen Bankensystem existierendes und von diesem unabhängiges System der Kreditintermediation. Vielmehr bestehen unzählige enge Verknüpfungen, sei es über außerbilanzielle Zweckgesellschaften samt Kredit- und Liquiditätslinien, oder über Hedgefonds oder Geldmarktfonds, welche von Banken aufgelegt und gemanagt werden (und im Notfall „gerettet“ werden müssen). In ihrer Essenz kann letztendlich das Schattenbankensystem als eine tiefgreifende funktionale Erweiterung des regulierten Finanzmarktes gefasst werden, mit dessen Hilfe unter anderem Regulierungsvorschriften umgangen, Gewinnmargen gesteigert sowie Risiken ausgelagert und transferiert werden können.

2.4. Problematische Effekte der Kreditintermediation im Schattenbankensystem

Die 2007 einsetzende Krise des Schattenbankensystems verweist auf wichtige und für lange Zeit (in ihrer Verbundenheit) nur unvollständig wahrgenommene bzw. unterschätzte Momente in der Entwicklung des globalen Finanzsystems der letzten drei Jahrzehnte.¹² Der steigende Verschuldungsgrad bei Finanzinstitutionen und eine in Teilen geringer werdende „Qualität“ der hinter den Verbriefungspapieren stehenden Kreditverträge gingen mit gesteigener Intransparenz, zunehmender Komplexität und Kurzfristigkeit der Finanztransaktionen einher. Hinzu kam, dass der propagierte Risikotransfer durch die Verbriefung von Kreditforderungen in der Realität nicht gegeben war (Acharya et al. 2013). Außerdem hat die Praxis der privaten Absicherung von Schattenbankaktivitäten über Liquiditätslinien und Kreditderivate die rasante Entwicklung des Schattenbankensystems befördert und somit die potentiellen Risiken für die Finanzstabilität tendenziell erhöht.

¹² Diese Entwicklung besteht grundsätzlich in einer von den USA ausgehenden und politisch aktiv betriebenen Liberalisierung der Finanzmärkte.

Zu nennen sind in diesem Zusammenhang auch (nicht intendierte) Effekte der Bankenregulierung. Einzelne jüngere Regulierungsmaßnahmen für Banken hatten teils gegenteilige, für die Entwicklung des Schattenbankensystems begünstigende Wirkungen. Exemplarisch hierfür stehen die in den Basler Abkommen zur Eigenkapitalregulierung verankerten Eigenkapitalbestimmungen für global tätige Banken. Der Beschluss von Basel I im Jahr 1988 sah unter anderem vor, dass für Kreditlinien an außerbilanzielle Vehikel keine Unterlegung mit Eigenkapital nötig war. Die Ergänzung von Basel I von 1996 ermöglichte es Banken erstmals, die Bestimmung der nötigen Eigenkapitalhöhe zur Abdeckung der Marktrisiken mithilfe eigener Risikomodelle vorzunehmen. Mit Basel II wurde die Möglichkeit der Anwendung interner Risikomodelle zur Eigenkapitalermittlung auch auf Kreditrisiken ausgedehnt. Viele Banken forcierten auf Basis dieser neu geschaffenen rechtlichen Rahmenbedingungen die Auslagerung risikoreicher Positionen aus den Bilanzen oder versuchten die bestehenden bilanziellen Risiken mithilfe von Kreditderivaten und anderen Techniken eigenkapitalwirksam zu reduzieren. Beide Formen der „bilanziellen Optimierung“ verlagerten letztendlich jedoch nur die im Zuge der erweiterten Möglichkeiten zur Kreditvergabe eingegangenen Risiken in andere Bereiche des Finanzsystems. Das vorzuhaltende Eigenkapital der Banken beschränkte sich jedoch nur auf die bilanzierten Risiken. Im Zuge der Finanzkrise wurden die Risiken in den Portfolios anderer Finanzmarktakteure schlagend und führten u.a. zum Austrocknen des Geldmarktes.

Die Zersplitterung der Kreditintermediation zu einem System von Einzelleistungen veränderte darüber hinaus die Anreizstrukturen für viele Akteure nachhaltig. Der Weiterverkauf und die Verbriefung finanzieller Vermögenstitel samt der damit einhergehenden Profite durch Gebühren und Veräußerungsmargen hatten eine Reihe problematischer Wirkungen: (i) Die Veräußerung und Verbriefung von Kreditforderungen brachte Informationsverluste mit sich, die eine Beurteilung der Risiken erschwerten und häufig deren Unterschätzung zur Folge hatten (Coval et al. 2009). (ii) Die verstärkte Orientierung an Gebühren und Margen führte zu veränderten Anreizstrukturen für die Kreditvergabe, die sich in Folge stärker an kurzfristigen und weniger an langfristigen Kriterien ausrichtete (Friedman/Friedman 2009). Generell ging auch die Sorgfaltspflicht der Kreditoriginatoren zurück. (iii) Neben der einsetzenden Leichtfertigkeit bei der Vergabe von Krediten wurden zugleich auch kriminelle Energien, betrügerische Geschäfte und der Missbrauch der entstandenen Finanzstrukturen gefördert (vgl. FCIC 2011).¹³ Da die von den Akteuren zu befürchtenden Konsequenzen ihres Handelns für sie selbst ausblieben, wurde die in der ökonomischen Theorie seit Adam Smith behauptete Selbstregulierung der MarktteilnehmerInnen – das sinnvolle, vernünftige und indirekt Gemeinwohl fördernde wirtschaftliche Handeln – ausgehebelt. Stattdessen steuerte die Aussicht auf reichhaltige Prämien, Boni und Gehälter die finanziellen Operationen, für deren mögliche negative Folgen keine ausreichenden Haftungsmechanismen existierten.

¹³ Die juristische Aufarbeitung der Finanzkrise in den USA der letzten Jahre belegt dies eindringlich, wie unter anderem die gegen amerikanische und europäische Finanzmarktakteure verhängten Strafen in Milliardenhöhe zeigen.

3. Vermessung des Schattenbankensektors der Mitgliedsstaaten der Europäischen Union

In diesem Kapitel werden unterschiedliche methodologische Herangehensweisen für die Vermessung des Schattenbankensystems vorgestellt und diskutiert. Darüber hinaus werden bisherige Schätzungen zu Größe und Bedeutung des SBS in Europa behandelt. Auf dieser Basis wird abschließend eine eigene Schätzung zu Umfang und Bedeutung des SBS für 27 Staaten in der Europäischen Union vorgenommen.

3.1. Verfahren zur Umfangbestimmung des Schattenbankensektors

Die Vermessung des Schattenbankensystems stellt vor dem Hintergrund seines komplexen Aufbaus und der Vielzahl partizipierender Akteure und relevanter Instrumente eine besondere Herausforderung dar. Die Schwierigkeit, den Umfang der Kreditintermediation des Schattenbankensystems in eine statistische Maßzahl zu übersetzen, ergibt sich ganz unabhängig von der konkret verwendeten Methodologie aus verschiedenen Problemkomplexen. Hierunter fallen jedenfalls die institutionelle Verschränkung von Banken- und Schattenbankensystem, vorhandene Datenlücken und zu wenig feingliedrige Statistiken sowie stetig neuartige Finanzprodukte, -institutionen und -praxen (Finanzinnovationen), die oftmals statistisch nicht gesondert erfasst werden.

Trotz dieser Schwierigkeiten liegen mittlerweile verschiedene Versuche der Schätzung des Umfangs des Schattenbankensystems vor. Hierbei werden in der Literatur zur Ermittlung des Volumens unterschiedliche Schätzverfahren angewandt. Grundsätzlich können grob zwei Messstrategien unterschieden werden: ein entitäten- bzw. institutionenbasiertes und ein aktivitäten- bzw. instrumentenbasiertes Schätzverfahren (siehe Tabelle 1 für eine Gegenüberstellung). Die konkret in der Literatur angewandten Schätzprozeduren können, zum Beispiel in Form kombinierter Verfahren, abweichen. Eine Folge dieser differierenden Vorgehensweise ist, dass die bei der Schätzung ermittelten Werte für das Volumen des Schattenbankensystems teils erheblich auseinanderklaffen. Die auf unterschiedlichen Schätzverfahren beruhenden Maßzahlen sind daher nur bedingt miteinander vergleichbar und immer nur als Annäherungen zu verstehen. Die so eruierten Kennzahlen können somit zwar als Indikator für die quantitative Bedeutung des Schattenbankensystems interpretiert werden, sind aber aufgrund von Messproblemen immer auch mit Vorbehalt zu betrachten.

Tabelle 1: Die Vermessung des Schattenbankensektors: Zwei idealtypische Verfahren

	entitätenbasiert	aktivitätenbasiert
Ausgangspunkt	Entitäten, welche dem SBS zugerechnet werden. Dies können u.a. sein: Geldmarktfonds, Zweckgesellschaften, Investmentfonds (inkl. Hedgefonds), Broker-Dealer, Real-Estate Investment Trusts (REIT), sonstige Finanzintermediäre.	Aktivitäten, welche dem SBS zugerechnet werden. Dies können u.a. sein: Verbriefungspapiere (ABS), kurzfristige Schuldtitel (ABCP), Repo-Transaktionen, Securities Lending, Geldmarktfonds-Anteile, Hedgefonds-Anteile.
Messung	Verwendungsseite (Assets)	Finanzierungsseite (Verbindlichkeiten)
Anwendung	<i>Subtraktives Vorgehen:</i> jene Finanzinstitutionen, welche nicht explizit dem SBS zugerechnet werden, werden vom Volumen der finanziellen Assets des Finanzsystems abgezogen. Die statistische Restgröße ergibt das Volumen des SBS.	<i>Additives Vorgehen:</i> es wird der ausstehende Umfang aller Instrumente, welche dem Schattenbankensystem zugerechnet werden, aufaddiert.
Vorteil	Auch jene SBS-typischen Finanzakteure, welche statistisch noch nicht separat erfasst sind, finden Berücksichtigung.	Auch SBS-bezogene Aktivitäten von traditionellen Finanzakteuren (u.a. Banken, Pensionsfonds und Versicherungen) finden Berücksichtigung.
Nachteil	Die SBS-bezogenen Aktivitäten jener Finanzinstitutionen, welche nicht dem SBS zugerechnet werden (u.a. von Banken) finden keine Berücksichtigung.	Dieses Verfahren unterschätzt tendenziell den Umfang des SBS, da aufgrund statistischer Lücken bzw. zu wenig feingliederiger Statistiken nicht alle SBS-typischen Instrumente Berücksichtigung finden.

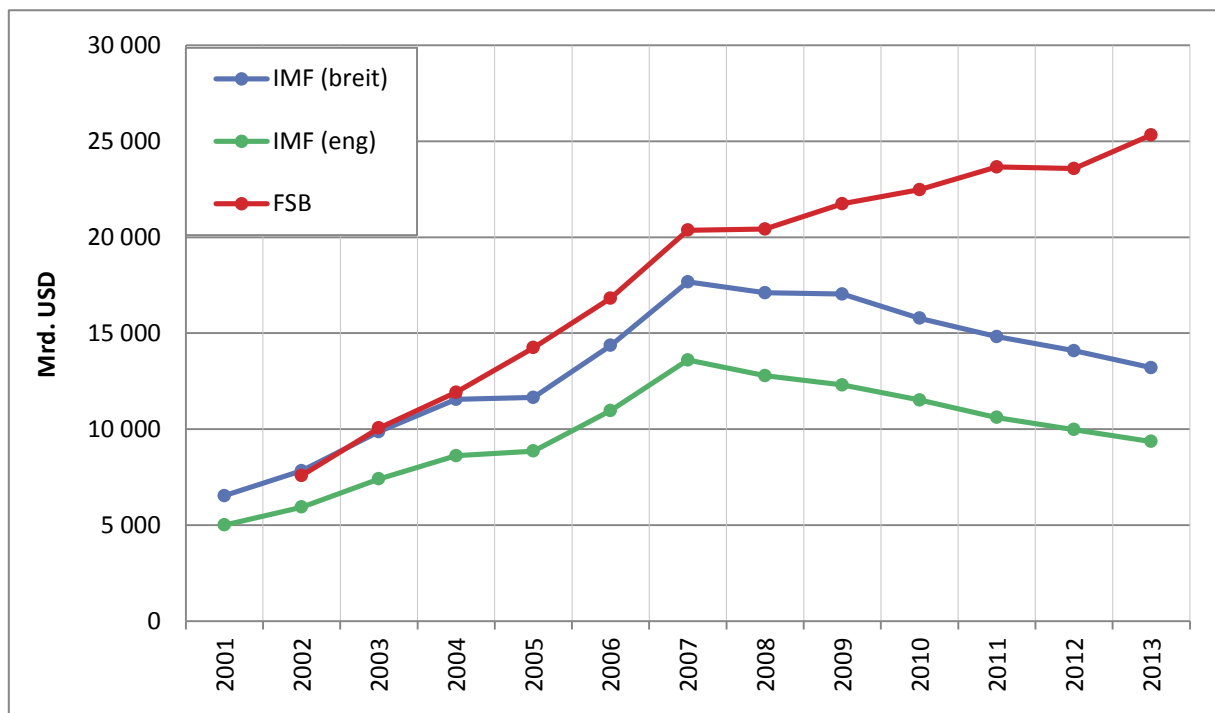
Quelle: Eigene Darstellung

3.2. Literaturüberblick: Schätzungen für Europa und europäische Staaten

Für den Umfang des europäischen Schattenbankensystems liegen in der Literatur eine Reihe von Schätzungen vor (Bouveret 2011; Bakk-Simon et al. 2012; EZB 2015a, 2015b; FSB 2014; ESMA 2015; Harutyunyan et al. 2015). Tabelle A im Anhang gibt einen kurzen Überblick über die unterschiedlichen Schätzungen für das europäische Schattenbankensystem und der dabei jeweils angewandten Methodologie.

Abbildung 3 stellt die Entwicklung des SBS in der Eurozone für den Zeitraum von 2001/2002 bis 2013 auf Basis zweier unterschiedlicher SBS-Maße dar: der auf Entitäten basierenden Maßzahl des FSB und der auf Instrumenten basierenden Maßzahl (differenziert in breit und eng) des IMF. Es ist ersichtlich, dass sich die beiden unterschiedlichen Kennzahlen für das SBS im Vorfeld der Finanzkrise zuerst analog entwickelt haben, wohingegen ab Ausbruch der Krise gegenläufige Entwicklungstrends zu beobachten sind. Während gemäß der Kennzahl des FSB die finanziellen Assets des Schattenbankensystems der Eurozone kontinuierlich weiter gewachsen sind (wenn auch mit einer verminderten Wachstumsrate), erfuhren hingegen gemäß beider IMF-Maßzahlen die Verbindlichkeiten des SBS bis heute eine sukzessive Schrumpfung. Diese Unterschiede in den Entwicklungen sind hierbei auf die unterschiedliche Konstruktion der beiden SBS-Maße zurückzuführen (siehe Tabelle A im Anhang).

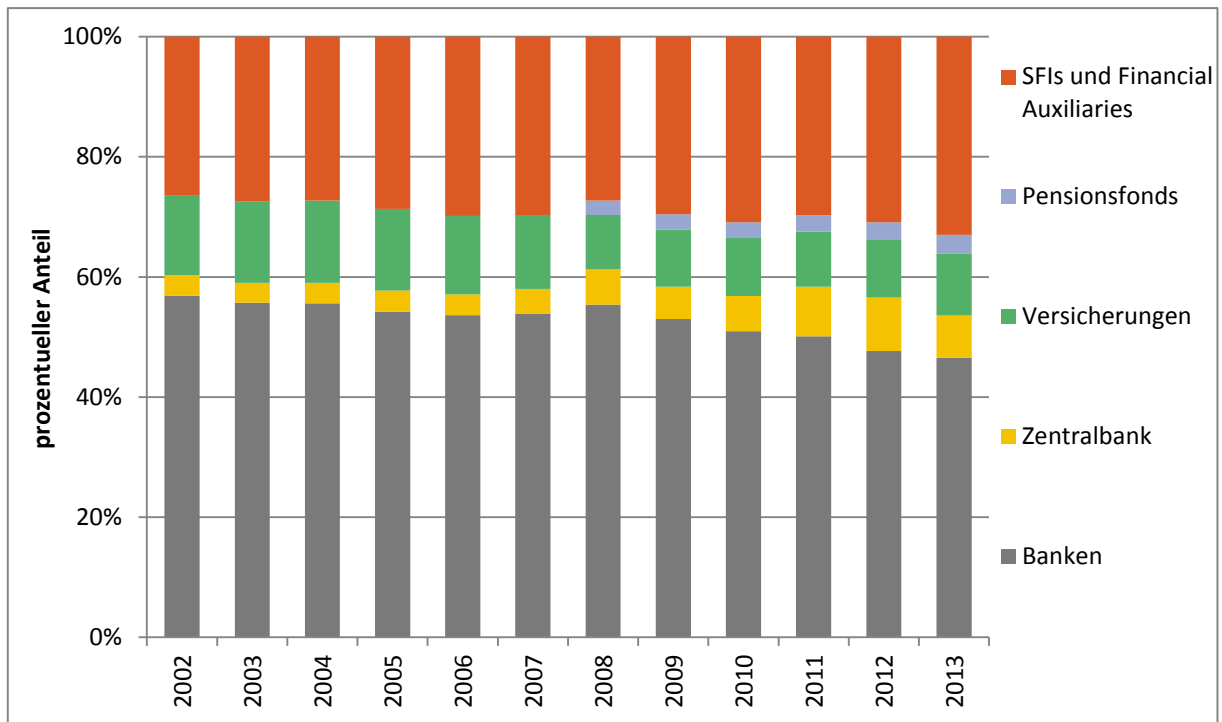
Abbildung 2: Entwicklung des Schattenbankensystems im Euroraum (2001-2013)



Quelle: FSB, Harutyunyan et al. (2015), Eigene Darstellung

Während Abbildung 2 die Entwicklung des SBS in absoluten Zahlen darstellt, veranschaulicht Abbildung 3 auf Basis der FSB-Daten die relative Entwicklung der einzelnen Komponenten des Finanzsystems im Euroraum seit 2002. Es erschließt sich daraus, dass die Bedeutung des Sektors „Sonstige Finanzintermediäre“, welcher gemäß der Sicht des FSB dem Schattenbankensektor entspricht, im Rahmen einer entitätenbasierten Betrachtung nicht nur absolut gewachsen ist, sondern auch sukzessive an relativer Bedeutung gewonnen hat, wohingegen sich die Relevanz des traditionellen Bankensektors gegenläufig entwickelte.

Abbildung 3: Entwicklung der Komposition des Finanzsektors im Euroraum (2002-2013)



Quelle: FSB, Eigene Darstellung

Ein solcher Blick auf die Entwicklung und den Umfang des Schattenbankensystems der Eurozone anhand der diversen SBS-Maße ist in seiner Aussagekraft insofern begrenzt, als er nichts über den Grad der Involviertheit der einzelnen europäischen Staaten in das europäische Schattenbankensystem aussagt. Nun liegen neben diesen Schätzungen für das europäische Schattenbankensystem ebenfalls schon Schätzungen und Studien für ausgewählte europäische Staaten vor.¹⁴ Was aber nach wie vor fehlt, sind ausführliche Vergleichsstudien. Einzelne Studien ermitteln zwar den quantitativen Umfang des SBS für eine Reihe ausgewählter europäischer Staaten (siehe Tabelle B im Anhang, welche einen Überblick für einzelne europäische Staaten auf Basis der vom FSB (2014) und vom Harutyunyan et al. (2015) erhobenen SBS-Kennzahlen gibt) und machen so die einzelnen Länder auf Basis dieser Kennzahlen quantitativ vergleichbar. Sie leisten jedoch noch keine weiterführende qualitative und vergleichende Analyse.

3.3. Vermessung des Schattenbankensektors für 27 Staaten der Europäischen Union

Diese Studie versucht nun diesen Folgeschritt in der Analyse zu gehen. Zu diesem Zweck wird in einem ersten Schritt der Umfang des jeweiligen Schattenbanksektors für 27 Mitgliedsländer der Europäischen Union (mit Ausnahme von Bulgarien) sowie für die Eurozone erhoben.¹⁵ In Anbetracht der besseren Datenverfügbarkeit ziehen wir eine entitätenbasierte Methodologie für unsere Schätzung heran.¹⁶ Wir unterscheiden hierbei zwischen einem breiten und einem engen Maß für das Schatten-

¹⁴ Für Deutschland siehe Deutsche Bundesbank (2012); für die Niederlande siehe Broos et al. (2012); für Irland siehe Godfrey et al. (2012) und FSB (2015, Annex 2); für die Schweiz siehe FSB (2014, Annex 2); für Schweden siehe Hansson et al. (2014); für eine Reihe ausgewählter europäischer Staaten siehe FSB (2014) und Harutyunyan et al. (2015).

¹⁵ Für Bulgarien liegen leider keine vollständigen Daten vor.

¹⁶ Vergleichbare Datenreihen zu den Instrumenten des SBS sind gegenwärtig nur sehr begrenzt verfügbar, was eine vergleichende aktivitätenbasierte Schätzung verunmöglicht. Wie oben bereits erläutert, ist eine Konse-

bankensystem, welche infolge als Ober- und Untergrenze des Schattenbankensystems interpretiert werden. Abbildung 4 veranschaulicht die sektorale Zusammensetzung des Finanzsektors.

Abbildung 4: Sektorale Zusammensetzung des europäischen Finanzsystems

Finanzinstitutionen								
Monetäre Finanzinstitutionen			Sonstige Finanzinstitutionen				Versicherungen und Pensionskassen	
Zentralbank	Banken	Geldmarkt-fonds	Investment-fonds	Hedgefonds	Verbriefungs-vehikel	Übrige Finanz-intermediäre	Versicherungen	Pensionskassen

Quelle: Eigene Darstellung

Für unsere enge Schätzung des Schattenbankensystems (Untergrenze) ziehen wir die finanziellen Assets der Geldmarktfonds, der Hedgefonds, der Verbriefungsgesellschaften¹⁷ und der Übrigen Finanzintermediäre heran. Bei letzteren handelt es sich um eine Art Sammelkategorie für alle nicht in den anderen Sektoren aufgehenden Finanzinstitutionen. Darunter fallen u.a. Risikokapitalgesellschaften (*venture capital*), Kredit- und Versicherungshilfstätigkeiten (*financial auxiliaries*), Zweckgesellschaften (SPVs)¹⁸ und Firmeneigene Finanzierungseinrichtungen. Für diesen Sektor sind gegenwärtig keine weiteren feingliedrigeren Statistiken verfügbar. Für unsere breite Schätzung des Schattenbankensystems (Obergrenze) berücksichtigen wir neben den bereits genannten Entitäten zusätzlich auch die restlichen – von Geldmarktfonds und Hedgefonds zu unterscheidenden – Investmentfonds (infolge Investmentfonds). Bei den Investmentfonds handelt es sich um Finanzakteure, welche nur bedingt zum institutionellen Kern des Schattenbankensystems zu zählen sind, da sie vielfach nur begrenzt Transformationsfunktionen im Schattenbankensystem übernehmen. Versicherungen und Pensionsfonds partizipieren zwar gleichfalls vereinzelt am Schattenbankensystem. Ihre diesbezüglichen Aktivitäten wären in einem aktivitätenbasierten Verfahren zu berücksichtigen, bleiben aber wie in allen gängigen entitätenbasierten Schätzungen unberücksichtigt.¹⁹

Als Datenquellen für unsere Schätzung dienen uns die Monetär- und Finanzstatistik der EZB, die Quartalsweisen Sektordaten (*quarterly sector accounts*) der EZB, die FVC-Statistik der EZB, Datenrei-

quenz der gewählten entitätenbasierten Herangehensweise, dass bestimmte Instrumente und Märkte (wie zum Beispiel die Wertpapierfinanzierungsmärkte) aus dem Fokus der Betrachtung geraten. Somit werden wir in weiterer Folge diese Bereiche des SBS nicht weiter behandeln.

¹⁷ Gemeint sind Verbriefungsvehikel gemäß der *Financial Vehicle Corporation (FVC)*-Definition der EZB.

¹⁸ Hierbei handelt es sich um SPVs, welche die FVC-Definition der EZB nicht erfüllen.

¹⁹ Während die Berücksichtigung der Investmentfonds die Werte für die Obergrenze des Schattenbankensystems nach oben verzerrt, wirkt die Nichtberücksichtigung von Pensionsfonds und Versicherungen in die entgegengesetzte Richtung.

hen zu Geldmarktfonds und Hedgefonds aus dem *Report on financial structures* der EZB (2015) sowie Statistiken zu britischen Investmentfonds von der EFAMA (siehe Tabelle C im Anhang für eine konkrete Aufschlüsselung). Der Umfang der finanziellen Assets des Schattenbankensystems ergibt sich aus der Aggregation der finanziellen Assets der einzelnen Finanzinstitutionen. Eine detaillierte Zusammenstellung für das Jahr 2014 bietet Tabelle 2.

Tabelle 2: Sektorale Zusammensetzung der finanziellen Assets für 2014

		Finanzsystem	Zentral-/ Banken	Versicherungen & Pensionsfonds	Schattenbankensystem (Obergrenze)	Investmentfonds	Geldmarktfonds	Hedgefonds	Verbriefungs-gesellschaften	Finanzintermediäre	Übrige
Eurozone	Mio. €	64 342 740	30 613 468	9 275 836	24 453 436	8 230 498	941 022	344 627	1 849 114		13 088 174
	%	100%	48%	14%	38%	13%	1%	1%	3%		20%
Belgien	Mio. €	2 370 347	1 190 957	338 571	840 819	124 248	900	-	85 340		630 331
	%	100%	50%	14%	35%	5%	0%	ne	4%		27%
Dänemark	Mio. €	2 311 294	1 167 405	481 460	662 428	279 121	-	-	-		383 308
	%	100%	51%	21%	29%	12%	ne	nd	nd		17%
Deutschland	Mio. €	13 605 587	8 946 091	2 338 798	2 320 698	1 549 174	3 900	2 300	43 475		721 849
	%	100%	66%	17%	17%	11%	0%	0%	0%		5%
Estland	Mio. €	37 729	28 056	3 258	6 415	550	-	52	-		5 813
	%	100%	74%	9%	17%	1%	ne	0%	ne		15%
Finnland	Mio. €	827 204	625 934	68 946	132 324	86 715	3 400	2 200	-		40 009
	%	100%	76%	8%	16%	10%	0%	0%	ne		5%
Frankreich	Mio. €	13 113 482	8 479 939	2 400 584	2 232 959	1 059 657	294 300	3 200	221 300		654 502
	%	100%	65%	18%	17%	8%	2%	0%	2%		5%
Griechenland	Mio. €	494 258	459 282	14 887	20 089	4 145	800	-	-		15 144
	%	100%	93%	3%	4%	1%	0%	ne	ne		3%
Großbritannien	Mio. €	27 250 681	14 388 626	4 955 231	7 914 703	965 833	7 694	-	-		6 940 991
	%	100%	56%	15%	29%	3%	0%	nd	nd		26%
Irland	Mio. €	4 033 594	737 142	344 748	2 951 704	1 331 595	394 100	268 600	402 241		555 168
	%	100%	18%	9%	73%	33%	10%	7%	10%		14%
Italien	Mio. €	6 172 872	4 232 614	740 304	1 199 954	227 639	7 400	7 500	315 909		641 506
	%	100%	69%	12%	19%	4%	0%	0%	5%		10%
Kroatien	Mio. €	89 132	68 354	13 112	7 665	865	1 228	-	-		5 573
	%	100%	77%	15%	9%	1%	1%	ne	nd		6%
Lettland	Mio. €	46 069	38 534	3 232	4 303	223	46	-	-		4 034
	%	100%	84%	7%	9%	0%	0%	ne	ne		9%

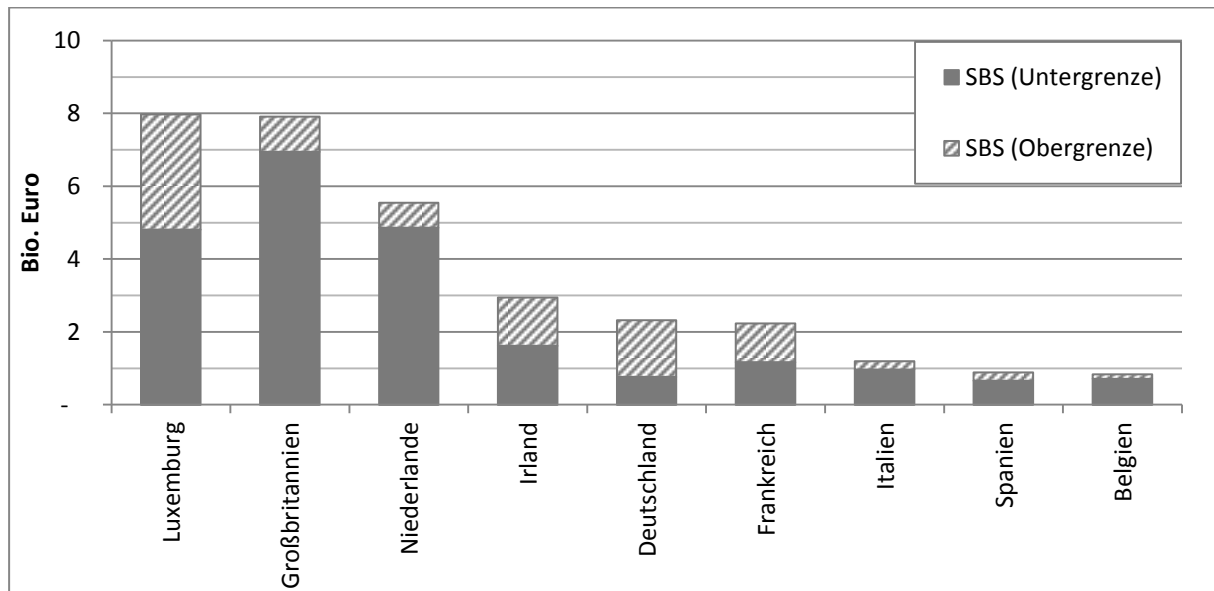
Litauen	Mio. €	41 782	33 396	2 914	5 472	269	-	23	-	5 180
	%	100%	80%	7%	13%	1%	ne	0%	ne	12%
Luxemburg	Mio. €	9 001 021	862 549	164 625	7 973 848	3 161 536	223 800	32 000	141 299	4 415 212
	%	100%	10%	2%	89%	35%	2%	0%	2%	49%
Malta	Mio. €	238 060	57 598	11 978	168 484	1 941	200	3 200	3 417	159 726
	%	100%	24%	5%	71%	1%	0%	1%	1%	67%
Niederlande	Mio. €	9 560 565	2 307 329	1 706 937	5 546 299	678 756	2 100	23 200	342 595	4 499 648
	%	100%	24%	18%	58%	7%	0%	0%	4%	47%
Österreich	Mio. €	1 490 918	953 109	140 191	397 618	160 949	200	400	-	236 069
	%	100%	64%	9%	27%	11%	0%	0%	ne	16%
Polen	Mio. €	614 376	446 100	77 074	91 202	55 957	-	700	-	34 545
	%	100%	73%	13%	15%	9%	ne	0%	ne	6%
Portugal	Mio. €	831 221	553 953	81 875	195 393	15 177	2 500	2 500	36 504	141 181
	%	100%	67%	10%	24%	2%	0%	0%	4%	17%
Rumänien	Mio. €	151 226	122 695	8 487	20 044	9 128	29	-	-	10 887
	%	100%	81%	6%	13%	6%	0%	ne	nd	7%
Schweden	Mio. €	2 403 540	1 328 587	517 715	557 238	300 909	2 476	-	-	253 852
	%	100%	55%	22%	23%	13%	0%	nd	nd	11%
Slowakei	Mio. €	104 836	79 379	14 859	10 598	2 494	100	-	-	8 003
	%	100%	76%	14%	10%	2%	0%	ne	ne	8%
Slowenien	Mio. €	70 683	53 121	9 463	8 098	2 245	100	-	-	5 754
	%	100%	75%	13%	11%	3%	0%	ne	ne	8%
Spanien	Mio. €	4 551 286	3 248 257	413 123	889 906	223 080	7 300	1 800	257 033	400 693
	%	100%	71%	9%	20%	5%	0%	0%	6%	9%
Tschechien	Mio. €	310 294	238 320	31 223	40 751	7 752	47	-	-	32 952
	%	100%	77%	10%	13%	2%	0%	ne	nd	11%
Ungarn	Mio. €	328 167	147 965	12 698	167 504	13 358	4 043	-	-	150 103
	%	100%	45%	4%	51%	4%	1%	ne	nd	46%
Zypern	Mio. €	263 261	100 210	6 311	156 740	2 326	-	13	-	154 402
	%	100%	38%	2%	60%	1%	ne	0%	ne	59%

Quelle: EZB Monetär- und Finanzstatistik, EZB quarterly sector accounts, EZB FVC-Statistik, EZB Report on financial structures (2015), EFMA, Eigene Darstellung

Anmerkung: ne = nicht existent; nd = nicht dokumentiert durch die EZB

Wie Abbildung 5 veranschaulicht, ist der Schattenbankensektor von Luxemburg mit einem Volumen von 4,81 (Untergrenze) bis 7,97 (Obergrenze) Bio. Euro an finanziellen Assets der Umfangreichste innerhalb Europas, gefolgt von Großbritannien mit 6,95 – 7,93 Bio. Euro, den Niederlanden mit 4,87 – 5,55 Bio. Euro und Irland mit 1,62 – 2,95 Bio. Euro. Es folgen Deutschland und Frankreich mit 0,77 – 2,32 bzw. 1,17 – 2,23 Bio. Euro. Das Schattenbankensystem der Eurozone umfasst 16,22 – 24,45 Bio. Euro an Assets, jenes aller EU-27 gemeinsam 24,26 – 34,52 Bio. Euro.

Abbildung 5: Umfang des Schattenbankensystems ausgewählter Länder für 2014



Quelle: EZB, EFMA, Eigene Darstellung

Den meisten Ländern der Europäischen Union ist gemein, dass der Großteil der finanziellen Assets des Schattenbankensystems (Obergrenze) auf den Subsektor Übrige Finanzintermediäre entfällt (siehe Tabelle D im Anhang für eine genaue Aufschlüsselung). Für alle EU-27 zusammen sind es 61,1%. Weitere 29,7% der finanziellen Assets entfallen auf Investmentfonds, 5,4% auf Verbriefungsgesellschaften, 2,8% auf Geldmarktfonds und 1% auf Hedgefonds.²⁰

In einem weiteren Schritt wollen wir nun die relative Ausprägung des Schattenbankensystems für jedes Land quantitativ bestimmen. Hierbei gehen wir zweiteilig vor: Zuerst eruiieren wir den Anteil des Schattenbankensystems (Obergrenze) am gesamten Finanzsystem („SBS-zu-FS Quote“). Diese Kennzahl spiegelt für uns die Bedeutung des Schattenbankensektors für das jeweilige Finanzsystem wider. Als zweites ermitteln wir die „SBS-Intensität“²¹ eines Landes. Diese erhalten wir, indem wir den Umfang des Schattenbankensektors (Obergrenze) in Relation zum jeweiligen Bruttoinlandsprodukt setzen.²² Zum Vergleich haben wir ergänzend auch den Finanzsektor eines Landes mit dessen

²⁰ Zu beachten ist, dass u.a. für Großbritannien keine kompatiblen Daten für FVCs und Hedgefonds vorliegen. Zum Vergleich: gemäß der *Monetary and Financial Statistics* der Bank of England hatten die in Großbritannien ansässigen Zweckgesellschaften, welche im Besitz von britischen MFIs stehen, Ende 2014 Verbriefungstitel im Umfang von 165 Mrd. Euro in ihrer Bilanz. Abbildung C im Anhang veranschaulicht, wie sich die Emission „britischer“ Verbriefungstitel seit 2000 entwickelt hat.

²¹ Diese Kennzahl lehnt sich an den in Fichtner (2015) konstruierten Indikator der Offshore-Intensität an. Während dieser den Umfang der ausländischen Assets mit dem jeweiligen Bruttoinlandsprodukt in Relation setzt, setzen wir für unsere Zwecke die Assets des Schattenbankensektors mit dem jeweiligen Bruttoinlandsprodukt in Beziehung.

²² Abbildung B im Anhang stellt zu Veranschaulichungszwecken für alle Länder den absoluten Umfang des SBS (Obergrenze) dem jeweiligen Bruttoinlandsprodukt gegenüber.

Bruttoinlandsprodukt in Beziehung gesetzt. Die Ergebnisse in Tabelle 3 lassen ein hohes Maß an Heterogenität innerhalb der Staaten der Europäischen Union erkennen.

Tabelle 3: Diverse Kennzahlen für 2014

	SBS-zu-FS	SBS-Intensität	FS-zu-BIP
Eurozone	0,38	2,41	6,35
Belgien	0,35	2,10	5,92
Dänemark	0,29	2,57	8,97
Deutschland	0,17	0,80	4,67
Estland	0,17	0,32	1,89
Finnland	0,16	0,64	4,03
Frankreich	0,17	1,05	6,15
Griechenland	0,04	0,11	2,78
Großbritannien	0,29	3,51	12,09
Irland	0,73	15,61	21,34
Italien	0,19	0,74	3,82
Kroatien	0,09	0,18	2,07
Lettland	0,09	0,18	1,95
Litauen	0,13	0,15	1,15
Luxemburg	0,89	163,07	184,08
Malta	0,71	21,22	29,98
Niederlande	0,58	8,37	14,43
Österreich	0,27	1,21	4,53
Polen	0,15	0,22	1,50
Portugal	0,24	1,13	4,79
Rumänien	0,13	0,13	1,01
Schweden	0,23	1,29	5,58
Slowakei	0,10	0,14	1,39
Slowenien	0,11	0,22	1,89
Spanien	0,20	0,85	4,37
Tschechien	0,13	0,26	2,01
Ungarn	0,51	1,61	3,15
Zypern	0,60	9,01	15,14

Quelle: EZB, Eigene Darstellung

Nicht nur hinsichtlich des Umfangs variieren die Schattenbankensektoren der europäischen Staaten deutlich. Auch was die relative Ausprägung dieser Strukturen zur jeweiligen Wirtschaftsleistung (SBS-Intensität) betrifft, gibt es eklatante Unterschiede. Die höchste SBS-Intensität weist Luxemburg mit

163,07 auf, gefolgt von Malta mit 21,22, Irland mit 15,61, Zypern mit 9,01 und den Niederlanden mit 8,37, womit in diesen Ländern der Umfang des Schattenbankensystems jenen der jährlichen Wirtschaftsleistung (BIP) um ein vielfaches übersteigt. In diesen fünf Ländern hat das jeweilige SBS zugleich auch den größten Anteil am heimischen Finanzsystem (SBS-zu-FS-Quote). Im Vergleich dazu sind in Ländern wie Griechenland, den baltischen Staaten und weiteren osteuropäischen Staaten der Schattenbankensektor und dessen Intensität nur relativ gering ausgeprägt.

4. Typenbildung und Beschreibung der grundlegenden Charakteristika eines jeden Grundtyps

Aufgrund der vorhandenen Heterogenität europäischer Schattenbankenstrukturen sehen wir es als zweckmäßig an, in weiterer Folge eine Typologisierung der europäischen Staaten gemäß der jeweiligen relativen Ausprägung dieser Strukturen vorzunehmen. Die Typenbildung erfolgt auf Basis des quantitativen Merkmals der SBS-Intensität. Wir unterscheiden infolge drei grundlegende Typen: Typ 1 umfasst jene Länder, deren Schattenbankensektor in Relation zur Wirtschaftsleistung außerordentlich ausgeprägt ist. Typ 2 umfasst jene Länder, deren Schattenbankensektor in Relation zur Wirtschaftsleistung durchschnittlich entwickelt ist. Typ 3 umfasst jene Länder, deren Schattenbankensektor in Relation zur Wirtschaftsleistung nur geringfügig entwickelt ist. Das Problem bei der quantitativen Grenzziehung zwischen den einzelnen Typen besteht hierbei in der Bestimmung, ab wann die SBS-Intensität eines Landes als außerordentlich bzw. als geringfügig einzuordnen ist. Die durchschnittliche SBS-Intensität aller Länder (exklusive dem Ausreißer Luxemburg) liegt bei 2,83, weswegen wir als Schwellenwert eine SBS-Intensität größer 3 für Länder mit einem außerordentlichen Schattenbankensystem festlegen. Als geringfügig wiederum nehmen wir eine SBS-Intensität kleiner 0,5 an. In Tabelle 4 findet sich eine Auflistung der einzelnen Länder nach den drei Grundtypen. In weiterer Folge werden wir grundlegende (auch qualitative) Charakteristika eines jeden Grundtyps in den Blick nehmen und beschreiben. Dieses Vorgehen wird zeigen, dass die einzelnen Typen in sich relativ homogen sind, was die Festlegung dieser drei Grundtypen und die vorgenommene quantitative Grenzziehung bestärkt.

Tabelle 4: Typologisierung der EU-Mitgliedsstaaten

Gruppe 1 (SBS-Intensität > 3)

Luxemburg	163,07
Malta	21,22
Irland	15,61
Zypern	9,01
Niederlande	8,37
Großbritannien	3,51

Gruppe 2 (zwischen 3 und 0,50)

Dänemark	2,57
Belgien	2,10
Ungarn	1,61
Schweden	1,29
Österreich	1,21
Portugal	1,13
Frankreich	1,05
Spanien	0,85
Deutschland	0,80
Italien	0,74
Finnland	0,64

Gruppe 3 (< 0,50)

Estland	0,32
Tschechien	0,26
Polen	0,22
Slowenien	0,22
Lettland	0,18
Kroatien	0,18
Litauen	0,15
Slowakei	0,14
Rumänien	0,13
Griechenland	0,11

Quelle: Eigene Darstellung

4.1. Grundtyp 1: außerordentlich ausgeprägter Schattenbankensektor

Zum Typus der Länder mit einem außerordentlich ausgeprägten Schattenbankensektor zählen wir sechs Jurisdiktionen der Europäischen Union. Dies sind Luxemburg, Malta, Irland, Zypern, die Niederlande und Großbritannien. Alle diese Länder weisen eine SBS-Intensität von größer drei auf. An der Spitze steht hierbei unangefochten Luxemburg mit einer SBS-Intensität von 163,07.

Diese sechs Jurisdiktionen weisen (im Unterschied zur Mehrzahl der restlichen Länder) folgende auffälligen gemeinsamen Charakteristika auf: Alle sechs Länder verfügen im Vergleich zu den übrigen Jurisdiktionen neben der höchsten SBS-Intensität auch über den im Verhältnis zum BIP größten Finanzsektor. Mit Ausnahme von Großbritannien umfasst der Umfang des Schattenbankensystems sogar mehr als die Hälfte des Volumens des jeweiligen nationalen Finanzsystems (SBS-zu-FS Quote größer 0,5). Folglich übersteigt das Volumen des jeweiligen SBS in diesen Ländern auch das Volumen des konventionellen Bankensystems. Abbildung 6 und 7 geben den prozentuellen Anteil der Typ-1-Länder am Schattenbankensystem der EU-27 bzw. am BIP der EU-27 wieder. Während die Typ-1-Länder insgesamt 71,58% des europäischen Schattenbankensystems umfassen, vereinen diese lediglich 22,85% der europäischen Wirtschaftsleistung (BIP) auf sich. Speziell Luxemburg, die Niederlande, Irland und Großbritannien können außerdem allein aufgrund der schieren (absoluten) Größe ihrer nationalen Schattenbankensysteme als europäische SBS-Knotenpunkte charakterisiert werden.

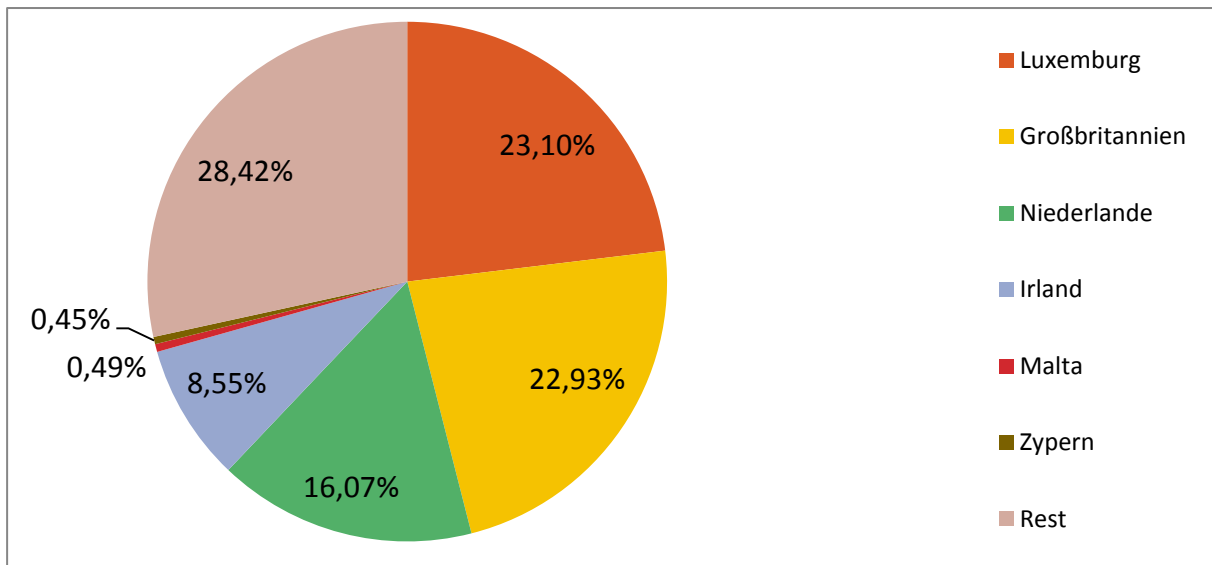
Bei vier dieser sechs Länder (Luxemburg, Irland, Niederlande, Zypern) handelt es sich gemäß der Reihung in Fichtner (2015) um explizite europäische Steuer- und Regulierungsoasen (*offshore financial centres*, OFCs).²³ Auch Großbritannien weist gemäß dieser Reihung eine überdurchschnittliche Offshore-Intensität auf. Zusätzlich kann auch Malta, welches in dieser Reihung nicht enthalten ist, als ein Staat mit ausgeprägten Offshore-Eigenschaften eingeordnet werden.²⁴ Der erste Typ umfasst folglich in erster Linie Jurisdiktionen, die ein stark liberalisiertes Finanzsystem besitzen und/oder ein begünstigendes regulatorisches und steuerliches Umfeld (begünstigendes Steuersystem, „light touch“ Regu-

²³ Gemessen an der Offshore-Intensität der Länder (vgl. Fichtner 2015).

²⁴ Siehe die Länderbeschreibung des *Tax Justice Network* (2015b).

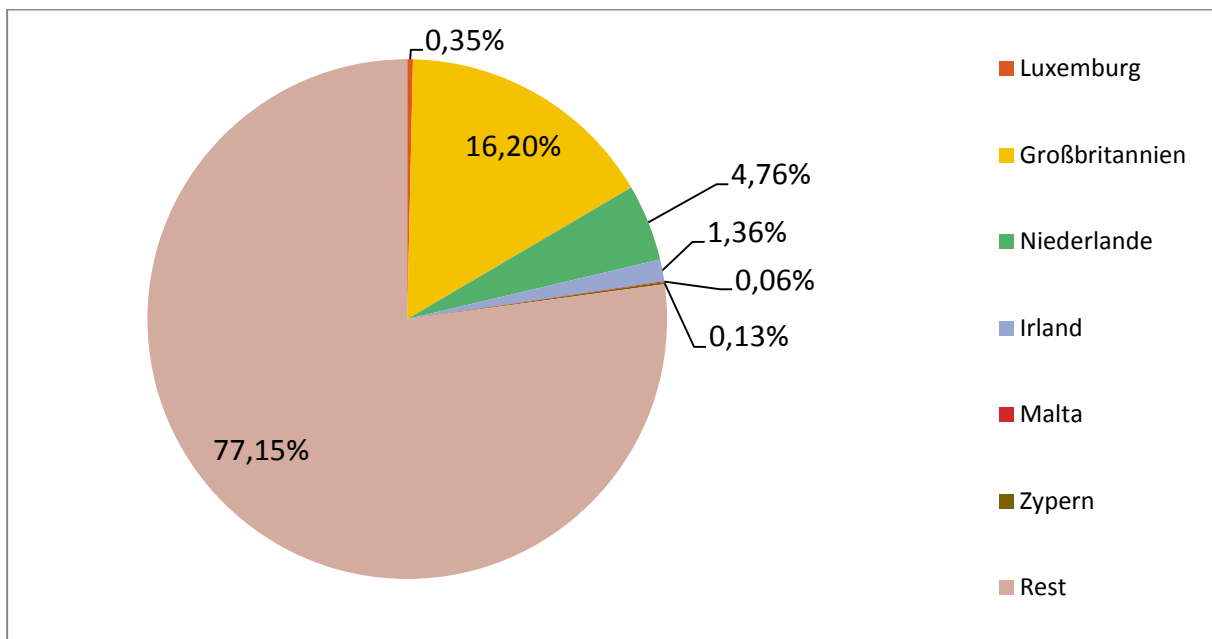
lierung bzw. ausgeprägtes Vertrauen auf „Selbstregulierung“, beschränkte Aufsicht) implementiert haben.²⁵

Abbildung 6: Anteil der Typ-1-Länder am europäischen Schattenbankensystem für 2014



Quelle: Eigene Darstellung

Abbildung 7: Anteil der Typ-1-Länder am europäischen Bruttoinlandsprodukt für 2014



Quelle: Eigene Darstellung

Es ist wenig überraschend, dass sich diese Länder aufgrund ihrer steuerlichen und regulatorischen Privilegien – neben historischen und kulturellen Gründen, wie es vor allem auf Großbritannien (und Irland) zutrifft²⁶ – zu Knotenpunkten innerhalb des europäischen Schattenbankensystems entwickelt

²⁵ Dieser Punkt steht im Einklang mit der Sicht, dass das internationale Schattenbankensystem starke Verschränkungen mit Offshore-Jurisdiktionen aufweist (vgl. Schmidt 2012; Stewart 2013; Beyer/Bräutigam 2015).

²⁶ In historischer Perspektive wurde in der zweiten Hälfte der 1980er Jahre von global agierenden Banken erstmals die Verbriefungstechnik von den USA nach Europa, konkret nach Großbritannien übertragen. Förderlich hierfür waren vor allem kulturelle Ursachen, wie eine gemeinsame Sprache und ein ähnliches Rechtssystem

haben. Zahlreiche vergleichsweise laxe regulatorische und aufsichtsrechtliche Bestimmungen machen es für europäische (und nicht-europäische) Finanzmarktakteure attraktiv(er), ihre Aktivitäten und Institutionen, welche dem Schattenbankensektor zuzurechnen sind, in diesen Jurisdiktionen anzusiedeln. Folglich betreiben auch Finanzmarktakteure aus anderen europäischen (und nicht-europäischen) Ländern Regulierungs- und Steuerarbitrage, indem sie für gewisse Finanzoperationen bewusst in diese Jurisdiktionen ausweichen oder ausweichen müssen. Ein anschauliches Beispiel hierfür sind etwa die Investmentvehikel einiger deutscher Landesbanken, welche diese (auf europäischen Boden) bevorzugt in Irland errichtet haben.²⁷ Zugleich ist zu beobachten, dass die Jurisdiktionen im Vergleich untereinander teils unterschiedliche Vorteile für Finanzakteure bieten, wie sich an der Beliebtheit einzelner Jurisdiktionen für bestimmte Finanzoperationen erkennen lässt.

Tabelle 5 schlüsselt die prozentuellen Anteile der Typ-1-Länder an den EU-27 für die jeweiligen Sektoren auf. Luxemburg, Irland und (mit Abstrichen) die Niederlande sind gemessen am BIP kleine Ökonomien der EU, haben zugleich aber einen sehr üppigen Schattenbankensektor. Während Luxemburg durchwegs für alle Akteure des SBS interessant ist, lassen sich in Irland vor allem Verbriefungsgesellschaften, Geldmarkt-, Hedge- und Investmentfonds nieder, in den Niederlanden Verbriefungsgesellschaften, Investmentfonds und Übrige Finanzintermediäre. Das im Finanzzentrum Großbritannien das Schattenbankensystem sehr ausgeprägt ist, ist aufgrund der bereits geschilderten historischen und kulturellen Ursachen keine große Überraschung. Die kleinen europäischen Inselstaaten Malta und Zypern²⁸ verfügen in Bezug auf ihre eigene Wirtschaftsleistung (SBS-Intensität) über einen ausgeprägten heimischen Schattenbankensektor, sind aber relativ zum Schattenbankensystem der EU-27 betrachtet keine besonderen SBS-Zentren. Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass in einer Reihe von westeuropäischen Ländern mit vergleichsweise geringer wirtschaftlicher Bedeutung aufgrund u.a. begünstigender regulatorischer Bestimmungen und vorhandener administrativer Infrastrukturen umfangreiche Schattenbankenstrukturen existieren.

(vgl. Bauersfeld 2007; Bertl 2004). Zugleich waren natürlich globale Banken schon länger in der europäischen Finanzmetropole London ansässig.

²⁷ Zu nennen ist hier exemplarisch die irische Investmentgesellschaft *Rhinebridge plc*, welche von der deutschen Landesbank IKB außerbilanziell unterhalten wurde, sich – vor ihrem Zusammenbruch im Zuge der großen Finanzkrise – via ABCP finanziert und im Gegenzug in strukturierte Finanzprodukte investiert hatte.

²⁸ Zypern fungiert in erster Linie für russische Finanzakteure als bevorzugter *conduit*, über welchen diese ihre Aktivitäten in Europa steuern (vgl. Shaxson 2011).

Tabelle 5: Prozentuelle Anteile der einzelnen Schattenbankenentitäten an den EU-27 für 2014

	IFs	GMFs	HFfs	FVCs	ÜFIs	SBS	BIP
Luxemburg	30,80%	23,39%	9,27%	7,64%	20,92%	23,10%	0,35%
Malta	0,02%	0,02%	0,93%	0,18%	0,76%	0,49%	0,06%
Irland	12,97%	41,19%	77,81%	21,75%	2,63%	8,55%	1,36%
Zypern	0,02%	ne	0,00%	ne	0,73%	0,45%	0,13%
Niederlande	6,61%	0,22%	6,72%	18,53%	21,32%	16,07%	4,76%
Großbritannien	9,41%	0,82%	nd	nd	32,89%	22,93%	16,20%

Quelle: Eigene Darstellung

Anmerkung: IFs = Investmentfonds; GMFs = Geldmarktfonds; HFfs = Hedgefonds; FVCs = Verbriefungsgesellschaften (*financial vehicle corporations*); ÜFIs = Übrige Finanzintermediäre; SBS = Schattenbankensystem (Obergrenze); BIP = Bruttoinlandsprodukt. ne = nicht existent; nd = nicht dokumentiert durch die EZB

4.2. Grundtyp 2: durchschnittlich ausgeprägter Schattenbankensektor

Zum Typus der Länder mit einem durchschnittlich ausgeprägten Schattenbankensektor zählen wir 11 EU-Jurisdiktionen. Dies sind Dänemark, Belgien, Ungarn, Österreich, Portugal, Frankreich, Schweden, Deutschland, Spanien, Italien und Finnland. Alle diese Länder weisen eine SBS-Intensität zwischen 0,5 und 3 auf.

Ein gemeinsames geographisches und historisches Charakteristikum dieser Ländergruppe ist, dass es sich um süd-, mittel- und nordeuropäische Staaten handelt (mit der Ausnahme von Ungarn), welche eine vergleichsweise lange Mitgliedschaft in der Europäischen Union vorweisen und welche vergleichsweise über gut entwickelte realwirtschaftliche Strukturen verfügen. Im Unterschied zu den Ländern des ersten Grundtyps besitzt keines dieser Länder aktuell ein Finanzsystem, dessen Volumen das des realwirtschaftlichen Sektors um mehr als das zehnfache übersteigt (FS-zu-BIP Quote). Dem Schattenbankensektor selbst kommt in diesen Ländern (relativ betrachtet) eine durchschnittliche Rolle zu, ohne, wie für die Länder des ersten Grundtyps, gegenüber anderen Sektoren besonders herauszustechen. Der Anteil des SBS am gesamten Finanzsystem liegt in diesen Ländern in etwa zwischen einem Fünftel und einem Drittel. Eine augenscheinliche Ausnahme bildet Ungarn mit einem Anteil des SBS am gesamten Finanzsystem von 51%

Die Gründe für im Vergleich zu Grundtyp 1 geringere relative Ausprägung der nationalen Schattenbankenstrukturen der Typ-2-Länder dürften vielfältig sein. Zwei sollen in weiterer Folge genannt werden: Am Auffälligsten ist erstens, dass es sich bei diesen Ländern, im Gegensatz zu den Typ-1-Ländern, um keine Offshore-Jurisdiktionen handelt. Zwar sind einige bedeutsame Finanzplätze in diesen Jurisdiktionen angesiedelt (bspw. Frankfurt in Deutschland). Dieser Umstand alleine reicht aber noch nicht aus, dass diese Länder ein überdurchschnittlich ausgeprägtes Schattenbankensystem entwickelt hätten. Um sich als Schattenbanken-Zielland zu positionieren, bedarf es auch einer besonderen Attraktivität für SBS-Akteure, was vergleichsweise striktere regulatorische Rahmenbedingungen behindern dürften. Zweitens liegt eine weitere Ursache in spezifischen Finanzpraktiken einzelner Länder, wie beispielsweise die Popularität von hypothekenbezogenen Pfandbriefen (u.a. in Dänemark, Deutschland und Österreich), welche die Etablierung von hypothekenbezogenen Verbriefungen – diese sind vergleichsweise in der Regel komplizierter und teurer – bisher hemmten bzw. verhinderten. Eine Konsequenz dieser Merkmale der Typ-2-Länder ist, dass diese nur in einigen we-

nigen Bereichen begünstigend für die Schattenbankenoperationen europäischer wie nicht-europäischer Finanzakteure sind, wie beispielsweise Frankreich, welches 30,76% der Assets von europäischen Geldmarktfonds beherbergt, oder Deutschland, auf welches 15,09% der Assets von europäischen Investmentfonds entfallen (siehe Tabelle E im Anhang für die prozentuelle Verteilung der finanziellen Assets der Schattenbankensektoren).

4.3. Grundtyp 3: geringfügig ausgeprägter Schattenbankensektor

Zum Typus der Länder mit einem nur marginal ausgeprägten Schattenbankensektor zählen wir 10 EU-Jurisdiktionen. Dies sind Estland, Tschechien, Polen, Slowenien, Lettland, Kroatien, Litauen, Slowakei, Rumänien und Griechenland. Alle diese Länder weisen eine SBS-Intensität von unter 0,5 auf.

Geographisch betrachtet handelt es sich hierbei in erster Linie um die Länder der europäischen Peripherie, also um EU-Staaten aus Ost- und Südosteuropa und um Griechenland. Finanzierungen über oder Veranlagungen im Schattenbankensektor spielen in diesen Ländern kaum eine Rolle. Ein wichtiger Grund für die geringe Bedeutung des SBS dürfte der Umstand sein, dass es sich bei der Mehrzahl dieser Länder um Transformationsländer handelt, bei denen die Hinwendung zur Marktwirtschaft erst relativ spät erfolgt ist. Dies hat zur Folge, dass die Finanzsektoren in diesen Regionen im Vergleich zu den Ländern der ersten beiden Grundtypen nach wie vor nur beschränkt ausgeprägt sind (FS-zu-BIP Quote zwischen 1,01 und 2,07; für Griechenland bei 2,78). Zugleich ist auch der SBS-Sektor innerhalb des jeweiligen nationalen Finanzsystems in der Regel nur rudimentär ausgeprägt. Der Anteil des Schattenbankensystems am Finanzsystem beträgt in keinem der Länder mehr als 15%.

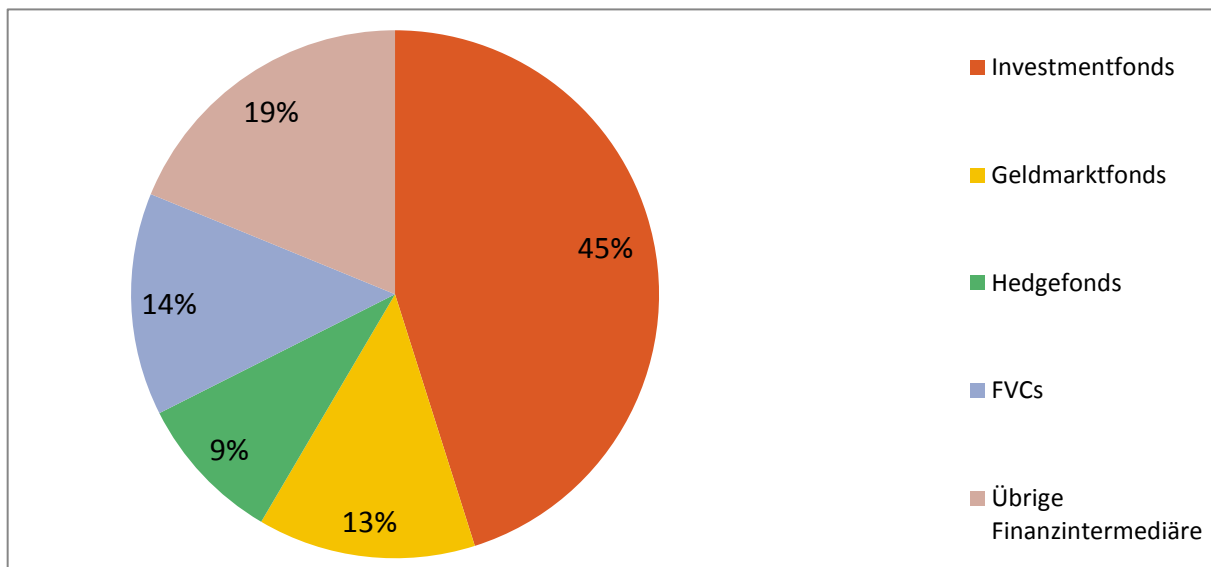
5. Fallbeispiele

In weitere Folge werden wir nun für jeden Grundtyp auf ein Land als Fallbeispiel näher eingehen: Irland für Typ 1, Österreich für Typ 2 und Polen für Typ 3. Hierbei werden wir uns, sofern es die Datenlage erlaubt, ansehen, wie sich die nationalen Schattenbankenstrukturen im historischen Verlauf im jeweiligen Land entwickelt haben. Außerdem werden wir uns im Detail mit den verschiedenen Segmenten des Schattenbankensektors befassen.

5.1. Irland

Beim irischen Finanzplatz handelt es sich um einen Knotenpunkt des europäischen Schattenbankensystems. Ende 2014 hatte das irische Schattenbankensystem einen Umfang von 1,62 (Untergrenze) bis 2,95 (Obergrenze) Bio. Euro, womit es gegenüber den beiden Vorjahren deutlich gewachsen ist (2012: 1,44 – 2,37 Bio Euro; 2013: 1,3 – 2,38 Bio Euro).²⁹ Somit ist es in absoluten Zahlen das viertgrößte innerhalb der europäischen Union. Die enorme Bedeutung von Schattenbankenstrukturen für das irische Finanz- und Wirtschaftssystem spiegelt sich in zwei weiteren Kennzahlen wieder. Einerseits beträgt die SBS-Intensität 15,61. Diese ist die dritthöchste unter allen Ländern der Europäischen Union. Andererseits entfallen 73% der finanziellen Assets des irischen Finanzsystems auf Entitäten des Schattenbankensystems (SBS-zu-FS Quote). Abbildung 8 veranschaulicht die prozentuellen Anteile der einzelnen Sektoren des irischen Schattenbankensystems. Die meisten finanziellen Assets des irischen Schattenbankensystems entfallen mit 1,33 Bio. Euro bzw. einem Anteil von 45% auf Investmentfonds. Es folgen die Übrigen Finanzintermediäre mit 555 Mrd. Euro (19%), die Verbriefungsgesellschaften (FVCs) mit 402 Mrd. Euro (14%), die Geldmarktfonds mit 394 Mrd. Euro (13%) und die Hedgefonds mit 269 Mrd. Euro (9%).

Abbildung 8: Prozentuelle Anteile der einzelnen Sektoren am irischen SBS für 2014



Quelle: EZB, Central Bank of Ireland, Eigene Darstellung

Zwei Faktoren sind wesentlich verantwortlich für die Entwicklung Irlands zu einem europäischen Knotenpunkt für Schattenbankenaktivitäten: (i) Mit der Errichtung des in Dublin ansässigen *Interna-*

²⁹ Manche Datenreihen der EZB und der *Central Bank of Ireland* starten erst mit 2012, womit eine Betrachtung der historischen Entwicklung des irischen Schattenbankensektors nicht möglich ist.

tional Financial Services Centre (IFSC) im Jahr 1987 durch die irische Regierung erfolgte eine internationale Ausrichtung des irischen Finanzsektors.³⁰ Das IFSC sollte sich in den Folgejahrzehnten zu einem international begehrten Platz für Finanzoperationen und speziell auch für Schattenbankenaktivitäten entwickeln.³¹ Resultat dieser internationalen Ausrichtung ist eine ausgeprägte Verwobenheit des irischen Finanz- und Schattenbankensystems mit dem internationalen Finanzsystem. Beinahe alle großen internationalen Finanzfirmen haben bzw. hatten entweder Wertpapiere an der Börse in Dublin gelistet oder Niederlassungen im IFSC. Zu nennen sind hier unter anderem die gescheiterten US-Investmentbanken Bear Stearns, Merrill Lynch und Lehman Brothers, aber auch Goldman Sachs, AIG, UBS, Deutsche Bank, Commerzbank und deutsche Landesbanken (Stewart 2013, 11ff). Im Zuge der Finanzkrise sollten viele der in Dublin gelisteten ausländischen Gesellschaften, welche in strukturierte Finanzprodukte investiert hatten, kollabieren. Dies hatte infolge zu erheblichen Problemen bei Banken geführt, u.a. auch bei vier deutschen Landesbanken (Sachsen Bank, WestLB, IKB und Depfa/Hypo Vereinsbank), welche alle Niederlassungen im IFSC unterhalten hatten (Stewart 2013, 4). (ii) Extrem förderlich für den Aufstieg des irischen Finanzsystems waren speziell die offshore-typischen Voraussetzungen (begünstigendes Steuersystem, „light touch“ Regulierungen, beschränkte Aufsicht). Diese stießen in den letzten Jahrzehnten bei europäischen wie internationalen Finanzakteuren auf große Beliebtheit, da sie Regulierungs- und Steuerarbitrage ermöglichten.³² Beispielsweise erhalten Fonds, welche bis 15 Uhr die relevanten Dokumente bei der zuständigen Regulierungsbehörde einreichen, bereits am Folgetag ihre Zulassung. Es kann bezweifelt werden, dass innerhalb dieser kurzen Zeitspanne (Geschäftsschluss ist normalerweise um 17h) diese komplexen Dokumente adäquat bewertet werden können (Stewart 2008).³³

Im Folgenden gehen wir ausführlicher auf die Sektoren des irischen Schattenbankensystems ein:

(i) Der Umfang des Sektors der Investmentfonds (inkl. Hedgefonds) ist ungeachtet der jüngsten irischen Wirtschaftskrise und der globalen Finanzkrise in den letzten Jahren enorm gewachsen. Seit Ende 2008 haben sich die finanziellen Assets irischer Fonds um den Faktor 4,7 vermehrt. Dieses Wachstum geht in erster Linie auf Wertsteigerungen bei Finanztiteln zurück (FSB 2015, 50). Ende 2014 waren 5.833 Investmentfonds in Irland ansässig.³⁴ Abbildung 9 schlüsselt die irischen Investmentfonds nach Typen auf. Die größten Anteile entfallen mit 36% der finanziellen Assets auf Anleihefonds, mit 32% auf Aktienfonds und mit 16% auf Hedgefonds. Zuständig für die Zulassung und Beaufsichtigung irischer Investmentfonds ist die irische Zentralbank, wobei die Mehrzahl der Fonds im Ausland verwaltet werden (FSB 2015, 50). Irische Investmentfonds tendieren dazu, einen höheren Anteil an finanziellen Assets von außerhalb der Eurozone zu halten (EZB 2015b, 51). Zusätzlich zu den in Irland ansässigen Investmentfonds waren weitere 7.360 an ausländischen Investmentfonds mit

³⁰ Die *Financial Acts* von 1986 und 1987 schufen finanzielle Anreize für den privaten Sektor. Beispielsweise wurde für zertifizierte Unternehmen, welche sich im IFSC niederließen, eine Körperschaftssteuer von 10% eingeführt (siehe <http://www.ifsc.ie/page.aspx?idpage=6>). Zur heutigen Bedeutung des IFSC für die irische Ökonomie siehe Stewart (2013, 6ff).

³¹ Laut Eigenangaben ist das IFSC die Heimat von über 500 Unternehmen. Im Jahr 2015 waren dort 38.000 Personen beschäftigt. <http://www.ifsc.ie/page.aspx?idpage=6>

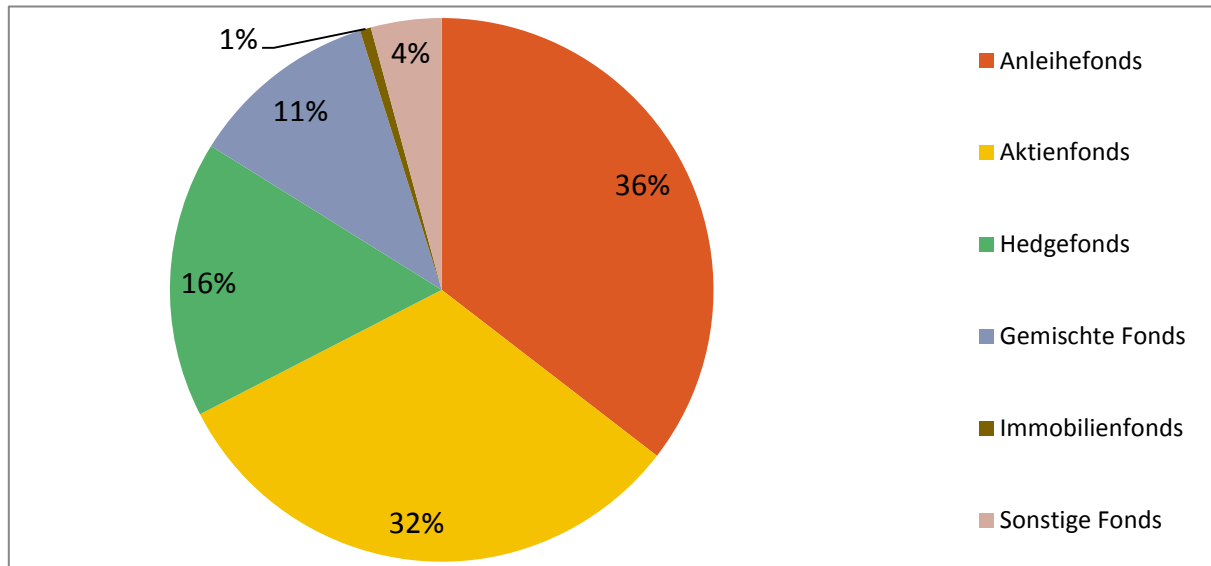
³² Das *Tax Justice Network* (2015a) gibt einen Überblick über die Entwicklung Irlands zu einem *offshore financial centre*.

³³ Stewart (2013, 4) weist auch auf den Umstand hin, dass sich ein früherer irischer Regulator im Vorfeld der Finanzkrise nicht für die Beaufsichtigung von Investmentgesellschaften (SIVs), welche hauptsächlich in *subprime*-basierte Verbriefungstitel investiert haben, zuständig gefühlt hat.

³⁴ <http://files.irishfunds.ie/1432804111-Stats-Factsheet-December-2014.pdf>

einem Volumen von etwa 1,7 Mrd. Euro an der Dubliner Börse gelistet.³⁵ So ist es beispielsweise eine gängige Praxis, dass viele Hedgefonds von London aus verwaltet werden, an der Dubliner Börse gelistet sind und ihren Sitz in klassischen Offshore-Jurisdiktionen (wie den Kaiman Inseln) haben (Stewart 2013, 7).

Abbildung 9: Aufschlüsselung der irischen Investmentfonds nach Typen für 2014



Quelle: Central Bank of Ireland, Eigene Darstellung

(ii) Der irische Finanzplatz ist bei der internationalen Geldmarktfondsindustrie äußerst beliebt. Ende 2014 waren 387 Geldmarktfonds in Irland ansässig, welche Assets im Umfang von 394 Mrd. Euro verwalteten, um 91 Mrd. Euro mehr als noch zwei Jahre zuvor.³⁶ Bevorzugt investieren irische Geldmarktfonds in Finanztitel von außerhalb der Eurozone. Die GMF-Statistik der *Central Bank of Ireland* schlüsselt auf, dass Ende 2014 nur 1,8% der Wertpapiere im Portfolio der irischen GMFs von irischen Finanzinstitutionen emittiert wurden. Weitere 30,8% wurden in den restlichen Ländern der Eurozone begeben und die restlichen 67,5% von Finanzinstitutionen von außerhalb der Eurozone. Darin spiegeln sich vor allem die engen Beziehungen der irischen Geldmarktfonds zu britischen Banken wider (EZB 2015b, 52). Spiegelgleich zur dieser Dominanz eurozonenfremder Wertpapiere in den Portfolios irischer Geldmarktfonds sind auch die Inhaber irischer GMF-Anteile vorwiegend außerhalb der Eurozone ansässig. So wurden Ende 2014 nur 3,8% aller GMF-Anteile von in Irland ansässigen Investoren gehalten, weitere 14,9% von Investoren aus anderen Ländern der Eurozone. Die restlichen 81,3% entfielen auf Investoren von außerhalb der Eurozone.

(iii) In Irland waren Ende 2014 im Vergleich zu den anderen Eurostaaten mit 760 (das entspricht einem Anteil von 24,3%) die meisten FVCs registriert.³⁷ Seit 2010 ist dieser Sektor kontinuierlich um insgesamt 174 Mrd. Euro geschrumpft. Die *Central Bank of Ireland* hat ermittelt, dass im Jahr 2012 zusätzliche 600 SPVs mit einer Bilanzsumme von etwa 150 Mrd. Euro existierten, die zwar viele Merkmale mit FVCs teilen, aber nicht unter die FVC-Definition der EZB fallen³⁸ und statistisch daher

³⁵ Ebd.

³⁶ <http://www.irishfunds.ie/facts-figures/irish-domiciled-money-market-funds>

³⁷ http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/money/FVC_overview.pdf?42c9ae7ac76831d2258950049f8c8356

³⁸ Der irische Finanzminister Michael Noonan teilte unlängst mit, dass in Irland etwa 2100 Zweckgesellschaften angesiedelt sind. <http://www.rte.ie/news/business/2016/0224/770421-shadow-banking/>

im Sektor Übrige Finanzintermediäre aufscheinen (Godfrey et al. 2015, 50f.). Die Mehrzahl der irischen FVCs und SPVs sind mehrheitlich international ausgerichtet und weisen daher nur einen geringen Bezug zur irischen Ökonomie auf (ebd., 51). So waren Ende 2014 etwa 70% aller Assets und Verbindlichkeiten der irischen FVCs³⁹ außerhalb Irlands angesiedelt (FSB 2015, 51). Die größten Schuldner irischer FVCs und SPVs sind hierbei in den USA, Großbritannien, Deutschland, Frankreich, Italien, Russland und den Niederlanden lokalisierbar, die größten Gläubiger in Großbritannien, USA, Deutschland, Luxemburg und auf den Kaiman Inseln (Godfrey et al. 2015, 54). Was die Ansiedelung von Zweckgesellschaften so begehrt macht, sind neben der vorhandenen administrativen Infrastruktur⁴⁰ für Finanzdienstleistungen die steuerlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen. Einerseits profitieren irische FVCs und SPVs von der Möglichkeit der steuerneutralen Errichtung (ebd., 49). Andererseits liegt dieser Sektor teils außerhalb jeglichen regulatorischen Rahmens und wird im Vergleich zu Banken weniger intensiv beaufsichtigt (ebd., 58f).

(iv) Der Umfang der Übrigen Finanzintermediäre ist in den letzten zwei Jahren um 45 Mrd. Euro auf 555 Mrd. Euro geschrumpft. Er umfasst u.a. Leasingfirmen, *treasury companies*, *holding companies* sowie Zweckgesellschaften, welche primär nicht im Verbriefungsgeschäft aktiv sind (FSB 2015, 51). Für diesen Sektor ist statistisch keine weitere feingliedrigere Aufschlüsselung verfügbar, was eine vollständige Bewertung der Aktivitäten mit SBS-Bezug dieses Sektors verunmöglicht.

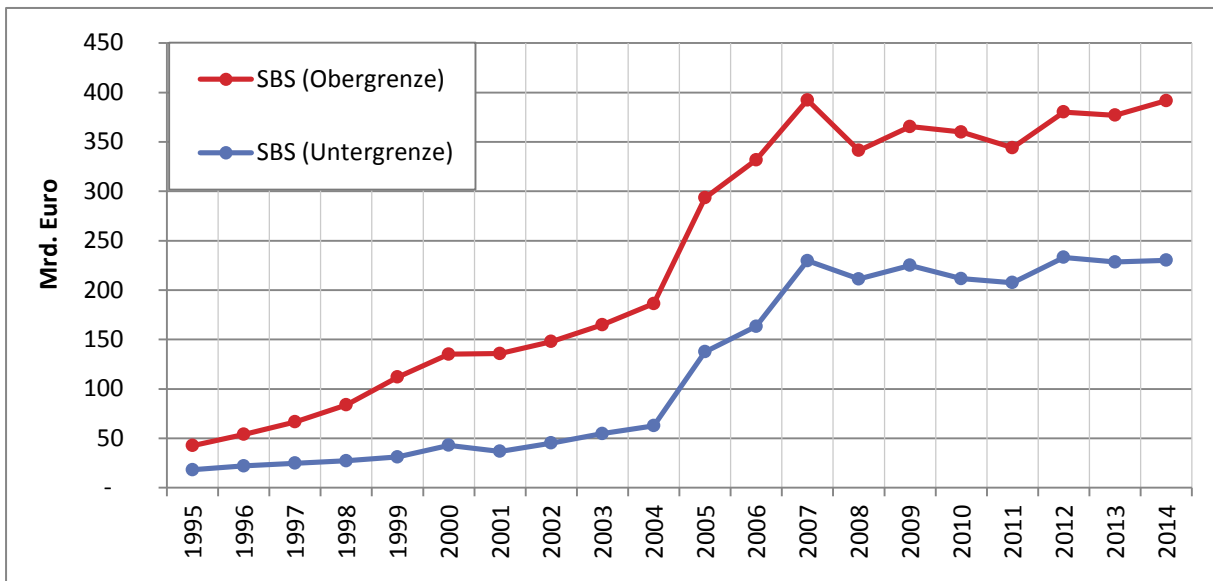
5.2. Österreich

Österreich fällt mit einer SBS-Intensität von 1,21 unter den zweiten europäischen Grundtyp. Das österreichische Finanzsystem hatte 2014 ein Volumen von 1.491 Mrd. Euro, was 453% der österreichischen Wirtschaftsleistung entspricht. Das österreichische Schattenbankensystem umfasste im selben Jahr finanzielle Assets im Umfang von 236,1 (Untergrenze) bis 397,6 (Obergrenze) Mrd. Euro, womit es, gemessen an der Obergrenze, das zwölftgrößte innerhalb der Europäischen Union ist. Dies entspricht einem Anteil am österreichischen Finanzsystem von 26% (SBS-zu-FS-Quote). Die Betrachtung der zeitlichen Entwicklung des österreichischen Schattenbankensystems erschließt, dass sowohl dessen absoluter Umfang (Abbildung 10), dessen relativer Anteil am heimischen Finanzsystem (Abbildung 11), als auch die SBS-Intensität (Abbildung 12) vor allem in den 2000er Jahren bis zum Ausbruch der großen Finanzkrise rasant angewachsen ist. Der Ausbruch der Finanzkrise stoppte diese Entwicklungen. Seither sind diese Zahlen und Indikatoren relativ konstant geblieben bzw. leicht gesunken.

³⁹ Nicht berücksichtigt wird hierbei die *National Asset Management Agency* (NAMA). Hierbei handelt es sich um ein staatliches Vehikel zum Abbau fauler Vermögenswerte.

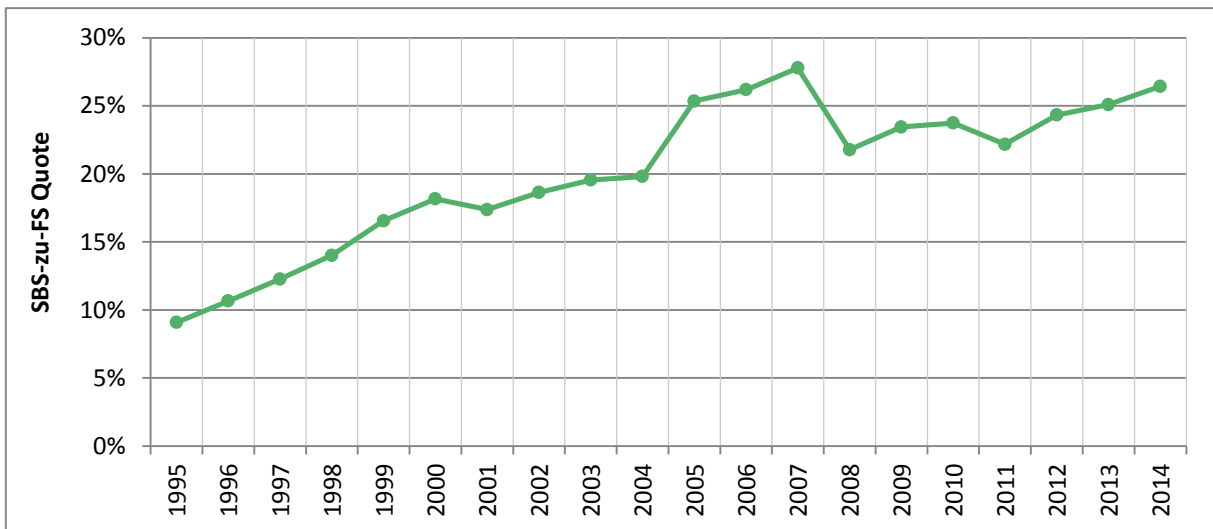
⁴⁰ Stewart (2013, 8) hat eine Stichprobe von 82 irischen FVCs näher untersucht und folgende Merkmale für diese festgehalten: Sie haben keine direkt Beschäftigten, administrative Dienstleistungen werden stattdessen von einer irischen Managementgesellschaft gegen eine Gebühr geleistet, wobei die meisten administrativen Funktionen außerhalb von Irland durchgeführt werden (vgl. auch Godfrey et al. 2015, 52f).

Abbildung 10: Entwicklung der Assets des österreichischen SBS (1995-2014)



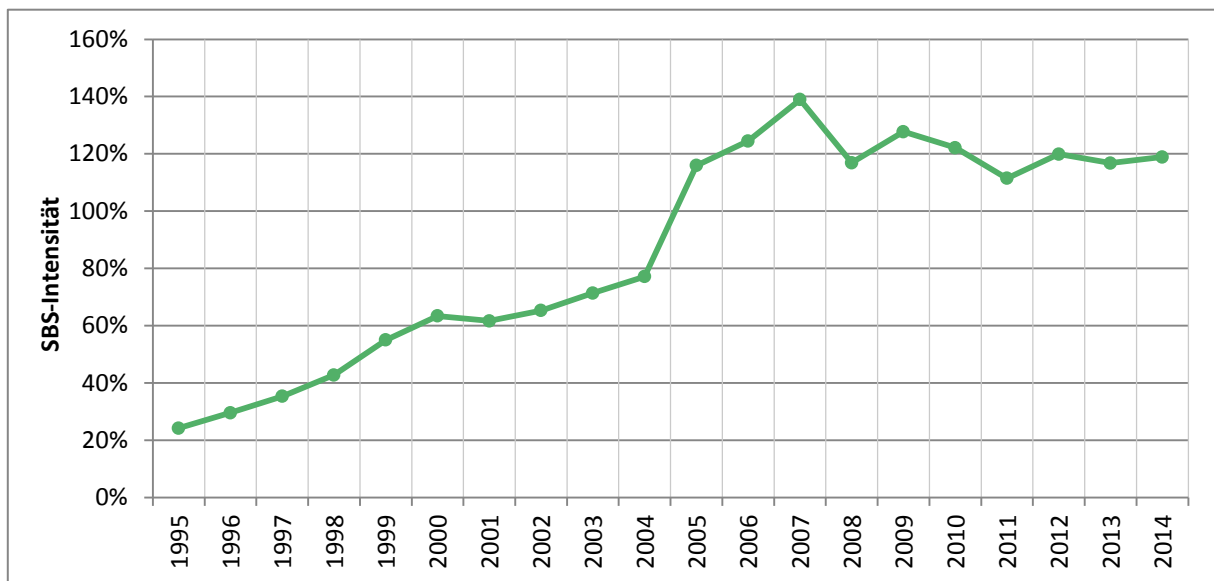
Quelle: OeNB, Eigene Darstellung

Abbildung 11: Anteil des SBS (Obergrenze) am Finanzsystem für Österreich (1995-2014)



Quelle: OeNB, Eigene Darstellung

Abbildung 12: Entwicklung des österreichischen SBS (Obergrenze) relativ zum BIP (1995-2014)



Quelle: OeNB, Eigene Darstellung

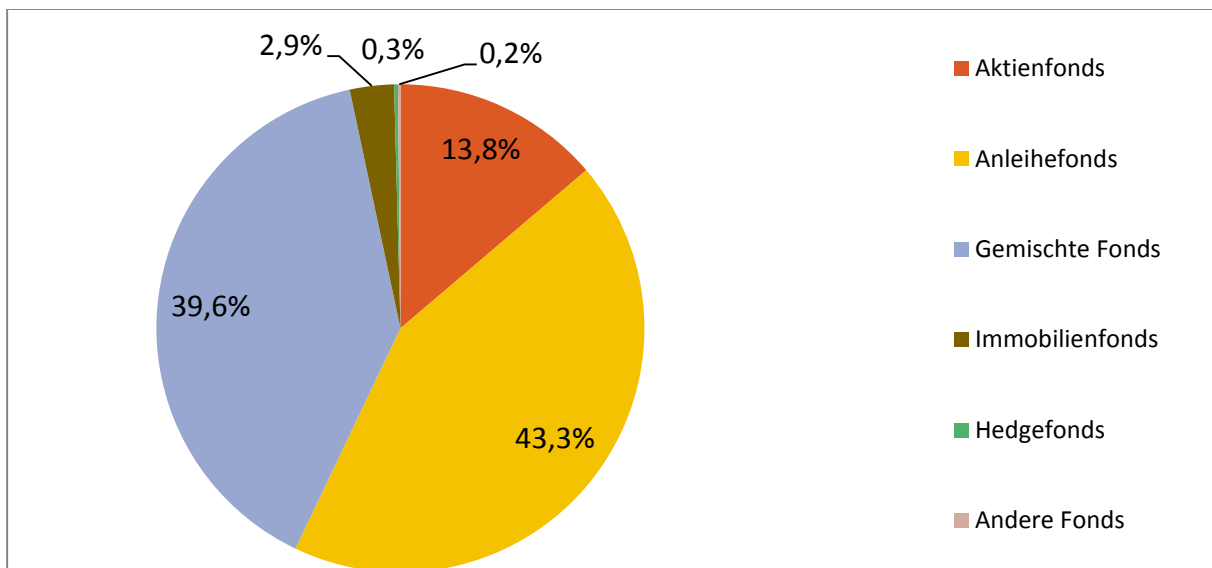
Der österreichische Schattenbankensektor setzte sich Ende 2014 fast ausschließlich aus Investmentfonds (40% Anteil) und Übrigen Finanzintermediären (59%) zusammen. Geldmarktfonds, Hedgefonds und Verbriefungsgesellschaften spielen kaum eine bis keine Rolle. Im Folgenden soll näher auf die einzelnen Sektoren des österreichischen Schattenbankensystems eingegangen werden.

(i) Für die österreichische Fondsindustrie ist eine Aufschlüsselung nach Typen möglich. Ende 2014 waren gemäß der EZB in Österreich 2094 Investmentfonds (einschließlich Hedgefonds) ansässig, die ein Volumen (*assets under management*) von insgesamt 162,4 Mrd. Euro verwaltet haben.⁴¹ Abbildung 13 zeigt, dass hierbei Anleihefonds und Gemischte Fonds mit 43,3% und 39,6% den Großteil des Fondsvolumens auf sich vereinen konnten. Es folgen Aktienfonds und Immobilienfonds mit 13,8% und 2,9%. Hedgefonds sind mit einem Anteil von 0,3% am gesamten Volumen der österreichischen Investmentfonds kaum relevant. Die von den Fonds begebenen Anteile werden laut der Investmentfonds-Statistik der Oesterreichischen Nationalbank mit einem Anteil von 88,5% hauptsächlich von InländerInnen gehalten. Um Gegensatz dazu wurden mehr als zwei Drittel der von den Fonds gehaltenen Finanztitel im Ausland begeben.

(ii) Die Geldmarktfondsindustrie ist in Österreich seit Ausbruch der Krise rasant am Schrumpfen. Waren gemäß der MFI-Datenbank der EZB Anfang 2009 noch 142 Geldmarktfonds in Österreich registriert, so waren es Ende 2014 nur noch 6. Entsprechend hat sich von 2007 bis 2014 auch der Umfang an von in Österreich ansässigen Geldmarktfonds begebenen Geldmarktfonds-Anteilen von 4,6 Mrd. Euro auf 156 Mio. Euro verringert.

⁴¹ Hierbei handelt es sich um einen Bruttowert. Werden die Dachfonds abgezogen (Daten gemäß der OeNB), deren Spezifikum es ist, dass sie ihr Vermögen wiederum bei anderen Investmentfonds veranlagen, so erhalten wir einen Nettowert bzw. ein veranlagtes Vermögen österreichischer Investmentfonds im Umfang von 138,5 Mrd. Euro.

Abbildung 13: Aufschlüsselung der österreichischen Investmentfonds nach Typen für 2014



Quelle: EZB, Eigene Darstellung

(iii) Ähnliches gilt für die Verbriefungstätigkeit österreichischer Finanzinstitute, welche in Österreich nie sonderlich ausgeprägt war.⁴² Wurden in der Vergangenheit Verbriefungen vorgenommen, so wurden diese in der Regel über ausländische Jurisdiktionen abgewickelt (IFLR 2005). Gründe hierfür sind einerseits, dass (potentielle) Originatoren von relevanter Größe kaum auf diese Finanzierungsquelle angewiesen sind. Andererseits dürfte auch das rechtliche und steuerliche Umfeld zu vergleichsweise höheren Kosten beitragen (ebd.).⁴³ Das historisch bisher größte und bekannteste österreichische Verbriefungspaket geht auf das Land Niederösterreich zurück. Dieses hat im Sommer 2001 hypothekarisch besicherte Wohnbauförderungsdarlehen im Umfang von ca. 4,7 Mrd. Euro an die eigens durch das Land Niederösterreich neu eingerichtete Wohnbaudarlehen Privatstiftung verkauft, welche wiederum im Dezember 2001 diese Wohnbaudarlehen mit Hilfe der von ihr verwalteten Zweckgesellschaft, der *Blue Danube Loan Funding GmbH* mit Sitz in St. Pölten, verbriefte. Ein Volumen von 2,59 Mrd. Euro an durch diese Wohnbaudarlehen besicherte Verbriefungstitel (*mortgage-backed securities*) wurden am Finanzplatz Luxemburg emittiert, wobei das Land Niederösterreich zugleich eine umfangreiche Ausfallhaftung für diese Anleihen übernommen hat (Profil 2013).⁴⁴ Seit

⁴² Für die Entwicklung der Verbriefungsbranche in Österreich siehe Bertl (2004, 61f) sowie OeNB (2004, 18f). Auch eine Empfehlung durch das Österreichische Wirtschaftsforschungsinstitut (WIFO) aus dem Jahr 2006, in Österreich die Verbriefungstätigkeit zur Förderung der Finanzierung österreichischer kleiner und mittlerer Unternehmen auszuweiten – immerhin wird ein mittelfristiges Verbriefungspotential in Österreich im Umfang von bis zu 100 Mrd. Euro gesehen –, konnte daran nichts ändern (Hahn 2006). Siehe auch http://www.wifo.ac.at/jart/prj3/wifo/resources/person_dokument/person_dokument.jart?publikationsid=27804&mime_type=text/html

⁴³ 2005 wurden in Österreich die rechtlichen Rahmenbedingungen zur Anwendung der Verbriefungstechnik für nichtfinanzielle Unternehmen geschaffen (vgl. Hahn 2006, 27f).

⁴⁴ Das Land Niederösterreich ist auch über andere Konstruktionen in das europäische Schattenbankensystem involviert. Wie das österreichische Nachrichtenmagazin Profil (2010) berichtete, haben beispielsweise die Hypo Investmentbank (heute Hypo Niederösterreich) sowie die landeseigenen Beteiligungsgesellschaft FIBEG (Land Niederösterreich Finanz- und Beteiligungsmanagement GmbH) im Vorfeld der großen Finanzkrise in kurzfristige Schuldverschreibungen investiert, welche von SIVs im Besitz der Dresdner Bank (K2) und der CitiBank (Centauri) begeben wurden. Mit Ausbruch der Finanzkrise drohten diese Investments in der Höhe von 68 Mio. Euro allesamt auszufallen. Kurzerhand beschloss die Hypo Investmentbank, eine hauseigene Zweckgesellschaft mit dem Namen Augustus Funding Limited mit Sitz in Irland zu errichten, welche u.a. diese toxischen Schuldverschreibungen verwalten sollte und zu diesem Zweck mit finanziellen Mitteln in der Höhe von 800 Mio. Euro ausge-

2014 existieren gemäß der FVC-Statistik der EZB keine Verbriefungsgesellschaften mehr in Österreich, was aber nicht zwangsweise bedeutet, dass österreichische Finanzakteure nicht mehr in diesem Feld aktiv sind, sondern dass diese unter Umständen über andere Jurisdiktionen abgewickelt werden.⁴⁵

(iv) Der Sektor der Übrigen Finanzintermediäre setzt sich gemäß der Oesterreichischen Nationalbank zusammen aus Sonstigen Investmentfonds, Sonstigen Finanzinstituten (hierzu zählen Finanzleasinggesellschaften, Verbriefungsgesellschaften⁴⁶, Clearinghäuser und *venture capital* Unternehmen), Kredit- und Versicherungshilfstätigkeiten sowie Firmeneigene Finanzierungseinrichtungen (hierzu zählen Beteiligungsgesellschaften (Holdings), grenzüberschreitend tätige Zweckgesellschaften (SPEs), Privatstiftungen sowie stiftungsähnliche Konstruktionen (u.a. Sparkassenstiftungen)) (Andreasch et al. 2014). Im Jahr 2013 umfasste dieser Sektor finanzielle Vermögenswerte im Umfang von 233 Mrd. Euro. Hiervon entfielen 32 Mrd. Euro auf Privatstiftungen⁴⁷ und knapp 118 Mrd. Euro auf Holdings und SPEs (ebd., 21ff). Speziell zwischen 2000 und 2007 wies dieser Sektor ein enormes Wachstum auf (vgl. die Entwicklung der SBS-Untergrenze in Abbildung 10). Innerhalb dieser Periode hat sich das Volumen des Sektors von 43 auf 225,3 Mrd. Euro mehr als verfünffacht. Seither stagniert das Wachstum des Sektors. Hauptverantwortlich für diesen Sprung ist das Aufkommen von grenzüberschreitend tätigen SPEs in Österreich im Jahr 2005 (ebd., 22). Zusätzlich kam es mit der Jahrtausendwende aufgrund steuerlicher Änderungen zu einem starken Anstieg an Privatstiftungen samt der von diesen verwalteten Finanzvermögen, wobei seit 2011 die Neugründungen ebendieser stagnieren (ebd., 23).

5.3. Polen

Der polnische Schattenbankensektor hat einen vergleichsweise moderaten Umfang von 35,2 (Untergrenze) bis 91,2 (Obergrenze) Mrd. Euro und ist damit gemessen an der Obergrenze der 18-größte innerhalb der europäischen Union sowie nach Ungarn der zweitgrößte innerhalb der osteuropäischen Transformationsländer. Seine Bedeutung für das polnische Finanz- und Wirtschaftssystem ist insgesamt begrenzt. So macht der Anteil der Schattenbankenstrukturen am polnischen Finanzsystem 15% aus (SBS-zu-FS Quote), die SBS-Intensität Polens liegt bei lediglich 0,22. Ein Blick auf die historische Entwicklung des polnischen Schattenbankensektors (Abbildung 14) verrät hingegen, dass dieser in den letzten Jahren deutlich gewachsen ist, und zwar um 65% (Obergrenze) seit 2011.

Der polnische Schattenbankensektor setzte sich Ende 2014 fast ausschließlich aus Investmentfonds (61,4% Anteil) und Übrigen Finanzintermediären (37,9%) zusammen. Hedgefonds spielen nur eine geringe Rolle. Geldmarktfonds und Verbriefungsgesellschaften sind in Polen keine registriert. Im Folgenden soll näher auf den Sektor der Investmentfonds eingegangen werden.

Ende 2014 waren in Polen gemäß der Polnischen Nationalbank 1143 polnische Investmentfonds (inkl. Investmentfondsmanagementgesellschaften und Subfonds) registriert, gegenüber 693 im Juni 2010, welche ein Fondsvolumen von 51,2 Mrd. Euro verwalteten. Abbildung 15 zeigt, dass hierbei Sonstige

stattet wurde. Für die Wahl Irlands als Destination für die hauseigene Zweckgesellschaft ausschlaggebend waren das dort günstige steuerliche Umfeld und die lasche Aufsicht.

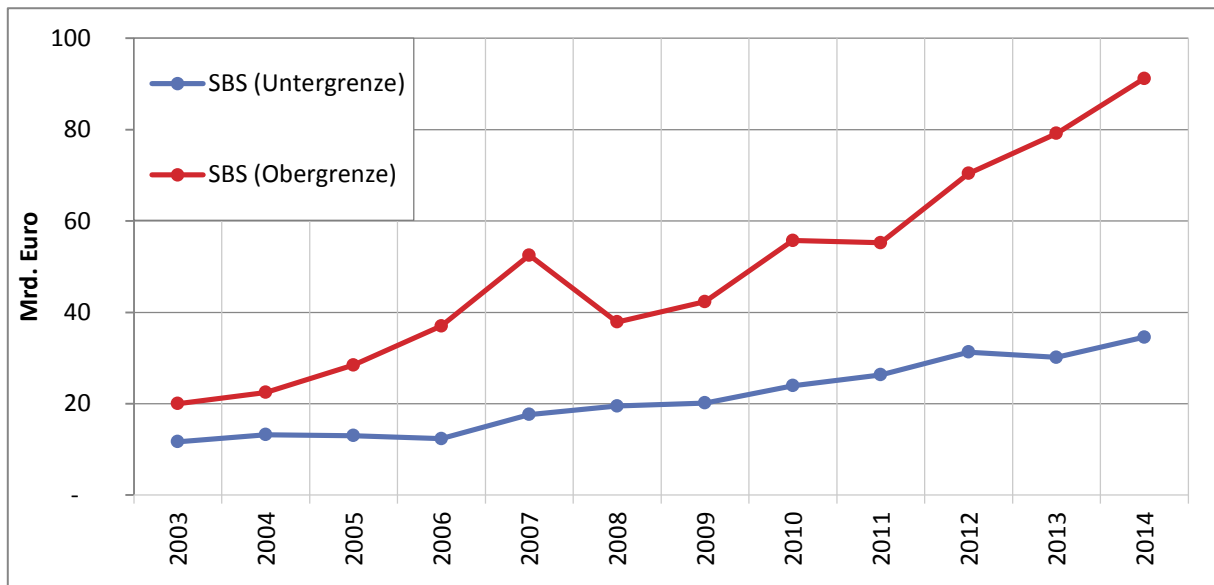
⁴⁵ Vgl. beispielsweise den Geschäftsbericht der Raiffeisen Zentralbank (RZB) für 2014, in welchem eine Reihe von Verbriefungstransaktionen, welche von der RZB durchgeführt wurden, angeführt werden (RZB 2015, 104).

⁴⁶ Diese werden von der OeNB statistisch nicht gesondert ausgewiesen. Die bereits erwähnte *Blue Danube Loan Funding* wird wiederum aufgrund ihres öffentlichen Charakters statistisch dem Sektor Staat zugerechnet (Andreasch et al., 23).

⁴⁷ Zusätzlich verfügen Privatstiftungen über weitere 20 Mrd. Euro an Immobilienbesitz (ebd.).

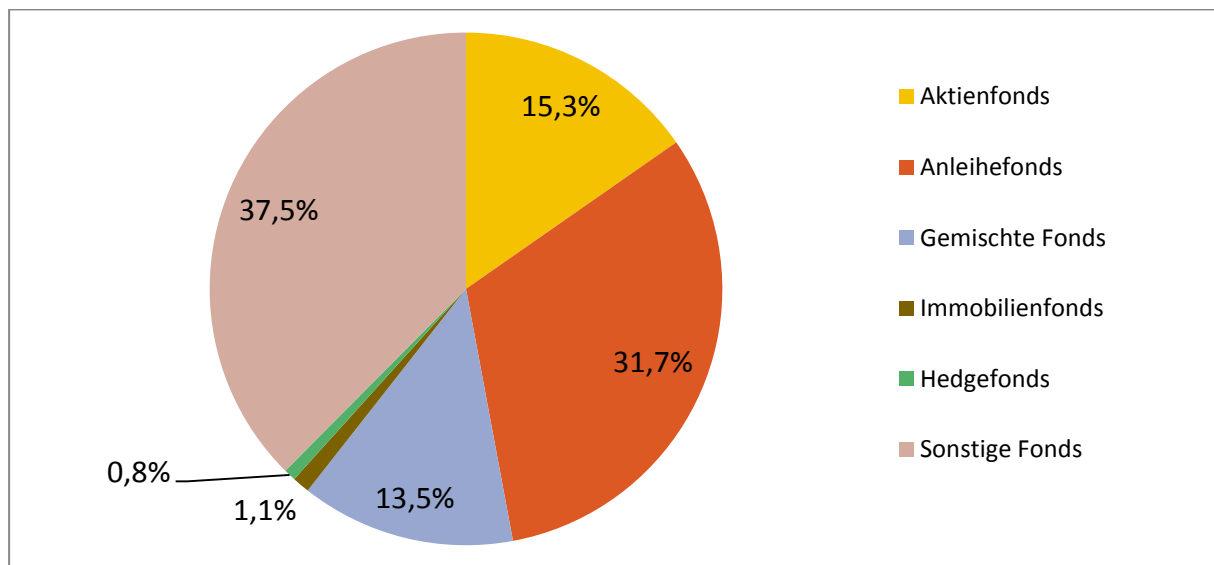
Fonds und Anleihefonds mit 37,5% und 31,7% den Großteil des Fondsvolumens auf sich vereinen konnten. Es folgen Aktienfonds und Gemischte Fonds mit 15,3% und 13,5%. Hedgefonds sind mit einem Anteil von 0,8% am gesamten Volumen polnischer Investmentfonds kaum relevant. Die Fondsindustrie ist hierbei eindeutig national ausgerichtet. Das von den Investmentfonds verwaltete Portfolio setzt sich gemäß der *Narodowy Bank Polski* (polnische Zentralbank) mit einem Anteil von 82,8% überwiegend aus von in Polen begebenen Wertpapieren zusammen. Wenngleich dieser Anteil im Sinken begriffen ist, lag dieser im Juni 2010 doch noch bei 89,4%.

Abbildung 14: Entwicklung des SBS in Polen (2003-2014)



Quelle: EZB, Eigene Darstellung

Abbildung 15: Aufschlüsselung des verwalteten Fondsvolumens nach Typen für 2014



Quelle: EZB, Eigene Darstellung

6. Europäische regulatorische Initiativen und Reformprojekte mit Bezug zum Schattenbankensystem

Seit Ausbruch der großen Finanzkrise 2007 ist bereits ein knappes Jahrzehnt vergangen. Im Zuge der Krise wurden von den verschiedensten Seiten (von Investoren über Aufsichtsbehörden und WissenschaftlerInnen bis hin zur Politik) mit Blick auf den allgemeinen Zustand des globalen Finanzsystems umfangreiche Reformnotwendigkeiten einschließlich des Schattenbankensektors attestiert. In den USA wurde im Juli 2010 mit dem *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* vom US-Kongress ein umfangreiches Finanzmarktregulierungspaket verabschiedet⁴⁸, wobei die darin angedachten Maßnahmen bis 2015 noch nicht alle vollständig umgesetzt wurden. Auch in der Europäischen Union wurden seither eine Fülle an Initiativen und Maßnahmen zur Reformierung und Regulierung des Finanzsektors auf den Weg gebracht.⁴⁹ Zugleich aber steht die (vollständige) Umsetzung einiger wichtiger Reformprojekte, welche sich die Europäische Kommission zum Ziel gesetzt hat, wie beispielsweise die Lösung des Problems systemrelevanter Banken (*too big to fail*) oder die Regulierung des Schattenbankensektors, weiterhin noch aus. Gleichzeitig ist davon auszugehen, dass die derzeit in Angriff genommenen Reformen zur Etablierung eines europäischen Kapitalmarktes und zur Standardisierung von Verbriefungen erhebliche stimulierende Effekte auf das europäische Schattenbankensystem zeitigen werden.

Wie verlaufen nun aktuell auf europäischer Ebene die Regulierungsbemühungen für den Schattenbankensektor? Welche Maßnahmen wurden bisher beschlossen und umgesetzt, welche stehen noch aus? Dieser Abschnitt soll diesbezüglich einen Überblick geben. Als einleitender Schritt wurde im März 2012 von der Europäischen Kommission ein Grünbuch „Schattenbankenwesen“ vorgelegt (Europäische Kommission 2012). Darin wird einerseits der Versuch unternommen, zu präzisieren, was unter dem Schattenbankensektor zu verstehen ist, welche Akteure und Tätigkeiten diesem zuzuordnen sind und welche potentiellen Risiken für die Finanzstabilität von diesem ausgehen. Andererseits werden die Herausforderungen für Aufsichts- und Regulierungsbehörden thematisiert sowie die bestehende Regulierung des europäischen Schattenbankensystems samt der potentiellen Implikationen von (sich damals in Verhandlung befindlichen) Regulierungsinitiativen und Reformmaßnahmen in den Blick genommen. Es wird erstens von der Kommission konstatiert, dass die jüngsten Regulierungen und das bestehende regulatorische Umfeld noch unvollkommen sind, sodass weitere Fortschritte in der Regulierung des Schattenbankensystems erforderlich sind. Fünf Bereiche werden für weitere Reformanstrengungen genannt: Bankenregulierung; Regulierung der Vermögensverwaltung; Wertpapierleih- und Pensionsgeschäfte; Verbriefung sowie andere Unternehmen des SBS. Zweitens erfordert gemäß dem Grünbuch eine adäquate Regulierung des europäischen Schattenbankensystems die richtige Mischung dreier unterschiedlicher, sich zu einander komplementär verhaltender Instrumente: (i) eine Regulierung, welche an der Schnittstelle von Banken und Schattenbankensystem ansetzt (indirekte Regulierung); (ii) eine adäquate Ergänzung bzw. Überarbeitung bestehender Rechtsvorschriften; (iii) eine unmittelbare Regulierung von Schattenbankentätigkeiten (direkte Regulierung).

Im Bereich der indirekten Regulierung von Schattenbankentätigkeiten sowie bei der Ausweitung bestehender Rechtsvorschriften auf das SBS wurden in den letzten Jahren einige Maßnahmen umgesetzt oder sind in Beratung. Zu nennen sind Überarbeitungen der EU-Eigenkapitalrichtlinie für Ban-

⁴⁸ Siehe für einführende Erläuterungen <http://www.federalreservehistory.org/Events/PrintView/59>

⁴⁹ Bezüglich Gegenstand und Umsetzungsstand bei der Reformierung des Finanzsektors der Europäischen Union siehe : http://ec.europa.eu/finance/general-policy/policy/map_reform_de.htm#row12

ken (CRD II bis IV/CRR)⁵⁰, die Solvabilität II-Richtlinie für Versicherungen oder die Finanzmarktrichtlinie (MiFID) für Wertpapierfirmen.⁵¹ Hinsichtlich der direkten Regulierung von Schattenbankenaktivitäten ist die Umsetzung von Maßnahmen in zentralen Feldern des Schattenbankensystems durch die gesetzgebenden Organe der Europäischen Union auch acht Jahre nach Ausbruch der großen Finanzkrise bisher eher gemächlich vorangeschritten. Der aktuelle Stand der Umsetzung von Reformen ist folgender:

- Im Bereich der Investmentfonds wurden mittlerweile einige Maßnahmen zur Regulierung beschlossen und umgesetzt. Zu nennen sind die 2011 verabschiedete Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (*Alternative Investment Fund Managers Directive*, AIFMD)⁵², die 2014 verabschiedete Richtlinie 2014/91/EU zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmter Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW)⁵³, sowie die 2015 erfolgte politische Einigung auf ein neues Framework für europäische langfristige Investmentfonds (*European Long Term Investment Funds*, ELTIF).
- Im September 2013 und im Jänner 2014 sind zwei weitere Verordnungsvorschläge von Seiten der Kommission zur direkten Regulierung zentraler Bereiche des Schattenbankensystems vorgelegt worden. Darin werden einerseits Geldmarktfonds (GMFs) adressiert, andererseits Wertpapierfinanzierungsgeschäfte (*securities financing transactions*, SFT). Die SFT-Verordnung wurde inzwischen vom Europäischen Parlament und vom Europäischen Rat im November 2015 verabschiedet.

Zusätzlich zu diesen Regulierungsinitiativen hätten auch anderweitige, gegenwärtig in Verhandlung befindliche politische Initiativen innerhalb der Europäischen Union, wie eine Finanztransaktionssteuer⁵⁴ oder die Agenda zur Schaffung einer Kapitalmarktunion, wesentliche Auswirkungen auf die Funktionsweise (und Regulierung) des Schattenbankensystems. Da eine detaillierte Behandlung und Bewertung aller soeben erwähnten Regulierungsmaßnahmen und -initiativen hinsichtlich ihrer (potenziellen) Wirkungen auf das europäische Schattenbankensystem den Rahmen sprengen würde, legen wir unseren Fokus auf die beiden zentralen Initiativen der Kommission zur direkten Regulierung des SBS (GMFs und SFTs), sowie auf das politische Reformprojekt für eine Kapitalmarktunion (mit Fokus auf den Verfahrensrahmen für Verbriefungen). Im Rahmen dessen werden wir zuerst darstellen, welche konkreten Änderungen von der Kommission vorgeschlagen werden und zu welchem Zweck. Darauf aufbauend zeigen wir, auf welche Resonanz und Kritik diese Vorschläge bei Rat und Europäischen Parlament (sofern diese bereits behandelt wurden) sowie bei zivilgesellschaftlichen Akteuren stoßen. Im Anschluss erörtern wir, welche Auswirkungen diese Regulierungs- und Reformmaßnahmen kurz- bis mittelfristig auf die unterschiedlichen Ländergruppen haben könnten und nehmen abschließend eine Einschätzung der europäischen Reformziele und -versuche zu den in der Finanzkrise ersichtlich gewordenen Problemfeldern und Wirkungszusammenhängen im Schattenbankensektor vor.

⁵⁰ Diese enthält u.a. Bestimmungen bezüglich Verbriefung und Wiederverbriefung.

⁵¹ Vgl. Europäische Kommission (2012, 8ff).

⁵² <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/HTML/?uri=CELEX:32011L0061&from=EN>

⁵³ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014L0091&from=EN>

⁵⁴ Dies hängt letztlich von der Behandlung von Repo-Transaktionen im Zuge der Finanztransaktionssteuer ab. Werden diese mit einbezogen, so würde dadurch ein wesentlicher Bereich (der Finanzierung) des SBS getroffen werden (vgl. UNCTAD 2015, 104).

6.1. Regulierung von Geldmarktfonds

Am 4. September 2013 hat die Kommission einen Verordnungsvorschlag zur Regulierung von Geldmarktfonds vorgelegt.⁵⁵ Unter anderem wird darin angedacht, dass GMFs mit einem konstanten Nettoanlagewert (*constant net asset value*, CNAV) eine Reserve an Barmitteln (*NAV buffer*) in der Höhe von 3% des verwalteten Vermögens des GMF halten müssen. Diese Barmittelreserve soll im Falle eines Vermögensabzugs durch Investoren in Zeiten fallender Asset-Preise als Puffer dienen, sodass GMFs mit konstantem NAV zur Aufrechterhaltung ihres stabilen Anteilswertes nicht auf finanzielle Zuschüsse durch ihre Sponsoren angewiesen sind, wie es beispielsweise während der jüngsten globalen Finanzkrise der Fall gewesen ist. Weitere Reformkomponenten sind:

- Mindestens 10% der von den GMFs gehaltenen Finanzinstrumente müssen innerhalb eines Tages fällig sein. Zusätzliche 20% innerhalb einer Woche.
- Eine Diversifizierungsregel ist vorgesehen. Kurzfristige GMFs (Laufzeit der gehaltenen Papiere bis zu 397 Tage) bzw. Standard-GMFs (Laufzeit der gehaltenen Papiere bis zu 2 Jahre) dürfen ihr Vermögen nicht mehr als zu 5% bzw. 10% in die Papiere eines einzelnen Emittenten veranlagen, es sei denn, es liegt eine öffentliche Haftung für diese Papiere vor.
- GMFs müssen ein internes Risikomanagement einführen, welches die völlige Abhängigkeit von externen Ratings vermeiden soll.

Dieser Vorschlag der Kommission stößt bei Teilen des Parlaments und bei zivilgesellschaftlichen Organisationen auf Kritik. Wichtigster Kritikpunkt ist, dass das vom FSB und ESRB (*European Systemic Risk Board*) vorgeschlagene Verbot von GMFs mit konstantem Nettoanlagewert, wie es auch 2014 in den USA beschlossen wurde, nicht Eingang in den Kommissionsvorschlag gefunden hat. Eine Folge der Nichtberücksichtigung wäre, dass diese Art von GMFs nach wie vor sehr ähnlich wie Banken agieren (sie operieren mit einlagenähnlichen Verbindlichkeiten, welche jederzeit abgezogen werden können, und garantieren den Mindestwert dieser Verbindlichkeiten – „Liquiditätstransformation“) würde, ohne aber gleich zu Banken reguliert zu werden. Dies wiederum würde einerseits zu unfairen Wettbewerb führen und die Finanzstabilität untergraben. Daher fordert unter anderen Sven Giegold, wirtschafts- und finanzpolitische Sprecher der Grünen im Europäischen Parlament, dass gleiche Finanzgeschäfte auch gleich zu regulieren sind und folglich GMFs mit konstantem Nettoanlagewert der gleichen Regulierung wie Kreditinstitutionen unterworfen werden müssen (Giegold 2015). Zusätzlich wird von ihm auch die Höhe des Barmittelpuffers von 3% als viel zu niedrig angesehen, da im Krisenfall die Wertverluste schnell über diesen 3% liegen dürften (Giegold 2013).

Der Vorschlag der Kommission wurde jedoch zugleich auch im März 2014 von Seiten des Wirtschaftsausschusses des Europäischen Parlaments (*Committee on Economic and Monetary Affairs*, ECON) als zu restriktiv zurückgewiesen (Henn 2014). Im Februar 2015 einigte sich der ECON schließlich auf einen abgeschwächten Regulierungsvorschlag. Darin wird eine Liquiditätsreserve in der Höhe von 3% für GMFs als allgemeine Regel abgelehnt. Die Forderung, dass GMFs mit konstantem Nettoanlagewert verboten werden sollen, wird ebenso abgelehnt. Einzig ganz spezifische GMFs, sogenannte *low-volatility* NAV GMFs, sollen mit einer Übergangsfrist von 5 Jahren auslaufen (Giegold 2015). Aber auch dieser abgeschwächte Vorschlag des Wirtschaftsausschusses des Parlaments findet im Europäischen Rat keine Zustimmung. Berichten zufolge drängen Deutschland und Frankreich auf eine Eini-

⁵⁵ Für den Kommissionsvorschlag siehe <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52013PC0615&from=DE>. Für einen kompakten Überblick siehe das Memo der Kommission: http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-764_en.htm?locale=en

gung, wohingegen eine ebensolche von Irland, Großbritannien und vor allem Luxemburg, welches im zweiten Halbjahr 2015 die EU-Ratspräsidentschaft inne hatte und dessen GMF-Industrie besonders betroffen wäre, blockiert wird (ebd.; Süddeutsche Zeitung 2015; Financial Times 2015).⁵⁶ Eine politische Einigung zwischen Kommission, Rat und Parlament auf die Inhalte der Verordnung ist somit auch mehr als drei Jahre nach der Veröffentlichung des Kommissionsentwurfs nicht in Sicht und die Regulierung von GMFs erscheint aus den genannten Gründen mangelhaft bis unzureichend.

6.2. Regulierung von Wertpapierfinanzierungsgeschäften

Am 29. Jänner 2014 hat die Kommission einen Verordnungsvorschlag zur Regulierung von Wertpapierfinanzierungsgeschäften vorgelegt (SFT-Verordnung).⁵⁷ Wesentliches Ziel ist der Abbau potentieller Risiken für die Finanzstabilität aufgrund mangelnder Transparenz durch eine Ausweitung der Transparenzpflichten auf mehreren Ebenen, von welcher sowohl Aufsichtsbehörden und Regulatoren als auch Investoren profitieren sollen:

- Alle Transaktionen⁵⁸ sollen an eine zentrale Datenbank (*trade repository*) übermittelt werden. Dies würde Aufsichtsbehörden und Regulatoren einen besseren und umfangreichen Überblick über deren Umfang und die Verlinkungen zwischen den Finanzakteuren ermöglichen.
- Investmentfonds sollen ihren Investoren ihr Engagement in SFT offenlegen. Einerseits in den Fondsprospekten, andererseits in ihren regelmäßigen Investorenberichten.
- Einführung von regulatorischen Minimalstandards für die Wiederverwendung von Sicherheiten. So müssen alle beteiligten Parteien über die Wiederverwendung informiert werden und dieser zustimmen (auch die Partei, welche die Sicherheit ursprünglich hinterlegt hat). Dadurch sollen in diesem Kontext bestehende Unsicherheiten abgebaut und potentielle systemische Risiken limitiert werden.

Am Kommissionsvorschlag wird vor allem dessen geringe Reichweite und Tiefe kritisiert, da der Fokus lediglich auf der Transparenz von Wertpapierfinanzierungen und auf Minimalstandards für die Wiederverwendung von Sicherheiten liegt. So fehle unter anderem ein Wertabschlagssystem⁵⁹, wie es vom FSB vorgeschlagen wurde. Ein vom sozialdemokratischen Parlamentsberichtersteller Renato Suro eingereicher Entwurfsbericht (Suro 2014), welcher u.a. ein solches Abschlagssystem enthielt, wurde vom ECON abgelehnt (Henn 2015). Mittlerweile wurde die SFT-Verordnung ohne nennenswerte Abänderungen vom Verordnungsvorschlag der Kommission vom Europäischen Parlament (29.

⁵⁶ Im Juni 2016 hat sich mittlerweile der Rat auf einen Entwurf geeinigt, in einem nächsten Schritt stehen nun die Verhandlungen mit dem Europäischen Parlament an.

⁵⁷ Für den Kommissionsvorschlag siehe http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:b2522602-8f15-11e3-b19c-01aa75ed71a1.0026.03/DOC_1&format=PDF. Für einen kompakten Überblick siehe das Memo der Kommission: [http://europa.eu/rapid/press-release MEMO-15-5931_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-15-5931_en.htm)

⁵⁸ Diese umfassen Repo-Transaktionen, *securities* und *commodities lending/borrowing* Transaktionen; *buy-sell back* und *sell-buy back* Transaktionen sowie *margin lending* Transaktionen.

⁵⁹ Hierbei handelt es sich um einen gemeinsamen Rahmen, welcher bei der Verwendung von Sicherheiten einen obligatorischen Mindestabschlag auf Sicherheiten vorsieht. Durch diese Maßnahme soll eine Einpreisung der Risiken, welche im Zusammenhang mit der Verwendung von Sicherheiten gegeben sind, erfolgen (Suro 2014, 13f). Der Mindestabschlag wirkt infolge wie ein negativer Multiplikator, da er die wiederholte Verwendung von Sicherheiten begrenzt.

Oktober 2015) und vom Rat der Europäischen Union (16. November 2015) angenommen.⁶⁰ Zudem hat inzwischen auch das Europäische System der Zentralbanken (ESCB) das Projekt zum Aufbau einer Datenbank für Wertpapierfinanzierungsgeschäfte in Angriff genommen und diesbezüglich eine Arbeitsgruppe eingerichtet. Im Jahr 2018 soll die Datenbank in Betrieb gehen.⁶¹

6.3. Europäische Kapitalmarktunion

Die Idee einer europäischen Kapitalmarktunion wurde 2014 durch den Kommissionspräsidenten Jean-Claude Juncker auf die politische Agenda gesetzt und seitdem mit hoher Intensität vom dafür zuständigen britischen EU-Kommissar⁶² und vormaligen Lobbyisten Jonathan Hill verfolgt.⁶³ Im Februar 2015 wurde das „Grünbuch zur Schaffung einer Kapitalmarktunion“ vorgelegt (Europäische Kommission 2015a). Am 30. September 2015 wurden von der Kommission mit der Veröffentlichung eines „Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion“ (Europäische Kommission 2015b) erste konkrete Umsetzungsschritte bekanntgegeben.⁶⁴

Mit der Umsetzung einer Kapitalmarktunion werden von Seiten der Kommission zwei grundlegende Reformierungsschritte beabsichtigt: (i) Die Formierung eines einheitlichen EU-weiten Kapitalmarktes für den Handel von Aktien und Anleihen durch die geographische Integration der fragmentierten und überwiegend national ausgerichteten Kapitalmärkte. Durch eine Harmonisierung von Rechtsvorschriften soll ein gemeinsames regulatorisches Regime errichtet werden. (ii) Die Vertiefung des gemeinsamen Kapitalmarktes (Ausdehnung der Kapitalmarktnutzung). Anhand dieser beabsichtigten Kapitalmarktintegration und -vertiefung sollen langfristig vor allem Investitionstätigkeit und somit wirtschaftliches Wachstum gesichert werden, indem Unternehmen einen vereinfachten Zugang zu Finanzierungsmitteln erlangen (vgl. auch SOMO 2015). Als Vorbild dienen der Kommission die USA, in welcher die Finanzierung von Unternehmen im Gegensatz zu Europa viel stärker auch über den Kapitalmarkt erfolgt. Einer solchen komplementären marktbasierten Finanzierungsquelle, auf welche Unternehmen im Falle beschränkter Kreditvergabekapazitäten bzw. -willigkeit der Banken zurückgreifen können, bedürfte es auch für Europa. Wie der (nun ehemalige) Finanzkommissar Hill betont, würde eine solche Diversifizierung der Finanzierungsquellen auch dabei helfen, das europäische Finanzsystem widerstandsfähiger zu machen (Hill 2015).

Zur Erreichung ihrer Ziele schlägt die Kommission eine Reihe von Maßnahmen vor, welche mittlerweile im Aktionsplan teilweise präzisiert wurden. Durch den angedachten Aktionsplan werden auch mehrere Bereiche des europäischen Schattenbankensystems tangiert: (i) der Verbriefungsmarkt; (ii) die Vergabe von Direktkrediten durch institutionelle Anleger (sogenannte Kreditfonds) und (iii) der Markt für Sicherheiten. In weiterer Folge werden wir uns auf die Konsequenzen für den europäischen Verbriefungsmarkt, welchem innerhalb der Kapitalmarktunion eine zentrale Rolle zukommt, konzentrieren. Wir werden im Detail ausführen, welche potentiellen Auswirkungen das angedachte Maß-

⁶⁰ Der vom Europäischen Parlament und vom Rat angenommene Verordnungstext findet sich unter <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/PE-41-2015-REV-1/de/pdf>

⁶¹ Siehe <https://www.ecb.europa.eu/paym/transactions/html/index.en.html>

⁶² Kommissar für Finanzstabilität, Finanzdienstleistungen und Union der Kapitalmärkte.

⁶³ Am 23. Juni 2016 hat die britische Bevölkerung in einem Referendum für den Austritt Großbritanniens aus der Europäischen Union (Brexit) gestimmt. Wenige Tage später hat EU-Kommissar Hill seinen Rücktritt erklärt. Seine Agenden wurden infolge dem lettischen Vize-Kommissionspräsidenten Valdis Dombrovskis übertragen.

⁶⁴ Gabor und Vestergaard (2015) sehen in der Kapitalmarktunion ein Friedensangebot der Kommission an Großbritannien, da durch die KMU für die BritInnen den Nutzen der EU-Mitgliedschaft untermauert werden soll.

nahmenpaket, welches im Aktionsplan der Kommission enthalten ist, auf dieses Segment des europäischen Schattenbankensystems haben könnte.

Die Wiederbelebung des Verbriefungsmarktes

Wie die Kommission im Grünbuch ausführt, sieht sie ein zentrales Instrument zur Ausdehnung der Investitionstätigkeit in der Wiederbelebung des europäischen Verbriefungsmarktes.⁶⁵ Mithilfe „nachhaltiger“ Verbriefung sollen die Kreditvergabekapazitäten der Banken ausgebaut werden, sodass diese ihre Kreditvergabe an Unternehmen steigern und letztere wiederum ihre Investitionen ausdehnen können. Die Kommission schätzt, dass durch die Steigerung der Verbriefungstätigkeit auf das Vorkrisenniveau zusätzliche 100 bis 150 Mrd. Euro in die Finanzierung der Wirtschaft fließen würden. Hiervon sollen vor allem Klein- und Mittelbetriebe (*small & medium enterprises*, SME) profitieren. Über die Verbriefung von SME-Darlehen (sogenannte SME-Verbriefungen) – diese gelten bei Banken als riskanter und sind relativ illiquid – sollen diese mehr Mittel für Investitionen erhalten (vgl. auch SOMO 2015).⁶⁶ Zur konkreten Bewerkstelligung sieht die Kommission zwei Maßnahmen vor: (i) Zwecks Wiederherstellung der Reputation von Verbriefungen intendiert die Kommission die Definition eines neuen Standards. Sie propagiert einen EU-weiten Markt für „hochwertige Verbriefungen, der sich auf einfache, transparente und standardisierte Verbriefungsinstrumente stützt“ und mit dessen Hilfe „eine Brücke zwischen Banken- und Kapitalmärkten“ geschlagen werden könnte (Europäische Kommission 2015a, 12). (ii) Im Bereich der kleinen und mittleren Unternehmen beabsichtigt die Kommission den Ausbau und die Standardisierung von Kreditinformationen. Informationen über die Qualität von SME-Krediten sollen durch den Ausbau und die Verbreiterung der Nutzung des Kredit-Scoring für SME erreicht werden. Bisher gibt es hier nur eine begrenzte Abdeckung. Dies würde in weiterer Folge auch die Verbriefung von SME-Darlehen erleichtern (ebd., 11).

Am 30. September 2015 hat die Kommission zeitgleich zum Aktionsplan auch einen Vorschlag für eine Verordnung zur Schaffung eines europäischen Rahmens für eine simple, transparente und standardisierte (STS) Verbriefung⁶⁷ vorgelegt, dessen Ziel die Etablierung eines Marktsegments für STS-Verbriefungen ist.⁶⁸ Folgende Kriterien für STS-Verbriefungen schlägt die Kommission darin vor:

⁶⁵ Die Wiederbelebung des Verbriefungsmarktes und die dadurch erhofften positiven Effekte auf die Kreditvergabe für Unternehmen, Investitionen und Wachstum verfolgt seit geraumer Zeit auch schon die EZB (vgl. u.a. Mersch 2014). Gemeinsam mit der *Bank of England* hat die EZB im Mai 2014 ein gemeinsames Dokument zum besseren Funktionieren des Verbriefungsmarktes in der Europäischen Union zur Diskussion gestellt (BoE/EZB 2014). Am 19. November 2014 hat die EZB dann das *Asset-Backed Securities Purchase Program* (AB-SPP) implementiert, mit dem Ziel, dadurch die Unternehmen bei der Vergabe von Unternehmenskrediten zu unterstützen. Dieses Programm sieht zu diesem Zweck den monatlichen Aufkauf von Verbriefungstiteln vor, welche von in der Eurozone ansässigen Emittenten ausgegeben werden. Mit Ende Oktober 2016 hat die EZB bisweilen ABS im Umfang von etwa 21,5 Mrd. Euro erworben (regelmäßig aktualisierte Zahlen unter <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>). Überdies hat die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (EBA) im Juli 2015 einen Bericht mit Empfehlungen für ein europäisches Rahmenwerk für hochwertige Verbriefungen vorgelegt (EBA 2015).

⁶⁶ Ein solches Potential der Transformation von illiquiden SME-Darlehen in liquide Verbriefungstitel auf Basis eines standardisierten, transparenten und qualitativ überwachten Verbriefungsprogramms sehen auch Brunnermeier und Sannikov (2014).

⁶⁷ Für den Kommissionsvorschlag siehe hier: http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/securitisation/com-2015-472_de.pdf. Für einen kompakten Überblick siehe das Memo der Kommission: [http://europa.eu/rapid/press-release MEMO-15-5733_en.htm?locale=en](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-15-5733_en.htm?locale=en).

⁶⁸ Bereits im Juni 2012 lancierte die *Association for Financial Markets in Europe* (AMFE) gemeinsam mit dem *European Round Table of Industrialists* (ERT) gemeinsam die *Prime Collateralised Securities* (PCS) Initiative zur Revitalisierung des europäischen Verbriefungsmarktes. Inhalt dieses marktinternen Labeling-Projektes ist die

- Kriterien für simple Verbriefungen: (i) Die Forderungspools für Verbriefungen müssen homogen sein (keine Vermischung unterschiedlicher Forderungstypen). (ii) Keine Wiederverbriefung.⁶⁹ (iii) Eine ausreichend lange Kredithistorie für Darlehen muss gegeben sein, um verlässliche Schätzungen des Ausfallsrisikos vornehmen zu können. (iv) Forderungen müssen sich im Eigentum der Verbriefungsgesellschaft befinden.
- Kriterien für transparente und standardisierte Verbriefungen: (i) Für die Verbriefung vorgesehene Darlehen müssen denselben Standards entsprechen wie die restlichen Darlehen. (ii) Mindestens 5% des für die Verbriefung vorgesehenen Forderungspaketes sind vom Emittenten einzubehalten. (iii) Offenlegung der Struktur eines Verbriefungspaketes und der zugehörigen Zahlungskaskade. (iv) Regelmäßige Veröffentlichung von Daten zu den verpackten Forderungen.

Die Emittenten von STS-Verbriefungen haben die Einhaltung der Kriterien sicherzustellen. Alle STS-Verbriefungen werden in einer gesonderten Datenbank gelistet, welche für Investoren kostenlos zugänglich ist. Die spezifischen Offenlegungspflichten für die am Verbriefungsprozess beteiligten Parteien, welche der Vorschlag der Kommission vorsieht, sollen den Investoren alle relevanten Informationen zur Beurteilung zugänglich machen. Im Falle von Verstößen gegen das Regelwerk sind Sanktionen vorgesehen. Diese umfassen: (i) Den Verlust des STS-Status für das betroffene Verbriefungspaket. (ii) Eine finanzielle Strafe von mindestens 5 Mio. Euro oder bis zu 10% des jährlichen Umsatzes. (iii) Die Möglichkeit des vorübergehenden Verlustes des Rechts, STS-Verbriefungen zu emittieren. (iv) Die Möglichkeit für Mitgliedsländer, Strafverfahren einzuleiten.

Diese von der Kommission angestellten Überlegungen und vorgeschlagenen Maßnahmen zur Wiederbelebung des Verbriefungsmarktes zur Förderung von realwirtschaftlichen Investitionen und der Verbreiterung von ausreichend investitionsfähigen und profitträchtigen Finanzinstrumenten für SparerInnen und Vermögensverwalter⁷⁰ weisen eine Reihe von Mängeln und Auslassungen auf, auf die nun eingegangen werden soll:

- Ein Problem in der Argumentation der Kommission sehen KritikerInnen in der widersprüchlichen Empirie. So entfiel mit Ausbruch der Finanzkrise 2007 nur ein kleiner Teil von Verbie-

Etablierung einer neuen Verbriefungskategorie auf Basis von qualitativen, transparenten, simplen und standardisierten Verbriefungen (siehe <http://pcsmarket.org/> für weitere Details). Die bisherige Wirkung dieser Initiative ist ambivalent. Einerseits wurden laut Eigenangaben bis Ende Juni 2015 inzwischen 101 Verbriefungspakete mit einem Gesamtumfang von 154 Mrd. Euro mit dem PCS-Label versehen. Andererseits ist eine Revitalisierung des europäischen Verbriefungsmarktes auf Basis dieser Initiative in der Empirie bisher noch nicht zu erkennen (siehe Abbildung D im Anhang).

⁶⁹ Die Behandlung von synthetischen Verbriefungen beabsichtigt die Kommission noch zu präzisieren. Die EZB wiederum zeigt sich „überrascht“, dass „jetzt auch wieder synthetische Verbriefungen auf den Tisch kommen.“ (siehe https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp151111_1.de.html)

⁷⁰ Aus der Sicht der Kommission fördert die Kapitalmarktunion die Anlagetätigkeit von KleinanlegerInnen und institutionellen Anlegern. Die Kommission schreibt in ihrem Aktionsplan: „Sie [die Kapitalmarktunion] wird Sparern und Investoren zu mehr Wahlmöglichkeiten und besseren Renditen verhelfen.“ Und weiter: „Es ist weithin anerkannt, dass Kleinanleger aufgrund der steigenden Lebenserwartung und des demographischen Wandels mehr Ersparnisse benötigen, um ihren Altersversorgungsbedarf zu decken. Viele institutionelle Anleger finden allerdings in der Niedrigzinsumgebung nicht genügend Investmentmöglichkeiten vor, die die nötigen Renditen zur Erfüllung ihrer Verpflichtungen abwerfen würden.“ (Europäische Kommission 2015, 4 und 20)

fungen auf SME-Darlehen, der Großteil auf Hypotheken.⁷¹ Generell ist die Verbriefung von SME-Darlehen im Vergleich zu anderen Verbriefungsklassen aufwendiger und teurer, und somit letztlich tendenziell unprofitabel, sofern keine öffentlichen Subventionen gegeben sind. Diese Unterschiede werden von der Kommission zwar erkannt, jedoch weiterführend nicht berücksichtigt. Es stellt sich daher die Frage, ob es wirklich zu einer massiv gesteigerten Verbriefung von SME-Darlehen und somit zu einer erhöhten Darlehensgewährung an SME durch Banken kommen würde. Finance Watch (2015, 7) plädiert aus diesem sowie aus anderen Gründen (wie der Aufwendigkeit von SME-Verbriefungen sowie des erforderlichen Assessments lokaler ökonomischer Faktoren) dafür, dass traditionelle Kreditbeziehungen die dominierende Form in der Finanzierung von SME bleiben sollten. Die Profiteure einer solchen Reform wären zudem vor allem andere Asset-Klassen wie etwa die Hypothekarkredite (Engelen/Glasmacher 2015a; SOMO 2015). Engelen und Glasmacher (2015a) argumentieren außerdem, dass die Wiederbelebung des Verbriefungsmarktes wiederum zu Preissteigerungen und möglichen Blasen am Hypothekenmarkt (negative Externalitäten) führen könnte, wie es für einige Länder für die Zeit vor der globalen Finanzkrise konstatiert werden kann.

- Verbriefungen (d.h. das „originate-to-distribute“ – Modell der Kreditvergabe) haben eine zentrale Rolle in der letzten globalen Finanzkrise gespielt, was nun hinsichtlich der Wiederbelebung des Verbriefungsmarktes Bedenken bezüglich der Finanzstabilität und potentieller systemischer Risiken aufwirft. Zwar will die Kommission – als gezogene Lehre aus dem vorangegangenen Verbriefungsdebakel – Verbriefungen vereinfachen, transparenter gestalten und standardisieren sowie Wiederverbriefungen verbieten. Allerdings wird gerade in dieser Hinsicht bezweifelt, dass Verbriefungen überhaupt transparent und einfach sein können. Engelen und Glasmacher (2015b) betonen, dass die Dokumentationspflichten dazu führen, dass Investoren schnell über tausend Seiten an Informationen studieren müssten, um sich einen Einblick über etwaige Risiken zu verschaffen. Zugleich aber ist bei der Umsetzung dieser Maßnahme weder angedacht, von der Technik der „Tranchierung“ abzusehen, welche Verbriefungen im Allgemeinen undurchsichtiger und somit intransparenter macht (SOMO 2015; Gabor/Vestergaard 2015). Noch wird, entgegen dem Ziel der Steigerung der Transparenz, dafür gesorgt, dass gegenüber Endinvestoren die gesamte Verbriefungskette offengelegt wird (Engelen/Glasmacher 2015a). Zudem kommt hinzu, dass Erfahrungen aus dem Boom von Wiederverbriefungen von vor der großen Finanzkrise ignoriert und nicht weiter angesprochen werden. So hat erst die mangelnde Attraktivität der mittleren Tranchen von Verbriefungen bei Investoren die Weiterverwertung dieser Tranchen durch deren Wiederverbriefung notwendig gemacht. Die Kommission scheint implizit davon auszugehen, dass diese mittleren Tranchen durch die vorgesehenen Maßnahmen an Attraktivität gewinnen, sodass sich das Problem der Unverkäuflichkeit und somit Andersverwertung nicht stellt. Gegebenenfalls könnte dieser Umstand aber auch Verbriefungen per se für Verbriefungsgesellschaften weniger rentabel und somit unattraktiver machen. Insgesamt handelt es sich bei dem Vorschlag auch um den Versuch, einen regulierten Markt für Verbriefungen zu schaffen, im Zuge dessen die frei von diesen Beschränkungen aufgelegten Verbriefungsprodukte zugleich schlechter gestellt werden.

⁷¹ Gemäß den Daten von SIFMA entfielen nur 13% des Volumens aller 2007 emittierten Verbriefungstitel in Europa auf SME-Verbriefungen, im Vergleich zu 69% für MBS. Für die Entwicklung der Emissionen am europäischen Verbriefungsmarkt siehe Abbildung D und E im Anhang.

- Eine weitere Auslassung der Kommission ist es, nicht auf die in der Vergangenheit empirisch vorzufindende Pervertierung des Risikotransfers durch Verbriefungen einzugehen. Wie die Finanzkrise gezeigt hat, gab es entgegen der theoretischen Vorstellung, dass durch die Verbriefung ein Transfer der Risiken zu Dritten stattfindet, realiter nur einen begrenzten Risikotransfer und eine begrenzte Risikodiffusion. Im Gegenteil haben sich im Vorfeld der Krise die Risiken vielmehr auch bei großen, im Verbriefungsgeschäft engagierten Banken konzentriert (Acharya et al. 2013). Diese Finanzakteure mussten wiederum aufgrund ihrer Eingebundenheit ins Finanzsystem (*too interconnected to fail*) infolge durch öffentliche Maßnahmen gestützt werden (Engelen/Glasmacher 2015a). In diesem Zusammenhang gilt es auch zu beachten, dass seit Ausbruch der großen Finanzkrise 2007 Verbriefungsinstrumente durch ihre Emittenten in einem hohen Ausmaß zur Refinanzierung bei der Zentralbank genutzt werden (*retained securitisation*, siehe Abbildung E im Anhang). Banken könnten sich folglich durch diese Praxis selbst die zur Refinanzierung notwendigen Wertpapiere schaffen, sodass damit verbundene Risiken letztlich an die Zentralbank delegiert werden.

Stecken hinter den Bestrebungen der Kommission, den Verbriefungsmarkt wiederzubeleben, letztlich andere Absichten? Engelen und Glasmacher (2015a) argumentieren folgendermaßen: Basel II hatte Banken ursprünglich erlaubt, ihre Risiken mithilfe eigener Modelle zu bewerten. Diese Regeln wurden infolge der Krise verschärft, u.a. wurden die Eigenkapitalanforderungen für gewisse Assets erhöht und der Bewertung der Risiken durch interne Bewertungssysteme Grenzen auferlegt. Die Konsequenz dieser Maßnahmen war das Austrocknen des Verbriefungsmarktes in Europa, da Verbriefungen nun nicht mehr profitabel gewesen sind. Es ist also nicht die schlechte Reputation von Verbriefungen seit Ausbruch der Krise für den Einbruch am Verbriefungsmarkt verantwortlich zu machen (Nachfrageseite), sondern die Erschwernisse, die angebotsseitig auferlegt wurden. Dieser Entwicklung möchte gemäß den AutorInnen die Kommission entgegenwirken, indem sie mithilfe angebotsseitiger Maßnahmen Verbriefungen ganz generell wieder profitabel machen möchte. Hierfür wird allerdings das Argument herangezogen⁷², dass ein europaweites Finanzierungsproblem für SME bestehe und dass ebendieses durch die Stärkung der Verbriefungstätigkeit gelöst werden könne. Diese Auffassung steht im Widerspruch zu den Daten des *Survey on Access to Finance* der Europäischen Zentralbank (EZB 2015c, 19), gemäß dem Finanzierungslücken gegenwärtig für SME nur noch in einzelnen europäischen Ländern zu beobachten sind (vgl. dazu auch Darvas 2013, 3), jedoch insgesamt erstmalig seit 2009 die verfügbaren Kreditinstrumente den Bedarf externer Finanzmittel wieder übersteigen. Zugleich können etwaig fortbestehende Finanzierungsprobleme perspektivisch nicht allein durch SME-Verbriefungen gelöst werden. Gerhard Huemer, Direktor für Wirtschaftspolitik der europäischen Vereinigung kleiner und mittelständischer Unternehmen (UEAPME), betont, dass auch bei Implementierung einer Kapitalmarktunion weiterhin die Bankenfinanzierung von SMEs vorherrschend bleiben wird, sodass in erster Linie weitere Schritte zur Stabilisierung der Banken notwendig sind, um diese wieder stärker zur Kreditvergabe an SME zu bewegen.⁷³

⁷² „Wenn wir in der europäischen Debatte über die Kapitalmarktunion die kleinen und mittleren Unternehmen in den Vordergrund stellen, dann deshalb, weil sie als ein wichtiger Wirtschaftsfaktor wahrgenommen werden und weil es leichter ist, die Öffentlichkeit mit Vorschlägen zu überzeugen, die diese Unternehmen stärken.“ (Hill zit. n. Lemaire/Plihon 2016)

⁷³ Siehe <http://www.accaglobal.com/za/en/discover/news/2015/05/capital-markets.html>

Zwischenfazit zur Kapitalmarktunion

Das gegenwärtig mit der Kapitalmarktunion zur Verbesserung der Finanzierungsbedingungen der europäischen Ökonomie eine Fokussierung auf Segmente, welche dem Schattenbankensystem zugeordnet werden, stattfindet, ist weitgehend im Einklang mit der gegenwärtigen Strukturierung des europäischen Finanzsystems. Einerseits handelt es sich beim europäischen Finanzsystem um ein bankbasiertes System. Banken stellen auch heute noch die wesentlichen Akteurinnen zur Finanzierung der Wirtschaft dar, deren Finanzierungsfähigkeiten sind aber zusehends begrenzt. Zugleich haben sich in den letzten Jahrzehnten die verwalteten Vermögen institutioneller Anleger immens vermehrt. Die ManagerInnen dieser Vermögen haben den Auftrag, diese Vermögen möglichst sicher, liquide und gewinnbringend zu veranlagen. Um dies zu erreichen, bedarf es einem steigenden Volumen an entsprechenden Wertpapieren oder anderer Veranlagungsformen.⁷⁴ Diese gegenwärtigen strukturellen Bedingungen des europäischen Finanzsystems berücksichtigend, sind die Ambitionen der Kommission, wie sie im Grünbuch und im Aktionsplan zur Kapitalmarktunion geäußert werden, der Logik nach nachvollziehbar, u.a. wenn die Absicht geäußert wird, dass die Mittel der Vermögensverwalter verstärkt in Richtung der Finanzierung der Wirtschaft kanalisiert werden sollen. Die handelnden AkteurInnen der Europäischen Kommission versuchen dabei mit einer Kapitalmarktunion zwei Fliegen mit einer Klappe zu schlagen: einerseits die Finanzierung der Realwirtschaft zu fördern, andererseits die Nachfrage durch institutionelle Investoren zu adressieren. Hierbei bewegen sie sich auf einem schmalen Grad. Einerseits ist ihnen bewusst, dass mit den einzelnen Segmenten des Schattenbankensystems potentielle Risiken für die Finanzstabilität aufkommen. Andererseits bedürfen sie dieser Strukturen zur Förderung der wirtschaftlichen Aktivität. Insofern ist es naheliegend, dass der Versuch unternommen wird, diese Strukturen zu fördern, zu regulieren und sicherer zu gestalten. Letztendlich begünstigen diese Strukturen diese konkret vorgeschlagenen Maßnahmen im Gegensatz zu Maßnahmen von anderer Stoßrichtung, deren Durchsetzung strukturell weniger günstige Voraussetzungen findet. Alternativ könnte die Kommission beispielsweise versuchen, noch stärker direkt bei den Banken zu intervenieren, sodass diese, sofern es einen Mangel an Krediten gibt, mehr Finanzmittel zur Kreditvergabe zur Verfügung haben. In einem solchen Szenario bleibt allerdings das Problem des mangelnden Angebots von entsprechenden Anlageprodukten bestehen.

Eine Reihe von AutorInnen und Organisationen (Mastromatteo/Rossi 2015, iAGS 2016, Engelen/Glasmacher 2015b, Lemaire/Plihon 2016, Finance Watch 2015) betonen zudem, dass allein die Steigerung der Nachfrage zu mehr Investitionen und Wachstum führen kann, wozu gegenwärtig öffentliche wie private Haushalte nicht in der Lage bzw. Willens sind. Mit Blick auf die privaten Haushalte wäre es hierbei dringend geboten, auch verstärkt über Lohnsteigerungen und Verteilungsfragen nachzudenken, ist in den letzten Jahrzehnten doch eine sich verschärfende Polarisierung der privaten Einkommen und Vermögen zu beobachten (Piketty 2014). Diese Sachverhalte werden auf EU-Ebene jedoch gerade nicht thematisiert. Stattdessen sollen die skizzierten Probleme pauschal über eine Stabilisierung und Unterstützung der Banken sowie über die Standardisierung krisenverursachender Finanzmarktpraktiken gelöst werden.

6.4. Fazit zu den europäischen Regulierungs- und Reforminitiativen

Die Regulierungsanstrengungen der Europäischen Union im Feld des Schattenbankensektors sind bisher eher gemächlich und zögerlich verlaufen. Acht Jahre nach Ausbruch der großen Finanzkrise ist

⁷⁴ Historisch betrachtet waren für die gewaltige Expansion des globalen Schattenbankensystems ab der Jahrtausendwende vor allem nachfrageseitige Faktoren verantwortlich (vgl. Beyer 2015).

die Regulierung des europäischen Schattenbankensektors noch nicht annähernd abgeschlossen, auch wenn inzwischen in manche Bereiche etwas Bewegung gekommen sein dürfte. Es gibt aber auch Einschätzungen, die ein verfrühtes Ende von Stabilisierungs- und Regulierungsmaßnahmen konstatieren und behaupten, dass an die Stelle einer weiterhin notwendigen stabilitätsorientierten Politik eine Strategie zum Abbau von Regulierungen und zur Förderung von Finanzmärkten getreten ist (vgl. Finance Watch 2015, 9). Engelen und Glasmacher (2015b) betonen, dass mit den geplanten STS-Verbriefungen Vorkrisenpraktiken geradezu auf eine rechtliche Grundlage gestellt werden.

Im Bereich der Wertpapierfinanzierungsgeschäfte dürfte besonders der Aufbau einer zentralen Datenbank für Wertpapierfinanzierungstransaktionen bis 2018 einerseits eine statistische Leerstelle schließen und andererseits die Transparenz dieses Segments des Schattenbankensystems beträchtlich erhöhen, was vor allem auch die Arbeit von Aufsichtsbehörden und Regulatoren erleichtern sollte sowie für Investoren hilfreich sein wird. Zugleich ist zu bemängeln, dass die Europäische Union im Zuge dieser Regulierungsmaßnahme hinter Vorschlägen internationaler Regulierungsbehörden zurückbleibt, wenn beispielsweise die Errichtung eines Wertabschlagssystems für SFTs ausbleibt.

Auch im Feld der Geldmarktfonds sind die von der Kommission vorgeschlagenen Maßnahmen eher zurückhaltend bis kontraproduktiv. Während der Aufbau von Liquiditätspuffern für Geldmarktfonds Sinn macht, auch wenn der Umfang ebendieser mit Blick auf die vergangene Finanzkrise eher knapp kalkuliert ist, so ist es fragwürdig, warum Geldmarktfonds mit stabilen Nettokapitalwert (bis auf Ausnahmen) weiterhin erlaubt sind. Es kommt nicht von ungefähr, dass FSB und ESMA ein Verbot dieses Fondstyps vorschlägt und auch die USA mittlerweile ein solches Verbot beschlossen hat. Geldmarktfonds imitieren für Banken typische Funktionen, gleichzeitig sind sie durch die von ihnen getätigten Investments Risiken ausgesetzt, die sie vor erhebliche Probleme stellen können. Die schiere Konstruktion von GMFs mit konstantem Nettoanlagewert trägt solche potentiellen Risiken in sich, gewährt ihnen jedoch zugleich komparative Vorteile gegenüber traditionellen Banken. Wenig überraschend ist, dass vor allem Luxemburg, Irland und Großbritannien einschneidende Maßnahmen blockieren. Immerhin ist in diesen Jurisdiktionen der Großteil aller europäischen CNAV Geldmarktfonds angesiedelt, sodass deren Verbot die dort ansässige Fondsindustrie massiv treffen würde.

Wie wir gezeigt haben, tangieren ebenso die von der Europäischen Kommission angedachten markt-basierten Maßnahmen zur Stärkung und langfristigen Sicherung der Investitionstätigkeit mithilfe einer Kapitalmarktunion im Wesentlichen auch Segmente des Schattenbankensystems. Die Überlegungen zur Etablierung von STS-Verbriefungen stellen in diesem Zusammenhang einen Versuch dar, den Verbriefungsmarkt transparenter und sicherer zu machen. Allerdings bleiben in diesem Zusammenhang Leerstellen in der Argumentation, welche den nachhaltigen Erfolg dieser Maßnahme in Frage stellen könnten und welche es daher zu problematisieren gilt. Die Wirkungen dieses neuen Verbriefungsrahmens werden sehr stark von dessen konkreter Ausgestaltung, von der diesbezüglichen Rolle europäischer Regulatoren sowie von der Akzeptanz der STS-Verbriefungen bei Investoren abhängig sein. Sollte speziell letztere durch diese Maßnahme (wieder) hergestellt werden können, so ist ein Bedeutungsgewinn des europäischen Verbriefungsmarktes zu erwarten. Hiervon könnten vor allem auch Länder, in welchen der Verbriefungsmarkt kaum bis nicht etabliert ist, erheblich beeinflusst werden, wie Österreich oder bestimmte osteuropäische Länder. Engelen und Glasmacher (2015b) prognostizieren diesbezüglich: „[R]atifying this law will allow the STS securitization market in Europe to quickly grow and penetrate countries where securitizations are as yet unknown, as is the case in many Eastern European member states, and thus make Europe ever more dependent on securitizations and hence more vulnerable to sudden stops in interbank markets“.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die Wirkungen der hier thematisierten Regulierungs- und Reformprojekte auf das europäische Schattenbankensystem ambivalent ausfallen dürften. Während der Verbriefungsmarkt gefördert wird und an Bedeutung gewinnen dürfte, besteht die Aussicht, dass Geldmarktfonds effektiver reguliert werden. Daraus lässt sich schließen, dass die Strategie der Europäischen Kommission darauf hinausläuft, die Finanzierungsseite von Schattenbankstrukturen sicherer und transparenter zu gestalten, während marktbasierter Kreditvergabeformen unter Duldung oder Missachtung der mit ihnen verbundenen Risiken gefördert werden. Ungeachtet der konkreten Umsetzung der angedachten Maßnahmen darf erwartet werden, dass auf Basis des gegenwärtigen Entwicklungstrends der Schattenbankensektor auch zukünftig einen weiteren Bedeutungsgewinn innerhalb des europäischen Finanzsystems erfahren wird, gerade auch vor dem Hintergrund der Kapitalmarktunion und den vermeintlich sicheren STS-Verbriefungen. Davon dürften kurzfristig vor allem die spezifischen Schattenbankensektoren jener Länder profitieren, welche bereits über ausgeprägte Verbriefungsstrukturen verfügen. Dies sind speziell die gegenwärtigen Knotenpunkte des europäischen Schattenbankensystems, wie Irland, Luxemburg, Großbritannien oder die Niederlande. Denkbar ist, dass sich mittelfristig die Schattenbankstrukturen einiger Länder des zweiten und dritten Grundtyps stärker ausbilden werden. Es ist in diesem Sinne vorstellbar, dass durch eine Kapitalmarktunion auch die noch weniger ausgeprägten Kapitalmärkte der peripheren EU-Länder einen Bedeutungsgewinn erfahren und sich infolge auch dort substantielle Schattenbankensektoren entwickeln könnten. Insgesamt sind aber die mittelfristigen Effekte für die Länder der letzteren beiden Typen relativ schwierig abzuschätzen.

6.5. Europäische Finanzmarktreformen im Spannungsfeld von Stabilität und Wachstumsimpulsen – eine kritische Sicht zur weiteren Einordnung der Reformbestrebungen

Wie aus den vorangegangenen Ausführungen exemplarisch ersichtlich wurde, sind die von den europäischen Institutionen initiierten Finanzreformen im Hinblick auf deren Wirkmächtigkeit und die mit ihnen verbundenen Intentionen durchaus in einem kritischen Licht zu betrachten. Gerade die in diesem Kapitel analysierten Reformbestrebungen mit SBS-Bezug weisen Zielkonflikte zwischen der Stabilisierung der Finanzmärkte, den als notwendig erachteten Wachstumsimpulsen zur Überwindung der krisenbedingten Stagnation und politischen Agenden, wie die der Vereinheitlichung (Kapitalmarktunion) nationaler Finanzmärkte, auf. Grundsätzlich kann im Kontext gegenwärtiger Reformbestrebungen von einer mit Gefahren verbundenen Dichotomie zwischen Marktförderung (Stimulierung) und Marktordnung (Stabilisierung) gesprochen werden. Gegenwärtig wird mit der beabsichtigten Kapitalmarktunion die Marktförderung durch die Europäische Kommission stärker und schneller vorangetrieben, als die Sicherstellung einer nachhaltigen Marktordnung. Dabei können die geplanten Regulierungen und Reformen durchaus eigene bzw. unerwünschte Effekte mit sich bringen. Die Bestrebungen zu einer stärkeren Transparenz (Marktübersicht für Investoren) sind grundsätzlich zu begrüßen, in ihrer letztendlichen Wirkung jedoch ebenso schwer abzuschätzen, wie die Bestrebungen zu einer Standardisierung der Verbriefungspraxis, die in den vorangegangenen Abschnitten überwiegend kritisch betrachtet wurde. Mit Blick auf die Regulierung von Geldmarktfonds ist zu betonen, dass die vorgesehenen Regelungen zur Abrufbarkeit bzw. Liquidierung von Positionen in Höhe von 30% des gesamten Portfolios eines GMF binnen Wochenfrist nicht den Kern der Probleme der vorangegangenen Finanzkrise adressieren. Die Finanzkrise wurde nicht grundsätzlich durch fehlende Rückfluss- und Abzugsmöglichkeiten der angelegten Gelder ausgelöst, sondern durch das anschließende Ausbleiben einer erneuten Finanzierung von Schattenbankentitäten (*roll-over*), deren Verbriefungsti-

tel von Zahlungsausfällen ereilt wurden. Dadurch setzte ein sich nach und nach ausweitender Verfall von Asset-Preisen ein, der zu bilanziellen Neubewertungen und damit einhergehend erhöhten Finanzierungsbedürfnissen führte. Daraus folgt, dass die neuen Bestimmungen für Geldmarktfonds möglicherweise nur dazu führen, dass Friktionen sich von vornherein über andere Transmissionskanäle durch das Finanzsystem verbreiten und somit in diesem Bereich nur von einer Problemverlagerung, nicht aber einer Problemlösung gesprochen werden kann.

Auch die Kapitalmarktunion selbst ist mit Gefahren verbunden. Zwar wird durch eine solche Union ein einheitlich regulierter europäischer Kapitalmarkt geschaffen, allerdings sind den unterstellten Vorteilen aus einer solchen Vereinheitlichung auch bestimmte Probleme gegenüberzustellen. Hier ist zunächst die Größe eines solchen Kapitalmarktes zu betonen und die damit verbundenen Dynamiken, die in Fällen von Störungen und Dissonanzen erheblicher ausfallen können. Durch die Kapitalmarktunion wird das zyklische Verhalten von Finanzmarktakteuren nicht überwunden, sondern könnte eine erheblichere Breitenwirkung erfahren.⁷⁵ Zwar ist es denkbar, dass wirtschaftlich eher periphere Gebiete finanziell besser integriert werden und sich auch Kompetenzen für die Eigenheiten und Bedingungen entfernter Regionen durch entsprechend vernetzte Akteure oder eine entsprechende Ausrichtung neuer Geschäftsfelder einstellen. Zugleich ist jedoch zu bedenken, dass viele Finanzmarktentitäten bestimmten Trends und Investitionsanreizen (fundierten wie weniger fundierten) erliegen. Dadurch kann die Kapitalangebotsseite selbst zur Ursache von Übertreibungen und Ineffizienzen werden. Diesen hier exemplarisch veranschaulichten Eigenwirkungen der angestrebten Kapitalmarktunion wird vermutlich zunächst (bis sich etwaige Probleme manifestieren) jedoch kaum Rechnung getragen werden.

Es scheint insgesamt wenig Anlass zu der Annahme gegeben, dass mit den gegenwärtig in Umsetzung befindlichen Reformen wirklich effektiv vergangene Krisendynamiken verhindert werden können noch dass damit zukünftigen Entwicklungen vorgebeugt werden kann. Finance Watch (2015, 9), eine NGO, für welche vorwiegend ehemalige Banker arbeiten, kommt in dieser Hinsicht zu dem Schluss, dass zwar Maßnahmen zur Stabilisierung von einzelnen Banken unternommen wurden, jedoch keinerlei entsprechende Reformen für die Stabilität des gesamten Finanzsystems getroffen wurden. Dieser Auffassung kann vor dem Hintergrund der hier erörterten Problematiken nur beigespflichtet werden. Antizyklische Maßnahmen, die einer Überhitzung des Marktgeschehens vorbeugen, werden nur teilweise umgesetzt, wie etwa dynamisch an Marktlagen adjustierbare Eigenkapitalquoten in der CRD IV. Vorschläge, wie jener, dass gleichartige Aktivitäten unterschiedlicher Finanzmarktakteure den gleichen regulatorischen Bestimmungen unterworfen werden sollten, bleiben zudem unberücksichtigt, obwohl sie eine überzeugende Grundsatzlogik erkennen lassen, mit der eine effektive Regulierung von Finanzmarktakteuren gelingen könnte. Stattdessen lassen die Bestrebungen, in sehr kurzer Zeit eine Kapitalmarktunion zu forcieren, auf eine Abkehr von der Verfolgung stabilitätsorientierter Maßnahmen in einem schwierigen makroökonomischen Umfeld schließen.

⁷⁵ Ein eindrückliches Bild, welches die Gefahren der Kapitalmarktunion und der Zyklichkeit veranschaulichen kann, ist mit einem Tankcluster gegeben. Einzelne Kammern sorgen dabei für mehr Stabilität, weil die in ihnen befindliche Liquidität bei Störungen nicht in ihrer Gesamtheit auf das Fahrverhalten einwirken kann. Die Kapitalmarktunion ist vergleichbar damit, dass die stabilisierenden Trennwände beseitigt werden und sich grundsätzlich stärkere Dynamiken im europäischen Finanzsystem entfalten, die selbst Krisen hervorrufen und dabei weniger als bislang kontrollierbar sind. Die Vorteile einer besseren Verfügbarkeit von Liquidität müssen folglich immer Stabilitätsgesichtspunkten gegenübergestellt werden.

7. Resümee

In der vorliegenden Studie wurde eine komparative Analyse des europäischen Schattenbankensystems durchgeführt. Zuerst wurde der Umfang des jeweiligen Schattenbankensektors für 27 EU-Staaten geschätzt. Darauf aufbauend wurde auf Basis des Indikators der SBS-Intensität eine Typologisierung vorgenommen sowie für jeden der drei Grundtypen (außerordentlich, durchschnittlich und geringfügig ausgeprägter Schattenbankensektor) ein Land als Fallbeispiel (Irland, Österreich, Polen) näher analysiert. Abschließend wurden ausgewählte Regulierungs- und Reforminitiativen mit SBS-Bezug einer kritischen Würdigung unterzogen. Im Folgenden sollen einige wesentliche Ergebnisse und Probleme angesprochen werden.

Das Unterfangen einer Quantifizierung des europäischen Schattenbankensystems auf nationaler Ebene stieß hierbei auf erhebliche Schwierigkeiten hinsichtlich der Verfügbarkeit relevanter Daten. Zur besseren Vermessung des europäischen Schattenbankensystems wären die folgenden Maßnahmen vordringlich: (i) eine bessere Datenverfügbarkeit von Seiten der EZB (u.a. was nationale Daten zu den Assets von Geldmarkt- und Hedgefonds betrifft), (ii) eine bessere Integration von Nicht-Euroländern in die EZB-Datenreihen⁷⁶, (iii) feingliedrigere Statistiken, vor allem was den Sektor "Sonstige Finanzintermediäre" betrifft, der eine Vielzahl unterschiedlicher Schattenbankentitäten undifferenziert erfasst, sowie (iv) (mit Blick auf eine aktivitätenbasierte Schätzung) die Schließung bestehender Datenlücken (insbesondere für den Bereich der Wertpapierfinanzierungsgeschäfte).⁷⁷ Im Hinblick auf den zuletzt angeführten Punkt wird mit dem geplanten Register für SFT auf EU-Ebene in den folgenden Jahren eine wichtige Maßnahme realisiert werden.

In dem zu konstatierenden Defizit bei den verfügbaren statistischen Daten ist der Grund zu sehen, warum in dieser Studie eine entitätenbasierte Methodologie verfolgt wurde. Für eine umfassende und noch aussagekräftigere Studie zum europäischen SBS wäre unserer Auffassung nach eine komplementäre, aktivitätenbasierte Analyse notwendig, insbesondere um noch detailliertere Ergebnisse zu den nationalen Besonderheiten des europäischen Schattenbankensystems herausarbeiten zu können. Mit der vorliegenden Studie konnten zwar bestimmte Unterschiede nationaler Schattenbankstrukturen gekennzeichnet werden. So konnte gezeigt werden, dass das europäische Schattenbankensystem sich sehr stark auf einzelne (in geographischer wie wirtschaftlicher Hinsicht auch kleinere) Länder konzentriert (Typ 1), sodass in Bezug auf deren Wirtschaftskraft die nationalen SBS-Strukturen) überdimensioniert erscheinen. Zwar gibt es relevante Strukturen des europäischen Schattenbankensystems auch in einer Reihe von weiteren Ländern (Typ 2), die jedoch im Vergleich zum jeweiligen BIP verhältnismäßiger erscheinen. Die Überdimensioniertheit nationaler SBS-Strukturen der Typ-1-Länder verweist dabei zugleich darauf, dass das europäische SBS für Finanzmarktentitäten von Typ-2- und Typ-3-Ländern gerade über die Nutzung ausländischer Kanäle von erheblicher Bedeutung sein kann. Das Engagement von Finanzmarktakteuren oder deren Partizipation am europäischen SBS kann sich auf diese Weise in den nationalen Statistiken anderer EU-Länder niederschlagen (innereuropäisch). Allerdings ist es ebenso denkbar, dass das SBS-Engagement europäischer Akteure auch über außereuropäische Jurisdiktionen vermittelt wird. Vor diesem Hintergrund ist die Aussagekraft der hier präsentierten Ergebnisse in folgender Hinsicht zu betrachten. Die relative Ausprägung nationaler SBS-Strukturen wurde anhand auf Basis des Indikators der SBS-

⁷⁶ Die EZB ist zwar grundsätzlich nur für den Euroraum zuständig, dennoch stellt sie teilweise auch Finanzstatistiken für Nicht-Eurowährungsländer innerhalb der Europäischen Union zur Verfügung. Es wäre wünschenswert, dass die EZB in Zusammenarbeit mit den Zentralbanken der Nicht-Euroländer diese Datenreihen erweitert.

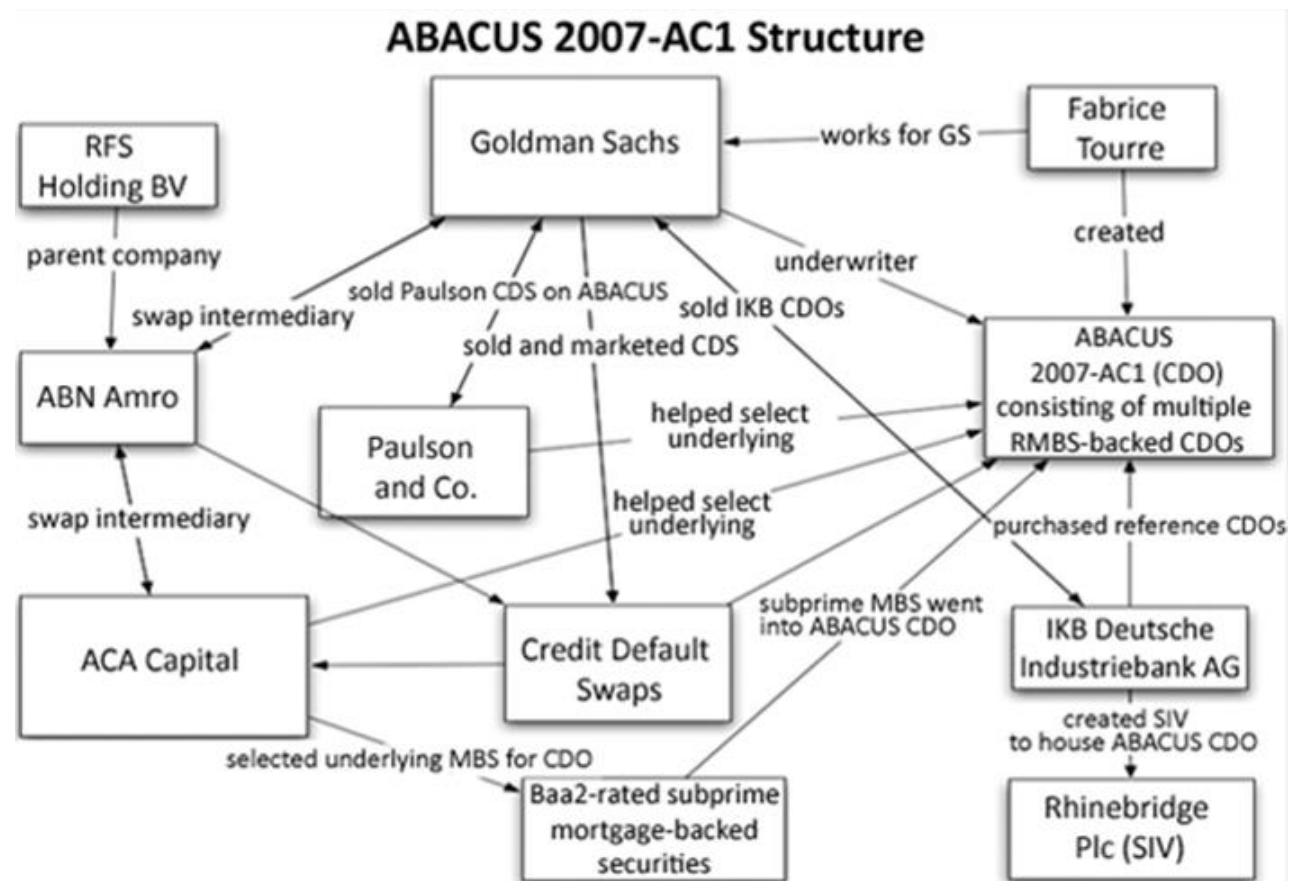
⁷⁷ Diese Datenreihen sollten hierbei auf nationaler Basis zur Verfügung gestellt werden.

Intensität ermittelt. Hierbei ist zu beachten, dass die SBS-Intensität nur bedingt etwas über die Bedeutung des SBS für die nationale Ökonomie aussagt. Wichtig ist dabei der Umstand, dass diese Aussage in beide Richtungen gilt. Oftmals werden nur mittelbare Verlinkungen zur nationalen Ökonomie bestehen, da Finanzmarktakteure für SBS-Operationen teils in andere Jurisdiktionen ausweichen.

Die aus den Daten vorgeschlagene Typologisierung dreier Ländergruppen erscheint vor dem Hintergrund der gegenwärtigen europäischen Reformbestrebungen als eher temporäre Zustandsbeschreibung des europäischen Schattenbankensystems. Die durch die geplante Kapitalmarktunion sowie die Wiederbelebung des europäischen Verbriefungsmarktes zu erwartenden Entwicklungen können die Einzeleffekte vorausgehender stabilitätsorientierter Reformen überlagern und die nationale Ausprägung des europäischen Schattenbankensystems signifikant überformen bzw. umgestalten.

Anhang

Abbildung A: Darstellung der an einem CDO beteiligten Akteure



Quelle: SEC, Goldman Sachs

Tabelle A: Schätzungen für das europäische Schattenbankensystem

Studie	Geographie	Umfang des SBS	SBS-Definition	angewandtes Schätzverfahren
Bouveret (2011)	Europa	Verbindlichkeiten: 8,6 Bio. Euro (3Q14)	"financial intermediaries that conduct maturity, credit, and liquidity transformation without access to central bank liquidity or public sector credit guarantees" (Bouveret 2011, 6).	<ul style="list-style-type: none"> aktivitätenbasiert Instrumente: Commercial Paper, ABCP, Repo, GMF-Anteile, ABS
Bakk-Simon et al. (2012) und EZB (2013)	Eurozone	Aktiva: 10,8 Bio Euro (2Q12)	„Aktivitäten im Zusammenhang mit der Kreditintermediation, Liquiditäts- und Fristentransformation, die außerhalb des regulierten Bankensystems erfolgen“ (EZB 2013, 99).	<ul style="list-style-type: none"> entitätenbasiert Entitäten: GMFs, FVCs und übrige Finanzintermediäre; (exklusive Investmentfonds, Versicherungen und Pensionsfonds)
FSB (2014)	Eurozone	Aktiva: 25,3 Bio. USD (2013)	“credit intermediation that involves entities and activities outside the regular banking system” (FSB 2011, 3).	<ul style="list-style-type: none"> entitätenbasiert Entitäten: GMFs, Finance Companies, Structured Finance Vehicles, Hedgefonds, Sonstige Investmentfonds, Broker-Dealers, Real-Estate Investment Trusts/Funds (REITs), Trust Companies, Sonstige Finanzintermediäre; (exklusive Versicherungen, Pensionsfonds und öffentliche Finanzinstitutionen)
EZB (2015a, 2015b)	Eurozone	Aktiva: <u>breit:</u> 23,9 Bio. Euro (2014) <u>eng:</u> 13,3 Bio. Euro (1Q15)	<u>breit:</u> FSB-Definition <u>eng:</u> FSB-Definition abzüglich jener Entitäten, für welche keine genaue Aufschlüsselung gegeben ist.	<ul style="list-style-type: none"> entitätenbasiert Entitäten breit: GMFs, Sonstige Finanzintermediäre, FVCs und Investmentfonds; (exklusive Versicherungen und Pensionsfonds) Entitäten eng: GMFs, FVCs und Investmentfonds
ESMA (2015)	Europäische Union	Verbindlichkeiten: 8,2 Bio. Euro (3Q14)	-	<ul style="list-style-type: none"> aktivitätenbasiert Instrumente: ABS, ABCP, Wertpapierleihe, Repo, GMF-Anteile
IMF (2014) und Harutyunyan et al. (2015)	Eurozone	Verbindlichkeiten: <u>breit:</u> 13,2 Bio. USD (4Q13) <u>eng:</u> 9,4 Bio. USD (4Q13)	“all intermediation that can be characterized as nontraditional from the point of view of the funding source” (Harutyunyan et al. 2015, 5) <u>breit:</u> Brutto-Exposure des SBS <u>eng:</u> Netto-Exposure des SBS (exklusive intra-SBS-Positionen)	<ul style="list-style-type: none"> entitäten- und aktivitätenbasiert Nichtkernverbindlichkeiten (SBS) = nichttraditionelle Verbindlichkeiten von Banken, Sonstigen Finanzintermediären und GMFs; (exklusive Versicherungen, Pensionsfonds, Investmentfonds und Financial Auxiliaries) Instrumente: Schuldverschreibungen, Darlehen, GMF-Anteile, temporär begrenzte Einlagen sowie Einlagen von Gebietsfremden

Quelle: Eigene Darstellung

Tabelle B: Umfang des SBS europäischer Staaten gemäß FSB und IMF für 2013 (in Mrd. USD)

	FSB			IMF					
	SFI-Assets gesamt	% Finanzsystem	% Bankensystem	Nichtkernverbindlich- keiten ⁱ (breit) gesamt	% BIP	% Kernver- bindlichkeiten ⁱⁱ	Nichtkernverbindlich- keiten (eng) gesamt	% BIP	% Kernver- bindlichkeiten
Eurozone	25.324,5	33,0%	70,9%	13.198,8	97,3%	101,8%	9.354,3	69,0%	72,1%
Belgien	-	-	-	603,1	108,9%	104,9%	496,4	89,7%	86,4%
Deutschland	2.582,2	15,9%	26,7%	2.759,3	71,7%	67,6%	2.143,7	55,7%	52,5%
Estland	-	-	-	7,6	28,5%	56,7%	7,6	28,5%	56,7%
Finnland	-	-	-	332,7	120,7%	192,0%	327,2	118,7%	188,8%
Frankreich	2.721,5	15,8%	26,6%	3.748,4	128,6%	162,5%	3.072,3	105,4%	133,2%
Griechenland	-	-	-	100,5	40,7%	44,0%	99,8	40,4%	43,7%
Großbritannien	9.881,2	28,9%	55,5%	13.387,5	490,5%	366,3%	12.328,1	451,7%	337,3%
Irland	-	-	-	1.231,1	557,1%	633,3%	1.088,3	492,5%	559,8%
Italien	861,7	10,7%	17,1%	1.967,0	87,8%	120,3%	1.283,7	57,3%	78,5%
Luxemburg	-	-	-	993,7	1486,2%	482,1%	977,2	1461,5%	474,1%
Malta	-	-	-	41,0	410,8%	271,5%	41,0	410,7%	271,5%
Niederlande	6.730,9	57,3%	239,3%	1.919,6	222,5%	237,6%	1.668,1	193,4%	206,4%
Österreich	-	-	-	440,3	99,4%	108,6%	393,1	88,7%	96,9%
Portugal	-	-	-	257,4	107,3%	106,4%	156,3	65,2%	64,6%
Russland	84,1	3,1%	4,5%	-	-	-	-	-	-
Schweiz	1.768,0	28,4%	68,7%	-	-	-	-	-	-
Slowakei	-	-	-	10,4	10,2%	18,3%	9,8	9,7%	17,2%
Slowenien	-	-	-	11,4	23,1%	41,5%	10,9	22,1%	39,6%
Spanien	975,5	15,8%	24,3%	1.221,2	84,4%	82,2%	934,5	64,6%	62,9%
Türkei	109,8	9,9%	14,2%	967,9	27,8%	55,0%	899,6	25,8%	51,1%
Zypern	-	-	-	34,7	156,9%	79,6%	34,7	156,8%	79,6%

Quelle: FSB, Harutyunyan et al. (2015), Eigene Darstellung

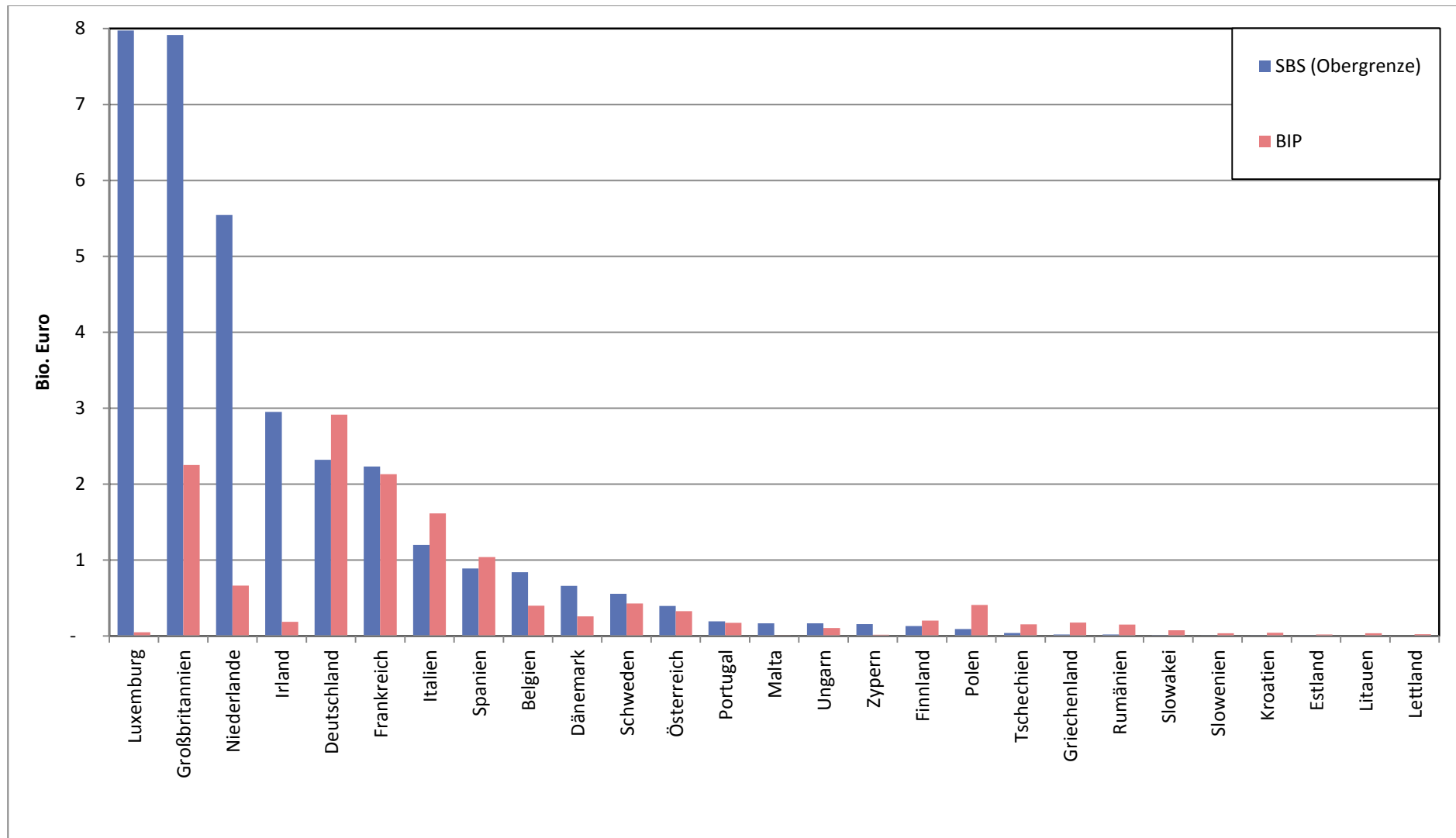
Anmerkungen: i. Nichtkernverbindlichkeiten = nichttraditionelle Verbindlichkeiten von Banken, Sonstigen Finanzintermediären und Geldmarktfonds; ii. Kernverbindlichkeiten = traditionelle Verbindlichkeiten von Banken

Tabelle C: Datenquellen und Berechnungen

Sektor	Datenquellen	Berechnungen
Finanzsystem	– EZB QSA (<i>quarterly sector accounts</i>) (S12)	Die Assets der Nicht-Euroländer wurden in Euro umgerechnet.
Zentral-/Banken	– EZB QSA (S12K)	Die Assets der Nicht-Euroländer wurden in Euro umgerechnet. Von den Assets der „MFI“ (S12K) werden die Assets der Geldmarktfonds abgezogen.
Versicherungen & Pensionsfonds	– EZB QSA (S12Q)	Die Assets der Nicht-Euroländer wurden in Euro umgerechnet.
Investmentfonds	– EZB QSA (S124) – für GB: EFAMA	Die Assets der Nicht-Euroländer wurden in Euro umgerechnet. Von den Assets der „Non-MMF Investmentfonds“ (S124) werden die Assets der Hedgefonds abgezogen. Von den Assets für Großbritannien wurden die Geldmarktfonds abgezogen.
Geldmarktfonds	– EZB (2015, 69) – EZB MFI BSI (<i>balance sheet items</i>)	Für Nicht-Euroländer und einzelne Euroländer sind nur <i>shares</i> verfügbar. Diese werden mit der <i>assets-to-shares ratio</i> der Eurozone von 1,024 multipliziert.
Hedgefonds	– EZB (2015, 69) – EZB investment funds balance sheet statistics	Für Nicht-Euroländer und einzelne Euroländer sind nur <i>shares</i> verfügbar. Diese werden mit einer <i>assets-to-shares ratio</i> der Eurozone von 1,80 multipliziert.
FVCs	– EZB FVC Statistik	-
Übrige Finanzintermediäre	– EZB QSA (S120) – für GB: EZB QSA (S12P)	Die Assets der Nicht-Euroländer wurden in Euro umgerechnet. Von den Assets für „Sonstige Finanzinstitutionen“ (S120) werden die Assets der FVCs abgezogen, im Fall von GB die Assets der Investmentfonds.

Quelle: Eigene Darstellung

Abbildung B: Volumen des Schattenbankensystems (Obergrenze) im Vergleich zum Bruttoinlandsprodukt für 2014



Quelle: EZB, EFAMA, Eigene Darstellung

Tabelle D: Prozentuelle Anteile am SBS (Obergrenze) für 2014

	IFs	GMFs	HFs	FVCs	ÜFIs
EU (27)	29,7%	2,8%	1,0%	5,4%	61,1%
Eurozone	33,7%	3,8%	1,4%	7,6%	53,5%
Belgien	14,8%	0,1%	ne	10,1%	75,0%
Dänemark	42,1%	ne	nd	nd	57,9%
Deutschland	66,8%	0,2%	0,1%	1,9%	31,1%
Estland	8,6%	ne	0,8%	ne	90,6%
Finnland	65,5%	2,6%	1,7%	ne	30,2%
Frankreich	47,5%	13,2%	0,1%	9,9%	29,3%
Griechenland	20,6%	4,0%	ne	ne	75,4%
Großbritannien	12,2%	0,1%	nd	nd	87,7%
Irland	45,1%	13,4%	9,1%	13,6%	18,8%
Italien	19,0%	0,6%	0,6%	26,3%	53,5%
Kroatien	11,3%	16,0%	ne	nd	72,7%
Lettland	5,2%	1,1%	ne	ne	93,7%
Litauen	4,9%	ne	0,4%	ne	94,7%
Luxemburg	39,6%	2,8%	0,4%	1,8%	55,4%
Malta	1,2%	0,1%	1,9%	2,0%	94,8%
Niederlande	12,2%	0,0%	0,4%	6,2%	81,1%
Österreich	40,5%	0,1%	0,1%	ne	59,4%
Polen	61,4%	ne	0,8%	ne	37,9%
Portugal	7,8%	1,3%	1,3%	18,7%	72,3%
Rumänien	45,5%	0,1%	ne	nd	54,3%
Schweden	54,0%	0,4%	nd	nd	45,6%
Slowakei	23,5%	0,9%	ne	ne	75,5%
Slowenien	27,7%	1,2%	ne	ne	71,0%
Spanien	25,1%	0,8%	0,2%	28,9%	45,0%
Tschechien	19,0%	0,1%	ne	nd	80,9%
Ungarn	8,0%	2,4%	ne	nd	89,6%
Zypern	1,5%	ne	0,0%	ne	98,5%

Quelle: EZB, EFAMA, Eigene Darstellung

Anmerkung: IFs = Investmentfonds; GMFs = Geldmarktfonds; HFs = Hedgefonds; FVCs = Verbriefungsgesellschaften (*financial vehicle corporations*); ÜFIs = Übrige Finanzintermediäre; ne = nicht existent; nd = nicht dokumentiert durch die EZB

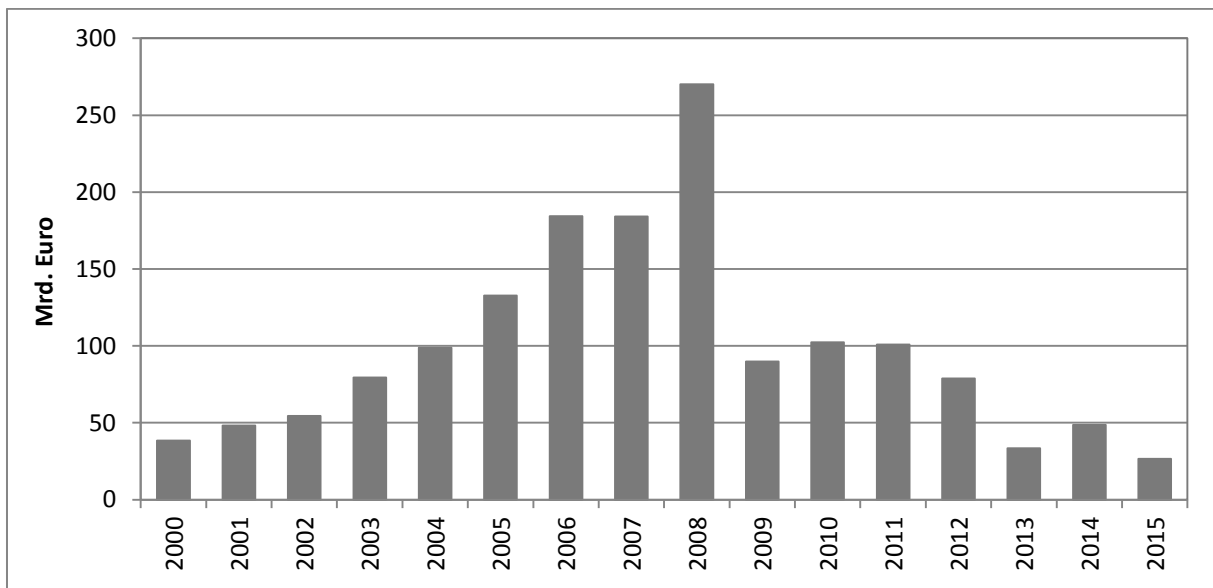
Tabelle E: Prozentuelle Anteile an den EU-27 für 2014

	IFs	GMFs	HFs	FVCs	ÜFIs	SBS	BIP
Belgien	1,21%	0,09%	ne	4,62%	2,99%	2,44%	2,88%
Dänemark	2,72%	ne	nd	nd	1,82%	1,92%	1,85%
Deutschland	15,09%	0,41%	0,67%	2,35%	3,42%	6,72%	20,96%
Estland	0,01%	ne	0,02%	ne	0,03%	0,02%	0,14%
Finnland	0,84%	0,36%	0,64%	ne	0,19%	0,38%	1,47%
Frankreich	10,32%	30,76%	0,93%	11,97%	3,10%	6,47%	15,33%
Griechenland	0,04%	0,08%	ne	ne	0,07%	0,06%	1,28%
Großbritannien	9,41%	0,82%	nd	nd	32,89%	22,93%	16,20%
Irland	12,97%	41,19%	77,81%	21,75%	2,63%	8,55%	1,36%
Italien	2,22%	0,77%	2,17%	17,08%	3,04%	3,48%	11,60%
Kroatien	0,01%	0,13%	ne	nd	0,03%	0,02%	0,31%
Lettland	0,00%	0,00%	ne	ne	0,02%	0,01%	0,17%
Litauen	0,00%	ne	0,01%	ne	0,02%	0,02%	0,26%
Luxemburg	30,80%	23,39%	9,27%	7,64%	20,92%	23,10%	0,35%
Malta	0,02%	0,02%	0,93%	0,18%	0,76%	0,49%	0,06%
Niederlande	6,61%	0,22%	6,72%	18,53%	21,32%	16,07%	4,76%
Österreich	1,57%	0,02%	0,12%	ne	1,12%	1,15%	2,37%
Polen	0,55%	ne	0,20%	ne	0,16%	0,26%	2,95%
Portugal	0,15%	0,26%	0,01%	1,97%	0,67%	0,57%	1,25%
Rumänien	0,09%	0,00%	ne	nd	0,05%	0,06%	1,08%
Schweden	2,93%	0,26%	nd	nd	1,20%	1,61%	3,10%
Slowakei	0,02%	0,01%	ne	ne	0,04%	0,03%	0,54%
Slowenien	0,02%	0,01%	ne	ne	0,03%	0,02%	0,27%
Spanien	2,17%	0,76%	0,52%	13,90%	1,90%	2,58%	7,48%
Tschechien	0,08%	0,00%	ne	nd	0,16%	0,12%	1,11%
Ungarn	0,13%	0,42%	ne	nd	0,71%	0,49%	0,75%
Zypern	0,02%	ne	0,00%	ne	0,73%	0,45%	0,13%

Quelle: EZB, EFAMA, Eigene Darstellung

Anmerkung: IFs = Investmentfonds; GMFs = Geldmarktfonds; HFs = Hedgefonds; FVCs = Verbriefungsgesellschaften (*financial vehicle corporations*); ÜFIs = Übrige Finanzintermediäre; SBS = Schattenbankensystem (Obergrenze); BIP = Bruttoinlandsprodukt; ne = nicht existent; nd = nicht dokumentiert durch die EZB

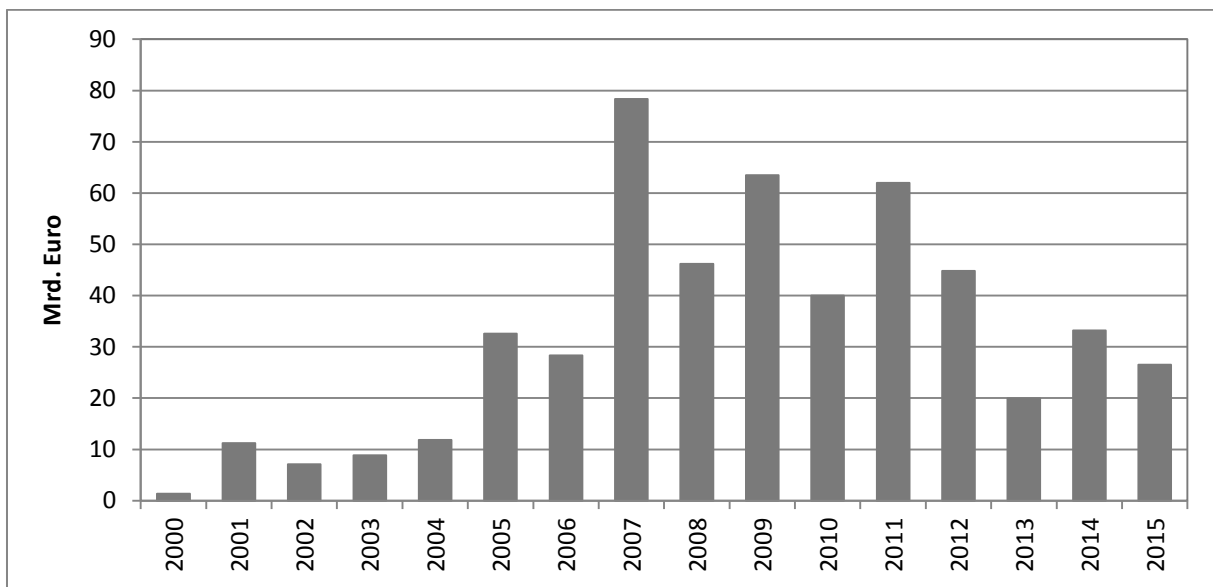
Abbildung C: Emission von „britischen“ Verbriefungstiteln (2000-2015)



Quelle: SIFMA, Eigene Darstellung

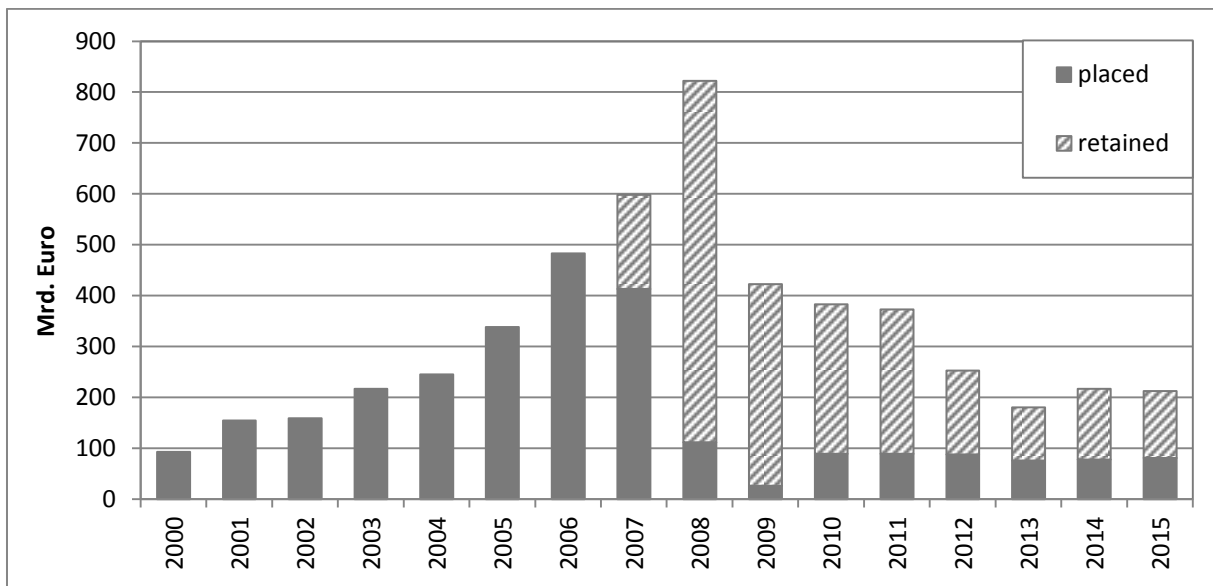
Anmerkung: Es handelt sich um Verbriefungstitel, welche auf britischen Forderungen beruhen. Diese müssen somit nicht notwendigerweise in Großbritannien begeben werden.

Abbildung D: Emission von SME-Verbriefungstiteln in Europa (2000-2015)



Quelle: SIFMA, Eigene Darstellung

Abbildung E: Emission von Verbriefungstiteln in Europa (2000-2015)



Quelle: SIFMA, Eigene Darstellung

Anmerkung: Als *retained* werden Verbriefungstitel bezeichnet, welche zum Zwecke der Liquiditätsbeschaffung bei der Zentralbank geschaffen wurden. Als *placed* werden Verbriefungstitel bezeichnet, welche am Markt platziert wurden.

Literatur

- Acharya, Viral V.; Schnabl, Philipp; Suarez, Gustavo (2013): Securitization without risk transfer. In: *Journal of Financial Economics*, 107(3), 515-36.
- Andreasch, Michael; Schnabl, Nicole; Wicho, Matthias; Wiesinger, Stefan; Wimmer, Gerald (2014): Auswirkungen der ESVG 2010-Umstellung auf die Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung. In: Oesterreichische Nationalbank (OeNB) (2014): Statistiken – Daten & Analysen. Q4/14, 18-39.
- Bakk-Simon, Klára; Borgioli, Stefano; Girón, Celestino; Hempell, Hannah; Maddaloni, Angela; Recine, Fabio; Rosatti, Simonetta (2012): Shadow Banking in the Euro Area. An Overview. *European Central Bank, Occasional Paper Series 133*, April.
- Bank of England (BoE); Europäische Zentralbank (EZB) (2014): The case for a better functioning securitisation market in the European Union. Discussion Paper.
- Bauersfeld, Tanja (2007): Gedeckte Instrumente zur Refinanzierung von Hypothekendarlehen. Eine Analyse von Mortgage Covered Bonds und Mortgage Backed Securities in europäischen Ländern. Wiesbaden: Gabler.
- Bertl, Andreas (2004): Verbriefung von Forderungen: Entstehungsgeschichte und heutige Struktur von Asset Backed Securities. Wiesbaden: Deutscher Universitätsverlag.
- Beyer, Karl M.; Ötsch, Walter O.; Mader, Laura (2013): Die Finanzkrise 2007-2009 als Krise von Schattenbanken. Eine einführende institutionelle Analyse. ICAE Working Paper No. 17.
- Beyer, Karl M.; Bräutigam Lars (2015): Shadow Banking and the Offshore Nexus – Some Considerations on the Systemic Linkages of Two Important Economic Phenomena. ICAE Working Paper No. 40.
- Beyer, Karl M. (2015): Nachfrageseitige Ursachen der Expansion des Schattenbankensystems. [Blog.arbeit-wirtschaft.at](http://blog.arbeit-wirtschaft.at/nachfrageseitige-ursachen-der-expansion-des-schattenbankensystems/), online unter: <http://blog.arbeit-wirtschaft.at/nachfrageseitige-ursachen-der-expansion-des-schattenbankensystems/> (zuletzt abgerufen: 7.12.2015).
- Bouveret, Antoine (2011): An assessment of the shadow banking system in Europe.
- Broos, Menno; Carlier, Krit; Kakes, Jan; Klaaijzen, Eric (2012): Shadow Banking: An Exploratory Study for the Netherlands. *Occasional Studies*, 10(5).
- Brunnermeier, Markus K.; Sannikov, Yuliy (2014): Repairing the transmission of monetary policy through asset-backed securitisation. Online unter: <http://www.voxeu.org/article/repairing-transmission-monetary-policy-through-asset-backed-securitisation> (zuletzt abgerufen: 30.10.2015).
- Claessens, Stijn; Ratnovski, Lev (2013): What is shadow banking? Online unter: <http://www.voxeu.org/article/what-shadow-banking> (zuletzt abgerufen: 7.12.2015).
- Coval, Joshua; Jurek, Jakub; Stafford, Erik (2009): The Economics of Structured Finance. In: *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 3-25.
- Csoport, Peter (2001): Repurchase Agreements: eine Analyse des Repo-Geschäftes unter besonderer Berücksichtigung der Einsatzbereiche und Risiken. Bern, Wien: Haupt.
- Darvas, Zsolt (2013): Banking System Soundness is Key to More SME Financing. *Bruegel Policy Contribution*, 2013/10.
- Deutsche Bundesbank (2012): Schattenbankensystem: in Deutschland klein, aber global vernetzt. In: *Finanzstabilitätsbericht 2012*, 67-79.
- Edelmann, Erwin; Eller, Roland (1996): Wertpapierdarlehen und Wertpapierpensionsgeschäfte. Finanzinnovation für Wertpapierhandel und Portfolio-Management. Bonn: Economica-Verlag.

- Engelen, Ewald; Glasmacher Anna (2015a): The Trojan Horse of Europe's Capital Markets Union (CMU). Online unter: <http://www.ftm.nl/exclusive/the-trojan-horse-of-europes-capital-markets-union-cmu/> (zuletzt abgerufen: 21.10.2015).
- Engelen, Ewald; Glasmacher Anna (2015b): The Trojan Horse of Europe's Capital Markets Union, part II. Online unter: <https://www.ftm.nl/artikelen/the-trojan-horse-of-europes-capital-markets-union-part-ii> (zuletzt abgerufen: 08.03.2016).
- Europäische Bankenaufsichtsbehörde (EBA) (2015): Report on Qualifying Securitisation.
- Europäische Kommission (2012): Schattenbankwesen. Grünbuch.
- Europäische Kommission (2015a): Schaffung einer Kapitalmarktunion. Grünbuch.
- Europäische Kommission (2015b): Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion.
- Europäische Zentralbank (EZB) (2013): Enhancing the Monitoring of Shadow Banking. In: ECB Monthly Bulletin, February, 89-99.
- Europäische Zentralbank (EZB) (2015a): Financial Stability Review, Mai.
- Europäische Zentralbank (EZB) (2015b): Report on financial structures, October.
- Europäische Zentralbank (EZB) (2015c): Survey on Access to Finance, December.
- European Securities and Markets Authority (ESMA) (2015): Report on Trends, Risks and Vulnerabilities, No. 1/2015.
- Fernandez, Rodrigo; Vander Stichele, Myriam (2013): Fahrplan der Kommission zur Kontrolle des Schattenbankensystems lässt viele Fragen offen. In: WEED (2013): Newsletter „EU-Finanzreform“, Ausgabe 20, 3ff.
- Fichtner, Jan (2015): The Offshore-Intensity Ratio. Identifying the Strongest Magnets for Foreign Capital. CITYPERC Working Paper Series 2015/02.
- Finance Watch (2015): Capital Markets Union in 5 questions. Online unter: <http://www.finance-watch.org/our-work/publications/1061-cmu-in-5-questions-en> (zuletzt abgerufen: 08.03.2016).
- Financial Stability Board (2011): Shadow Banking: Scoping the Issues.
- Financial Stability Board (2013): Global Shadow Banking Monitoring Report 2013.
- Financial Stability Board (2014): Global Shadow Banking Monitoring Report 2014.
- Financial Stability Board (2015): Global Shadow Banking Monitoring Report 2015.
- Financial Times (2015): Luxembourg 'blocking money market reform. Von Attracta Mooney. Online unter: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/5df913fa-94f1-11e5-bd82-c1fb87bef7af.html#axzz3t4AD9qta> (zuletzt aufgerufen: 1.12.2015).
- Friedman, Hershey H.; Friedman, Linda W. (2009): The Global Financial Crisis of 2008: What Went Wrong? Working Paper.
- Gabor, Daniela; Vestergaard, Jakob (2015): The Capital Markets Union: Faith in Finance Restored, Contract with Finance Rewritten? Online unter: <http://criticalfinance.org/2015/06/08/the-capital-markets-union-faith-in-finance-restored-contract-with-finance-rewritten/> (21.10.2015).
- Giegold, Sven (2013): Shadow banking: Disappointing money market proposals fall far short of recommended regulation. Online unter: <http://www.sven-giegold.de/2013/financial-regulation-shadow-banking-disappointing-money-market-proposals-fall-far-short-of-recommended-regulation/> (zuletzt abgerufen: 21.10.2015).
- Giegold, Sven (2015): Schattenbanken dürfen jubeln. Online unter: <http://www.sven-giegold.de/2015/schattenbanken-duerfen-jubeln/> (zuletzt abgerufen: 21.10.2015).

- Giegold, Sven (2015b): Kapitalmarktunion darf nicht für Deregulierungswelle missbraucht werden. Online unter: <http://www.sven-giegold.de/2015/kapitalmarktunion-darf-nicht-fuer-deregulierungswelle-missbraucht-werden/>. (zuletzt abgerufen: 2.11.2015).
- Godfrey, Brian; Golden, Brian (2012): Measuring Shadow Banking in Ireland using Granular Data. In: Central Bank of Ireland Quarterly Bulletin, Q4, 82-96.
- Godfrey, Brian; Killeen, Neill; Moloney, Kitty (2015): Data Gaps and Shadow Banking: Profiling Special Purpose Vehicles' Activities in Ireland. In: Central Bank of Ireland Quarterly Bulletin, Q3, 48-60.
- Hahn, Franz R. (2006): WIFO-Weißbuch: Mehr Beschäftigung durch Wachstum auf Basis von Innovation und Qualifikation. Teilstudie 5: Der Einfluss der Finanz- und Kapitalmarktssysteme.
- Hansson, Daniel; Oscarius, Louise; Söderberg, Jonas (2014): Shadow banking from a Swedish perspective. In: Sveriges Riksbank Economic Review, 3, 23-58.
- Harutyunyan, Artak; Massara, Alexander; Ugazio, Giovanni; Amidzic, Goran; Walton, Richard (2015): Shedding Light on Shadow Banking. IMF Working Paper 15/1.
- Hellwig, Martin (2010): Finanzkrise und Reformbedarf [The Financial Crisis and Regulatory Reform], issue 2010/19, Bonn, Max Planck Institute for Research on Collective Goods.
- Henn, Markus (2014): Finanzlobby bringt Regulierung von Schattenbanken zu Fall. In: WEED: Newsletter „EU-Finanzreform“, Ausgabe 23. Online unter: http://www2.weed-online.org/uploads/newsletter_eu_finanzreform_maerz_2014.pdf (zuletzt abgerufen: 30.11.2015).
- Henn, Markus (2015): Schattenbanken: G29 lassen sich Zeit, während die Finanzlobby in der EU zuschlägt. In: WEED: Newsletter „EU-Finanzreform“, Ausgabe 29. Online unter: http://www2.weed-online.org/uploads/newsletter_eu_finanzreform_maerz_2015.pdf (zuletzt abgerufen: 21.10.2015).
- Hill, Jonathan (2015): A stronger capital markets union for Europe. Financial Times, 29. September. Online unter: <http://www.ft.com/cms/s/0/b00f7b4a-66a0-11e5-a57f-21b88f7d973f.html> (zuletzt abgerufen: 26.11.2015).
- Independent Annual Growth Survey (iAGS) (2016): Fourth Report: Give Recover a Chance. Online unter: http://www.iags-project.org/documents/iags_report2016.pdf (zuletzt abgerufen: 30.04.2016).
- International Financial Law Review (IFLR) (2005): Austria struggles to make most of securitization. Online unter: <http://www.iflr.com/Article/1984841/Austria-struggles-to-make-most-of-securitization.html> (zuletzt abgerufen: 19.10.2015).
- International Monetary Fund (IMF) (2014): Global Financial Stability Report. Oktober.
- Kessler, Oliver; Wilhelm, Benjamin (2014): Finanzialisierung und die Performativität des Schattenbankensystems. In: Heires, Marcel; Nölke, Andreas (Hg.): Politische Ökonomie der Finanzialisierung, Springer VS: Wiesbaden, 97-113.
- Lemaire, Frédéric; Plihon, Dominique (2016): Eine finanzpolitische Zeitbombe. In: Le Monde, 7. Januar 2016. Online unter: http://monde-diplomatique.de/artikel/!5264078?utm_content=buffer5 (zuletzt abgerufen: 08.03.2016).
- Luttrell, David; Rosenblum, Harvey; Thies, Jackson (2012): Understanding the Risks Inherent in Shadow Banking: A Primer and Practical Lessons Learned. Federal Reserve Bank of Dallas, Staff Papers No. 18.
- Mastromatteo, Giuseppe; Rossi, Sergio (2015): The economics of deflation in the euro area: a critique of fiscal austerity. In: Review of Keynesian Economics, 3(3), 336-350.
- McCully, Paul (2007): Teton Reflections. Global Central Bank Focus, PIMCO.

- Mersch, Yves (2014): Banks, SMEs and securitisation. Rede am 7. April 2014 bei der Veranstaltung „Exchange of Ideas“ von Deutscher Börse und Clearstream. Online unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140407.en.html> (zuletzt abgerufen: 30.10.2015)
- Oesterreichische Nationalbank (OeNB) (2004): Best Practice im Risikomanagement von Verbriefungen (gemeinsam mit der Österreichischen Finanzmarktaufsicht (FMA)).
- Perotti, Enrico (2013): The roots of shadow banking. Centre for Economic Policy Research, CEPR Policy Insight No. 69.
- Piketty, Thomas (2014): Capital in the Twenty-First Century. Cambridge, Massachusetts, and London, England: The Belknap Press of Harvard University Press.
- Pozsar, Zoltan; Adrian, Tobias; Ashcraft, Adam; Boesky, Hayley (2012): Shadow Banking. Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports 458, Revised February 2012.
- Profil (2010): NÖ versuchte, spekulative Papiere mithilfe eines irischen Fonds zu retten. Online unter: <http://www.profil.at/home/noe-papiere-fonds-264800> (zuletzt abgerufen: 19.10.2015)
- Profil (2013): Spieltrieb: Niederösterreich sitzt auf 700 Millionen Euro an riskanten Veranlagungen. Online unter: <http://www.profil.at/wirtschaft/spieltrieb-niederosterreich-700-millionen-euro-veranlagungen-350092> (zuletzt abgerufen: 19.10.2015).
- Raiffeisen Zentralbank (RZB) (2015): Geschäftsbericht 2014. Online unter: <http://www.rzb.at/eBusiness/services/resources/media/831197035645054749-831197001285316293-1065013096180416530-1-1-NA.pdf> (zuletzt abgerufen: 14.3.2016).
- Schmidt, Michaela (2012): Regulierungsoasen und Schattenbanken – die blinden Flecken der Finanzmärkte. In: WISO, 2/2012, 103-118.
- Schroeter, Ulrich G. (2014): Ratings - Bonitätsbeurteilungen durch Dritte im System des Finanzmarkt-, Gesellschafts- und Vertragsrechts. Tübingen : Mohr Siebeck.
- Shaxson, Nicholas (2011): Schatzinseln. Wie Steueroasen die Demokratie untergraben. Zürich: Rotpunktverlag.
- SOMO (2015): European Capital Markets Union. False promises of growth and risks to financial stability? SOMO Paper, September 2015.
- Stewart, Jim (2008): Shadow Regulation and the Shadow Banking System. The Role of the Dublin International Financial Services Centre. Tax Justice Focus, 4/29, 1-3.
- Stewart, Jim (2013): Low Tax Financial Centres and the Financial Crisis: The Case of the Irish Financial Services Centre. IIS Discussion Paper No. 420.
- Süddeutsche Zeitung (2015): Ringen um Schattenbanken. Von Alexander Hagelüken. Online unter: <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/finanzkrisen-ringen-um-schattenbanken-1.2454744> (zuletzt abgerufen: 21.10.2015).
- Suro, Renato (2014): Entwurf eines Berichts über den Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über die Meldung und Transparenz von Wertpapierfinanzierungsgeschäften. Europäisches Parlament, Ausschuss für Wirtschaft und Währung, 2014/0017(COD). Online unter: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=COMPARTL&reference=PE-544.170&format=PDF&language=DE&secondRef=01> (zuletzt abgerufen: 26.11.2015).
- Tax Justice Network (2015a): How Ireland became an offshore financial centre. Narrative Report, Financial Secrecy Index. Online unter: <http://www.taxjustice.net/wp-content/uploads/2015/11/Ireland.pdf> (zuletzt abgerufen: 27.11.1015).

Tax Justice Network (2015b): Report on Malta. Online unter:

<http://www.financialsecrecyindex.com/PDF/Malta.pdf> (zuletzt abgerufen: 13.12.2015).

UNCTAD (2015): Trade and Development Report 2015.

Young, Brigitte (2014): Financial crisis: causes, policy responses, future challenges. Outcomes of EU-funded research. Directorate-General for Research and Innovation, European Commission, Brüssel.