



Rat der  
Europäischen Union

Brüssel, den 5. Februar 2015  
(OR. en)

5923/15

EF 24  
ECOFIN 67

### ÜBERMITTLUNGSVERMERK

---

Absender: Herr Jordi AYET PUIGARNAU, Direktor, im Auftrag der Generalsekretärin der Europäischen Kommission

Eingangsdatum: 3. Februar 2015

Empfänger: Herr Uwe CORSEPIUS, Generalsekretär des Rates der Europäischen Union

---

Nr. Komm.dok.: COM(2015) 39 final

---

Betr.: BERICHT DER KOMMISSION AN DAS EUROPÄISCHE PARLAMENT UND DEN RAT gemäß Artikel 85 Absatz 2 der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister zur Bewertung der Fortschritte und Bemühungen der zentralen Gegenparteien bei der Entwicklung technischer Lösungen für die Übertragung unbarer Sicherheiten als Nachschussleistungen durch Altersversorgungssysteme sowie der Notwendigkeit weiterer Maßnahmen zur Erleichterung solcher Lösungen

---

Die Delegationen erhalten in der Anlage das Dokument COM(2015) 39 final.

---

Anl.: COM(2015) 39 final

Brüssel, den 3.2.2015  
COM(2015) 39 final

**BERICHT DER KOMMISSION AN DAS EUROPÄISCHE PARLAMENT UND DEN  
RAT**

**gemäß Artikel 85 Absatz 2 der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen  
Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien  
und Transaktionsregister zur Bewertung der Fortschritte und Bemühungen der  
zentralen Gegenparteien bei der Entwicklung technischer Lösungen für die  
Übertragung unbarer Sicherheiten als Nachschussleistungen durch  
Altersversorgungssysteme sowie der Notwendigkeit weiterer Maßnahmen zur  
Erleichterung solcher Lösungen**

## 1. EINLEITUNG

Die Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (EMIR) wurde am 27. Juli 2012 im Amtsblatt der Europäischen Union (EU) veröffentlicht und trat am 16. August 2012 in Kraft.

Nach der EMIR-Verordnung müssen standardisierte OTC-Derivate (d. h. Derivate, die bestimmte Qualifikationskriterien erfüllen), wozu auch ein hohes Maß an Liquidität gehört, einem zentralen Clearing über zentrale Gegenparteien (CCP) unterzogen werden.

CCP sind Einrichtungen, die zwischen die beiden Gegenparteien einer Transaktion treten und somit 'für jeden Verkäufer als Käufer' bzw. 'für jeden Käufer als Verkäufer' fungieren. Als Gegenpartei für jede Position trägt die CCP das Gegenparteiausfallrisiko, sollte eine ihrer Gegenparteien ausfallen.

CCP sind so konzipiert, dass sie den Ausfall eines Clearing-Mitglieds oder Kunden hauptsächlich durch die Verwendung gängiger und konservativer Sicherheiten – oder 'Margen'–Anforderungen auffangen können, die auf der Grundlage möglicher Verluste bei einem Zahlungsausfall berechnet werden. Zur Erfüllung von Nachschussleistungen akzeptieren CCP nur hochliquide Aktiva - in der Regel Bargeld - als Sicherheiten, so dass eine rasche Abwicklung im Falle eines Ausfalls erfolgen kann.

In vielen Mitgliedstaaten sind Altersversorgungssysteme <sup>1</sup> aktive Teilnehmer auf den OTC-Derivatemärkten. In der Regel halten die Altersversorgungssysteme ihre Barmittel-Positionen jedoch so gering wie möglich und führen stattdessen höher rentierende Titel, wie z. B. Wertpapiere, um hohe Renditen für ihre Begünstigten, d. h. die Altersversorgungsberechtigten zu erwirtschaften. Da CCP als Sicherheiten zur Erfüllung von Nachschussleistungen keine unbaren Aktiva akzeptieren können, müssten die Altersversorgungssysteme kurzfristige Barmittel durch Aufnahme von Barkrediten oder durch Veräußerung anderer Vermögenswerte beschaffen, um den CCP-Nachschussverpflichtungen nachkommen zu können. Bei bilateralen Beziehungen ist dies derzeit nicht der Fall, da Altersversorgungssysteme dort ihren bilateralen Gegenparteien unbare Vermögenswerte zur Abdeckung des jeweiligen Nachschusses zur Verfügung stellen können. Eine solche Beibehaltung der Barreserven verursacht den Altersversorgungssystemen hohe Opportunitätskosten, da Barsicherheiten nur gering verzinst werden. Die Kosten des zentralen Clearing würden daher letztendlich die Altersversorgung der Begünstigten verringern, sollten die Altersversorgungssysteme Bargeldpositionen zur Erfüllung von Nachschussleistungen halten müssen.

Kommission, Rat und Parlament haben sich folglich auf eine vorübergehende Befreiung (drei Jahre) der Altersversorgungssysteme von der Clearingpflicht geeinigt, sofern bestimmte, in Artikel 89 Absatz 1 der EMIR-Verordnung genannte Kriterien<sup>ii</sup> erfüllt sind. Die Befreiung kann um bis zu drei weitere Jahre verlängert werden. Dieser Übergangszeitraum wurde in der EMIR ausdrücklich vorgesehen, um den CCP mehr Zeit für die Entwicklung technischer Lösungen zwecks Übertragung unbarer Sicherheiten zur Erfüllung von Nachschussleistungen zu geben.

## 2. GEGENSTAND DES BERICHTS

Gemäß Artikel 85 Absatz 2 EMIR werden in diesem Bericht die Fortschritte und Anstrengungen der CCP bei der Erarbeitung technischer Lösungen für die Übertragung unbarer Sicherheiten als Nachschusszahlungen durch Altersversorgungssysteme sowie die gegebenenfalls notwendigen Maßnahmen zur Erleichterung einer solchen Lösung bewertet.

Sollte die Kommission der Auffassung sein, dass die notwendigen Bemühungen um geeignete technische Lösungen nicht unternommen worden sind und dass die nachteiligen Auswirkungen eines zentralen Clearings von Derivatekontrakten auf die Ruhestandseinkünfte künftiger Rentenempfänger bestehen bleiben, wird ihr ebenfalls gemäß Artikel 85 Absatz 2 EMIR die Befugnis übertragen, gemäß Artikel 82 in Bezug auf die Verlängerung des in Artikel 89 Absatz 1 genannten Dreijahreszeitraums einmal um zwei Jahre und einmal um ein Jahr delegierte Rechtsakte zu erlassen.

Um die derzeitige Situation in vollem Umfang beurteilen zu können, hat die Kommission eine Grundlagenstudie zur Klärung der Frage in Auftrag gegeben, ob die CCP die notwendigen Bemühungen um geeignete technische Lösungen für die Übertragung unbarer Sicherheiten als Nachschusszahlungen seitens der Altersversorgungssysteme unternommen haben. In dieser Grundlagenstudie werden auch potenzielle und alternative Lösungen analysiert. Schließlich wurden in der Grundlagenstudie die Auswirkungen der Abschaffung der Befreiung ohne eine Lösung analysiert, wobei die Verringerung der Altersversorgung für die Empfänger der jeweiligen Altersversorgungssysteme berechnet wurde<sup>iii</sup>.

Gemäß Artikel 85 Absatz 2 der Verordnung hat die Europäische Kommission bei der Vorbereitung dieses Berichts die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde und die Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung konsultiert.

### 3. BEMÜHUNGEN DER CCP

#### 3.1. EINE „REPO“-DIENSTLEISTUNG FÜR ALTERSVERSORGUNGSSYSTEME

Zum gegenwärtigen Zeitpunkt hat lediglich eine CCP nennenswerte Anstrengungen zur Erarbeitung einer Lösung für die Verbuchung unbarer Sicherheiten zur Erfüllung von Nachschussleistungen unternommen.

Diese CCP arbeitet derzeit intensiv an der Entwicklung einer Dienstleistung (im Folgenden „Repo-Dienstleistung für das Altersversorgungssystem“<sup>iv</sup>), mit der das Problem der Altersversorgungssysteme im Hinblick auf die Abdeckung der erforderlichen Nachschussleistungen angegangen werden soll.

Die vorgeschlagene Dienstleistung würde es einer begrenzten Zahl von Marktteilnehmern, die keine Händler sind, (einschließlich Altersversorgungssystemen) gestatten, sich dessen Handel mit Pensionsgeschäften (Repo-Geschäfte) und dessen Clearing-Dienst anzuschließen. Bei einem Repo-Geschäft verkauft eine Partei einen Vermögenswert (in der Regel festverzinsliche Wertpapiere) an eine andere Partei und verpflichtet sich, den Vermögenswert in der Zukunft zu einem festgelegten Preis zurückzukaufen. Der Vermögenswert dient als Sicherheit und mindert das Gegenparteiausfallrisiko, das der Käufer gegenüber dem Verkäufer trägt. Repo-Geschäfte werden daher als ein Mittel für Altersversorgungssysteme angesehen, ihre unbaren Vermögenswerte in Barmittel umzuwandeln, die CCP zur Erfüllung von Nachschussleistungen benötigen, während sie Eigentümer bleiben und – was entscheidend ist – die Anlagerenditen der langfristigen Vermögenswerte einbehalten. Im Rahmen der vorgeschlagenen Repo-Dienstleistung für Altersversorgungssysteme würden diese Repo-Geschäfte mit anderen Marktteilnehmern des Handelsdienstes tätigen und dabei aufgrund der üblichen Anlagen bereits in ihrem Besitz befindliche Wertpapiere zurückgreifen. Diese Geschäfte würden über die CCP-Repo-Handelsplattform abgewickelt und automatisch über deren Clearing-Dienst gecleart werden. Die durch die Repo-Geschäfte erwirtschafteten Barmittel könnten dann bei der CCP als Position zur Erfüllung von Nachschussleistungen hinterlegt werden. Die Repo-Geschäfte selbst würden dann über die CCP gecleart. Folglich würde das Gegenparteiausfallrisiko der Altersversorgungssysteme für dieses Geschäft von der CCP abgeschwächt werden.

Dieser Dienst würde Altersversorgungssystemen die Ausführung von Repo-Geschäften ermöglichen, während die Verwaltung der Positionen beim CCP zentralisiert würde. Dadurch würde jegliches bilaterales Restrisiko in Bezug auf den Ausfall der Gegenpartei bei Repo-Geschäften gemindert werden, da die CCP an die Stelle der Repo-Gegenpartei tritt.

Da die Repo-Dienstleistung für das Altersversorgungssystem noch in der Entwicklung begriffen ist, sind zum jetzigen Zeitpunkt einige wichtige Fragen in Bezug auf die Tragfähigkeit einer solchen Dienstleistung zu klären. Wie in Abschnitt 4.3 ausführlicher dargelegt, vertritt die Kommission die Auffassung, dass es für Altersversorgungssysteme auf den bilateralen Repomärkten möglicherweise keine ausreichenden Kapazitäten gibt, um in Zeiten angespannter Märkte die zur Erfüllung von CCP-Nachschussforderungen benötigten Barmittel abrufen zu können. Es muss daher hinterfragt werden, ob sich gelearnte Repomärkte entwickeln werden, die die von Altersversorgungssystemen zusätzlich benötigten Kapazitäten schaffen können. Die Fähigkeit der Bankdienstleister, die Repo-Liquidität anbieten, ihre Geschäfte von bilateralen Risiken zu befreien und stattdessen mit der CCP zu handeln, könnte zu niedrigeren Eigenkapitalanforderungen führen, die einen Anreiz für eine verstärkte Repo-Tätigkeit schaffen könnten. Allerdings könnten auch andere regulatorische Faktoren die Entwicklung der Repo-Märkte kurz- bis mittelfristig beeinflussen. Dazu zählen regulatorische Initiativen im Rahmen von Basel III und die vorgeschlagene EU-Finanztransaktionssteuer sowie mögliche Grundsätze für obligatorische Sicherheitsabschläge auf Vermögenswerte gemäß den Arbeiten des Rates für Finanzstabilität (FSB) auf dem Gebiet der Wertpapierleih- und Pensionsgeschäfte. Es ist möglich, dass die Repo-Märkte für Liquiditätsbereitsteller an Attraktivität und damit auch an Volumen verlieren.

Darüber hinaus ist fraglich, ob alle – oder sogar die Mehrheit der – Altersversorgungssysteme, die Schwierigkeiten bei der Erfüllung der Nachschussleistungen in bar haben, auf diese Dienstleistung zurückgreifen. Grund dafür ist, dass die Teilnehmer bei dieser Dienstleistung nur im Rahmen einer besonderen Mitgliedschaftsvereinbarung Zugang zur CCP haben, der zufolge das Altersversorgungssystem verpflichtet wäre, Beiträge zu einem Sonderausfallfonds zu leisten. Der Ausfallfonds würde nicht dazu genutzt werden, Verluste anderer Clearing-Mitglieder abzudecken, so wie dies bei konventionellen Mitgliedschaftsvereinbarungen der Fall ist. Vielmehr würden nur direkte Verluste abgedeckt, die durch den potenziellen Ausfall des Altersversorgungssystems selbst verursacht würden. Das Altersversorgungssystem ist deshalb keinen Verlusten seitens anderer säumiger Clearingteilnehmer ausgesetzt. Es impliziert jedoch einen Upfront-Beitrag an zusätzlichen Sicherheiten, der unter Umständen nicht für alle Altersversorgungssysteme und ihre Verwalter bzw. Treuhänder akzeptabel ist.

Schließlich sind die Kosten, die Altersversorgungssystemen beim Rückgriff auf die potenzielle Repo-Dienstleistung entstehen, zum gegenwärtigen Zeitpunkt nicht bekannt. Es ist möglich, dass die Kosten für gelearnte Repo-Geschäfte die Kosten für bilaterale Repo-Geschäfte übersteigen. Grund dafür ist, dass die Altersversorgungssysteme wie oben beschrieben über einen Ausfallfonds verfügen

müssen. Auch ist auf das Geschäft eine Clearinggebühr zu berechnen. Für die Einrichtung operationeller Verbindungen zur Dienstleistung und für Verträge entstehen den Altersversorgungssystemen zudem Ausführungskosten.

Diese potenzielle Dienstleistung ist noch in der Entwicklungsphase. Sie soll im ersten Halbjahr 2015 verfügbar sein. Die Kommission wird mit der betreffenden CCP und den Altersversorgungssystemen weiterhin zusammenarbeiten, um bei der Markteinführung dieser Dienstleistung zu prüfen, ob sie den Bedürfnissen der Altersversorgungssysteme gerecht wird.

Auch wird die Kommission mit Interesse die Möglichkeiten anderer CCP bei der Entwicklung vergleichbarer Dienstleistungen prüfen.

Da die vorgeschlagene Dienstleistung noch nicht existiert, hat die Kommission zusätzliche potenzielle technische Lösungen untersucht, um zu ermitteln, ob die CCP nicht andere Maßnahmen ergreifen könnten, die Altersversorgungssystemen die Hinterlegung unbarer Sicherheiten zur Erfüllung von Nachschussleistungen ermöglichen würden. Diese möglichen technischen Lösungen sind nachstehend beschrieben. Die Tragfähigkeit der einzelnen Optionen wird unter Berücksichtigung der einschlägigen rechtlichen, wirtschaftlichen, politischen und praktischen Hindernisse, der damit verbundenen Risiken und den Altersversorgungssystemen unter Umständen entstehenden Kosten geprüft.

In der Grundlagenstudie wurde auch untersucht, ob außerhalb der CCP- Infrastruktur Alternativlösungen für Altersversorgungssysteme bestehen, die diesen ein zentrales Clearing ermöglichen, ohne dass dies die Altersversorgung beeinträchtigt. Diese alternativen Lösungen werden ebenfalls im Folgenden einschließlich einer Analyse ihrer Tragfähigkeit beschrieben.

Die mit den technischen oder alternativen Lösungen einhergehenden Risiken sind natürlich gegen die Höhe der Minderung des systemischen Risikos abzuwägen, das mit einem zentralen Clearing einhergeht.

### 3.2. POTENZIELLE ALTERNATIVLÖSUNGEN

#### (i) *Umwandlung von Sicherheiten durch CCP*

Dabei würde es sich um eine den Altersversorgungssystemen von den CCP angebotene Repo-Dienstleistung handeln, bei der die CCP die zentrale Gegenpartei des Repo-Geschäfts wäre und den Altersversorgungssystemen Barmittel gegen Wertpapiere zur Verfügung stellen würde. Vom Grundkonzept ist dies mit der oben beschriebenen, in Entwicklung befindlichen Repo-Dienstleistung für

Altersversorgungssysteme vergleichbar. Bei dieser potenziellen Lösung wird jedoch nicht davon ausgegangen, dass die CCP auch eine geregelte Repo-Handelsplattform und damit verbundene Clearing-Dienstleistungen anbieten kann.

Die jeweilige CCP müsste dann zur Beschaffung der Barmittel parallel ein sogenanntes „Back-to-back-Repo-Geschäft“ mit einem Dritten durchführen. Bei diesem Dritten würde es sich entweder um eine Platzierungsbank auf dem Repo-Markt oder eine Zentralbank handeln.

Es ist fraglich, ob eine Vereinbarung, bei der die Zentralbank der einzige Anbieter von Liquidität für Repo-Geschäfte wäre, für diese Zentralbank akzeptabel wäre. Daher wird bei dieser Diskussion von einer Lösung ausgegangen, bei der die CCP unter „normalen“ Bedingungen auf Geschäftsbanken und nur bei ungünstigen Marktszenarien auf die Zentralbank zurückgreift.

Derzeit können nicht alle CCP routinemäßig die Kreditfazilitäten der Zentralbanken in Anspruch nehmen. Bestimmte CCP in der EU haben derzeit Zugang zu innerhalb eines Tages gewährten Krediten und unter bestimmten Bedingungen zu Übernachtskrediten. Dieser Zugang reicht jedoch möglicherweise nicht aus, um eine auf Repo-Geschäften basierende Standardumwandlung von Sicherheiten durchzuführen. Dazu müssten CCP zumindest Zugang zu Übernachtskreditenrichtungen oder sogar zu Kreditgeschäften mit längeren Fälligkeiten haben, um ein Rollover kurzfristiger Repo-Geschäfte auf Tagesbasis zu vermeiden. Damit würde sich die Praxis zwischen CCP und Zentralbanken verändern, was die Zentralbanken und ihre Beteiligten sorgfältig prüfen müssten.

Was das Gegenparteiausfall- und das Marktrisiko betrifft, würden die CCP bei dieser möglichen Lösung ein erhöhtes Risiko eingehen. Dadurch erhöht sich wiederum das Systemrisiko durch CCP.

Weitere Hindernisse bestehen darin, dass die CCP in die erforderliche Handels- und Vermögensverwaltungskapazität sowie in operationelle und juristische Änderungen investieren muss. Dies gilt vor allem für ihre Gegenparteiausfallverfahren, bei denen Repo-Geschäfte mit einem ausfallenden Clearing-Mitglied unter Umständen gleichzeitig mit den betroffenen OTC-Derivateportfolios abgewickelt werden müssen.

*(ii) Direkte Akzeptanz unbarer Vermögenswerte mit Durchleitung an die Empfänger von Nachschussleistungen*

In diesem Fall gestatteten die CCP den Altersversorgungssystemen, Nachschussleistungen in Form unbarer, von ihnen bereits gehaltener Vermögenswerte wie Staatsschuldtitle zu hinterlegen und entgegenzunehmen. Diese Vermögenswerte werden dann an die „in-the-money“-Gegenpartei des Geschäfts weiterberechnet.

Eine CCP müsste für das Clearing zwei parallele Produkte zu denselben wirtschaftlichen Basiskonditionen anbieten – bei dem einem Produkt würde die Nachschussleistung in bar gezahlt und entgegengenommen werden; bei dem anderen in spezifischen beleihbaren Wertpapieren. Dadurch würden die Marktliquidität eingeschränkt und die Wahrscheinlichkeit größerer Handelsspannen und einer geringeren Flexibilität durch die Übertragung oder Liquidation der Positionen des ausfallenden CCP-Teilnehmers erhöht werden. Auch könnten Nachschussforderungen in Form von Sicherheiten nicht zwischen den beiden Produkten aufgerechnet werden.

Die rechtzeitige Abwicklung ist ein weiteres wichtiges Hindernis dafür, dass diese Option umgesetzt werden kann. Teilnehmer, die unbare Nachschussleistungen hinterlegen, müssten in der Lage sein, die Wertpapiere am selben Tag, an dem die Sicherheit angefordert wird, auf die CCP zu übertragen. Dies dürfte in der Praxis jedoch nur schwer zu bewältigen sein, denn eine Abwicklung am selben Tag ist derzeit bei den Zentralverwahrern nicht üblich. Eine weitere Schwierigkeit besteht darin, dass Wertpapiere nur in übertragbaren Einheiten ausgetauscht werden dürfen. Da die CCP die Nachschussforderungen oder –verbindlichkeiten in monetären Werten berechnet, müsste die CCP eine Marktvereinbarung darüber treffen, wie diese Werte in eine zu liefernde Anzahl von Sicherheiten jeglicher Art umzuwandeln wären, für die sich der Zahler der Nachschussleistungen entscheidet mit der Folge, dass es zwischen der CCP und den Clearing-Mitgliedern zu Rundungsdifferenzen und Anpassungen der Barmittel käme.

Darüber hinaus müssten die CCP, Clearing-Mitglieder, Verwahrer, Vermögensverwalter und Altersversorgungssysteme zusätzliche Kosten in Höhe von mehreren Millionen Euro tragen, um die erforderlichen operationellen Kapazitäten auf diesem Gebiet bereit zu stellen.

Im Hinblick auf die Rechtmäßigkeit bestehen ebenfalls Zweifel daran, ob die Durchleitung von Wertpapieren an den Empfänger der Nachschussleistungen der Anforderung einiger Altersversorgungssysteme gerecht würde, die Kontrolle über ihre Aktiva zu behalten.

*(iii) Akzeptanz unbarer Vermögenswerte mit Sicherungsrecht, die an die Empfänger von Nachschussleistungen durchgeleitet werden*

Auch in diesem Fall würde die CCP den Altersversorgungssystemen gestatten, Nachschussleistungen in Form von Wertpapieren wie unter ii) zu hinterlegen.

Anstatt jedoch die Wertpapiere an die Gegenparteien weiterzuleiten, die Nachschussleistungen zu erhalten haben, würde die CCP dem Empfänger der Nachschussleistung ein Sicherungsrecht über die verbuchten Wertpapiere einräumen.

Bei dieser Lösung werden die Vermögenswerte zur Deckung der Nachschussleistung nicht auf den Empfänger dieser Leistung übertragen. Folglich wird das Risiko im Kontrakt nicht wirklich ausgeglichen. Es besteht lediglich ein Rechtsanspruch, der sich im Laufe der Zeit wertmäßig verändert. Bei einem Ausfall wäre der Wert der Forderung bis zu ihrer Regulierung ungewiss. Dieses zusätzliche Risiko würde dazu führen, dass der Kontrakt anders bepreist werden müsste und er teurer als üblicherweise bar abgerechnete Kontrakte werden würde, was wiederum zu einer Zweiteilung geclearter Produkte mit geringerer Liquidität bei dem auf die Altersversorgungssysteme ausgerichteten Produkt führt.

Auch das Rechtsrisiko stellt ein Hindernis für diese Lösung dar, da Sicherungsrechte in der EU nicht immer den gleichen Rechtsrahmen unterliegen. Dies kann potenziell zu Rechtsunsicherheit für den Fall eines Ausfalls führen.

(iv) *'Quad-Party'-Sicherheit für ein Sicherungsrecht bei Nachschussleistungen*

Dabei handelt es sich um eine Variante der vorherigen Lösung, bei der die Wertpapiere von einem Verwahrer gehalten werden. Grundlage dafür wäre eine Vereinbarung zwischen ihm, dem Altersversorgungssystem, der Gegenpartei zur ursprünglichen Transaktion und der CCP.

Diese Regelung würde es Altersversorgungssystemen ermöglichen, unbare Vermögenswerte als Nachschussleistung zu hinterlegen, ohne dass sie in Barmittel umgewandelt werden müssen. Stattdessen würde die Sicherheit in Form eines Sicherungsrechts zugunsten der Gegenpartei zur Verfügung gestellt. Das Altersversorgungssystem würde seine Sicherheitenverwaltung auf einen Verwahrer auf der Grundlage einer zwischen den vier beteiligten Parteien – dem Altersversorgungssystem, der Gegenpartei, der CCP und dem Verwahrer – getroffenen Vereinbarung übertragen. Diese Lösung würde auf bestehenden Dreiparteien-Sicherheitenverwaltungsdiensten aufbauen.

Diese Lösung ist insofern mit den gleichen Herausforderungen verbunden wie die vorherige, als sie zu einem offenen Gegenparteiausfallrisiko führt, was der Funktion des Altersversorgungssystems zuwiderläuft und für Clearing-Mitglieder, Gegenparteien und Regulierungsbehörden problematisch sein kann.

Auch hier würde es wieder zu einer Zweiteilung der Produkte und Komplikationen bei der Liquidität und beim Netting kommen.

(v) *Umwandlung von Sicherheiten durch Clearing-Mitglieder*

Diese erste Alternative zu einer technischen Lösung bei der CCP besteht in der Möglichkeit für die Altersversorgungssysteme, durch Repo-Geschäfte mit ihren Clearing-Mitgliedern außerhalb der CCP-eigenen Infrastruktur Barmittel zu beschaffen.

Clearing-Mitglieder von OTC-Derivaten-CCP gehören in der Regel Bankengruppen an, die auch auf dem Repo-Markt tätig sind. Dies bedeutet, dass Clearing-Mitglieder offenbar gut platziert sind, um ihren Kunden bei den Altersversorgungssystemen Repo-Dienstleistungen zu diesem Zweck anzubieten, ohne in neue Geschäftstätigkeiten investieren zu müssen. Eine solche Dienstleistung könnte Altersversorgungssystemen unabhängig von ihren designierten Clearing-Brokern auch von Drittbanken erbracht werden.

Die derzeitige Größe der bilateralen Repo-Märkte reicht unter Umständen aber nicht aus, um die Barmittel bereit zu stellen, die Altersversorgungssysteme zur Erfüllung ihrer Verpflichtungen bei den Nachschussleistungen benötigen. Auf jeden Fall wären die Repo-Linien durch die Händler nicht gewährleistet und könnten in Stressphasen aufgehoben werden.

Anhand der Ergebnisse der Grundlagenstudie (siehe insbesondere Abschnitt 5.7.3) wäre der Repo-Markt jedoch nicht in der Lage, der aggregierten Nachfrage von Seiten der Altersversorgungssysteme nachzukommen, die aufgrund einer starken Zinsbewegung (z. B. 100 Basispunkte) eine 100 %ige Finanzierung der Nachschussforderungen in bar benötigten. Folglich hätten die Altersversorgungssysteme - müssten sie sich auf den bilateralen Repo-Markt stützen - keinen Zugang zur Finanzierung, die zur Erfüllung der Nachschussforderungen erforderlich wäre. Dies würde zu offenen Nachschussanforderungen führen, die die Altersversorgungssysteme in Zahlungsverzug setzen und auf die Märkte durchschlagen würden.

Bei dieser Regelung müsste der Clearing-Broker des Altersversorgungssystems die Folgen des Ausfalls des Systems insofern tragen, als er vertraglich verpflichtet sein könnte, die Nachschussforderungen im Namen des Altersversorgungssystems zu erfüllen. Bei den Clearing-Brokern handelt es sich in der Regel um systemisch wichtige Banken, die für das gesamte Banksystem mit Risiken verbunden sind.

*(vi) Wertpapierleihgeschäfte auf Vermittlungsbasis*

Bei diesem Modell würde das Altersversorgungssystem Wertpapiere aus seinem eigenen Bestand an Dritte ausleihen und vom Entleiher Sicherheiten in Form von Barmitteln empfangen, die zur Erfüllung der Nachschussforderungen verwendet werden könnten.

Viele Altersversorgungssysteme greifen bereits im Rahmen etablierter operationeller und rechtlicher Vereinbarungen auf die Wertpapierleihe zurück. Die Möglichkeit zur Wertpapierleihe hängt für ein Altersversorgungssystem jedoch vom Bedarf anderer Marktteilnehmer ab, die angebotenen Vermögenswerte zu einem bestimmten Zeitpunkt zu entleihen. Ob Gegenparteien Wertpapiere tatsächlich entleihen wollen und für welchen Zeitraum dies geschehen soll, entzieht sich der Kontrolle des Altersversorgungssystems. Wertpapierleihgeschäfte können folglich nicht als verlässliche Finanzierungsquelle angesehen werden. Wie bei der obigen Regelung könnte dies potenziell zu offenen Nachschussanforderungen und einem potenziellen Ausfall des Clearing-Brokers des Altersversorgungssystems führen.

*(vii) Besicherte Kredite von Nicht-Finanzunternehmen*

Die Grundlagenstudie zeigt, dass viele Großunternehmen derzeit über erhebliche Liquiditätsreserven verfügen und eventuell an einer besicherten Kreditvergabe interessiert sind.

Bei dieser alternativen Lösung würde das Altersversorgungssystem Wertpapiere im Rahmen eines Repo-Geschäfts hinterlegen und vom Unternehmen Barmittel als Sicherheit für den Rückkauf erhalten (ähnlich wie bei der potenziellen alternativen Lösung unter v)).

Derzeit besteht kein etablierter Markt für besicherte Unternehmenskredite an Altersversorgungssysteme, auch wenn Unternehmen grundsätzlich über Mittel verfügen, die sie Altersversorgungssystemen in bar zur Verfügung stellen könnten, damit diese die Nachschussforderungen von CCP erfüllen können; die Kapazität und Volatilität eines solchen Marktes lassen sich unmöglich bewerten. Bei dieser Alternative muss man sich zudem fragen, ob bei der Schaffung eines solchen Marktes ein Regulierungsbedarf besteht, und wie er sich auf Kosten und Verfügbarkeit auswirkt. Folglich kann sie nicht als eine vertretbare alternative Lösung angesehen werden.

#### 4. SCHLUSSFOLGERUNGEN

##### 4.1. FORTSCHRITTE UND BEMÜHUNGEN DER CCP

Es kann der Schluss gezogen werden, dass die CCP mit Ausnahme der in Abschnitt 3 genannten Repo-Dienstleistung für Altersversorgungssysteme offenbar keine ausreichenden Fortschritte erzielt haben, um technische Lösungen für den Transfer unbarer Sicherheiten als Nachschussleistungen zu entwickeln. So werden die in

Abschnitt 3.2 i) bis iv) dargelegten infrastrukturgestützten potenziellen Alternativlösungen offensichtlich von keiner CCP verfolgt. Es kann der Schluss gezogen werden, dass dies auf die in diesem Bericht aufgezeigten Hindernisse zurückzuführen ist. Dennoch sollten CCP weiterhin Möglichkeiten prüfen, wie die festgestellten Hindernisse für die Durchführung der potenziellen alternativen Lösungen in der Praxis überwunden werden könnten.

Die mangelnden Fortschritte bei der Ermittlung und Entwicklung tragfähiger Lösungen mögen darauf zurückzuführen sein, dass diejenigen CCP, die keine Lösungen entwickelt haben, derzeit nicht zur Erbringung der entsprechenden Dienste in der Lage sind, da sie noch keine Handels- oder Clearing-Dienste auf den Repo-Märkten betreiben, die zu einer einfacheren Umwandlung von Sicherheiten ausgebaut werden könnten. Es kann ferner davon ausgegangen werden, dass die CCP ihre Ressourcen in den letzten zwei bis drei Jahren darauf konzentriert haben, ihre Dienstleistungen den neuen Anforderungen nach der EMIR-Verordnung anzupassen sowie weitere Aspekte der Regulierungsreformen auf EU- und internationaler Ebene umzusetzen.<sup>v</sup> Außerdem haben die CCP allgemein erhebliche Mittel auf die Entwicklung von Kunden-Clearing-Lösungen verwendet, da die Clearing-Pflicht nach der EMIR auf kleine und mittlere Marktteilnehmer ausgeweitet wird (einschließlich Altersversorgungssysteme), die nicht direkt als Clearing-Mitglieder agieren können. Die mangelnden Bemühungen um die Entwicklung technischer Lösungen könnten daher auch darauf zurückgeführt werden, dass die CCP nicht in der Lage waren, neuen Entwicklungen in diesem Bereich Priorität einzuräumen.

#### 4.2 ERFORDERLICHE MASSNAHMEN

Die Kommission wird die Entwicklung der von der zuvor genannten CCP vorgeschlagenen auf Repo-Geschäften basierenden Dienstleistung weiter verfolgen, um zu prüfen, ob dieser Schwerpunkt beibehalten wird und die Lösung erwartungsgemäß 2015 umgesetzt wird. Die erfolgreiche Umsetzung dieser vorgeschlagenen Dienstleistung hängt auch von der kontinuierlichen Zusammenarbeit mit den potenziellen Teilnehmern der Altersversorgungssysteme ab.

Die Kommission wird beim Clearing einschlägiger OTC-Derivate-Geschäfte (Zins- und/oder inflationsindexierte Swaps) auch weiterhin mit anderen CCP in der EU zusammenarbeiten, um zu prüfen, ob diese CCP ähnliche Lösungen übernehmen könnten. Wie oben erläutert, kann dies davon abhängen, ob andere CCP Dienstleistungen beim Handel und Clearing von Repo-Geschäften sowie das Clearing von OTC-Derivaten anbieten können. Nichtsdestoweniger fordert die Kommission alle CCP in der EU eindringlich auf, in Zusammenarbeit mit ihren Clearing-Mitgliedern

und mit Altersversorgungssystemen ihre Überlegungen zur Art und Weise der Überwindung der in diesem Bericht analysierten Hindernisse weiter fortzusetzen, um zu Clearing-Lösungen zu gelangen, die – entweder einzeln oder in Kombination – den Altersversorgungssystemen die erforderliche Kapazität verschaffen, ihre OTC-Derivategeschäfte mit geringeren Auswirkungen auf ihre Renditen zentral zu clearen. Bei einer geeigneten Lösung können Altersversorgungssysteme ihre OTC-Derivategeschäfte ohne hemmende Kosten fortsetzen und gleichzeitig ihren Gegenparteien die Vorteile eines zentralen Clearings und eines umfassenderen Finanzsystems zukommen lassen.

Die Kommission räumt jedoch ein, dass die Altersversorgungssysteme in Ermangelung einer Lösung letztendlich gehalten sein werden, Wertpapiere durch Barmittel zu ersetzen, um spätestens ab August 2018 zur Erfüllung potenzieller Nachschussforderungen eine ausreichende Barmittelreserve zu halten. Zudem sollte in Betracht gezogen werden, dass, auch wenn keine der potenziellen Alternativlösungen eine in jeder Hinsicht zufriedenstellende Lösung für Altersversorgungssysteme zu bieten scheint, eine Kombination aus der Umwandlung von Sicherheiten erforderlich werden könnte. Die Kommission möchte die Branche auch auffordern, zu überlegen, auf welche längerfristigen Finanzierungsmöglichkeiten (wie gedeckte Schuldverschreibungen oder forderungsbesicherte Wertpapiere) die Altersversorgungssysteme zurückgreifen könnten, die einzeln oder in Kombination auch in Stressphasen eine ausreichende und vertrauenswürdige Finanzierungsquelle darstellen würden. Eingeräumt wird auch, dass derlei Finanzierungsmöglichkeiten von der Fähigkeit des Altersversorgungssystems abhängen, das Eigentumsrecht und/oder die Kontrolle über die Wertpapiere, die gegen Barmittel eingetauscht werden, zu behalten. Hier muss für Flexibilität gesorgt werden.

#### 4.3 POTENZIELLE NACHTEILIGE AUSWIRKUNGEN EINES ZENTRALEN CLEARINGS VON DERIVATEKONTRAKTEN AUF DIE RUHESTANDSEINKÜNFTE KÜNFTIGER RENTENEMPFÄNGER

Ohne eine Befreiung von der Clearingpflicht wären Altersversorgungssysteme gezwungen, anstelle der normalerweise in ihrem Bestand befindlichen höher verzinslichen Vermögenswerte, wie z. B. Staatsanleihen, über eine Barmittelreserve zu verfügen. Die Beibehaltung unbarer Vermögenswerte und ein Rückgriff auf die offenen Repo-Märkte auf *ad hoc*-Basis bieten keine ausreichende Sicherheit. Wie in der Grundlagenstudie bereits aufgezeigt, besteht das wichtigste identifizierbare Hindernis dafür in der Tatsache, dass die derzeitigen bilateralen Repo-Märkte offenbar nicht über ausreichend Liquidität für den Bedarf der Altersversorgungssysteme in der EU in Stressfällen verfügen. Diese Schlussfolgerung basiert auf der Analyse der

Märkte für Staatsanleihen in der EU. Der Grundlagenstudie zufolge läge die aggregierte Nachschussforderung für die EU-Altersversorgungssysteme bei einer Veränderung von 100 Basispunkten bei 204–255 Mrd. EUR. Davon entfielen 98–123 Mrd. EUR (82–103 Mrd. £) auf Altersversorgungssysteme im Vereinigten Königreich und wären hauptsächlich an Vermögenswerte in Pfund Sterling gebunden. 106–130 Mrd. EUR wären an Vermögenswerte in Euro (und vielleicht in anderen Währungen) gebunden.

Selbst wenn die Altersversorgungssysteme die einzigen aktiven Teilnehmer auf diesen Märkten wären, würde die Gesamtanforderung bei den Nachschussleistungen bei einer solchen Veränderung die offensichtliche Tageskapazität der britischen 'Gilt'-Repo-Märkte und wahrscheinlich auch die entsprechenden Segmente des EU-Staatsanleihen-Repo-Marktes — d. h. vor allem des auf deutsche Bundesanleihen lautenden, übersteigen. Repo-Liquidität ist bei anderen, weniger liquiden, aber immer noch erstklassigen Wertpapieren vorhanden, auch wenn die Märkte für diese Instrumente in Zeiten von Marktanspannungen eher schrumpfen dürften.

Das Halten von Barreserven zur Deckung potenzieller Marktbewegungen mindert die Gesamterrenditen aus Anlagen, die zugunsten der Rentenempfänger getätigt wurden, die diesen Systemen angehören, was letztlich auch die von den Altersversorgungssystemen an diese Begünstigten als Ruhegehalt ausgezahlten Gesamtbeträge verringern kann.

Der Grundlagenstudie zufolge könnten die Kosten des Wechsels von der bilateralen Besicherung hin zur Hinterlegung der Nachschussleistungen in bar bei CCP mit der entsprechenden Anforderung an die Altersversorgungssysteme folglich über einen Zeitraum von 40 Jahren zu einer kumulierten prozentualen Minderung des Ruhegehalts von bis zu 3,1 % in den Niederlanden und 2,3 % im Vereinigten Königreich führen. Die erwarteten Gesamtauswirkungen auf die Ruhegehälter in der EU im Laufe von 20 bis 40 Jahren beliefen sich auf bis zu 3,66 %. Dies ist unmittelbar darauf zurückzuführen, dass die zu erwartenden Anlagerenditen sinken, da Barmittel anstatt unbarer Wertpapiere gehalten werden müssen.

Diese gravierende Auswirkung, die Rentenempfänger in der gesamten EU betreffen könnte, kann im Vergleich zu den Vorteilen, die Altersversorgungssystemen aus einer Clearingpflicht zum gegenwärtigen Zeitpunkt entstehen könnten, als unverhältnismäßig angesehen werden. Diese Schlussfolgerung berücksichtigt die Tatsache, dass die Geschäfte auf jeden Fall auf bilateraler Basis zu besichern sind, so wie dies die künftigen bilateralen Einschussanforderungen nach Artikel 11 Absatz 3 der EMIR vorsehen. Dadurch würde das Gegenparteiausfallrisiko sowohl aus Sicht der Banken als auch der Altersversorgungssysteme bei Geschäften gemindert, bei denen sie Gegenpartei sind.

Es ist möglich, dass sich Altersversorgungssysteme am höheren Ende der Skala dazu entschließen, ihre Verbindlichkeiten nicht abzusichern, um das derzeitige Niveau der Ruhegehälter für ihre Empfänger beizubehalten. Dabei liefe man Gefahr, dass die Anlagen infolge der unbesicherten Marktvolatilität Verluste verzeichnen, was ebenfalls zu Einbußen bei den Ruhegehältern führen würde.

Es sei jedoch darauf hingewiesen, dass aufgrund der Tatsache, dass sich die große Mehrheit der standardisierten OTC-Derivatekontrakte dem zentralen Clearing anschließt, nicht geclearte Kontrakte im Laufe der Zeit an Liquidität verlieren könnten. Allein dadurch würde die Gesamtkostendifferenz zwischen geclearten und nicht geclearten Kontrakten in Zukunft abnehmen.

#### 4.4 VORSCHLAG FÜR EINEN DELEGIERTEN RECHTSAKT

Die Kommission ist der Auffassung, dass bislang keine ausreichenden Bemühungen um geeignete technische Lösungen unternommen wurden und die nachteiligen Auswirkungen eines zentralen Clearings von Derivatekontrakten auf die Altersversorgung künftiger Ruheständler unverändert bestehen bleiben.

Die Kommission will daher im Rahmen eines delegierten Rechtsakts eine Verlängerung des Zeitraums von drei Jahren gemäß Artikel 89 Absatz 1 EMIR um zwei Jahre vorschlagen. Zudem überwacht die Kommission auch weiterhin die Situation in Bezug auf technische Lösungen für Altersversorgungssysteme, wenn es um die Hinterlegung unbarer Vermögenswerte zur Erfüllung von Nachschussleistungen für CCP geht, um zu prüfen, ob dieser Zeitraum um ein weiteres Jahr verlängert werden sollte.

---

<sup>i</sup> Im Sinne von Artikel 2 Absatz 10 der EMIR.

<sup>ii</sup> Nach Artikel 89 Absatz 1 und 2 der EMIR findet die Befreiung nur Anwendung auf OTC-Derivatekontrakte, die objektiv messbar die Anlagerisiken reduzieren, welche unmittelbar mit der Zahlungsfähigkeit von Altersversorgungssystemen verbunden sind und bei denen die Altersversorgungssysteme Schwierigkeiten bei der Erfüllung der Nachschussanforderungen haben.

<sup>iii</sup> Die Studie wird auf folgender Website der Europäischen Kommission veröffentlicht:  
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/derivatives/index\\_en.htm#maincontentSec2](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_en.htm#maincontentSec2)

<sup>iv</sup> Auch sei darauf hingewiesen dass die derzeit entwickelte Dienstleistung nicht nur auf Altersversorgungssystem beschränkt wäre, sondern auch anderen Marktteilnehmer mit vergleichbaren Bedürfnissen angeboten werden könnte.

---

<sup>v</sup> Mehrere CCP aus der EU sind in Drittländern zugelassen und tätig.