



Brüssel, den 7.12.2022
COM(2022) 696 final

**MITTEILUNG DER KOMMISSION MITTEILUNG DER KOMMISSION AN DAS
EUROPÄISCHE PARLAMENT, DEN RAT, DIE EUROPÄISCHE ZENTRALBANK
UND DEN EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTS- UND SOZIALAUSSCHUSS**

Auf dem Weg zu einem stärkeren EU-Clearingsystem

MITTEILUNG DER KOMMISSION MITTEILUNG DER KOMMISSION AN DAS EUROPÄISCHE PARLAMENT, DEN RAT, DIE EUROPÄISCHE ZENTRALBANK UND DEN EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTS- UND SOZIALAUSSCHUSS

Auf dem Weg zu einem stärkeren EU-Clearingsystem

1. EINFÜHRUNG

Ein sicheres, robustes und wettbewerbsfähiges Clearing-Ökosystem in der EU ist für eine gut funktionierende Kapitalmarktunion von entscheidender Bedeutung. Zentrales Clearing unterstützt den Handel auf den Kapitalmärkten: werden Kontrakte durch zentrales Clearing abgewickelt, tritt eine zentrale Gegenpartei (CCP) zwischen die beiden Handelspartner, die für jeden Käufer zum Verkäufer und für jeden Verkäufer zum Käufer wird und die Ausführung des Vertrags garantiert. Ermöglicht wird dies durch ein System von Garantien, die die CCPs von den Vertragsparteien verlangen. Durch Clearing hält jede Partei nur eine einzige Nettorisikoposition gegenüber der CCP statt eines komplexen Geflechts bilateraler Risikopositionen gegenüber einzelnen Gegenparteien. Die CCPs erhöhen so die Transparenz und Effizienz des Marktes und verringern die Risiken auf den Finanzmärkten, insbesondere bei Derivaten. CCPs spielen eine Schlüsselrolle im Clearing-Ökosystem. Dieses umfasst sowohl an CCPs direkt teilnehmende Einrichtungen („Clearingmitglieder“) wie Großbanken und Wertpapierfirmen, als auch Einrichtungen, die indirekt (d. h. über Clearingmitglieder) an CCPs teilnehmen, wie Investmentfonds, kleinere Banken, Versicherungsunternehmen und Unternehmen. Wenn das Clearing nicht effizient funktioniert, sind Finanzinstitute, Unternehmen und Anleger mit höheren Risiken und Kosten konfrontiert.

Die EU-Vorschriften für das Clearing und CCPs sind in der Verordnung über europäische Marktinfrastrukturen (EMIR)¹ festgelegt, die durch die Verordnung über einen Rahmen für die Sanierung und Abwicklung zentraler Gegenparteien² ergänzt wird. Die EMIR-Verordnung bietet einen soliden Rahmen für das Risikomanagement und die Transparenz auf den Clearingmärkten. Gleichwohl sind neue Herausforderungen entstanden.

Erstens ist die Clearingkapazität ein wichtiger Aspekt der Kapitalmarktunion. Deshalb braucht die EU ein wettbewerbsfähiges und modernes Clearingsystem. Bei der Kapitalmarktunion geht es um die Schaffung tiefer und liquider EU-Kapitalmärkte, die den Bedürfnissen der Bürger, Unternehmen und Finanzinstitute in der EU gerecht werden können. Die Kommission setzt ihren Aktionsplan zur Kapitalmarktunion von 2020 weiter um.³ Zusammen mit dieser Mitteilung nimmt die Kommission einen Legislativvorschlag an, um die Börsennotierung und Kapitalbeschaffung an öffentlichen Märkten für Unternehmen zu erleichtern („Rechtsakt zur Börsennotierung“). Zudem legt die Kommission einen Vorschlag zur Harmonisierung zentraler Aspekte des Insolvenzrechts vor. Damit wird eines der größten Hindernisse für grenzüberschreitende Investitionen in der EU in Angriff genommen. Eine echte Kapitalmarktunion muss jedoch auf wettbewerbsfähigen Marktinfrastrukturen beruhen. Die Kommission hat als Teil der Kapitalmarktunion bereits eine Überarbeitung der Verordnung

¹ Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister, ABl. L 201 vom 27.7.2012, S. 1.

² Verordnung (EU) Nr. 2021/23 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. Dezember 2020 über einen Rahmen für die Sanierung und Abwicklung zentraler Gegenparteien, ABl. L 22 vom 22.1.2021, S. 1.

³ Mitteilung der Kommission „Eine Kapitalmarktunion für die Menschen und Unternehmen – Neuer Aktionsplan“, COM(2020) 590 final.

über Märkte für Finanzinstrumente⁴ und des Rechtsrahmens für Zentralverwahrer⁵ vorgeschlagen. Um die Kapitalmarktunion zu stärken, muss die EU auch ihre heimischen Clearingkapazitäten ausbauen.

Zweitens muss das Clearing-Ökosystem der EU **sicher und widerstandsfähig**. Dazu muss die Aufsicht durch die EU verstärkt werden, um eine angemessene Überwachung und Kontrolle grenzüberschreitender Risiken innerhalb der EU sicherzustellen, die mit dem gestiegenen Clearing-Volumen einhergehen. Um Resilienz aufzubauen, müssen die **Lehren aus den jüngsten Energiemarktentwicklungen** berücksichtigt werden, denn mehrere Energieunternehmen stehen bei der Verwendung von Derivaten vor Liquiditätsproblemen. Diese Entwicklungen haben gezeigt, dass die EMIR-Verordnung verbessert werden muss, damit die Risiken für die Finanzstabilität der EU angesichts der neuen Herausforderungen auch in Zukunft eingedämmt werden. Mithin muss ein sicheres und robustes EU-Clearing-Ökosystem geschaffen werden, das wirtschaftlichen Schocks standhalten kann und es einem breiten Spektrum von Teilnehmern, einschließlich Energieunternehmen, ermöglicht, ihre Risiken effizient und zuverlässig abzusichern, Nachschussforderungen besser vorherzusagen und somit ihren Liquiditätsbedarf besser zu steuern.

Drittens sind wettbewerbsfähige, gut entwickelte und krisenfeste EU-CCPs eine Voraussetzung für die offene strategische Autonomie der EU. Es ist von entscheidender Bedeutung, dass die EU für die globalen Finanzmärkte offen bleibt, um Investoren anzuziehen und die internationale Wettbewerbsfähigkeit europäischer Unternehmen zu fördern. Außerdem birgt das enorme Volumen auf Euro lautender Kontrakte, die bei britischen CCPs gecleart werden, nach dem Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU Risiken für die Finanzstabilität der EU sowie für die Übertragungswirkung und Durchführung der Geldpolitik der EU. Der Aufbau solider Clearingkapazitäten in der EU verringert die Risiken, die sich aus übermäßigen Risikopositionen gegenüber Drittstaaten-CCPs ergeben.

Zu diesem Zweck hat die Kommission am 7. Dezember 2022 Legislativvorschläge zur Änderung der EMIR-Verordnung und weiterer Rechtsvorschriften vorgelegt, um die EU zu einem attraktiveren kosteneffizienten Knotenpunkt für das Clearing zu machen und potenzielle Schwachstellen zu beseitigen. Die Maßnahmen werden sich sowohl auf das Angebot von als auch auf die Nachfrage nach Clearingdiensten auswirken. Sie werden dazu beitragen, das Spektrum der Clearinglösungen, die von EU-CCPs angeboten werden, zu erweitern und die Liquidität zu erhöhen, indem mehr Marktteilnehmer dazu veranlasst werden, über EU-CCPs zu clearen.

Diese Vorschläge wurden im Anschluss an umfassende Konsultationen unter anderem mit Mitgliedern des Europäischen Parlaments, Vertretern der Mitgliedstaaten und ihrer Behörden, der Europäischen Aufsichtsbehörden (ESA), des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (ESRB), der Europäischen Zentralbank (EZB) und des Einheitlichen Aufsichtsmechanismus

⁴ Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 in Bezug auf die Erhöhung der Marktdatentransparenz, die Beseitigung von Hindernissen für die Entstehung eines konsolidierten Datentickers, die Optimierung der Handlungspflichten und das Verbot der Entgegennahme von Zahlungen für die Weiterleitung von Kundenaufträgen, COM(2021) 727 final.

⁵ Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 909/2014 im Hinblick auf die Abwicklungsdisziplin, die grenzüberschreitende Erbringung von Dienstleistungen, die aufsichtliche Zusammenarbeit, die Erbringung bankartiger Nebendienstleistungen und Anforderungen an Zentralverwahrer in Drittländern, COM(2022) 120 final.

(SSM) sowie einem breiten Spektrum von Interessenträgern aus der Wirtschaft vorgelegt.⁶ Die Wirkung der Maßnahmen hängt nicht nur von der Änderung der Rechtsvorschriften, sondern auch vom Engagement und Einsatz aller beteiligten öffentlichen und privaten Akteure ab. Regulierungsbehörden und politische Entscheidungsträger können die Voraussetzungen für eine verbesserte Clearing-Landschaft in der EU schaffen. Letztlich ist es jedoch Sache der Marktteilnehmer, die sich aus der Regulierung ergebenden Möglichkeiten zu nutzen. Die Behörden in der EU können ebenfalls eine wichtige Rolle spielen, mit gutem Beispiel vorangehen und zu einem sichereren, resilienteren und wettbewerbsfähigeren Clearing-Ökosystem in der Europäischen Union beitragen.

2. EIN WETTBEWERBSFÄHIGES UND MODERNES EU-CLEARINGSYSTEM

a. Für zentrale Gegenparteien

CCPs sind Katalysatoren für die Finanzstabilität und müssen dynamisch auf Marktentwicklungen reagieren können. Mit der EMIR-Verordnung wurde zwar ein solider Rahmen für das zentrale Clearing geschaffen, einige Bereiche des derzeitigen Aufsichtsrahmens haben sich jedoch als zu komplex erwiesen. Die aufsichtsrechtlichen Genehmigungsverfahren für die Einführung neuer Clearingdienste und -tätigkeiten durch EU-CCPs können überaus langwierig und aufwendig sein und die Markteinführung neuer Produkte behindern. Änderungen der CCP-Risikomodelle sind mit ähnlichen Problemen verbunden. Es sollte nicht Jahre dauern, bis ein neues Produkt genehmigt wird. Modelländerungen müssen rasch erfolgen, um den sich ändernden Marktbedingungen und wirtschaftlichen Gegebenheiten Rechnung zu tragen. Verzögerungen bei der Zulassung erhöhen die Kosten und schränken die Wettbewerbsfähigkeit von EU-CCPs ein, was die Attraktivität des Standortes EU verringert. Deshalb müssen diese Hindernisse unbedingt beseitigt werden.

Wesentliche Maßnahmen: Mit dem Legislativvorschlag zur Änderung der EMIR-Verordnung werden neue Verfahren eingeführt, die die an der Beaufsichtigung von CCP in der EU beteiligten Behörden bei der Genehmigung neuer Tätigkeiten oder Dienstleistungen, die EU-CCPs anbieten möchten, und von Änderungen der Risikomodelle, anwenden sollten. Die von den CCPs in ihren Anträgen vorzulegenden Unterlagen wurden standardisiert, und die Dauer des Zulassungsverfahrens auf wenige Wochen verkürzt. Außerdem wird ein neues Schnellverfahren für die Aufnahme neuer Tätigkeiten und Dienstleistungen ohne wesentliche Änderungen des Geschäftsmodells einer CCP eingeführt. Durch diese Reformen können CCPs erheblich schneller ein Produkt auf den Markt bringen oder wesentliche Modelländerungen vornehmen. EU-CCPs werden ermutigt, die potenziellen Möglichkeiten des neuen Rahmens, unter anderem durch Ausweitung ihrer Produktpalette, bestmöglich zu nutzen, um der Nachfrage ihrer Clearingmitglieder und Kunden gerecht zu werden.

b. Für Teilnehmer aus dem Finanzsektor

Teilnehmer aus dem Finanzsektor, die die Dienstleistungen von CCPs in Anspruch nehmen, z. B. Investmentfonds und Versicherungsgesellschaften, sollten ebenfalls von geringeren Kosten der Clearingdienste profitieren. Im Anschluss an die Reformen im Nachgang zur Krise von 2008 und die Umstellung auf ein zentrales Clearing wurden auch Anpassungen am

⁶ Die Kommission richtete 2021 eine Arbeitsgruppe zu den Chancen und Herausforderungen der Übertragung des Derivateclearings von CCPs im Vereinigten Königreich auf CCPs in der EU ein und führte im Jahr 2022 eine gezielte Konsultation sowie Beratungen mit Vertretern der Mitgliedstaaten und des Europäischen Parlaments durch.

Bankenrahmen vorgenommen. Dadurch können Banken eine günstigere Eigenkapitalbehandlung in Anspruch nehmen, wenn sie bei einer zugelassenen oder anerkannten CCP⁷ clearen, anstatt bilaterale Transaktionen⁸ zu tätigen. Dies ist sinnvoll, da CCP-Clearing das Gegenparteiausfallrisiko verringert. Diese Änderungen der Bankenaufsichtsvorschriften wurden jedoch in anderen Rechtsvorschriften für den Finanzsektor nicht vollständig berücksichtigt. So spiegeln z. B. die derzeitigen Vorschriften der OGAW-Richtlinie⁹ über die für Derivatgeschäfte geltenden Obergrenzen für Risikopositionen gegenüber Gegenparteien den risikomindernden Charakter des zentralen Clearings für Investmentfondsverwalter nicht in vollem Umfang wider. Solche Inkohärenzen finden sich auch im Solvabilität-II-Rahmen für Versicherer.¹⁰

Diese fehlende Kohärenz ist umso problematischer, da EU-CCPs begonnen haben, neue Clearings-Zugangsmöglichkeiten für Fonds und Versicherungsunternehmen anzubieten. Nach dem Solvabilität-II-Rahmen können beispielsweise CCP-bezogene Risikopositionen von Versicherungsunternehmen, die direkte CCP-Mitglieder werden wollen, höheren Eigenkapitalanforderungen unterliegen als Versicherer, die als indirekte Clearingteilnehmer auftreten. Diese höheren Eigenkapitalanforderungen machen die neuen Zugangsmöglichkeiten unattraktiv. Einige Altersversorgungssysteme der EU, die ab Juni 2023 einer Clearingpflicht unterliegen, nutzen bereits neue Zugangsmodelle oder werden in Kürze damit beginnen. Je mehr Akteure am System beteiligt sind, desto mehr Liquidität und Transaktionsmöglichkeiten stehen zur Verfügung.

Wesentliche Maßnahmen. Zusätzlich zur Anforderung eines aktiven Kontos bei EU-CCPs (siehe Abschnitt 4) werden mit den am 7. Dezember 2022 angenommenen Legislativvorschlägen Änderungen an der OGAW-Richtlinie und der Geldmarktfondsverordnung¹¹ vorgenommen, um der Risikominderungsfunktion von in der EU zugelassenen oder von der ESMA anerkannten CCPs besser Rechnung zu tragen. In Bezug auf Versicherungsunternehmen beabsichtigt die Kommission, im Rahmen der bevorstehenden Überarbeitung der einschlägigen delegierten Verordnung die aufsichtliche Benachteiligung von Versicherern, wenn sie direktes Clearingmitglied werden, beseitigen.¹²

⁷ Eine zugelassene CCP ist eine in einem Mitgliedstaat niedergelassene und nach der EMIR-Verordnung zugelassene CCP (Artikel 14). Eine anerkannte CCP ist eine von der ESMA anerkannte, in einem Drittstaat ansässige CCP, die gemäß der EMIR-Verordnung Clearingdienste für in der Union ansässige Clearingmitglieder und Handelsplätze erbringt (Artikel 25).

⁸ Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012, ABl. L 176 vom 27.6.2013, S. 379.

⁹ Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), ABl. L 302 vom 17.11.2009, S. 32.

¹⁰ Delegierte Verordnung (EU) Nr. 2015/35, ABl. L 12 vom 17.1.2015, S. 1.

¹¹ Verordnung (EU) 2017/1131 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über Geldmarktfonds, ABl. L 169 vom 30.6.2017, S. 8.

¹² Im Zusammenhang mit der Überprüfung der Solvabilität-II-Richtlinie kam die Kommission zu dem Schluss, dass ergänzende Änderungen der Delegierten Verordnung (EU) 2015/35 erforderlich sind, um alle Ziele der Überprüfung zu erreichen (siehe COM(2021) 580 final). Vor diesem Hintergrund hat die Kommission Gespräche über den Inhalt möglicher Änderungen der Delegierten Verordnung (EU) 2015/35 aufgenommen.

3. EIN SICHERES UND WIDERSTANDSFÄHIGES CLEARING-ÖKOSYSTEM

a. Gewährleistung einer soliden und gemeinsamen Aufsicht

Die Entwicklung des EU-Clearing-Ökosystems kann aufgrund der gestiegenen Clearingvolumina zu zusätzlichen Risiken in der EU führen. Damit diese Risiken ordnungsgemäß gesteuert werden, müssen EU-CCPs sowohl auf nationaler als auch auf EU-Ebene umfassend beaufsichtigt werden. Angesichts der zentralen Rolle des Clearings im EU-Finanzsystem reichen die sich aus Aufsichtsversagen ergebenden Risiken über nationale Grenzen hinaus.

Die jüngsten Marktentwicklungen haben auch bestätigt, dass eine ganzheitlichere Risikoüberwachung und -kontrolle notwendig ist: CCPs sind Glieder inmitten einer komplexen Kette von Interdependenzen. Zentrales Clearing ist nicht nur Sache von CCPs und einigen Großbanken, sondern umfasst vielmehr unterschiedlichste Wirtschaftsakteure in verschiedenen Mitgliedstaaten. Jüngste Marktentwicklungen haben gezeigt, dass bessere Informationen über die Beziehungen und Interdependenzen entlang der gesamten Clearingkette erforderlich sind. Liquiditätsprobleme von Marktteilnehmern können nämlich selbst bei robusten CCP zu Schwachstellen führen, die ermittelt und angegangen werden müssen.

Dies bedeutet, dass die EU den Rahmen stärken muss, damit die Behörden vor Ort wirksam zusammenarbeiten, Wissen und Erkenntnisse austauschen und eine gemeinsame, von unten nach oben gerichtete Aufsichtskultur entwickeln können. Es bedarf eines Ökosystems, in dem EU-Einrichtungen an der Überwachung der über Mitgliedstaaten und Märkte hinausreichenden Clearingketten beteiligt sind. Dies gilt insbesondere für Notlagen¹³, in denen Entscheidungen unter Berücksichtigung des Gesamtbildes sowohl im Interesse der Wirtschaft der EU als auch der Mitgliedstaaten getroffen werden müssen.

Diese Ziele können erreicht werden, indem auf dem derzeitigen Aufsichtssystem der EU aufgebaut wird. Die Aufsichtsregelungen für CCPs wurden 2019 reformiert: während für nationale CCP-Aufsichtsbehörden letztlich weiter für die Aufsicht über die auf ihrem Gebiet tätigen CCPs zuständig sind, wurde die Rolle der ESMA durch die Einsetzung eines CCP-Aufsichtsausschusses gestärkt. Dieser besteht aus EU-CCP-Aufsichtsbehörden, drei unabhängigen Mitgliedern und Vertretern der Zentralbanken für die Erörterung bestimmter Fragen. Der Aufsichtsausschuss überwacht systemrelevante Drittstaaten-CCPs, während seine Rolle bei EU-CCPs hauptsächlich darin besteht, die Konvergenz zu fördern.

Wesentliche Maßnahmen. Mit dem Legislativvorschlag der Kommission wird der EU-Aufsichtsrahmen weiterentwickelt und gestärkt, unter anderem durch: i) Einrichtung gemeinsamer Aufsichtsteams für bestimmte Aufgaben, um die Grundlage für eine kooperativere Aufsicht mit einer umfassenderen EU-Perspektive zu schaffen und EU-weit Aufsichtswissen und -erfahrungen zu entwickeln; ii) Erleichterung der Überwachung grenzüberschreitender Risiken für die EU über die gesamte Clearingkette durch EU-Behörden wie die Europäischen Aufsichtsbehörden, die EZB, den ESRB und den SSM; und iii) die Möglichkeit der ESMA, über ihren CCP-Aufsichtsausschuss gemeinsame Reaktionen auf Krisensituationen auf der Grundlage aktueller Informationen zu koordinieren.

b. Ein robusterer Rahmen für das Clearing von Warenderivaten

¹³ Notlagen sind z. B. Situationen, die sich auf die Solidität oder Resilienz der CCP auswirken, oder Entwicklungen auf den Finanzmärkten, die sich bspw. negativ auf die Stabilität des Finanzsystems in den Mitgliedstaaten auswirken können, in denen die CCP oder eines ihrer Clearingmitglieder niedergelassen ist (siehe Artikel 24 der vorgeschlagenen Verordnung).

Die Märkte für Warenderivate ermöglichen es Unternehmen wie Energieerzeugern, -versorgern und -verteilern, die Risiken schwankender Preise zu beherrschen und ihren Kunden längerfristige Verträge anzubieten. Im Sommer hatten Preisspitzen und extreme Preisschwankungen an den Energiederivatemarkten zu Liquiditätsengpässen bei Energieunternehmen geführt. Die Liquidität dieser Marktteilnehmer geriet durch die infolge des Preisanstiegs höheren Nachschussforderungen unter Druck. Die Kommission hat im Rahmen ihres Pakets für den Energienotstand hierzu Maßnahmen vorgeschlagen, beispielsweise die Erweiterung der Liste der Vermögenswerte, die bei EU-CCPs als Sicherheit hinterlegt werden können.¹⁴

Über die Notfallmaßnahmen hinaus sind jedoch aufgrund der jüngsten Marktentwicklungen bereits konkrete Bereiche sichtbar geworden, in denen strukturelle Verbesserungen des EMIR-Rahmens notwendig sind. Es gilt, die weiterreichenden Auswirkungen dieser jüngsten Marktentwicklungen sorgfältig zu analysieren, wie das im Übrigen auch die ESMA in einem jüngsten Schreiben an die Kommission vorgeschlagen hat.¹⁵ Die Absicherung gegen Energierisiken ist für einige Marktteilnehmer schwieriger geworden, da die Volatilität der Rohstoffpreise zugenommen hat und CCPs höhere Nachschussforderungen gestellt haben. In Stressszenarien steigen als Ausdruck größerer Risiken für die Marktteilnehmer die Nachschussforderungen. Dadurch erhöht zentrales Clearing die Notwendigkeit, ein angemessenes Liquiditätsmanagement seitens aller Clearingteilnehmer sicherzustellen, damit Nachschussforderungen erfüllt werden können. Darüber hinaus haben die jüngsten Marktentwicklungen die Art des Zugangs von Nichtfinanzunternehmen wie Kapitalgesellschaften zu CCPs ins Blickfeld gerückt, denn für ein Unternehmen können sich bei direktem Zugang zu einer CCP ohne Vermittlung durch ein Finanzclearing-Mitglied wie einer Bank größere Liquiditätsengpässe ergeben. Das Clearing-Ökosystem der EU soll europäischen Unternehmen eine effiziente und sichere Abdeckung gegen Risiken ermöglichen und gleichzeitig zur Finanzstabilität beitragen. Auf diese Weise kann und wird das zentrale Clearing die Wirtschaft der EU unterstützen.

Wesentliche Maßnahmen: Der Legislativvorschlag zur Änderung der EMIR-Verordnung ermöglicht es den Unternehmen, ihren künftigen potenziellen Liquiditätsbedarf beim zentralen Clearing besser abzuschätzen, da nun Modelle für Einschussforderungen verlangt werden, die für alle transparenter sind. Die Unternehmen können ihren Liquiditätsbedarf besser planen, wenn sich absehen lässt, welche Nachschussforderungen, insbesondere in einer Stresssituation, auf sie zukommen könnten. EU-CCPs bieten bereits Instrumente an, mit denen sich das Verhalten der Modelle für die Berechnung von Nachschusszahlungen darstellen lässt. Diese Informationen sollten jedoch entlang die Clearingkette weitergegeben werden, da der Liquiditätsbedarf aufgrund von Nachschussforderungen nicht auf der Ebene des einzelnen Clearingmitglieds endet. Letzteres muss daher seinen Kunden die Funktionsweise von Nachschussforderungen deutlich machen und Simulationen für verschiedene Szenarien vorlegen. Mit dem Legislativvorschlag zur Änderung der EMIR-Verordnung werden auch die Anforderungen an die Teilnahme an einer CCP gestärkt, damit keine unangemessenen Risiken auf andere Clearingmitglieder übergreifen können. Nichtfinanzunternehmen mit direktem Zugang zu einer CCP müssen besser ausgestattet sein, um ihren Verpflichtungen nachzukommen. Mit dem Legislativvorschlag wird auch den Empfehlungen der ESMA Rechnung getragen, die Methode zur Festlegung der

¹⁴ Mitteilung der Kommission „Energienotlage – Gemeinsame Vorbereitung, gemeinsamer Einkauf und gemeinsamer Schutz der EU“, COM(2022) 553 final.

¹⁵ Schreiben der ESMA an die Europäische Kommission vom 22. September 2022: <https://www.esma.europa.eu/file/125192/download?token=6iK84Onz>.

Clearingschwelle so zu ändern, dass sie besser anzuwenden und zu berechnen ist. Zudem wird die ESMA aufgefordert, die Bedingungen zu überprüfen und zu präzisieren, unter denen eine Transaktion als Sicherungsgeschäft angesehen und daher nicht auf die Clearingschwelle angerechnet wird.

4. Ein Clearing-Ökosystem zur Unterstützung der offenen strategischen Autonomie der EU

Clearing ist ein globales Geschäft, und die EU-Marktteilnehmer sind weltweit bei mehreren CCPs aktiv. Die in den letzten Jahren unternommenen Anstrengungen im Bereich Gleichwertigkeit der CCP zeigen deutlich das Engagement der EU für ein offenes Finanzsystem, das die internationalen Standards und die internationale Zusammenarbeit unterstützt. Die Kommission hat für CCP aus mehr als 20 Ländern Gleichwertigkeitsbeschlüsse angenommen, was die Öffnung des EU-Markts für mehr als 40 Drittstaaten-CCPs ermöglichte. Dies eröffnete Chancen sowohl für die Drittstaaten-CCPs als auch für die EU-Marktteilnehmer, die europäische Firmen häufig auf ausländischen Märkten begleiten.

Gleichzeitig bedeutet „offene strategische Autonomie“¹⁶, dass die EU in der Lage sein muss, potenzielle Risiken für die Finanzstabilität zu bekämpfen. Diese können entstehen, wenn EU-Marktteilnehmer übermäßig von Drittstaaten-Unternehmen abhängig sind, was eine potenzielle Schwachstelle darstellt. Vor allem das Vereinigte Königreich spielt als Drehscheibe für das zentrale Clearing eine Schlüsselrolle: im ersten Halbjahr 2021 wurden dort 91 % aller auf Euro lautenden Zinsswapgeschäfte geleast.¹⁷

Um das Risiko einer möglichen abrupten Unterbrechung des Zugangs von EU-Marktteilnehmern zu CCPs im Vereinigten Königreich infolge des Austritts dieses Landes aus der EU zu mindern, hat die Kommission befristete Gleichwertigkeitsbeschlüsse erlassen, die den Regulierungs- und Aufsichtsrahmen für diese CCPs abdecken.¹⁸ Der derzeitige befristete Gleichwertigkeitsbeschluss, der den Rahmen für CCPs im Vereinigten Königreich abdeckt, läuft am 30. Juni 2025 aus.

Gleichzeitig hat die Kommission die EU-Marktteilnehmer aufgefordert, angesichts der Risiken, die in einem Stressszenario drohen könnten, ihre übermäßigen Risikopositionen gegenüber systemrelevanten CCPs in Drittstaaten zu verringern. Die übermäßige Abhängigkeit der EU-Marktteilnehmer von Drittstaaten-CCPs erschwert es nämlich den EU-Regulierungs- und Aufsichtsbehörden, in Stresssituationen die Risiken für die Finanzstabilität in der EU zu bewältigen. Wie die ESMA festgestellt hat¹⁹, können sich Änderungen der zugelassenen Sicherheiten, der Einschusszahlungen bzw. Sicherheitsabschläge in Krisenzeiten negativ auf die Staatsanleihemärkte eines oder mehrerer Mitgliedstaaten und auf die Finanzstabilität in der EU im Allgemeinen auswirken. Störungen auf den für die Geldpolitik der EU-Zentralbanken relevanten Schlüsselmärkten können auch den geldpolitischen Transmissionsmechanismus

¹⁶ Siehe auch die Mitteilung der Kommission „Das europäische Wirtschafts- und Finanzsystem: Mehr Offenheit, Stärke und Resilienz“ (COM(2021) 32 final).

¹⁷ Siehe CEPS 2021, „Setting EU CCP policy – much more than meets the eye“.

¹⁸ Durchführungsbeschluss (EU) 2018/2031 der Kommission vom 19. Dezember 2018, Durchführungsbeschluss (EU) 2019/544 der Kommission vom 3. April 2019, Durchführungsbeschluss (EU) 2019/2211 der Kommission vom 19. Dezember 2019, Durchführungsbeschluss (EU) 2020/1308 der Kommission vom 21. September 2020 und Durchführungsbeschluss (EU) 2022/174 der Kommission vom 8. Februar 2022.

¹⁹ Siehe ESMA-Bericht vom Dezember 2021: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-results-its-assessment-systemically-important-uk-central>.

beeinträchtigen. In Krisenzeiten würde es nicht in der Macht der EU-Behörden stehen, die nötigen Entscheidungen zu treffen.

Es ist wichtig, sich für Ereignisse mit hohem Risiko, aber geringer Wahrscheinlichkeit zu wappnen. Der Ausbau der Clearingkapazitäten in der EU und die Stärkung des Clearing-Ökosystems werden die übermäßigen Risikopositionen von EU-Marktteilnehmern gegenüber Drittstaaten-CCPs mittelfristig verringern und somit die offene strategische Autonomie der EU unterstützen.²⁰

Wesentliche Maßnahmen: Der Legislativvorschlag zur Änderung der EMIR-Verordnung verpflichtet Marktteilnehmer, die einer Clearingpflicht unterliegen, einen Teil der Produkte, die von der ESMA als wesentlich systemrelevant eingestuft wurden, über aktive Konten bei EU-CCPs zu clearen.²¹ Dies wird zur Minderung der Risiken beitragen, die von einer übermäßigen Risikopositionen gegenüber Drittstaaten-CCPs für die Finanzstabilität ausgehen, wie sie von der ESMA festgestellt wurden. Ergänzend zu dieser Maßnahme werden mit den Legislativvorschlägen auch die Eigenkapitalrichtlinie und die Wertpapierfirmenrichtlinie geändert, um die Überwachung und Bewältigung des Konzentrationsrisikos, das sich aus Risikopositionen gegenüber CCPs ergeben kann, zu verbessern.²²

Die Kommission schlägt zudem vor, die Bewertung der Gleichwertigkeit im Rahmen der EMIR-Verordnung zu vereinfachen, wenn die mit dem Clearing in einem Drittland verbundenen Risiken besonders gering sind. Die Erfahrungen haben gezeigt, dass Raum besteht für mehr Verhältnismäßigkeit im Gleichwertigkeitsrahmen der EMIR-Verordnung und für eine gezieltere Zusammenarbeit mit ausländischen Aufsichtsbehörden auf der Grundlage des unterschiedlichen Ausmaßes der Risiken, die von Drittstaaten-CCPs ausgehen, ohne die Notwendigkeit solider Vorschriften für Drittstaaten infrage zu stellen.

5. DIE ROLLE DER BEHÖRDEN

Bei der Entwicklung eines wettbewerbsfähigen Clearing-Ökosystems kommt den Aufsichtsbehörden, Zentralbanken, anderen Behörden und öffentlichen Stellen sowohl auf nationaler als auch auf EU-Ebene eine wichtige Rolle zu.

Öffentliche Stellen, z. B. staatliche Schuldenverwaltungsagenturen, sind nach der EMIR-Verordnung von der Pflicht zum Clearing ihrer Derivate bei einer CCP ausgenommen. Dies ist gerechtfertigt, damit diese Einrichtungen ihren Gemeinwohlauftrag erfüllen können. Einige öffentliche Stellen sind im Laufe der Jahre freiwillig zum zentralen Clearing ihrer Kontrakte übergegangen. Ein zentrales Clearing bringt größere Sicherheitsgarantien in Bezug auf das Gegenparteiausfallrisiko, bessere Marktliquidität und mehr Transparenz. Die Kommission fordert die Behörden in der EU nachdrücklich auf, das Clearing, sollten sie sich dafür entscheiden und die gewünschten Produkte verfügbar sein, bei EU-CCPs vorzunehmen.

²⁰ Siehe Erklärung von Kommissionsmitglied McGuinness zum weiteren Vorgehen beim zentralen Clearing: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/STATEMENT_21_5905.

²¹ Auf Euro und polnische Zloty lautende Zinsderivate sowie auf Euro lautende kurzfristige Zinsterminkontrakte und Kreditausfallswaps.

²² Mit diesen Maßnahmen sollen die beaufsichtigten Unternehmen (Kreditinstitute und Wertpapierfirmen) veranlasst werden, ein übermäßiges Konzentrationsrisikos zu verringern, indem sie beispielsweise ihre Risikopositionen diversifizieren bzw. abbauen. Zuständige Behörden können Aufsichtsmaßnahmen verhängen, kommen sie zu dem Schluss, dass die Maßnahmen eines von ihnen beaufsichtigten Unternehmens nicht ausreichen, um dieses Risiko zu verringern.

Die **Kommission verpflichtet sich ihrerseits, die meisten ihrer zentral geclearten Positionen bei einer EU-CCP zu clearn**, soweit die gewünschten Produkte verfügbar sind.

Die nationalen Behörden können im Bereich der Rechnungslegungsvorschriften einen nützlichen Beitrag leisten. Es besteht eine gewisse Unsicherheit hinsichtlich der Anwendung bestimmter nationaler Vorschriften im Bereich der Bilanzierung von Sicherungsgeschäften²³, die in der Praxis Übertragungen von Positionen von einer Drittstaaten-CCP auf eine EU-CCP entgegenwirken könnten. **Die Kommission fordert die nationalen Behörden auf, die nationalen Rechnungslegungsvorschriften zu prüfen und Hindernisse für die Übertragung von Risikopositionen zu beseitigen oder abzubauen.**²⁴

Auch die **Zentralbanken** sind wichtige Akteure. Die von der Kommission Anfang 2022 durchgeführte öffentliche Konsultation hat gezeigt, dass die Interessenträger auf breiter Basis weitere Fortschritte bei den europäischen Zahlungssystemen, insbesondere TARGET2, befürworten. TARGET2 ist ein besonderes Zahlungssystem, das den Teilnehmern eine Bruttoabwicklung in Echtzeit ermöglicht und eine wichtige Infrastruktur zur Unterstützung des Euro bildet. Eine Reihe von Marktteilnehmern, darunter Banken und CCPs, halten die Geschäftszeiten des Systems für zu kurz, weshalb einige spät an einem Geschäftstag eingereichten Nachschussforderungen von EU-CCPs in Fremdwährungen wie dem US-Dollar gestellt werden. Den Marktteilnehmern zufolge verursacht das Probleme sowohl für die CCPs, die in der Lage sein müssen, erhaltene US-Dollar auf dem Repomarkt zu investieren, als auch für die Clearingmitglieder und Kunden, die die zur Erfüllung der Nachschussforderungen erforderlichen Dollarbeträge vorhalten müssen. Dies könnte insbesondere in Stressphasen problematisch sein, wenn Nachschussforderungen von CCPs zu späterer Stunde und in unterschiedlicher Höhe gestellt werden. Die Kommission möchte verhindern, dass die EU-Marktteilnehmer auf Fremdwährungsliquidität angewiesen sind, um Nachschussforderungen von EU-CCPs zu erfüllen, was insbesondere in Stressphasen gilt. **Daher fordert die Kommission die Banken und CCPs auf, in diesen Fragen mit dem Eurosystem zusammenzuarbeiten** und alle Möglichkeiten zur Nutzung des Systems zu erörtern. Die Kommission vertraut darauf, dass die Marktteilnehmer gemeinsam mit dem Eurosystem die bei der gezielten Konsultation 2022 aufgeworfenen Fragen prüfen und eine Lösung finden werden.

Ein weiterer Aspekt, auf den die Kommission hingewiesen wurde, betrifft die Politik der Zentralbanken in Bezug auf den Zugang von CCPs zu Einlage- und Liquiditätsfazilitäten. Laut einem Bericht des Internationalen Währungsfonds aus dem Jahr 2018²⁵ hat das Eurosystem Zugangsregelungen für die CCPs im Allgemeinen festgelegt. Aufgrund der Vielzahl solcher Zugangsregelungen empfahl der IWF der EZB/dem Eurosystem, die Harmonisierung der einschlägigen Zugangsregelungen für CCPs zu prüfen. **Das Eurosystem prüft die oben genannten Fragen derzeit genauer.** Zugangsregelungen in Bezug auf Zentralbankeinlage- und Liquiditätsfazilitäten fallen bekanntlich in das Mandat und die Aufgaben des Eurosystems,

²³ Ziel der Bilanzierung von Sicherungsgeschäften ist es, die Auswirkungen des Risikomanagements eines Unternehmens, bei dem Finanzinstrumente zur Verwaltung besonderer Risikopositionen mit potenziellen Auswirkungen auf Gewinn oder Verlust zum Einsatz kommen, im Jahresabschluss darzustellen.

²⁴ Die Kommission ist bereit, im Rahmen der Verordnung (EU) 2021/240 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 10. Februar 2021 den Mitgliedstaaten und ihren Behörden technische Unterstützung zu leisten, um Behörden das Clearing bei EU-CCPs zu erleichtern, soweit sie sich für dafür entscheiden und die nationalen Rechnungslegungsvorschriften überarbeitet werden, um Hindernisse für die Übertragung von Risikopositionen zu beseitigen oder abzubauen.

²⁵ IWF-Länderbericht Nr. 18/226, Juli 2018:
<https://www.imf.org/~media/Files/Publications/CR/2018/cr18226.ashx>.

die im Einklang mit dem Grundsatz der Unabhängigkeit der Zentralbanken wahrgenommen werden.

5. SCHLUSSFOLGERUNGEN

Dank der nach der globalen Finanzkrise von 2008 durchgeführten Reformen waren die EU-Finanzmärkte bei der Bewältigung der jüngsten Marktentwicklungen deutlich robuster aufgestellt als vor 2008. Ein zentraler Bestandteil dieser Reformen ist das zentrale Clearing, das für den Handel und für gut entwickelte Kapitalmärkte von grundlegender Bedeutung ist. Es ist ein entscheidender Faktor für den Aufbau der Kapitalmarktunion. Die Erfahrungen mit dem derzeitigen EU-Rahmen haben jedoch eine Reihe von Bereichen aufgezeigt, in denen Verbesserungen notwendig sind.

Ein wichtiger Aspekt ist dabei der Aufbau einer größeren Clearingkapazität in der EU, um unsere Kapitalmärkte zu stärken, unseren Unternehmen mehr Clearingoptionen zu bieten und die Finanzstabilität zu wahren und zugleich die EU-Kapitalmärkte offen zu halten.

Bei der Überarbeitung des EU-Clearingrahmens werden auch Probleme behandelt, die sich beim Clearing von Derivaten für Energieunternehmen ergeben haben, die derzeit mit beispiellosen Schocks konfrontiert sind. Ein starkes Clearingsystem ermöglicht es den Unternehmen, ihre Risiken effizient abzusichern und Nachschussforderungen besser vorherzusagen. Es sorgt aber auch dafür, dass die Unternehmen für die Teilnahme am zentralen Clearing gut gerüstet sind und dabei angemessen beaufsichtigt werden.

Die in dieser Mitteilung beschriebenen Maßnahmen für CCPs und anderen Aspekte des Clearingsystems werden keinen Erfolg haben, wenn sie voneinander isoliert ergriffen werden, da Clearing tendenziell zu einer Konzentration führt. Sie müssen mit klaren Maßnahmen einhergehen, die auf die Nachfrage nach Clearingdiensten ausgerichtet sind und Anreize dafür schaffen, dass diese Nachfrage CCPs in der EU zugutekommt. Eine größere Nachfrage nach Clearing bei EU-CCPs wird zu einer höheren Liquidität dieser CCPs führen.

Schließlich kann ein stärkeres EU-Clearingsystem einen zentralen Beitrag zur offenen strategischen Autonomie der EU leisten. Ohne Ausbau der Kapazitäten und Beseitigung der Schwachstellen des Clearingsystems in der EU kann es keine offene strategische Autonomie geben. Dies ist für die EU auch deshalb von entscheidender Bedeutung, damit sie ihre Rolle im globalen Kontext in vollem Umfang wahrnehmen und durch mehr Clearingoptionen in der EU zur globalen Finanzstabilität beitragen kann.

Dieses Maßnahmenpaket kann den Weg für ein stärkeres, sichereres und wettbewerbsfähigeres Clearing-Ökosystem in der EU auf Jahre hinaus ebnen. Angesichts der Bedeutung des Pakets und des derzeitigen Umfelds spricht sich die Kommission für rasche Fortschritte bei der Annahme der Maßnahmen durch das Europäische Parlament und den Rat aus und ist bereit, die interinstitutionellen Verhandlungen zu erleichtern. Der Schlüssel zum Erfolg liegt in einem entschiedenen Handeln aller Beteiligten.